

NUMÉRO 11

— AVRIL 2017

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

wesave.fr
investissons l'avenir

SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant
05 Points macro et marchés
06 Vues des actifs

09 Nos vues tactiques et stratégiques
10 Pour aller plus loin

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les informations communiquées dans ce document ne sauraient représenter aucune forme de conseil en investissement, ni obligation de souscription ultérieure. L'investissement en unités de compte présente un risque de perte en capital.

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Avril 2017



Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel ?

La hausse a été trop forte et trop rapide ! Pas un jour ne passe sans que certains observateurs ou investisseurs ne s'alarment des excès actuels des marchés d'actions. En effet, comment admettre de payer aujourd'hui pour les actions américaines près de 18 années de bénéfices futurs, contre une moyenne historique autour de 15 années, soit une prime de 20% ? Plus encore que des motivations conjoncturelles, c'est l'évolution de la structure des marchés qui le justifie désormais.

Pourquoi rester structurellement acheteur des actions ?

Comme tout autre marché, le marché des actions est une confrontation organisée entre des acheteurs et des vendeurs. Pour qu'il y ait transaction, il faut s'entendre sur un prix, mais aussi sur une quantité. C'est parce que ce second paramètre est trop souvent négligé que leur potentiel de hausse est sous-estimé !

“**La quantité d'actions en circulation est en effet un déterminant majeur de la valorisation puisque, comme le dit l'adage, « ce qui est rare est cher ».**”

La quantité d'actions en circulation est en effet un déterminant majeur de la valorisation puisque, comme le dit l'adage, « ce qui est rare est cher ». Les entreprises émettent des nouvelles actions lorsque l'emprunt ne suffit plus pour financer leurs projets d'investissements. Aujourd'hui, face à des taux d'intérêts historiquement bas, la nécessité de créer des actions est moindre. Par ailleurs, la croissance mondiale étant plus faible que par le passé et le nombre de projets d'investissements moins important, les entreprises ont donc moins besoin de lever des capitaux. Enfin, pour rémunérer leurs actionnaires, les dirigeants d'entreprises versent des dividendes, mais procèdent aussi à des rachats d'actions qui



assèchent d'autant le nombre d'actions disponibles sur les marchés. Une certaine « pénurie » de titres en circulation devrait durablement entretenir la hausse des marchés d'actions.

Cette pression à la hausse des actions est exacerbée par le fait que, dans le même temps, les acheteurs sont plus nombreux qu'auparavant. Durant des années, les investisseurs ont bénéficié de taux d'intérêts élevés sur leurs obligations, avec très peu de risques en contrepartie. Mais, aujourd'hui, les taux d'intérêts sont très bas et cette classe d'actifs présente des risques significatifs (cf. [Quelle attitude adopter face à des taux d'intérêts qui remontent...](#)). Après les taux sans le risque, les investisseurs sont confrontés au risque sans les taux. Quitte à être exposés à des risques, autant aller sur les actions qui offrent des perspectives de gains potentiels plus forts. Pour illustrer ce phénomène, le fonds souverain norvégien, principal fonds de pension au monde, a décidé de porter à 70% (62.5% fin 2016) la part de son portefeuille allouée aux actions contre 40% en 2007. Ces rééquilibrages de portefeuilles affectent des masses de capitaux colossales, d'autant que les politiques monétaires menées par les banques centrales durant les dernières années ont accentué les excès d'épargne disponible.

“
Des dynamiques favorables de chiffres d'affaires, des bénéfices dopés, des trésoreries libérées pour procéder à des investissements ou encore à des versements de dividendes ou des rachats d'actions ... tout milite pour l'achat d'actions américaines !
 ”

Que ce soit pour des raisons de stock (cf. nombre d'actions disponibles) ou bien pour des raisons

de flux (excès d'épargne), la dynamique est donc actuellement structurellement favorable aux actions.

Pourquoi privilégier encore les actions américaines ?

Une fois admis le caractère partiellement « mécanique » de la hausse actuelle des actions, il convient alors de déterminer quelle(s) zone(s) privilégier. Bien qu'évoluant à un rythme encore modéré, le cycle économique mondial s'est re-synchronisé. C'est pourquoi il est préférable de privilégier la zone bénéficiant du meilleur momentum d'ici 1 à 2 ans. Du fait de l'élection de D.Trump, les Etats-Unis semblent offrir les meilleures perspectives à cet horizon de temps.

