

NUMÉRO 16

— OCTOBRE 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.

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Octobre 2017



4 500 000 000 000 \$

Une page majeure se tourne ! La banque centrale américaine (FED) a officiellement mis un terme à sa politique monétaire hétérodoxe (*i.e.* le « *quantitative easing* »), cette stratégie de stimulus financier qui a largement contribué à dissiper la crise économique et financière des dernières années. Mais la contrepartie de ces soutiens exceptionnels a été de devoir porter son Bilan à 4500Mds\$, contre seulement 830Mds\$ avant la crise, soit plus qu'un quintuplement ! Bien qu'évoquée très en amont, cette volonté de retour à la normale de son Bilan est-elle susceptible d'affecter significativement les marchés financiers et les allocations d'actifs ?

Après l'assouplissement quantitatif, le resserrement quantitatif ...

« First in, first out ! ». Après avoir été la première banque centrale à engager des achats massifs d'obligations après la crise de 2008, la FED est donc aussi la première à mettre fin (temporairement ?) à cette politique monétaire. Désormais, seule une fraction décroissante des obligations détenues

dans son Bilan seront renouvelées lorsque celles-ci arriveront à échéance. Elle entend ainsi réduire de 6Mds\$ ses achats mensuels d'obligations émises par le Trésor américain, et de 4Mds\$ les obligations adossées aux prêts hypothécaires (*i.e.* des Mortgage Backed Securities). Ce sont donc 10Mds\$ que la FED entend tout d'abord soustraire de son Bilan à partir du mois d'octobre 2017. Très graduellement, ces montants seront portés à 50Mds\$ (30Mds\$ d'obligations d'Etat et 20Mds\$ d'obligations adossées à de l'immobilier), ce qui deviendra alors un rythme mensuel normatif. Afin d'éviter d'engendrer de la volatilité sur les marchés financiers, la FED s'est employée à multiplier les précautions oratoires préalables. Ainsi, hormis la date de démarrage, le détail des modalités de ce « régime » avait été signifié aux investisseurs internationaux dès le mois de juin 2017. A dessein, la FED avait même précisé que cette compression très graduelle de son Bilan serait déconnectée des aléas statistiques de l'économie, ceci afin d'accroître la prévisibilité de son action.



La fin du « free lunch » ?

Mais en retirant ainsi des liquidités, la FED ne sonne-t-elle pas la fin progressive de l'accès au crédit peu cher, qui justifiait de s'exposer sereinement à la plupart des actifs risqués en bourse, et notamment aux actions ? La séquence de non-réinvestissements sur les obligations sera de -30Mds\$ fin 2017, -300Mds\$ en 2018, puis -600Mds\$ par an au-delà. Le taux d'emprise de la FED sur les obligations souveraines américaines avoisinant actuellement les 17% du marché (source : Citi Research), cela signifie que, bien que conséquent, ce retrait graduel ne devrait pas déstabiliser outre mesure cette classe d'actifs puisque seule une fraction de ce volume est concernée par cette « cure d'amaigrissement ». Les capitaux que la FED n'investira plus sur les obligations du pays devront en revanche être contrebalancés par ceux d'autres investisseurs américains ou internationaux. Ces fonds pourront provenir de marchés obligataires étrangers, mais pourront aussi bien être ponctionnés sur d'autres classes d'actifs. Toutefois, hormis les devises, la profondeur et la liquidité du marché obligataire est bien plus importante que celle des autres classes d'actifs financiers. Si les premiers retraits de la FED devaient être peu perceptibles et dilués, leurs effets cumulés dans le temps pourraient en revanche s'avérer être plus déstabilisants pour certains actifs financiers peu liquides.

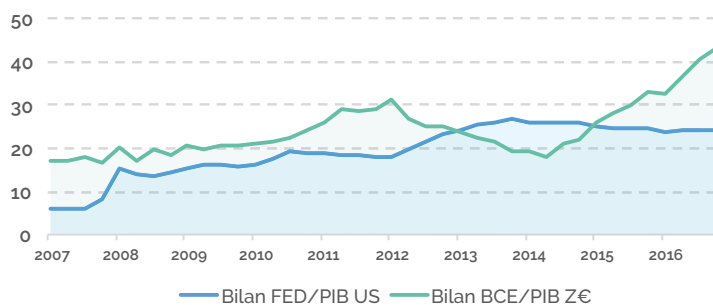
Une banque centrale peut en cacher une autre ...

