

NUMÉRO 24

— JUN 2018

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

- 02 L'éclairage du gérant
- 07 Points macro et marchés
- 08 Vues des actifs

- 11 Nos vues tactiques et stratégiques
- 12 Pour aller plus loin

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Juin 2018



164 400 000 000 000 \$

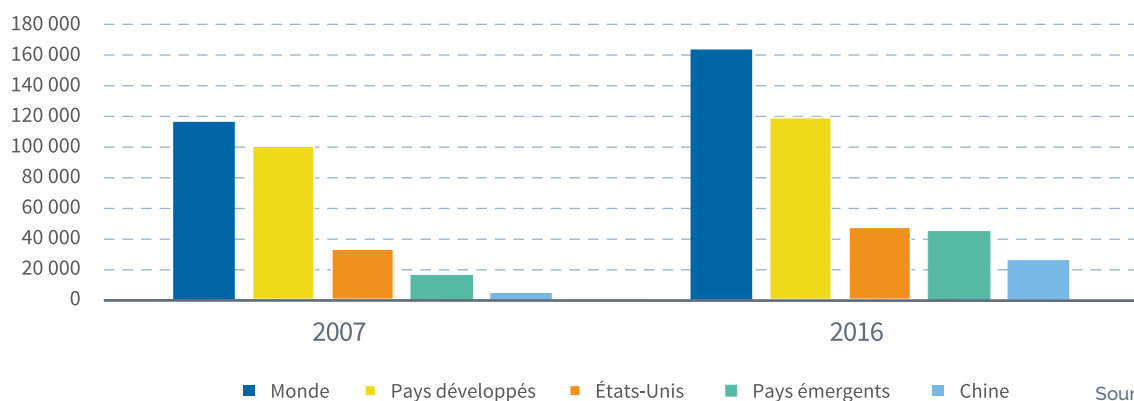
164 400 milliards de Dollars ! La dette mondiale représente désormais 225% du PIB mondial et elle ne cesse de croître, d'où l'alerte lancée par le Fonds Monétaire International (FMI). Alors que les taux d'intérêts mondiaux remontent significativement depuis un an, faut-il alors craindre une nouvelle crise financière majeure ? Quelle allocation d'actifs convient-il de privilégier ?

Le stock et le flux

L'analyse de tout endettement doit toujours être réalisée selon deux axes distincts : le stock et le flux.

Le stock de dette mondiale est une photographie instantanée du niveau d'endettement des différents agents économiques et des divers pays. Une dette de 225% du PIB signifie qu'il faut désormais 2 années $\frac{1}{4}$ de richesse mondiale pour pouvoir rembourser intégralement les créanciers. La répartition de la dette entre les différents agents économiques est généralement le reflet du modèle économique et social adopté. Les pays "dirigistes" privilégient une mutualisation de la dette, l'État prenant à sa charge un très large éventail d'activités économiques soit directement, soit au travers des collectivités locales ou des entreprises qui sont sous sa tutelle. À l'inverse,

Évolution de la dette cumulée mondiale (Mds \$)





DETTE CUMULÉE (MDS \$)	2007	2016	DETTE 2016 (EN % DU TOTAL)	ÉCART 2016-2007	ÉCART (EN % DU TOTAL)
MONDE	115 900	164 400	100 %	+ 48 500	100 %
PAYS DEVELOPPÉS	99 900	119 200	73 %	+ 19 300	40 %
PAYS ÉMERGENTS	15 600	43 900	27 %	+ 28 300	58 %
ÉTATS-UNIS	33 600	48 100	29 %	+ 14 500	30 %
CHINE	4 900	25 500	16 %	+ 20 600	42 %

Sources : FMI, WeSave

“ Si la majeure partie du stock de dette mondiale émane des pays industrialisés (119 200 Mds \$, soit 73% du total), c'est surtout dans les pays émergents que la dette progresse le plus vite. ”

les pays plus "libéraux" confient la plupart des projets aux entreprises privées, l'État se consacrant essentiellement aux missions régaliennes. Le cumul de dettes est aussi la conséquence des décisions passées des États, des entreprises et des individus. Ainsi, lorsque les États décident par exemple de limiter les conséquences de la crise des "subprimes" par un stimulus budgétaire extrêmement agressif, cela signifie assumer un très fort endettement additionnel pour stimuler "artificiellement" de l'activité. Ce faisant, les États se privent de moyens financiers potentiels pour leurs interventions budgétaires futures. Autrement dit, un transfert temporel, voire même intergénérationnel, s'opère alors !

