

NUMÉRO 13

— JUIN 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
12 Pour aller plus loin

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT



Juin 2017

Le temps des devises

L'actuelle volatilité historiquement faible des marchés d'actions ne doit pas tromper la vigilance des investisseurs : depuis le début d'année, le Dollar perd déjà 6% face à l'Euro !

Est-ce l'Euro qui s'apprécie ou bien le Dollar qui s'affaiblit ?

La première question à se poser lorsque l'on examine la variation entre ces deux devises, c'est si l'une d'entre elles explique ce mouvement ou bien s'il s'agit d'une divergence simultanée entre les deux

monnaies. Pour répondre à cette question, il est intéressant d'observer le comportement du DXY, c'est-à-dire le Dollar face au panier de 6 grandes devises que sont l'Euro, le Franc suisse, la Couronne suédoise, le Dollar canadien, la Livre Sterling britannique et enfin le Yen japonais. Ainsi, le DXY perdant 5% depuis le début de l'année, on peut en conclure qu'il s'agit avant tout d'un repli du Dollar. Il convient toutefois de relativiser l'actuel recul du billet vert car ce dernier progresse encore de +23% depuis mai 2014 et même de +33% depuis mai 2011 !



Sources : Bloomberg, WeSave



Comment expliquer les fluctuations récentes de l'Euro-Dollar ?

Si l'on zoome sur les derniers mois, le Dollar avait gagné +5.5% immédiatement après l'élection de D.Trump, mais il a désormais effacé l'intégralité de cette progression. Les investisseurs ont temporairement considéré que le programme économique du candidat Trump avait de véritables chances d'être mis en œuvre, le nouveau président américain disposant d'une Chambre des Représentants et d'un Sénat où les Républicains sont majoritaires dans les deux cas. Les graves « maladroites » accumulées par D.Trump font

désormais douter du calendrier et de l'ampleur des réformes qui seront implémentées, l'éventuelle destitution du président étant même parfois évoquée. En parallèle, l'élection d'E.Macron, clairement pro-Euro et favorable à un renforcement de l'Union Européenne, a soutenu récemment l'Euro face aux principales devises internationales. La décote « politique » qui pénalisait jusqu'alors la zone Euro sanctionne désormais plutôt le Dollar du fait des incohérences du président américain depuis le début de son mandat.

Qu'est-ce qui provoque généralement les variations entre deux devises ?

Les interférences « politiques » étant difficiles à anticiper et étant souvent éphémères, il convient plutôt d'analyser les principaux déterminants fondamentaux des taux de changes afin d'apprécier le potentiel respectif de chacune de ces deux monnaies.

- Le premier facteur, de long terme, est l'état respectif des balances courantes des deux zones,

c'est-à-dire le solde des flux financiers générés entre autres par les échanges de biens et de services. Du fait notamment de la contribution remarquable de l'Allemagne, la zone Euro dégage un excédent de +3.9% de son PIB fin 2016 alors que les Etats-Unis sont pour leur part en déficit de 2.6% de leur PIB. Ce facteur est donc favorable à l'Euro et pénalisant pour le Dollar.

Balance courante en % PIB	2013	2014	2015	2016
Zone Euro (19 pays)	2,5	2,8	3,7	3,9
États-Unis	-2,2	-2,3	-2,6	-2,6

Sources : OCDE, WeSave

- Le second facteur, de plus court terme, est le différentiel de taux d'intérêt entre les deux zones, corrigé de l'inflation. En effet, plus les taux d'intérêts réels sont élevés, plus ils attirent les investisseurs internationaux. Le cycle économique étant plus avancé aux Etats-Unis qu'en zone Euro, la banque

centrale américaine (FED) a déjà relevé ses taux directeurs à trois reprises alors que la banque centrale européenne (BCE) continue pour sa part de déverser des liquidités (cf. « quantitative easing ») pour soutenir la croissance de la zone. Ce facteur est donc favorable au Dollar et pénalisant pour l'Euro.



Quelle perspective pour l'Euro-Dollar ?

Du court terme ou du long terme, quel facteur aura le plus d'influence durant les prochains mois ? Dans la mesure où les flux financiers s'ajustent plus rapidement que les marchés de biens et de services, l'influence des taux d'intérêts réels devrait plutôt l'emporter sur les balances courantes, et le Dollar devrait donc a priori plutôt s'apprécier face à l'Euro. Ceci suppose néanmoins que les perspectives de croissance économique et d'inflation évoluent peu par rapport aux actuelles anticipations des investisseurs.