Avant d'annoncer le détail du resserrement quantitatif envisagé, les équipes de la FED ont procédé à diverses simulations et « stress tests » afin de mesurer les impacts potentiels de cette décision. Leur conclusion est donc que cette mise à la diète est soutenable pour les marchés financiers internationaux. Mais la FED n'est pas la seule Banque centrale à avoir

engagé un « quantitative easing ». L'actuelle reprise économique en zone Euro a relancé le débat entre les gouverneurs de la banque centrale européenne (BCE) quant au bienfondé de prolonger les 60Mds€ d'achats mensuels d'obligations. Il est ainsi fort probable que la BCE mette fin à son assouplissement quantitatif d'ici la fin de 2018, mais sans pour autant souhaiter réduire immédiatement son Bilan.

Bilan de la FED et de la BCE rapportés aux PIB respectifs des 2 zones (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



En effet, la FED a par exemple stabilisé durant 3 ans son Bilan avant de finalement décider de le comprimer graduellement. La BCE devra être d'autant plus prudente que le poids de son Bilan rapporté au PIB est déjà de 43% contre « seulement » 24% pour celui de la FED ! C'est cette incertitude quant à la masse de capitaux cumulés qui viendraient à manquer qui pourrait être la source de sursauts de volatilités pour les marchés financiers. Mais les flux ne sont pas tous sortants ! La Banque du Japon a confirmé vouloir encore durablement injecter des capitaux, son objectif d'inflation restant toujours hors de portée. De plus, le repli de l'inflation dans la plupart des pays émergents permet actuellement à leurs banques centrales de baisser significativement leurs taux directeurs, stratégie facilitée cette année par le repli du Dollar. C'est pourquoi il est particulièrement difficile d'anticiper, en net, ce que seront les flux engendrés par



les diverses banques centrales durant les prochains mois ou années. Mais en fin de compte, les agents économiques (Etats, entreprises et particuliers) sont très fortement endettés, ce qui limite la capacité des banques centrales à réduire drastiquement la taille de leurs Bilans et à remonter leurs taux directeurs ... le crédit doit rester durablement peu cher ! La décision de la FED n'en reste pas moins une rupture très importante qui nécessitera pour les gérants d'aller désormais au-delà d'une traditionnelle analyse de contexte et de valorisations, mais qui imposera d'être particulièrement vigilant quant aux flux financiers et à leurs possibles effets de dominos sur les autres classes d'actifs.

Quelques considérations de marchés :

Alors que les rendements obligataires sont déjà très faibles, le retrait graduel de capitaux de la FED devrait inciter à un peu plus de prudence quant à l'exposition sur cette classe d'actifs. Si le Dollar devait être un peu plus soutenu par le caractère moins accommodant de la FED, les supports financiers qui lui sont le plus corrélés devront faire l'objet d'une vigilance accrue : matières premières (l'or notamment) et les émergents pourraient s'essouffler. Parce que le message de la FED reste en fin de compte un message de confiance dans les perspectives économiques, les actions pourraient demeurer une classe d'actifs captive malgré une valorisation élevée. Les investisseurs devront en revanche probablement s'attendre à de plus fréquents pics de volatilités, même si ceux-ci devraient finalement rester éphémères.



Macro-économie

- La crise américaine des « subprimes » a été causée par une distribution anarchique de prêts immobiliers, notamment à des particuliers dont la solvabilité financière était précaire.
- Dans l'incapacité de rembourser leurs crédits immobiliers, les maisons furent saisies par les banques qui, en cherchant à vite s'en débarrasser, firent s'effondrer les prix de l'immobilier.

