

NUMÉRO 14

— JUILLET 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

Juillet 2017



Technologiques...un cycle boursier s'achève ?

En juin 2017, le Nasdaq100, c'est-à-dire l'indice resserré des grandes sociétés de technologies américaines, a brutalement décroché de -4.5% en seulement deux jours. Les investisseurs doivent-ils craindre un nouveau krach boursier majeur des valeurs technologiques, comme celui déjà éprouvé par ces sociétés entre 2000 et 2003 ? S'agit-il d'un signe précurseur de baisse à venir des actions, est-ce une simple manifestation de fébrilité temporaire des investisseurs, ou bien plutôt une opportunité fugitivement offerte à certains épargnants pour s'exposer à ce segment de la cote ?

Quel a été le déclencheur de ce soudain repli boursier ?

Une première explication serait la publication d'une étude du courtier Goldman Sachs considérant que les investisseurs sous-estimerait la sensibilité au cycle

économique de ces sociétés, justifiant donc des prises de bénéfices. Il semble toutefois peu probable que l'ensemble de la communauté financière, composée notamment de nombreux spécialistes aguerris sur les sociétés technologiques, se soit ainsi fourvoyée. La seconde explication est une rumeur selon laquelle Apple envisagerait de brider intentionnellement la performance de son futur iPhone8, afin de diversifier ses fournisseurs de composants électroniques. S'il est cohérent qu'Apple et ses sous-traitants aient été sanctionnés en bourse suite à une telle rumeur, il aurait toutefois dû y avoir un report d'intérêt en faveur de certains concurrents pouvant y gagner des parts de marché. Par ailleurs, la plupart des acquéreurs de produits Apple ne recherchent pas tant une performance technologique exceptionnelle que l'attrait de l'«environnement Apple», la sanction semblant alors disproportionnée. Un troisième argument pourrait être alors une valorisation trop élevée de cette thématique.

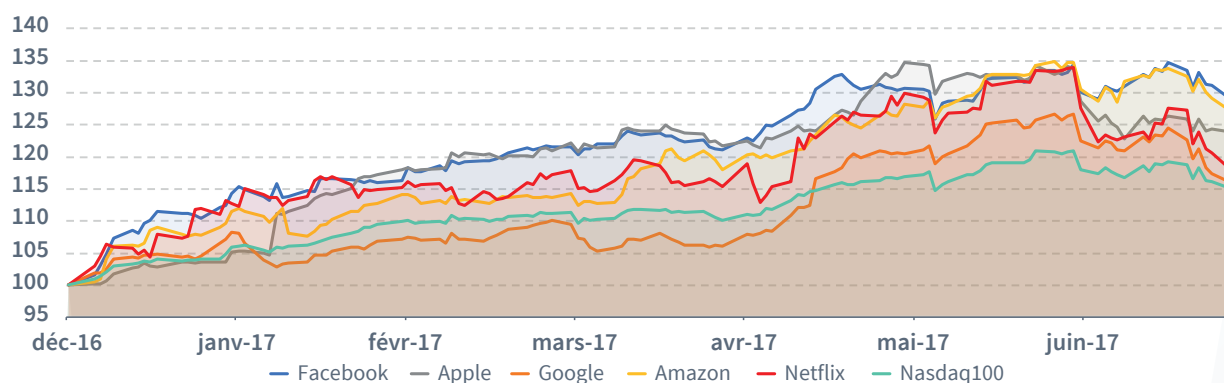


Un repli des sociétés technologiques dû à des valorisations trop élevées ?