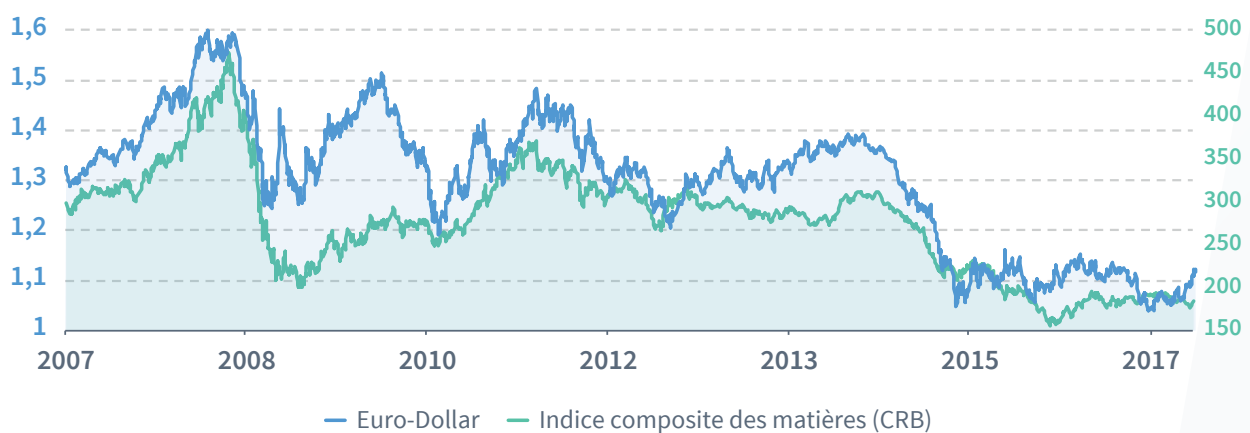
C'est en cela que les incertitudes entourant la politique économique de D.Trump sont décisives, car la FED pourrait être contrainte d'ajuster sa politique monétaire en conséquence. Pour ce qui est de la zone Euro, le prochain aléa politique fort interviendra probablement lors des élections italiennes, qui devraient avoir lieu début 2018. A condition que D.Trump s'approprie enfin certains des codes et usages dus à sa fonction et aux responsabilités qui y sont attachées, le Dollar devrait se ressaisir à nouveau.

Quelles conséquences pour les allocations d'actifs ?

La compétitivité des entreprises étant fortement affectée par le comportement des devises, les prochaines publications de résultats trimestriels pourraient surprendre les investisseurs. Les sociétés américaines bénéficieront en effet a priori d'un surcroît de chiffre d'affaires et de rentabilité par rapport aux estimations actuelles, ceci grâce au repli du Dollar depuis le début d'année et par l'effet de conversions comptables favorables de certaines devises. Les

marchés d'actions américaines amorçant souvent les tendances boursières, une nouvelle accélération haussière des actions peut donc être envisagée. En revanche, parce que les prix des matières premières et les fluctuations du Dollar ont souvent des affinités (cf. graphe), il conviendrait de rester prudent sur les matières premières et sur certains pays émergents si le Dollar devait s'apprécier à nouveau.

€-\$ et Matières premières



Sources : Bloomberg, WeSave

Macro-économie

- L'indicateur du climat des affaires est une mesure approximative avancée de la conjoncture économique, telle que perçue par les dirigeants d'entreprises.
- Cet indice synthétique renvoie des informations quant au niveau des stocks de marchandises, à l'évolution à venir des chiffres d'affaires, aux niveaux de production, aux carnets de commandes,...

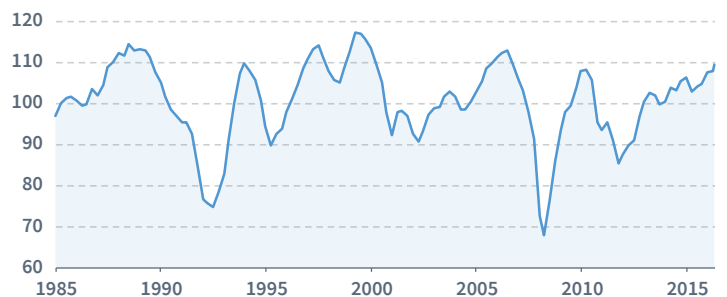
Conséquence pour les portefeuilles

Alors que les entreprises européennes viennent de publier des chiffres d'affaires et des résultats trimestriels exceptionnellement favorables, l'indicateur du climat des affaires laisse espérer une nouvelle dynamique micro-économique et macro-économique positive en zone Euro. Ceci devrait conforter l'attrait des actions de la zone aux yeux des investisseurs internationaux, alors que les flux de capitaux récents signalent déjà un appétit croissant de leur part.