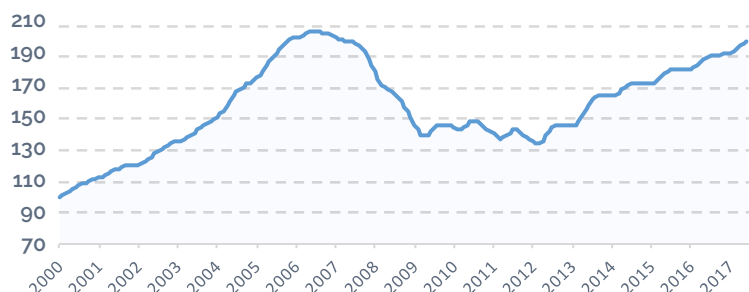
Conséquence pour les portefeuilles

Le rebond des prix de l'immobilier a principalement bénéficié à une minorité d'américains très fortunés, creusant encore plus les écarts de patrimoine au sein de la population. La stabilisation, puis le rebond des prix de l'immobilier correspondent aux phases de mise en œuvre des stratégies de « quantitative easing » par la banque centrale américaine. Parce que la FED a décidé de réduire désormais la taille de son Bilan et que les primo-accédants sont souvent contraints par des crédits étudiants importants, le marché de l'immobilier américain pourrait voir ses prix s'essouffler.

- La banque centrale américaine (FED) a mis en œuvre une stratégie de soutiens monétaires exceptionnels (i.e. le « quantitative easing ») afin de baisser drastiquement les taux d'intérêts, facilitant ainsi notamment la reprise de l'immobilier.
- Un peu plus de 10 ans après cette crise immobilière, les prix de l'immobilier aux particuliers ont finalement pratiquement comblé leur chute.



Indice composite des prix de l'immobilier US (S&P/Case-Shiller)



Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- Au-delà des mouvements de prix en bourse, une part importante de la performance des actions provient des dividendes que les sociétés versent à leurs actionnaires.

- Le rendement des dividendes étant le rapport entre les dividendes versés et le cours de bourse ... plus le cours de bourse de l'action est élevé, plus cela pèse sur le rendement du dividende.

- Verser un dividende est un signal de confiance dans l'avenir que l'entreprise cherche à transmettre aux investisseurs internationaux afin de les inciter à acheter l'action.

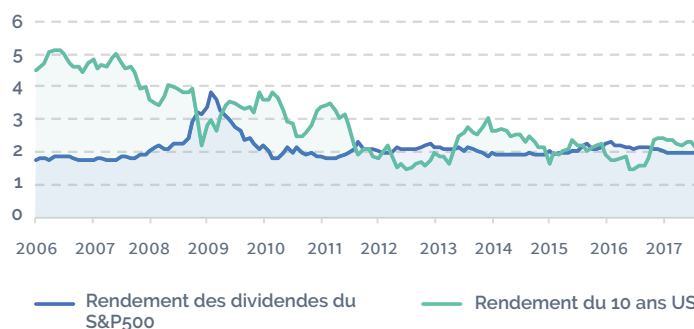
- Les rendements des obligations étant très faibles du fait de politiques monétaires extrêmement accommodantes des banques centrales, les investisseurs cherchent de ce fait des investissements alternatifs aux obligations.

Conséquence pour les portefeuilles

Après avoir été temporairement inférieur au rendement des actions, le rendement des obligations souveraines américaines est à nouveau supérieur, les actions perdent donc un peu de leur attrait relatif. Une décision d'investissement sur les actions américaines doit désormais plus reposer sur les perspectives de croissance des chiffres d'affaires et résultats que sur des motifs de valorisation ou de rendement.



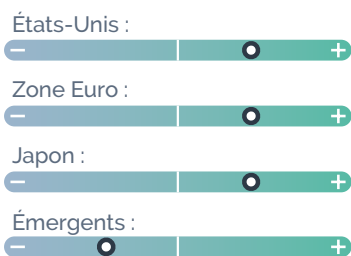
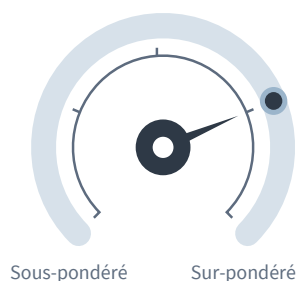
Rendements comparés des actions et des obligations américaines (en %)



Sources : Bloomberg, WeSave



Actions



En septembre, les marchés d'actions ont retrouvé leur tendance haussière, et cela en dépit des tensions géopolitiques répétées entre les Etats-Unis et la Corée du Nord. L'élection en Allemagne a permis de reconduire A.Merkel, mais il lui sera difficile de constituer une majorité parlementaire. Ceci pourrait compliquer ou ajourner l'impulsion espérée pour l'Union Européenne. La FED réduira désormais son Bilan et pourrait relever encore