La très forte performance boursière du Nasdaq100 en 2017, et plus encore celle de certaines de ses sociétés emblématiques, pouvait légitimement préoccuper les investisseurs. Mais, à y regarder de plus près, cet argument laisse plutôt sceptique. Alors qu'aujourd'hui le S&P500 se paie en moyenne 17 fois les résultats attendus en 2018, le Nasdaq100 se paie 19 fois, surcote qui semble justifiée au vu du différentiel de croissance espéré. Des titres comme Apple sont valorisés à 14 fois leurs résultats 2018, Facebook 25 fois et Google 24 fois mais, à titre indicatif, L'Oréal se paie 25 fois, Air Liquide 19 fois ou Pernod Ricard 20 fois. Parce que ces niveaux de valorisations sont exigeants, il serait légitime de sanctionner ces titres si leur croissance venait à décevoir. Ceci n'a toutefois pas été le cas lors des publications du premier trimestre et, jusqu'à présent, ces sociétés n'ont pas non plus alerté les investisseurs

quant à des attentes qui seraient excessives. Par ailleurs, beaucoup de sociétés technologiques disposent désormais d'une réserve de trésorerie colossale (cf. 257Mds\$ pour Apple, 126Mds\$ pour Microsoft, 92Mds\$ pour Google,...) permettant d'envisager tout à la fois le financement de leur recherche et développement, mais aussi de procéder à des acquisitions, d'intensifier les programmes de rachats de leurs propres actions, voire de verser des dividendes ! Contrairement à la bulle de 2000, la plupart de ces sociétés ont fortement gagné en maturité, et elles ont déjà souvent été confrontées à des chocs cycliques majeurs ... le risque qui leur est associé est donc nettement moindre qu'auparavant ! En fin de compte, les arguments généralement avancés pour justifier ces baisses étant peu satisfaisants, comment expliquer alors ce décrochage boursier ?

Performance du Nasdaq100 et de quelques sociétés technologiques en 2017
(base 100 = 30/12/16 au 30/06/17)



Sources : Bloomberg, WeSave

Les technologiques, un thème d'investissement trop consensuel ?

Dans un monde où la dynamique de croissance économique mondiale est médiocre, les investisseurs

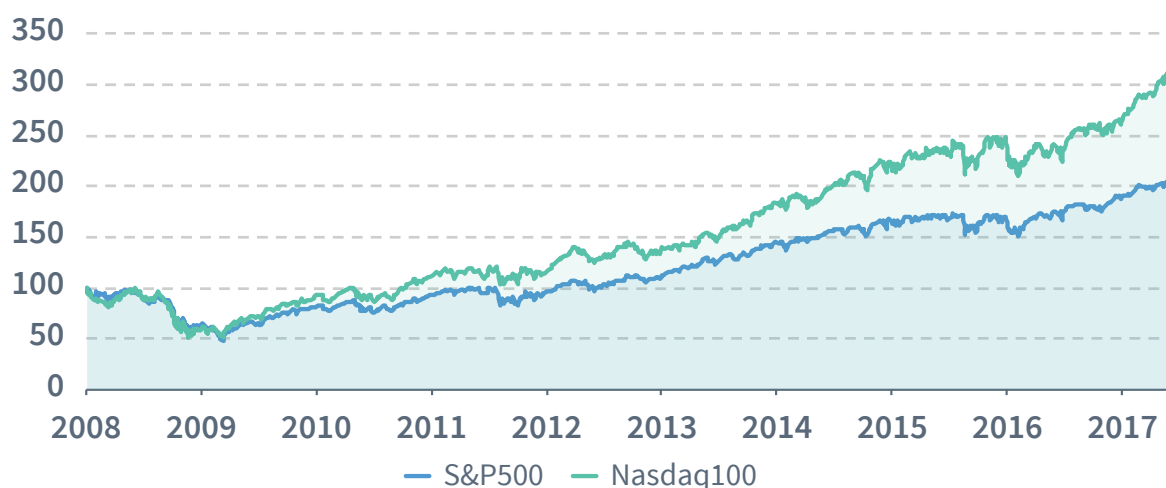
privilégient logiquement les sociétés de croissance. Intelligence artificielle, robotique, impression 3D, objets connectés, biotechnologies, énergies nouvelles,... Au-delà du fort potentiel de croissance, investir dans ces sociétés offre de nombreuses opportunités de