La première dynamique majeure pour les Etats-Unis devrait avoir lieu dès 2017. Elle proviendra de l'importante remise à plat de la fiscalité sur les ménages et sur les entreprises. Les baisses d'impôts sur les ménages soutiendront la consommation nationale et alimenteront les chiffres d'affaires des entreprises locales. Pour ce qui est des entreprises, la baisse envisagée de 35% à 15% de l'impôt sur les sociétés dopera durablement leurs bénéfices. De plus, une fiscalité allégée pourrait faciliter le rapatriement d'une partie des trésoreries d'entreprises jusqu'à présent immobilisées à l'étranger. Des dynamiques favorables de chiffres d'affaires, des bénéfices dopés, des trésoreries libérées pour procéder à des investissements ou encore à des versements de dividendes ou des rachats d'actions ... tout milite pour l'achat d'actions américaines ! Et si ce n'était pas suffisant, un plan de soutien majeur aux infrastructures est envisagé (1000Mds \$), probablement pour 2018 et au-delà, ce qui devrait doper l'activité des entreprises locales et améliorer la compétitivité et l'attractivité du pays.



Face à ces tendances lourdes, 3 facteurs de freinage doivent être pris en considération : le Congrès, la FED, la politique commerciale.

Le Congrès : Confrontée à la probable hostilité des parlementaires américains à laisser filer les déficits budgétaires, l'Administration Trump pourra-t-elle convaincre le Congrès que la croissance à long terme envisagée permet de sacrifier temporairement le budget de l'Etat ?

La FED : La poursuite du relèvement des taux d'intérêts engagée par la FED risque-t-elle de conduire à une « asphyxie » due à la charge de la dette qui compromettrait ainsi les ambitions économiques de D.Trump ? Ce risque ne semble pas immédiat puisque, devant quitter ses fonctions en 2018, J.Yellen aura plutôt à cœur de préserver une dynamique économique favorable et de laisser cette mission délicate à son successeur. De plus, traumatisée par la crise des « subprimes », la FED préférera probablement être en retard plutôt que de faire un excès de zèle.

“ **En fin de compte, la forte valorisation des actions est un indicateur de risque qui doit inciter à la vigilance, mais pas nécessairement un catalyseur de baisse.** ”

La politique commerciale : Bien que cohérente avec l'ambition de l'Administration Trump de donner la priorité aux entreprises américaines, l'éventuelle mise en place d'un fort protectionnisme serait en revanche contre-productive. En effet, cette mesure

risquerait d'être très inflationniste (cf. coûts de main d'œuvre et difficile substituabilité des biens importés) et pourrait donc contraindre la FED à rehausser plus vite que prévu ses taux directeurs. Par ailleurs, le pays n'échapperait pas à des mesures de rétorsions. Mais une telle « guerre commerciale » pénalisant toutes les zones, pourquoi alors investir sur les émergents ou l'Europe ? Face au risque résultant d'une approche protectionniste, les actions américaines continueront en tout état de cause d'être attractives pour 3 raisons fondamentales : leur cherté toute relative eu égard au niveau des marges et au dynamisme de nombre de secteurs (cf. technologiques, bio-technologies,...), leur meilleure liquidité boursière, et la moindre volatilité des marchés boursiers américains.

En conclusion...

Des corrections auront probablement lieu durant les prochains mois sur les marchés d'actions, mais les investisseurs y verront plutôt des opportunités à saisir pour réallouer leurs excès d'épargne. En dépit de possibles rattrapages ponctuels des émergents et de l'Europe, les actions américaines présentent des fondamentaux justifiant leur surpondération stratégique et tactique. En fin de compte, la forte valorisation des actions est un indicateur de risque qui doit inciter à la vigilance, mais pas nécessairement un catalyseur de baisse.

Macro-économie

- Afin de faciliter l'accès au crédit par les agents économiques, la BCE a proposé aux banques des prêts à taux préférentiels : les TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations).
- Ce dispositif, qui avait démarré en septembre 2014, vient de prendre fin le 23 mars 2017 et, pour cette ultime occasion, les établissements bancaires ont emprunté 233,5Mds € avec un taux d'intérêt de -0.4%, soit un montant deux fois supérieur à ce qui était anticipé.