Performances comparées du CAC40 et du DAX (base 100 = 30/12/16)

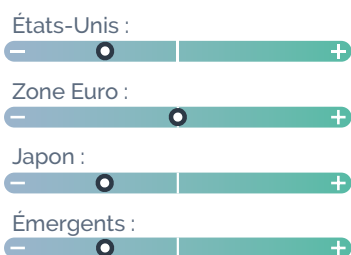
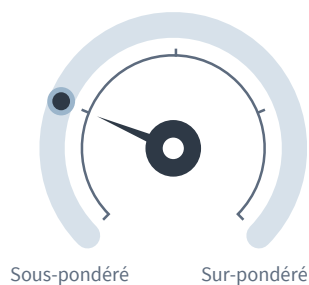


Sources : Bloomberg, WeSave

ses taux directeurs en décembre. La BCE semble en revanche temporiser pour mettre fin à son « quantitative easing ». Le récent rebond du Dollar devrait soulager un peu la compétitivité des entreprises européennes. Les publications trimestrielles américaines devraient encore bénéficier du repli annuel du Dollar et d'espoirs d'allègements fiscaux aux Etats-Unis. Nous maintenons notre surpondération sur les actions.



Obligations souveraines



L'accord entre Trump et les Démocrates sur le Budget américain a permis d'ajourner jusqu'au 15 décembre 2017 ce débat, soulageant les marchés obligataires. Mais la FED a décidé de réduire son Bilan à partir du mois d'octobre en ne renouvelant plus l'intégralité des obligations détenues et arrivant à échéance, et une hausse de ses taux directeurs reste possible en décembre. La BCE est toujours divisée quant à l'opportunité d'arrêter son « quantitative easing

Rendement des obligations souveraines à 10 ans en Allemagne (en %)

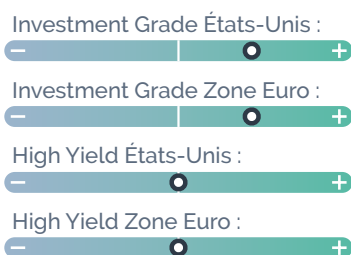
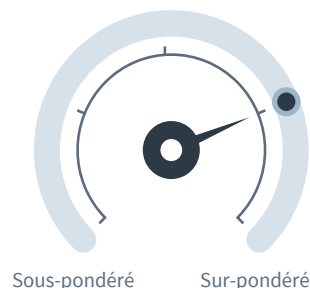


Sources : Bloomberg, WeSave

», notamment du fait de l'appréciation de l'Euro. En dépit des tensions entre les Etats-Unis et la Corée du Nord, les rendements des obligations se sont donc tendus durant le mois. La faiblesse persistante de l'inflation limite en fin de compte l'ampleur de la réaction des banques centrales. La faiblesse des rendements des obligations d'Etat nous incite à demeurer sous-pondérés sur cette classe d'actifs.



Obligations d'entreprises



Les entreprises bénéficient actuellement d'un contexte économique et financier favorable. Le raffermissement et la meilleure synchronisation de la croissance mondiale facilitent l'atteinte par les entreprises de leurs objectifs de chiffres d'affaires et de bénéfices. Par ailleurs, les politiques monétaires accommodantes des banques centrales ont écrasé les taux d'intérêt, permettant à beaucoup de groupes de constituer des matelas de

Différence de rendement entre les obligations d'entreprises et les obligations d'État américaines

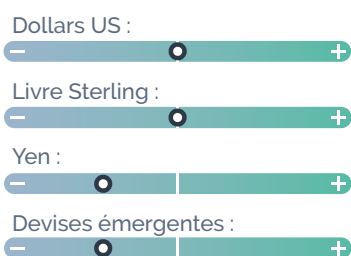
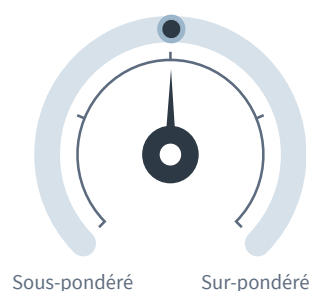


Sources : Bloomberg, WeSave

trésorerie et de réaliser des économies de frais financiers, d'où des Bilans sains. La principale incertitude provient des fluctuations de devises, notamment de l'appréciation relative de l'Euro qui atténue la solvabilité des entreprises de la zone Euro. Si une remontée des taux souverains peut pénaliser par contagion les entreprises, les fondamentaux économiques justifient de privilégier plutôt ces dernières dans les allocations obligataires.