diversifications thématiques, permettant donc de bénéficier de fondamentaux et de cycles industriels aux maturités très variées, d'où un risque finalement dilué pour l'épargnant. En fin de compte, le Nasdaq100 a régulièrement engendré une performance bien supérieure à celle du S&P500, même en réintégrant les dividendes versés par les sociétés (cf. graphe ci-joint). Au vu de tous ces atouts, il n'est pas surprenant que ce type de placement boursier ait à la fois les faveurs des investisseurs de long terme, mais aussi celui des

hedge funds. Lorsque tous les profils d'investisseurs sont acheteurs d'un même actif financier, le prix de cet actif monte logiquement mais, au moindre doute, tout le monde cherche simultanément à sécuriser une partie des bénéfices latents ... c'est probablement là qu'il faut chercher l'explication au décrochage du Nasdaq100 en juin ! Pour l'épargnant, la contrepartie des très nombreux atouts des technologiques est alors d'accepter une plus forte volatilité ponctuelle de cet actif.

Performance du Nasdaq100 et du S&P500 dividendes réinvestis
 (Base 100 = 02/01/08 au 30/06/17)



Sources : Bloomberg, WeSave

Quelles conséquences pour les portefeuilles des épargnants ?

Les sociétés technologiques représentent désormais 23% de l'indice S&P500 contre 15% en 2008, alors qu'au plus fort de la bulle technologique, c'est-à-dire en 2000, elles pesaient même jusqu'à 34% de cet indice. Leur incidence est donc significative sur la performance globale des marchés d'actions. C'est pourquoi, aux yeux des investisseurs, ces entreprises sont un important baromètre de la confiance à accorder aux marchés financiers. Tant que l'économie mondiale ne donnera pas de signes forts d'accélération, toute

rotation massive des valeurs de croissance vers les titres cycliques sera probablement prématurée. Ainsi, il est actuellement toujours justifié de conserver une exposition structurelle significative sur les valeurs technologiques. En revanche, pour ce qui est des allocations tactiques, les prochaines publications trimestrielles (juillet) permettront de juger de la solidité des modèles économiques et des dynamiques intrinsèques de ces sociétés.

Macro-économie

- Les prix des matières premières ont une influence importante sur l'inflation en zone Euro, d'autant que celle-ci est particulièrement dépendante des importations de pétrole.
- Le brutal recul de -20% des prix pétroliers en 2017 modifie en profondeur les anticipations d'inflation des divers agents économiques de la zone.
- A court terme les ménages y gagnent en pouvoir d'achat, certaines entreprises font des économies de charges quand

d'autres y perdent en chiffre d'affaires, et l'Etat doit faire plus d'efforts d'économies pour effacer sa dette.

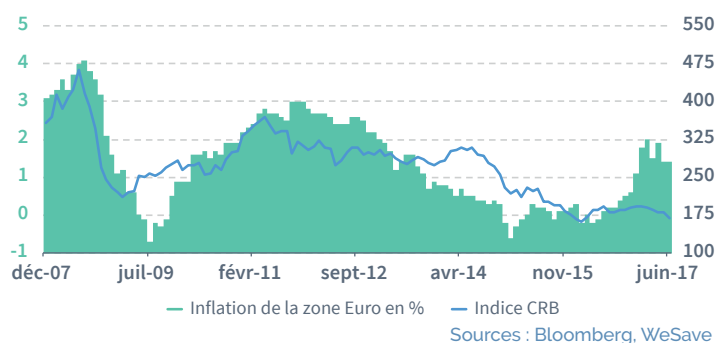
- A plus long terme les ménages auraient moins d'arguments pour justifier des augmentations salariales, les entreprises pourraient plus difficilement faire passer des hausses de prix, et l'Etat percevrait moins de recettes fiscales.

Conséquence pour les portefeuilles

La Banque Centrale Européenne vient d'ajuster ses perspectives d'inflation en zone Euro, notamment du fait du recul du prix des matières premières. Il est donc probable que sa politique monétaire reste durablement accommodante, ce qui est favorable aux obligations souveraines et aux obligations d'entreprises de la zone. Les Etats et les entreprises de la zone Euro devraient donc pouvoir encore se financer à faible coût.