Conséquence pour les portefeuilles

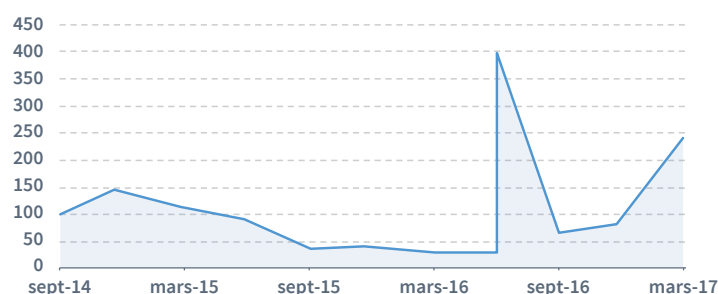
L'extinction du dispositif de TLTRO est un signal avancé comme quoi la BCE souhaite normaliser prochainement sa politique monétaire. A partir d'avril 2017, la BCE va diminuer ses achats mensuels d'obligations (60Mds € au lieu de 80Mds €), et il lui faudra déterminer bientôt les modalités d'arrêt complet de ces achats. Les obligations souveraines européennes vont donc perdre un acheteur majeur, ce qui soutenait jusqu'à présent les cours de cette classe d'actifs.

- Le fait que la BCE mette fin à ce procédé est le signe qu'elle ne craint désormais plus un scénario de déflation pour la zone Euro.

- Par ailleurs, l'ampleur des capitaux levés par les banques indique qu'elles anticipent désormais le retrait progressif de l'ensemble des mesures exceptionnelles d'après crise.



TLTRO : Targeted Longer-Term Refinancing Operations (en Mds €)



Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- La volatilité des actions est un indicateur souvent pertinent afin de mesurer le degré de stress perçu par les investisseurs quant au contexte politique, économique, financier (cf. la section «pour aller plus loin» de ce numéro).
- Analyser l'écart entre la volatilité des actions de la zone Euro (V2X) et celle des actions américaines (VIX) permet d'identifier des situations d'inquiétudes spécifiques qui peuvent parfois affecter l'un ou l'autre des deux côtés de l'atlantique.

Conséquence pour les portefeuilles

Les aléas politiques transatlantiques semblent avoir actuellement peu d'impacts sur la confiance des investisseurs à l'égard des marchés d'actions. Le faible écart entre le V2X et le VIX est le signe que la « décote » qui s'appliquait aux actions européennes vis-à-vis de leurs homologues américaines s'estompe actuellement, ce qui se confirme au travers de performances similaires depuis le début d'année. L'hypothèse d'une reprise économique plus soutenue et d'un surcroît d'inflation dans les pays développés militent pour une exposition structurellement forte sur les marchés d'actions.



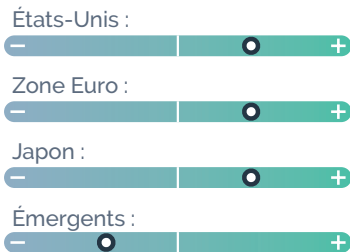
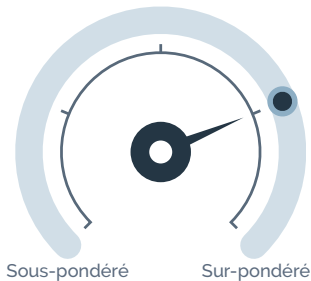
Différence entre la volatilité des actions de la zone Euro (V2X) et américaines (VIX)



Sources : Bloomberg, WeSave

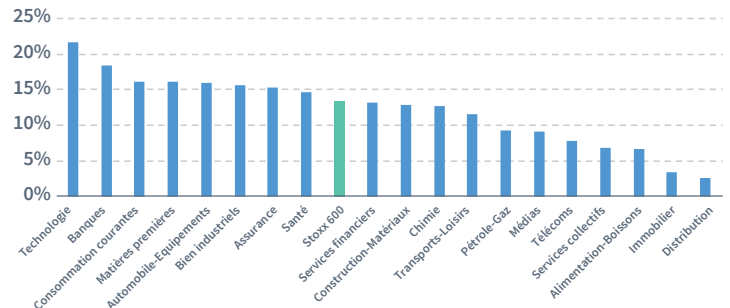


Actions



La reprise économique mondiale reste favorablement orientée et bien synchronisée, mais la dynamique de surprises favorables s'essouffle néanmoins. Les secteurs cycliques continuent de profiter le plus de la hausse actuelle des marchés d'actions. L'échec rencontré par l'Administration Trump pour faire ratifier la réforme du système de santé par les parlementaires américains fait craindre une réforme de la fiscalité et une relance des

Performance (dividendes inclus) des secteurs européens depuis l'élection de D.Trump