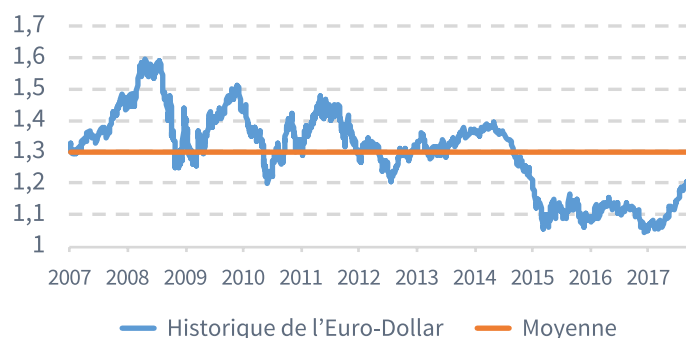


Devises



Le fait marquant en septembre est que l'Euro-Dollar a stoppé sa progression. Après un gain de 15% face au Dollar en 2017, l'Euro fléchit finalement un peu. La décision de la FED de réduire désormais son Bilan, tout en laissant la porte ouverte à une nouvelle hausse de ses taux directeurs en décembre, justifie une appréciation du Dollar. De plus, les atermoiements de la BCE quant aux modalités et surtout au timing d'arrêt de son « quantitative easing » atténuent l'attrait

Historique de l'Euro-Dollar



Sources : Bloomberg, WeSave

de l'Euro. Ces facteurs monétaires ont été accentués par des arguments politiques : Trump est enfin parvenu à un succès via un accord surprise sur le Budget avec les Démocrates, pendant que la zone Euro pourrait pâtir de l'incertitude entourant la constitution d'un nouveau gouvernement en Allemagne. Parce que ces facteurs pourraient durer, une poursuite du rebond du Dollar est vraisemblable.

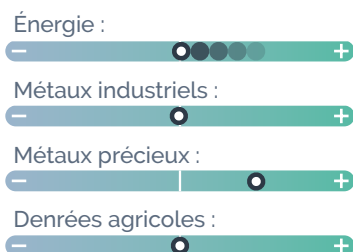


Matières premières



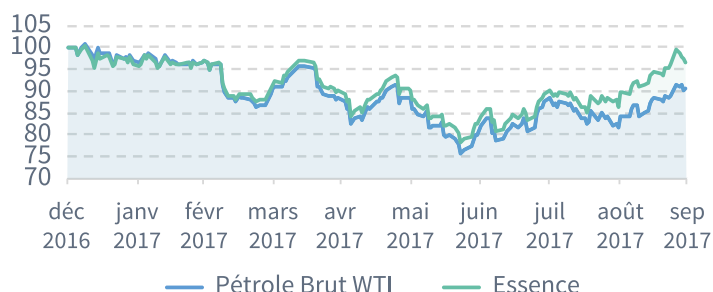
Sous-pondéré

Sur-pondéré



La succession d'ouragans qui ont notamment frappé la Floride et le Texas a perturbé la production de pétrole brut, mais a surtout immobilisé temporairement ¼ de la capacité de raffinage américain. De plus, les pays de l'OPEP persistant dans leurs efforts de restriction de production pétrolière et la demande mondiale restant bien orientée, les prix du pétrole brut et raffiné ont tous deux fortement progressé en septembre. En revanche, les prix des métaux industriels

Performances comparées du pétrole brut et de l'essence en % (base 100 = 30/12/16)



Sources : Bloomberg, WeSave

qui avaient fortement monté reculent désormais, quelques doutes affleurant quant à la tonicité de la croissance chinoise. L'or évoluant souvent à l'inverse du Dollar, la progression du billet vert en septembre a incité les investisseurs à prendre des bénéfices sur l'or, et ce malgré les tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et la Corée du Nord. Nous maintenons notre neutre sur les matières premières.