Inflation de la zone Euro en % et indice CRB des matières premières au 30/06/17



Marchés financiers

- L'indice CAC40 fait partie des indices boursiers qui n'intègrent pas les dividendes versés tous les ans par les sociétés qui le composent.
- Les commentaires de performance qui sont faits sur cet indice sous-estiment donc structurellement la performance réellement engendrée.

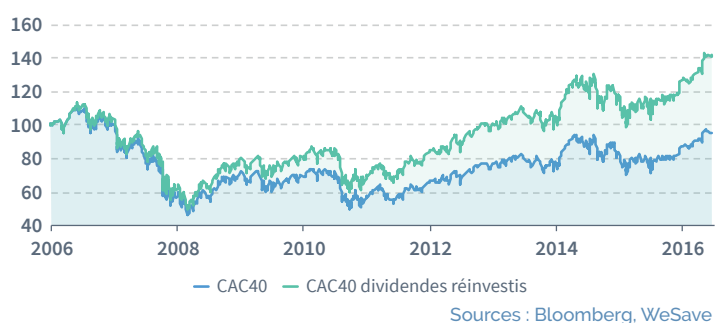
- En prenant pour date de départ le 29 décembre 2006, le CAC40 n'a pas encore intégralement absorbé la baisse due à la crise des subprimes (-4% de perte résiduelle), alors qu'en réintégrant les dividendes on est alors en progression de +43%.

Conséquence pour les portefeuilles

Lorsque l'on analyse la performance d'une allocation sur les marchés d'actions, il est important de vérifier que les dividendes versés par les sociétés sont inclus ou non à la performance affichée, et de s'assurer qu'en fin de compte l'épargnant récupère bien les dividendes qui lui sont dus. Pour une gestion indicielle, le choix des ETFs finalement retenus doit donc être rigoureux.

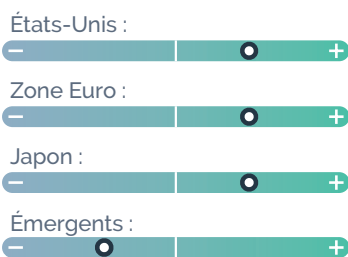
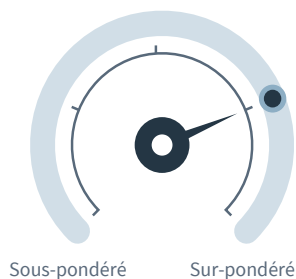


Performance du CAC40 et du CAC40 dividendes réinvestis au 30/06/17





Actions



Durant le mois de juin, les marchés d'actions ont légèrement corrigé. Ceci peut s'expliquer par des performances déjà significatives depuis le début d'année ou encore par le souci de certains investisseurs à prendre quelques bénéfices avant les publications trimestrielles. Par ailleurs, une plus forte volatilité sur les autres classes d'actifs (pétrole, obligations souveraines, Dollar) incitait

Comparaison de performances entre petites et grandes capitalisations US en % (Base 100 = 02/01/2008 au 30/06/17)

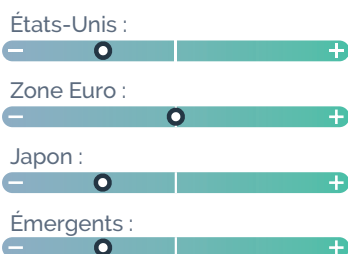
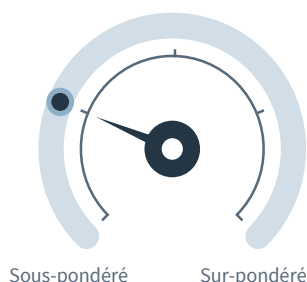


Sources : Bloomberg, WeSave

à réexaminer certaines allocations géographiques, sectorielles, tailles de capitalisations boursières,... Pour autant, le contexte économique reste favorable et les perspectives bénéficiaires des entreprises à l'horizon d'un an restent bien orientées. Nous maintenons notre surpondération sur les actions.