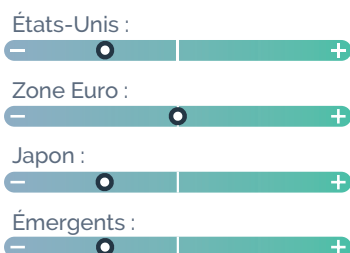
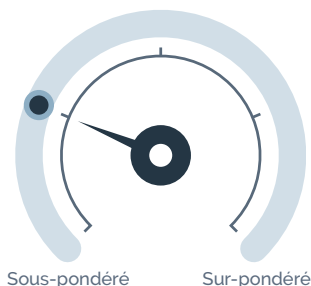


Sources : Bloomberg, WeSave

infrastructures de moindre amplitude qu'espéré jusque-là par les investisseurs, ceci par manque d'économies budgétaires préalables. Bien que les incertitudes politiques restent nombreuses (cf. élections françaises), les fondamentaux militent plutôt pour le maintien d'une surpondération aux actions.

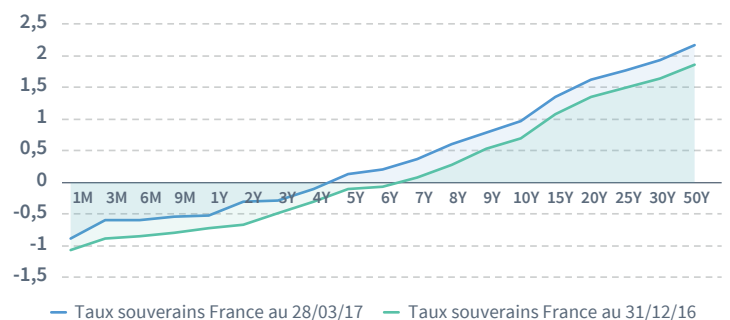


Obligations souveraines



Les indicateurs économiques internationaux confirment actuellement une remontée d'inflation, mais la contribution de l'énergie reste très forte, ce qui fait douter certains investisseurs quant à la pérennité de cette tendance. La FED a remonté pour la troisième fois ses taux directeurs en mars mais a laissé entendre que deux hausses supplémentaires pourraient intervenir en 2017, au lieu des

Evolution de la courbe des taux de la France

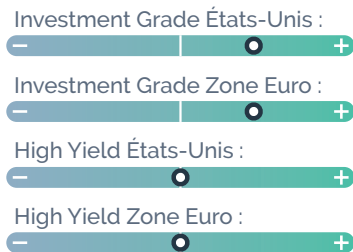
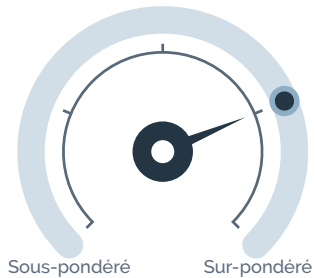


Sources : Bloomberg, WeSave

trois précédemment envisagées, d'où quelques achats d'obligations par les investisseurs. Par ailleurs, l'élection française devrait avoir une influence importante sur le comportement des taux souverains durant les prochains mois. Nous persistons dans notre sous-pondération tactique sur les obligations d'Etat.

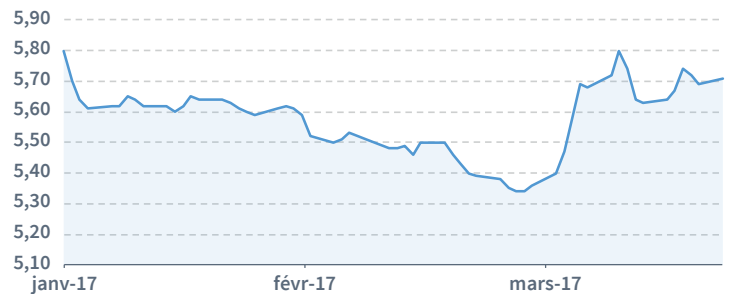


Obligations d'entreprises



Parce qu'elles offrent un rendement supérieur aux obligations souveraines et que les dynamiques de croissance économique et de constitution de trésorerie restent favorables, les obligations d'entreprises devraient rester recherchées par les investisseurs. De plus, toute baisse de la fiscalité sur les sociétés ne ferait que renforcer leur solvabilité future. En revanche, ainsi que nous l'avions anticipé et contrairement aux obligations les mieux notées,

Rendement (en %) des obligation d'entreprises à haut rendement (High Yield) Monde