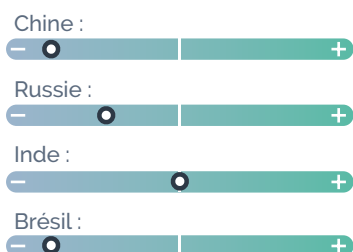


Émergents



Sous-pondéré

Sur-pondéré



La performance des différents actifs sur les marchés émergents est très forte depuis le début d'année, le repli du Dollar étant un facteur explicatif important de cette progression. Mais en septembre le Dollar a commencé à se redresser, du fait d'un discours plus offensif de la FED et parce que Trump est parvenu à un succès politique sur le budget et la dette de l'Etat. Actions et obligations des pays émergents ont dès lors sous-performé leurs

Rendement en % des obligations des pays émergents émises en \$ (souverain et entreprises)

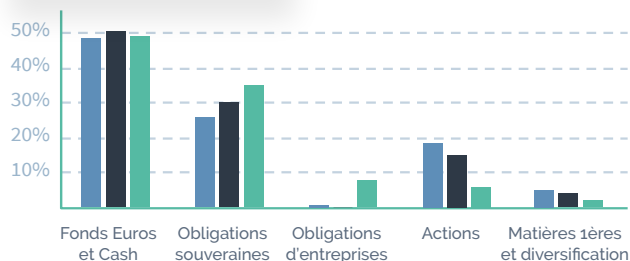


Sources : Bloomberg, WeSave

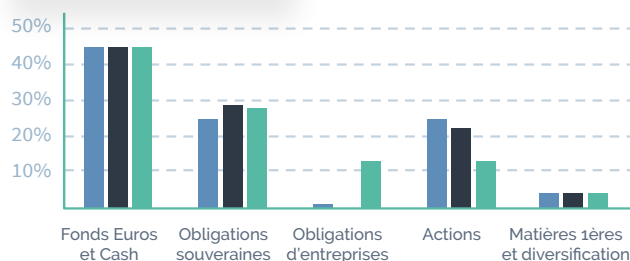
homologues occidentales durant le mois. Par ailleurs, la Chine a probablement soutenu artificiellement sa croissance début 2017, ceci afin de bénéficier d'une image avantageuse avant et pendant le 19ème Congrès du Parti Communiste, ce qui devrait peser par effet de base sur la croissance du pays durant les prochains trimestres. Une sous-pondération tactique des émergents semble préférable.

Comparatifs d'allocations entre Sep 2017, Oct. 2017 et la stratégie long terme. ■ Oct 2017 ■ Sept 2017 ■ Allocation long-terme