Obligations souveraines



Après un début de mois favorable, les marchés obligataires se sont brutalement tendus suite à une inflexion inattendue du discours de M. Draghi quant aux perspectives d'inflation en zone Euro. Alors même que la BCE venait de réviser en baisse ses perspectives d'inflation pour 2017 et 2018, M. Draghi a en effet réaffirmé sa confiance

Rendement du taux souverain à 10 ans Allemagne (en %) au 30/06/17

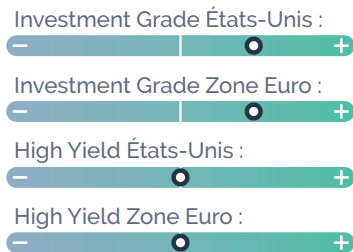
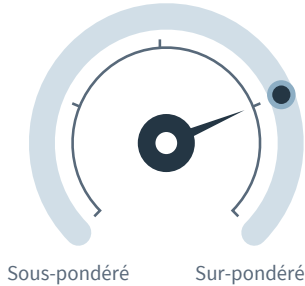


Sources : Bloomberg, WeSave

dans une remontée d'inflation future. Ceci a pris à revers les investisseurs, provoquant une brutale correction des marchés obligataires. A l'approche de l'élection allemande (fin septembre), la BCE devrait graduellement durcir son discours de politique monétaire. Nous persistons dans notre sous-pondération sur les obligations d'Etat.



Obligations d'entreprises



Les entreprises bénéficient d'un contexte économique et financier favorable. La croissance mondiale continue de se raffermir, d'où des chiffres d'affaires bien orientés. Par ailleurs, les politiques monétaires des banques centrales ont fortement abaissé le coût de l'emprunt, permettant de substantielles économies de frais financiers. C'est pourquoi le surcroît de rendement offert par les obligations

Différence entre le rendement des obligations à haut rendement US et le 10 ans souverain US (en points de base) au 30/06/17

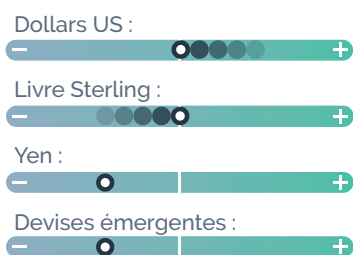
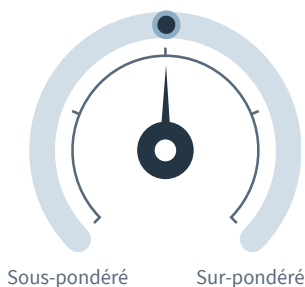


Sources : Bloomberg, WeSave

d'entreprises par rapport aux obligations souveraines nous semble justifier encore une surpondération, d'autant que les trésoreries des sociétés sont souvent solides. Les obligations d'entreprises à haut rendement (« High Yield ») nous paraissent en revanche ne plus offrir de rendement satisfaisant au regard de leur risque bilanciel.

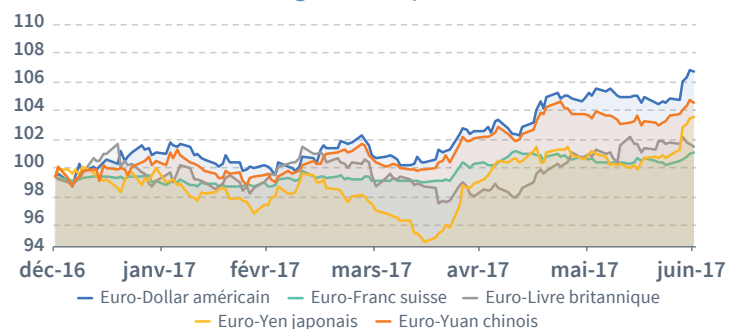


Devises



En juin, l'Euro a poursuivi son appréciation face à la plupart des grandes devises, et notamment contre Dollar. Ce mouvement sur la devise européenne repose principalement sur les ajustements d'attentes des investisseurs sur la politique monétaire de la BCE. Les investisseurs ont en effet été surpris par un discours confiant de M.Draghi quant

Performance de l'Euro face aux principales devises en % (Base 100 = 29/12/2016 au 30/06/17)



Sources : Bloomberg, WeSave

à l'inflation à venir en zone Euro, laissant augurer d'une politique monétaire moins accommodante qu'attendu jusqu'alors. Par ailleurs, les statistiques économiques de la zone continuent de surprendre favorablement, amenant les grandes institutions de prévisions (FMI, OCDE,...) à revoir en hausse leurs perspectives de croissance attendue.