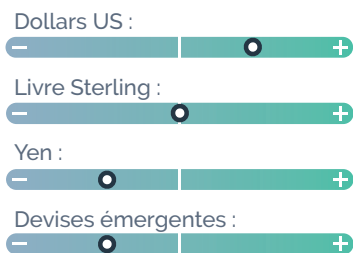
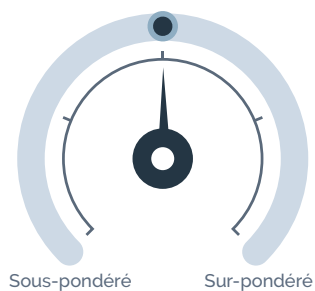


Sources : Bloomberg, WeSave

les obligations d'entreprises à haut rendement (« High Yield ») n'offrent plus de rendement satisfaisant au regard du risque pris du fait des faiblesses bilanciellles de ce type de société. Nous persistons dans notre surpondération tactique sur les obligations d'entreprises, tout comme dans notre prudence à l'égard du « High Yield ».



Devises



La FED ayant laissé entendre qu'elle pourrait se contenter de trois hausses de taux en 2017 au lieu de quatre envisagées, le Dollar a provisoirement reflué par rapport aux principales devises. Par ailleurs, l'échec de la réforme de l'Obamacare a jeté un doute quant à la capacité de l'Administration Trump à mener à bien ses ambitions économiques. Toutefois, les statistiques économiques confirment la très bonne tenue

Volatilité à 3 mois de la parité €-\$

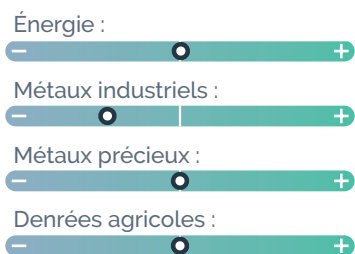
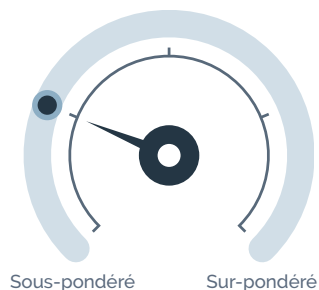


Sources : Bloomberg, WeSave

de l'économie américaine et la montée en puissance de pressions inflationnistes, d'où le rebond du Dollar après chaque faiblesse temporaire. Du fait de l'activation du Brexit, la Livre Sterling sera étroitement surveillée par les investisseurs. Pour sa part, l'Euro pourrait être volatil à l'approche de l'élection présidentielle française.



Matières premières



L'accord trouvé fin 2016 entre les pays de l'OPEP et les pays non-OPEP afin de restreindre l'offre de pétrole semble en bonne partie contrecarré par le surcroît de production issu des schistes aux Etats-Unis, d'où l'essoufflement du Brent autour de 52\$. Les prix pétroliers restent sous la surveillance étroite des investisseurs car ils pourraient contribuer significativement à conforter ou bien au contraire

Indice composite des matières premières (CRB)

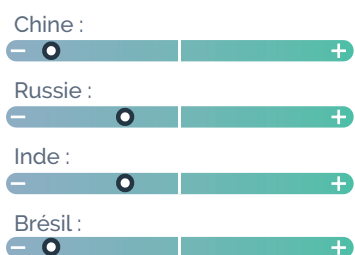
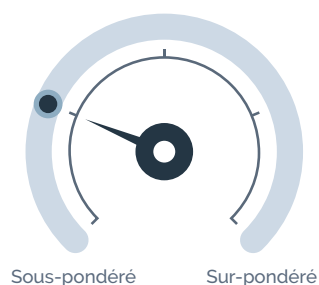


Sources : Bloomberg, WeSave

à infirmer les hypothèses d'inflation mondiale, paramètre majeur pour les allocations d'actifs actuellement. L'accalmie des prix pétroliers a incité les investisseurs à prendre plus généralement des bénéfices sur certains métaux industriels. En revanche, l'or a bénéficié du reflux du Dollar pour retrouver ses plus hauts annuel autour de 1250\$ l'once.