- En zone Euro, l'indice du climat des affaires a presque retrouvé ses niveaux d'avant la crise des «subprimes», traduisant un fort regain de confiance des dirigeants d'entreprises dans les perspectives économiques, et cela malgré les nombreuses incertitudes politiques persistantes.



Indice du climat des affaires de la Zone Euro



Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- Le différentiel de rendement entre les obligations souveraines italiennes et les obligations souveraines allemandes s'écarte actuellement pour avoisiner les 200 points de base.
- Les fondamentaux économiques respectifs des deux pays justifient en partie de la dynamique de ce différentiel de taux: le gouvernement allemand réduit ses déficits budgétaires et sa dette alors que l'Italie creuse les siens.

- Par ailleurs, l'Italie envisageant d'organiser des élections anticipées cet automne, les investisseurs s'inquiètent de la pérennité de la politique économique italienne, M. Renzi ayant été contraint de démissionner après avoir perdu son référendum en décembre 2016.

Conséquence pour les portefeuilles

La montée du risque politique italien pourrait pénaliser en relatif la dette souveraine italienne et, par contagion, celle des établissements bancaires et des entreprises du pays. En effet, l'Etat italien et la plupart des agents économiques du pays étant fortement endettés, les investisseurs internationaux pourraient, par principe de précaution, alléger leurs expositions aux actifs du pays. Les investisseurs se reporteraient alors vers la dette la plus sûre de la zone, c'est-à-dire les obligations de l'Etat allemand, accentuant encore plus le différentiel entre ces deux obligations souveraines.



Différence de rendement entre les obligations à 10 ans italiennes et allemandes (en points de base)



Sources : Bloomberg, WeSave

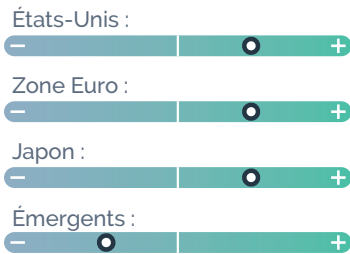


Actions



Sous-pondéré

Sur-pondéré



Durant le mois de mai, les marchés d'actions sont restés bien orientés, et cela en dépit des progressions déjà significatives réalisées depuis le début d'année. Les investisseurs peuvent ainsi s'appuyer à la fois sur des données macro-économiques favorables et sur de très solides publications de chiffres d'affaires et de résultats d'entreprises, accompagnées de discours

Rapport de performance entre le Stoxx600 européen et le S&P500 américain (en Euros)



Sources : Bloomberg, WeSave

plutôt optimistes quant à leurs perspectives à venir. Par ailleurs, les entreprises européennes distribuant une part importante de leurs dividendes entre mai et juillet, les investisseurs devraient trouver là un motif supplémentaire pour privilégier cette classe d'actifs plutôt que l'obligataire. Nous maintenons notre surpondération sur les actions.

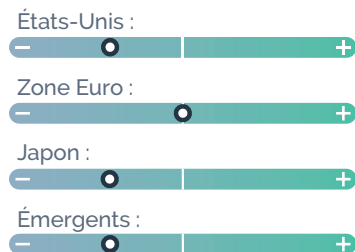


Obligations souveraines



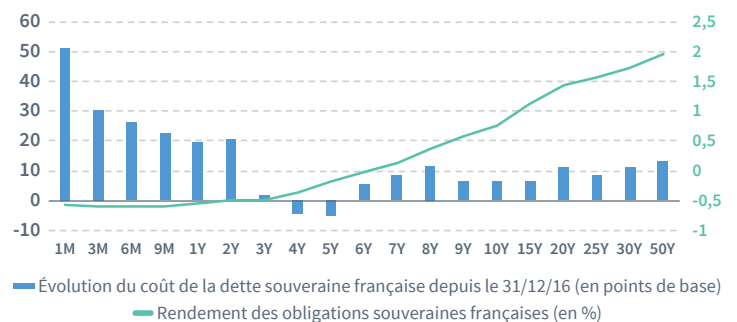
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Les tensions inflationnistes restant modérées dans les pays développés, les investisseurs s'attendent à ce que les banques centrales ne durcissent que modérément leurs politiques monétaires durant les prochains mois. Par ailleurs, les doutes s'aggravent quant à la capacité de l'Administration américaine à mettre en œuvre les soutiens budgétaires et fiscaux envisagés (cf. hypothèse