— Pétrole — Indice composite des matières premières (CRB)

Émergents

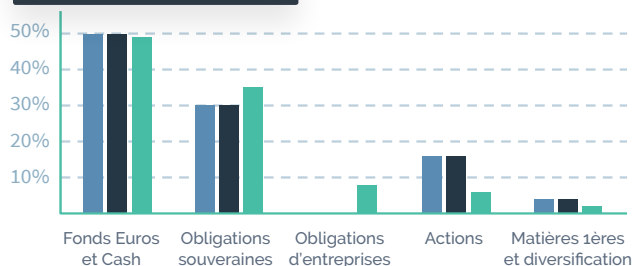


Year	New Jobs Created (Millions)
2012 (Start)	2.5
2012 (Mid)	2.8
2012 (End)	2.5
2013 (Start)	2.8
2013 (Mid)	3.2
2013 (End)	3.5
2014 (Start)	3.8
2014 (Mid)	4.2
2014 (End)	4.5
2015 (Start)	5.0
2015 (Mid)	5.8
2015 (End)	5.5
2016 (Start)	5.5
2016 (Mid)	5.5
2016 (End)	5.5

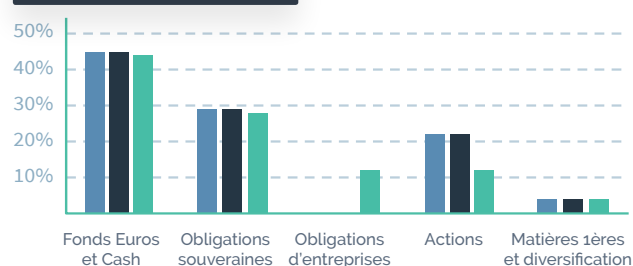


Comparatifs d'allocations entre Juin 2017, Juillet 2017 et la stratégie long terme. ■ Juillet 2017 ■ Juin 2017 ■ Allocation long-terme