Émergents



En dépit d'éventuelles mesures protectionnistes par les Etats-Unis, notamment à l'encontre de certains pays en développement, l'optimisme des investisseurs quant à la croissance économique mondiale soutient la valorisation des actions des pays émergents. Si les dettes des pays émergents attirent les capitaux internationaux, l'écart de rendement avec le souverain américain s'est fortement

Différence de rendement entre obligations souveraines émergentes et américaines (en \$)

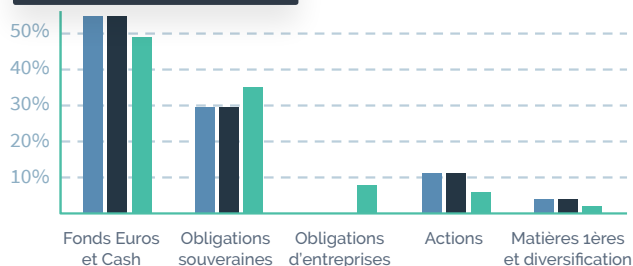
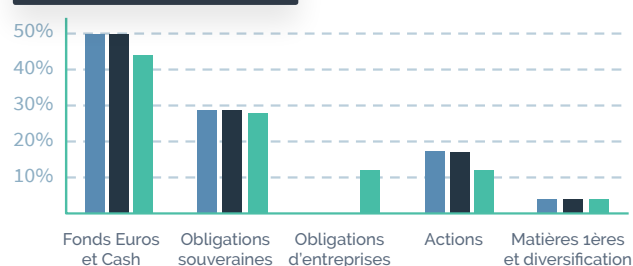
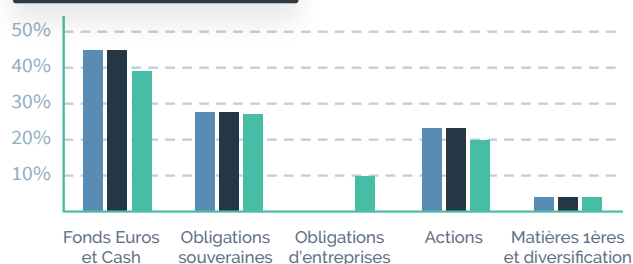
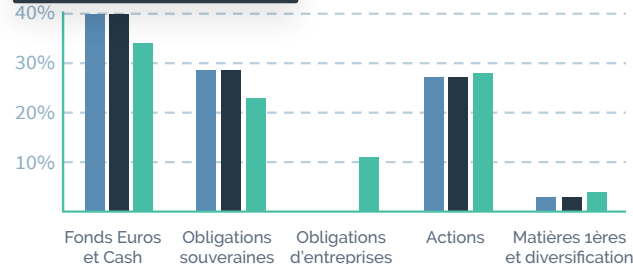
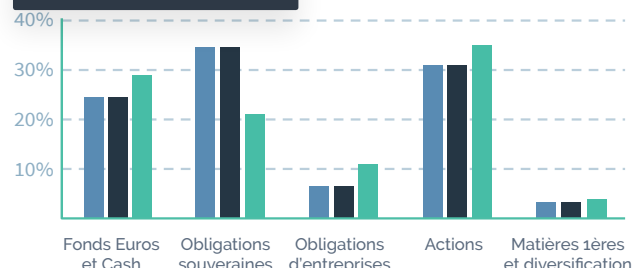
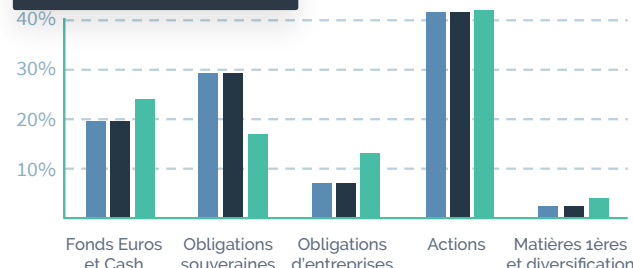
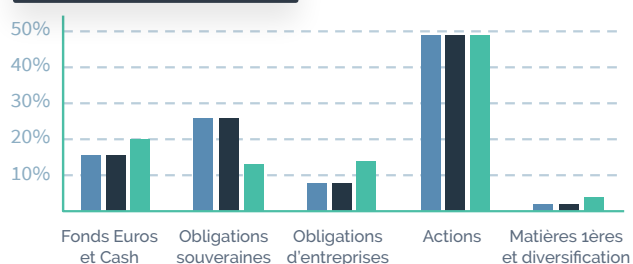
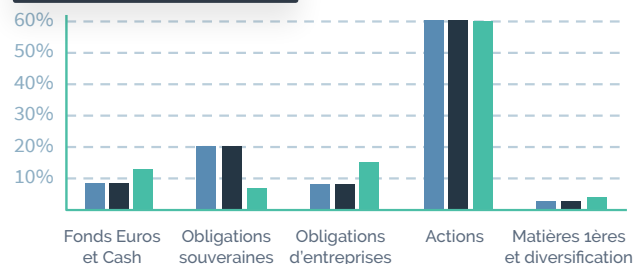
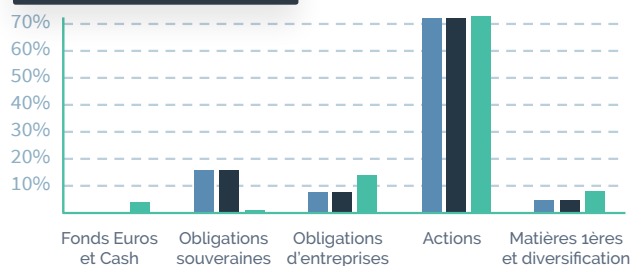
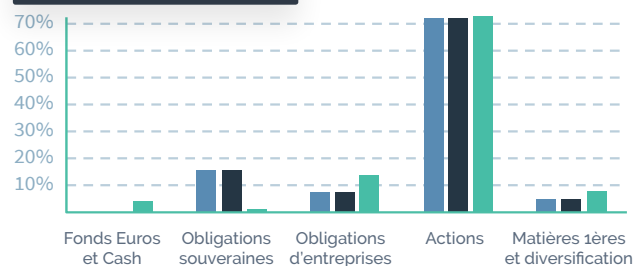