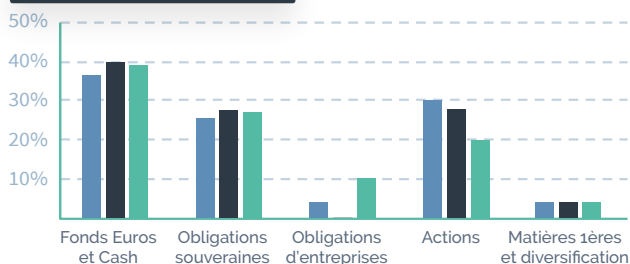
Profil 1 - Prudent



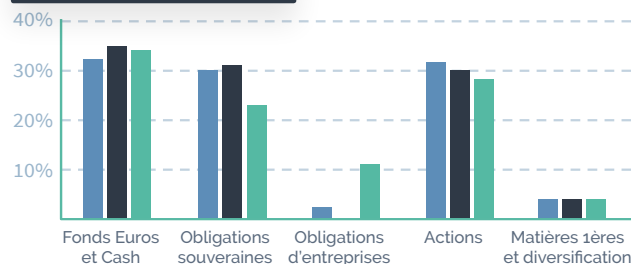
Profil 2 - Prudent



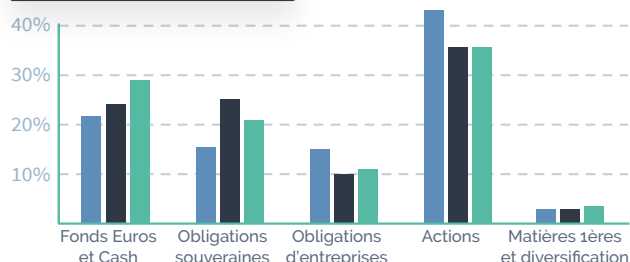
Profil 3 - Défensif



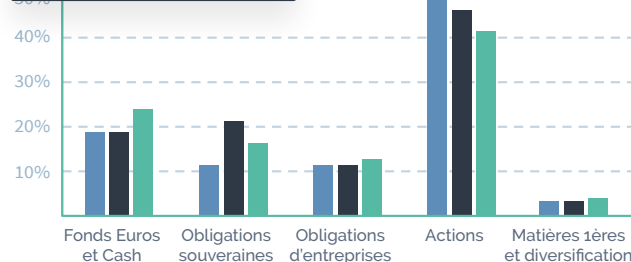
Profil 4 - Défensif



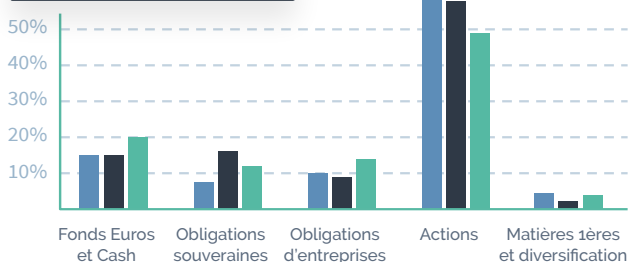
Profil 5 - Équilibré



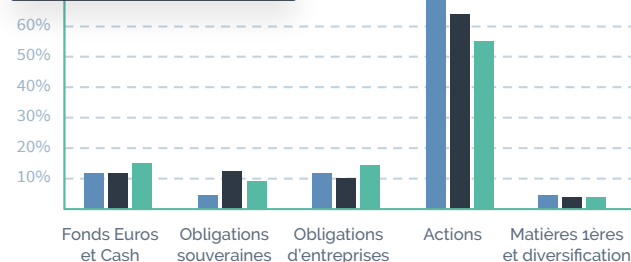
Profil 6 - Équilibré



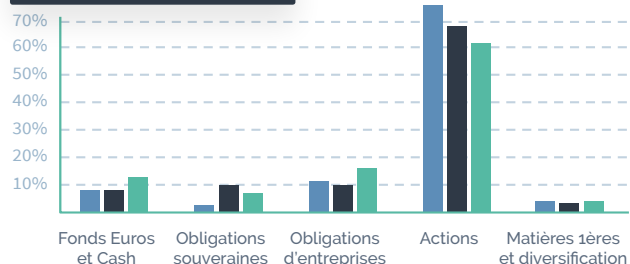
Profil 7 - Offensif



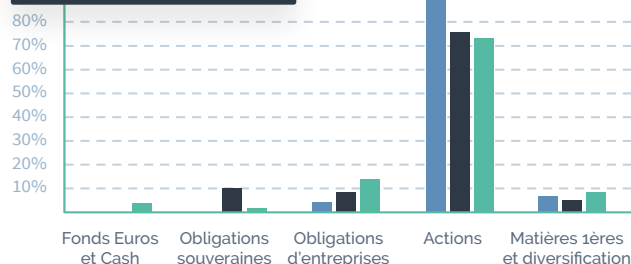
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif





Robo-advisor et risque de modèle

1) Les robo-advisors ont besoin d'un modèle mathématique

Toutes les méthodes d'allocations quantitatives qui sont utilisées par les robo-advisors s'appuient sur des modèles mathématiques qui reposent sur des hypothèses. Ces hypothèses peuvent avoir un rôle important sur le résultat obtenu et donc sur la performance de l'épargne.

Par exemple, les méthodes d'allocations reposent sur l'estimation correcte d'une ou plusieurs mesures de risques¹ et sur une bonne définition de la matrice de corrélation des actifs qui composent le portefeuille. La matrice de corrélation caractérise un modèle de dépendance qui expliquera comment les actifs évoluent les uns par rapport aux autres. C'est la prise en compte de cette matrice de corrélation qui va permettre de diversifier son épargne et de gérer le risque (i.e. plus les actifs sont corrélés entre eux, plus il est risqué d'investir sur l'ensemble de ces actifs car il n'y a pas de diversification).

2) Qu'est-ce qu'un modèle et à quoi sert-il ?