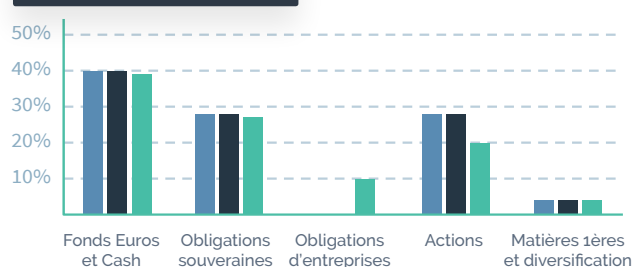
Profil 1 - Prudent



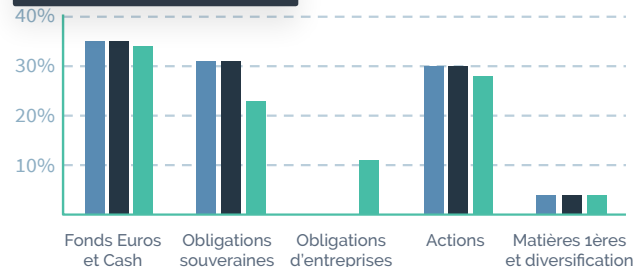
Profil 2 - Prudent



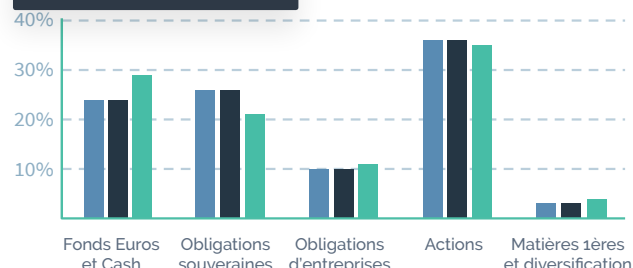
Profil 3 - Défensif



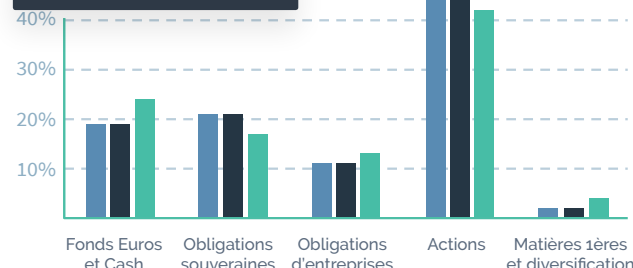
Profil 4 - Défensif



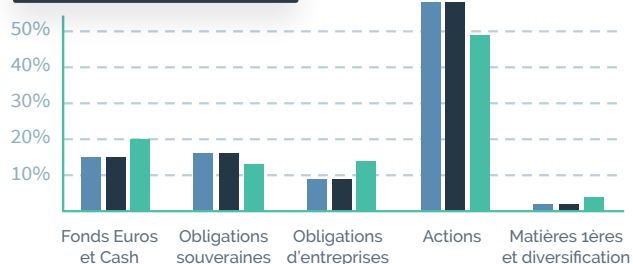
Profil 5 - Équilibré



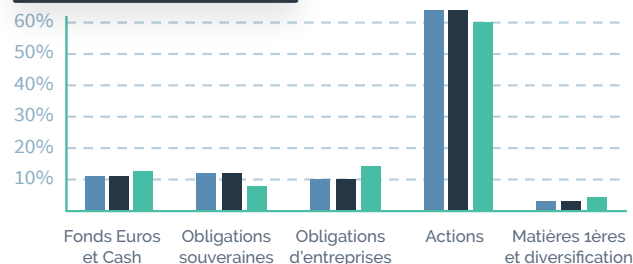
Profil 6 - Équilibré



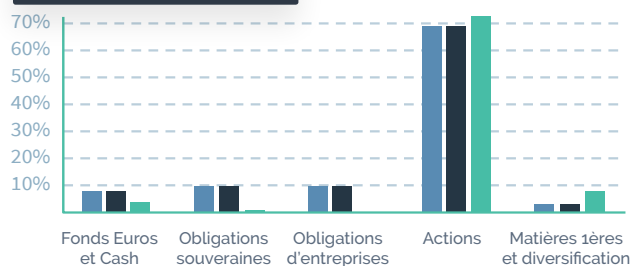
Profil 7 - Offensif



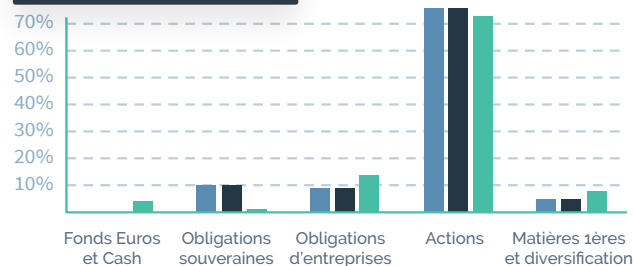
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif





Banques Centrales et Investisseurs : L'heure du bilan

Depuis le début de la crise financière de 2008, les Banques Centrales ont joué un rôle majeur pour stabiliser le système financier dans un premier temps puis, dans un second temps, relancer l'économie (baisse des taux d'intérêts et achats de dettes). Ces interventions sont connues sous le nom de « politiques accommodantes », « quantitative easing » ou encore « politiques non conventionnelles » (ces termes ne signifient pas exactement la même chose mais se rapportent tous à la politique des Banques centrales en période de crise).