Sources : Bloomberg, WeSave

contracté, et laisse donc moins de place à une appréciation additionnelle. Nous persistons dans notre sous-pondération sur les marchés émergents car l'inévitable tassement de la croissance chinoise (cf. surendettement national) aura des effets négatifs sur ses partenaires, notamment pour les pays producteurs de matières premières.

Comparatifs d'allocations entre Mars 2017, Avril 2017 et la stratégie long terme.

■ Avril 2017 ■ Mars 2017 ■ Allocation long-terme

Profil 1 - Prudent**Profil 2 - Prudent****Profil 3 - Défensif****Profil 4 - Défensif****Profil 5 - Équilibré****Profil 6 - Équilibré****Profil 7 - Offensif****Profil 8 - Offensif****Profil 9 - Agressif****Profil 10 - Agressif**



Le risque sur les marchés d'actions a-t-il disparu ?

Qu'est-ce que la volatilité ?

Le terme « volatilité » peut signifier deux choses différentes en finance et il convient de bien comprendre cette différence pour ne pas se tromper dans l'interprétation. La première définition est la volatilité dite « historique », exprimée en pourcentage et annualisée, elle est calculée à partir d'un historique de rendements (même si la méthode peut être améliorée par des choix statistiques) et reflète donc le niveau de volatilité/stress passé. C'est la méthode la plus souvent utilisée pour présenter à un investisseur le niveau de risque de ses investissements.

La seconde approche est la volatilité dite « implicite », exprimée en points, elle représente le niveau de volatilité qui est attendu sur les marchés dans un certain nombre de mois. C'est donc alors une approche prospective. La volatilité implicite tient son nom de la méthode utilisée pour la calculer.

“ **Le VIX ou le VSTOXX sont les indices de volatilité implicite les plus connus** ”

En effet, elle ne s'appuie pas sur des rendements historiques mais sur la valeur d'un paramètre d'une formule mathématique utilisée pour calculer le prix des options (instruments financiers permettant d'avoir le droit d'acheter/vendre un titre à une date donnée et à un prix donné). Le VIX (marché américain – S&P500) ou le VSTOXX (marché européen – EuroStoxx50) sont les indices de volatilité implicite les plus connus, permettant d'avoir une estimation du niveau de volatilité anticipée par les marchés financiers dans 3 mois.

Quel lien avec les rendements de mon contrat ?

Sur les marchés d'actions, un fait bien connu des investisseurs est que lorsque la volatilité des marchés augmente (baisse), le prix des actions diminue (augmente). Il y a ce que l'on nomme une corrélation négative forte entre la volatilité implicite et les marchés d'actions, c'est ce qu'illustre le graphique ci-dessous.