Un modèle est une représentation simplifiée de la réalité qui permet de formaliser les décisions prises et de les rendre possibles (le monde réel est trop complexe pour être pris en compte dans sa totalité et dans sa diversité). Dans les modèles d'allocation d'actifs, il est nécessaire de modéliser chaque actif (rendement et risque) ainsi que le comportement des actifs entre eux (matrice de corrélation – dépendance des actifs entre eux).

Lorsque l'on teste les hypothèses d'un modèle sur des données réelles, celles-ci sont parfois non validées. Ainsi le modèle doit être soit adapté, si cela est possible, soit ne plus être utilisé. Dans le cadre financier, une hypothèse importante réside dans le comportement normal et constant au cours du temps des actifs financiers. La littérature académique est unanime à ce sujet, cette hypothèse est fautive. Par exemple, le comportement des actifs entre eux (corrélations) change au cours du temps. Les actions sont très corrélées entre elles pendant les crises financières et peu corrélées pendant les phases de hausse des marchés.

3) Le risque de modèle dans les mesures de risque.

Le risque de modèle est une différence de comportement entre les rendements observés et les rendements modélisés. Cette différence a de multiples conséquences:

- Le risque calculé sur le portefeuille ne reflète pas le risque réel. Il peut être sur ou sous-estimé;
- L'allocation n'est pas en phase avec le risque réellement observé sur le marché.

Dès lors que le risque de modèle est identifié, il est nécessaire de le quantifier. Dans le cadre des mesures de risque, une méthode de quantification du risque de modèle consiste à regarder le comportement de la mesure de risque dans deux cas opposés:

¹ Une mesure de risque est une grandeur qui représente un risque d'investissement sur la valeur d'un portefeuille. Parmi les mesures de risque les plus utilisées on retrouve la volatilité, l'« Expected Shortfall », la « Value-at-Risk » ou encore le « maximum drawdown ».



- le cas où tous les actifs sont très décorrélés (indépendants). Dans ce cas, la mesure de risque prendra sa valeur minimum.

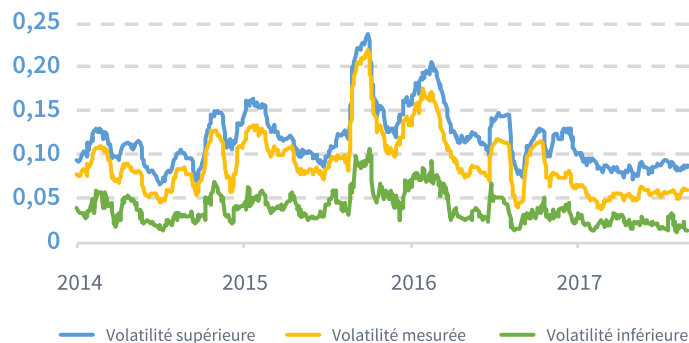
- le cas où les actifs sont très corrélés (dépendants). Dans ce cas, la mesure de risque prendra sa valeur maximum. Il ne s'agit pas d'un risque qui se réalise actuellement mais qui pourrait avoir lieu.

Mon travail chez WeSave a consisté à concevoir des stratégies pour inclure cette mesure de risque de modèle dans des portefeuilles afin d'améliorer la performance et la gestion des risques de votre épargne.

Grâce à cette méthode, la mesure de risque est encadrée par une valeur maximale et une valeur minimale. Ainsi, on peut estimer la sur ou sous-estimation potentielle du risque lorsque l'on observe la valeur d'une mesure de risque traditionnelle.

La somme de la sur et de la sous-estimation du risque mesurée grâce à cette méthode nous indique le risque de modèle total présent dans la mesure de risque.

Illustration du risque de modèle pour la volatilité



Source : WeSave

4) Comment en tirer parti ?

Une augmentation du risque de modèle indique une anticipation par les marchés d'événements extrêmes (positifs ou négatifs) et donc qu'il est nécessaire de réallouer/rebalancer son portefeuille pour se couvrir contre le risque négatif (baisse des marchés ou au contraire augmenter son exposition au risque positif (hausse des marchés).

Mon travail chez WeSave a consisté à concevoir des stratégies pour inclure cette mesure de risque de modèle dans des portefeuilles afin d'aider l'équipe de gestion à améliorer la performance et la gestion des risques de votre épargne.

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 Septembre 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.