Aux Etats-Unis, la Banque Centrale (la Federal Reserve ; Fed) a, depuis 2008, fait augmenter la taille de son bilan à 4 500 000 000 000 de dollars (4.5 trillions) soit 25% du produit intérieur brut de l'économie américaine. Depuis la création de la Fed, c'est la première fois qu'elle intervient d'une manière aussi importante (cf. graphique 1).

Taille du bilan de la Fed (en mds de dollars) au 30/06/17



Sources : Bloomberg, WeSave

Après toutes ces années à soutenir fortement l'économie américaine, les membres de la Fed ont décidé, après plusieurs étapes (arrêt des achats programmés, hausses de taux), que le temps était venu de diminuer la taille de son bilan.

Comment réduire la taille du bilan d'une Banque Centrale ?

Le bilan de la Fed est composé principalement (plus de 80%) d'obligations avec différentes maturités. Aujourd'hui, lorsqu'une obligation arrive à échéance, la

Fed utilise le nominal remboursé pour racheter d'autres obligations. Ainsi, elle contribue à garder la demande pour les obligations élevée, et donc à garder les taux bas (soutien à l'économie).

La Fed a deux alternatives pour diminuer la taille de son bilan : elle peut revendre des obligations avant qu'elles n'arrivent à échéance, ou bien encore ne pas réinvestir le nominal remboursé à l'échéance d'une obligation. A ce stade, les membres de la Fed semblent préférer la deuxième option, à savoir attendre que les obligations arrivent à maturité. La première option qui consiste à revendre des obligations pourrait affoler



les marchés et faire augmenter les taux d'intérêts beaucoup trop vite et beaucoup trop haut, ce qui pénaliserait fortement l'économie américaine et les marchés financiers.

Détruire de la monnaie, l'atout des Banques Centrales.

Dès lors qu'une obligation arrive à maturité, la banque Centrale récupère donc le montant qui a été prêté (à l'Etat ou à une entreprise). Pour autant, le montant récupéré par la Banque Centrale ne disparaît pas encore de son bilan. Il faut pour cela que la Banque centrale procède à une destruction de monnaie. La possibilité de détruire de la monnaie est une des caractéristiques qui la différencie le plus des banques commerciales.

Une fois choisie la méthode pour réduire la taille du bilan, reste à en définir les modalités. Et c'est là que de nombreuses incertitudes demeurent.

La première incertitude est l'amplitude et la vitesse de mise en œuvre de la stratégie. En effet, la Fed peut décider de ne remplacer aucune obligation arrivant à maturité ou bien de le faire progressivement et lisser dans le temps le retour à une taille de bilan qui lui convient mieux. C'est probablement cette deuxième option qui sera choisie. Cela d'autant plus que les

montants qui arrivent à maturité cette année offrent la possibilité à la Fed de continuer les achats dans les mêmes quantités qu'aujourd'hui tout en réduisant la taille de son bilan. En effet, les montants arrivant à échéance sont supérieurs au montant des achats d'obligations envisagés cette année.

Autre inconnue : est-ce que, par sa politique de diminution de bilan, la Fed va modifier la structure de la courbe de taux ? Aujourd'hui, la Fed achète des obligations en proportion des montants échangés sur le marché. Ainsi, elle ne modifie pas la forme de la courbe des taux. Si la Fed considère que les taux longs (maturités supérieures à 5 ans) ne reflètent pas assez ses anticipations de croissance et d'inflation, elle pourrait modifier sa politique d'achat (i.e. acheter moins d'obligations de long terme pour faire augmenter les taux d'intérêt) et modifier la courbe des taux.

Les Banques centrales ont attiré toute l'attention depuis 2008, que cela soit pour stabiliser le système financier, aider les économies à se relancer, empêcher certains états et institutions financières de faire faillite. Aujourd'hui, les perspectives économiques, surtout aux Etats-Unis, s'améliorent. Dès lors, on pourrait penser que l'importance des Banques centrales va diminuer. En fait, comme nous venons de le voir, la gestion de la fin des politiques non-conventionnelles ne sera pas de tout repos pour les Banques centrales et pour les marchés financiers.

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 30 juin 2017 - © 2016 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.