Rendements souverains français et leur évolution en 2017



Sources : Bloomberg, WeSave

d'une éventuelle destitution de D.Trump). C'est pourquoi les investisseurs ont été incités à conserver en tactique une exposition aux marchés obligataires, notamment sur les dettes souveraines. Les fondamentaux économiques étant toujours bien orientés, nous persistons dans notre sous-pondération sur les obligations d'Etat.

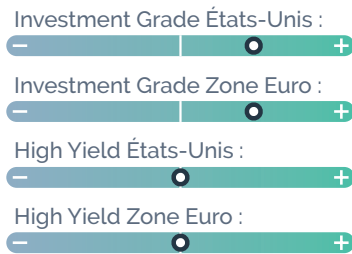


Obligations d'entreprises



Sous-pondéré

Sur-pondéré



Les entreprises bénéficient actuellement d'un contexte macro-économique favorable. Depuis la crise des «subprimes», les entreprises ayant fortement optimisé leurs structures de coûts, tout surcroît de croissance économique se traduit souvent par une forte génération de trésorerie nette. L'investissement sur les obligations d'entreprises offre ainsi actuellement l'avantage de

Rendement des obligations d'entreprises dans le monde (en %)



Sources : Bloomberg, WeSave

bénéficier d'une bonne visibilité quant aux dynamiques, tout en offrant un rendement supérieur aux obligations souveraines. Nous surpondérons donc les obligations d'entreprises dans nos allocations. En revanche, les obligations d'entreprises à haut rendement («High Yield») ne nous semblent plus offrir de rendement satisfaisant au regard de leur risque bilanciel.

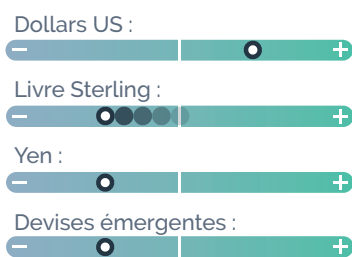


Devises



Sous-pondéré

Sur-pondéré



En mai, les grandes devises ont été versatiles. Les nombreuses controverses entourant les décisions de D.Trump (cf. limogeage de patron du FBI) font douter de la capacité de la nouvelle Administration américaine à mettre en œuvre sa politique économique. En effet, sans ces soutiens budgétaires et fiscaux, la croissance économique et l'inflation américaine pourraient être de moindre ampleur qu'anticipé, et la FED

Evolution du Réal brésilien contre Euro (Base 100: 30/12/16)