Le jour de la rédaction de cet article, la volatilité implicite est à 11.23 points. Voici quelques repères pour analyser la situation :

- Moyenne du VIX depuis 1 an : 13.69
- Moyenne du VIX depuis sa création : 19.63
- Point le plus haut depuis sa création : 80.86 (le 20 novembre 2008)
- Point le plus bas depuis sa création : 9.31 (le 22 décembre 1993)

On peut donc conclure sans trop d'hésitation que nous observons un niveau de stress sur les marchés d'actions américaines très faible, ce qui se traduit par une hausse des actions de 5,63% depuis le début de l'année. Face à ces niveaux de volatilité faible, la probabilité de voir une hausse de la volatilité augmente (après le beau temps vient la pluie). Le biais comportemental des investisseurs prend donc le pas et la tentation de couper une partie des positions sur les marchés d'actions augmente.

Est-ce que je dois me couvrir contre une hausse du risque à venir ?

Le comportement des investisseurs professionnels



est à cet égard très intéressant. Ils n'osent plus aller à l'encontre des marchés d'actions. Certains investisseurs ont en effet perdu énormément de performance au cours de l'année 2016 en prévoyant une baisse des marchés, et ils en sont pour leurs frais. Leurs portefeuilles ne sont donc plus assez investis et, depuis le début de l'année, ils profitent de chaque petite baisse pour re-renter sur les marchés.

De plus, les investisseurs observent que lorsque les marchés corrigent, ces baisses sont pour le moment de très faible ampleur, et ils préfèrent donc ne pas se couvrir. Le choix réside dans le coût de la couverture qui peut être important. Il existe malheureusement dans le cadre de l'assurance-vie une seule solution pour se couvrir : couper une partie de la position et l'investir dans une classe d'actif décorrélée.

La difficulté liée à cette option réside dans le timing du marché. En effet, couper une partie de l'exposition actions revient à sacrifier une partie du rendement de cette classe d'actifs au profit d'une autre moins risquée et donc avec un rendement espéré plus faible. De plus, cette classe d'actifs moins risquée peut avoir un rendement négatif sur la période. C'est l'une des raisons pour laquelle nous

avons maintenu inchangées nos perspectives sur les marchés d'actions pour le mois à venir.

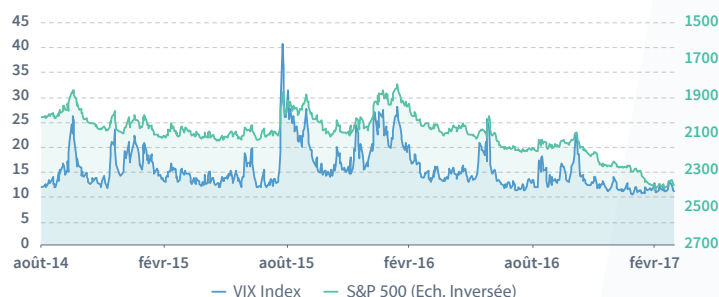
Une seconde solution aurait été d'investir dans un ETF dont le sous-jacent est la volatilité.

Malgré nos requêtes insistantes, l'utilisation d'un ETF indexé sur la volatilité implicite n'est pas possible car les assureurs refusent de mettre à disposition des investisseurs particuliers ces ETF qu'ils jugent trop complexes à comprendre. Le descriptif de leur fonctionnement fera certainement l'objet d'un prochain article...

En conclusion, la faible volatilité incite à la vigilance mais n'est pas pour autant un signal avancé d'un retournement de la classe d'actifs.



Corrélation forte VIX et S&P 500



Sources : Bloomberg, WeSave

wesave.fr
investissons l'avenir

Contactez un conseiller au 01 80 49 70 00
Du lun. au ven. de 9h à 19h - Après 19h et le samedi sur RDV

Ou par email à conseiller@wesave.fr

Achevé de rédiger le 31 mars 2017 - © 2017 WeSave. Tous droits réservés. Conseiller en Investissement Financier, régulé par l'AMF

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les informations communiquées dans ce document ne sauraient représenter aucune forme de conseil en investissement, ni obligation de souscription ultérieure. L'investissement en unités de compte présente un risque de perte en capital.

WeSave est une marque de Anatec, SAS au capital de 61 795 €, dont le siège social est situé 8 rue du sentier 75002 PARIS, ayant pour numéro unique d'immatriculation 523 965 838 au RCS de Paris. N° ORIAS 15 004 968 (www.orias.fr) en qualité de Conseiller en Investissements Financiers (CIF), Courtier en Assurance, sous le contrôle de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), 61 rue Taitbout 75436 Paris Cedex 09. Adhérent à l'ANACOFI, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Garantie financière et assurance Responsabilité Civile Professionnelle conformes au Code des Assurances.