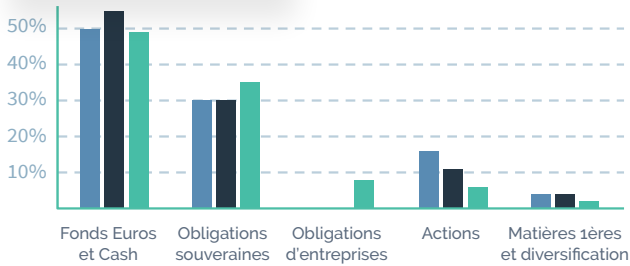
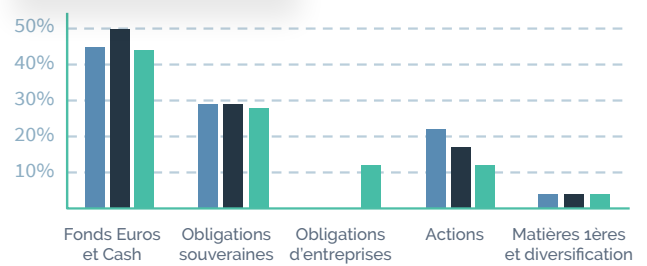
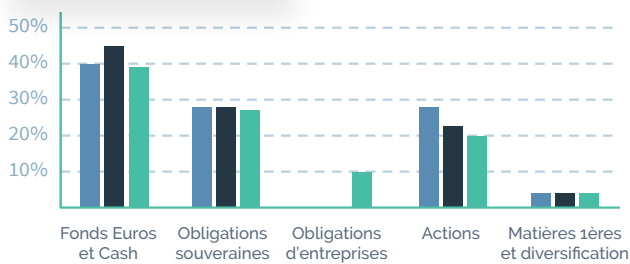
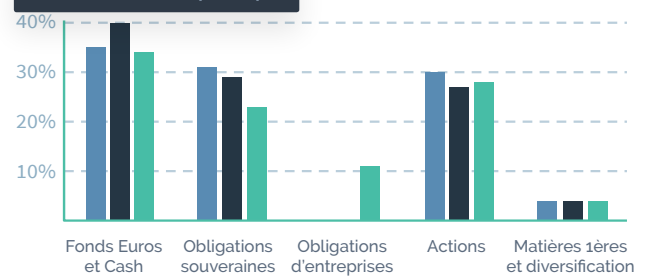
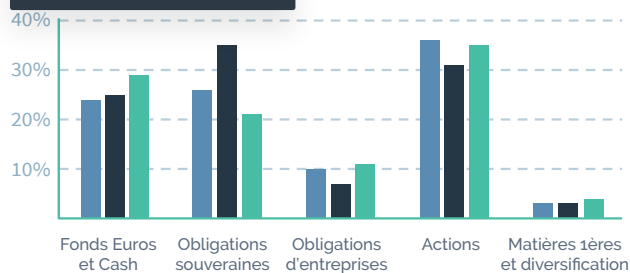
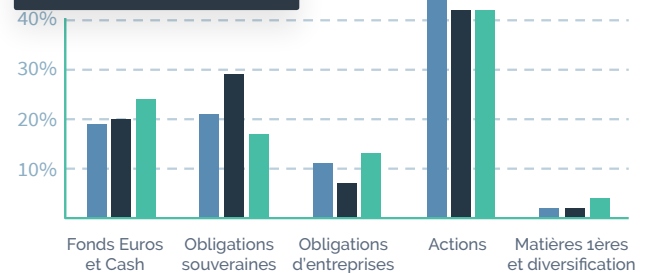
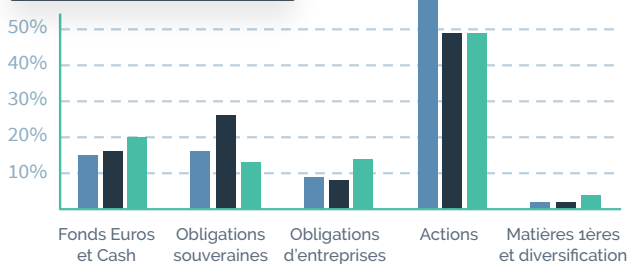
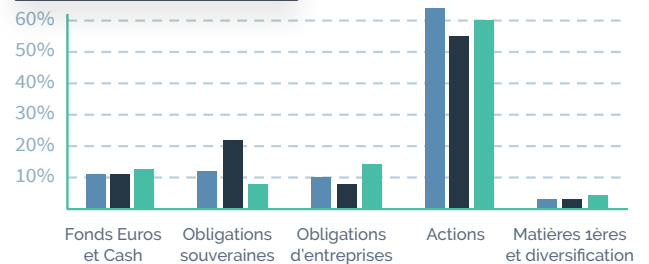
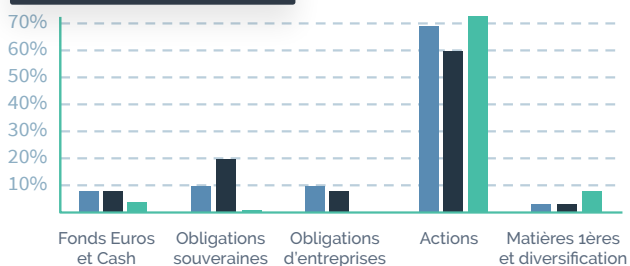
Sources : Bloomberg, WeSave

pourrait ne durcir que modérément sa politique monétaire. Le Dollar a dès lors reflué face aux principales devises jusqu'à ce que plusieurs statistiques confirment finalement la bonne dynamique économique du pays. Les politiques monétaires respectives des différentes zones nous incitent à rester plutôt confiants dans l'appréciation persistante du Dollar.

Juin 2017

Comparatifs d'allocations entre Mai 2017, Juin 2017 et la stratégie long terme.

Jun 2017 Mai 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**