Le stock de dette ne révèle toutefois qu'une image très parcellaire qu'il convient de compléter par

l'analyse des flux d'endettement afin d'appréhender convenablement les dynamiques en œuvre. Entre 2007 et aujourd'hui, la dette mondiale a progressé de 200% du PIB à 225% du PIB. En seulement 10 ans, c'est donc 1/4 de la richesse annuelle mondiale qui a été hypothéquée au profit des créanciers ! Si la majeure partie du stock de dette mondiale émane des pays industrialisés (119 200 Mds \$, soit 73% du total), c'est surtout dans les pays émergents que la dette progresse le plus vite. Ceci est tout particulièrement vrai pour la Chine où la dette globale, évaluée à 4 900 Mds \$ en 2007, atteint désormais 25 500 Mds \$. Autrement dit, 42% de l'endettement additionnel mondial contracté depuis 10 ans (+48 500 Mds \$) est le seul fait de la Chine, la dette du pays ayant même progressé plus que celle de l'ensemble des pays développés (+19 300 Mds \$) ! Le PIB de la Chine étant aujourd'hui évalué à 12 300 Mds \$, ce sont donc près de 2 années de richesse du pays qui ont été "hypothéqués" durant ces 10 dernières années. La Chine vit de plus en plus à crédit et sa croissance économique manifeste des signes de plus en plus inquiétants d'addiction à la dette, d'où la défiance de nombreux investisseurs à l'égard du pays et de certains de ses partenaires.



La bonne et la mauvaise dette

ÉVOLUTION ENTRE 2007 ET 2016	DETTE (MDS \$)	PIB (MDS \$)	DETTE / PIB
MONDE	48 500	15 200	3,2
ÉTATS-UNIS	14 500	4 100	3,5
CHINE	20 600	8 800	2,3

Sources : FMI, WeSave

S'inquiéter des montants d'endettement cumulés ou de la vitesse à laquelle la dette progresse, c'est porter un jugement de valeur a priori négatif quant au fait d'être endetté. Est-ce nécessairement justifié ?

La dette permet à deux agents économiques, le débiteur et le créancier, de croiser des intérêts opposés. S'endetter offre l'opportunité au débiteur de réaliser sur la durée des projets qui, sans cela, ne lui auraient peut-être jamais été accessibles. A l'inverse, le créancier consent à se séparer temporairement et moyennant rémunération de capitaux qui, s'ils n'étaient pas prêtés, resteraient stériles et perdraient même de la valeur du fait de l'érosion due à l'inflation. Mais la dette peut aussi être une fuite en avant permettant de masquer des problèmes structurels. Il est par exemple régulièrement reproché aux états d'avoir recours à la dette pour couvrir des frais de fonctionnement au lieu d'employer ces capitaux à effectuer des investissements de long terme. Comment faire la part des choses entre la bonne et la mauvaise dette ?

En faisant abstraction de tout jugement "éthique" quant aux projets financés (impact sur l'environnement, répartition des bénéfices tirés,...), le recours à l'endettement peut être considéré comme utile s'il ajoute de la richesse nette sur la durée. En première approche, on peut alors examiner l'évolution du PIB mondial et comparer cette donnée à l'évolution des

“ **En Chine, l'endettement récent contribue-t-il à entretenir une bulle immobilière ou bien ces capitaux sont-ils investis dans le développement de nouvelles technologies de pointe ?** ”

emprunts. Sur les 10 dernières années, l'endettement mondial a augmenté de +48 500 Mds \$ alors que le PIB n'a progressé "que" de +15 200 Mds \$... il a donc été nécessaire d'emprunter 3 fois plus de capitaux que ce qui a été créé comme richesse additionnelle dans le même temps. Il serait toutefois erroné d'en déduire que cet endettement est aberrant sans s'être préalablement renseigné quant à l'échéance des projets sur lesquels ces capitaux empruntés ont été investis. Impossible en effet de porter un jugement sur leur efficacité s'ils n'ont pas atteint leur maturité. Un nouvel aéroport, une autoroute,... ne peut bien entendu jamais être rentable à si brève échéance ! En Chine, l'endettement récent contribue-t-il à entretenir une bulle immobilière ou bien ces capitaux sont-ils investis dans le développement de nouvelles technologies de pointe ? Afin de porter un jugement "qualifié", il conviendrait donc d'analyser de très près chaque engagement financier et de porter à son égard un jugement "qualitatif" et non pas simplement "quantitatif" ... tâche bien trop ardue si l'on souhaite être exhaustif !



	PIB (EN %)			INFLATION (EN %)		
	2017	2018e	2019e	2017	2018e	2019e
MONDE	3,6	3,8	3,7	2,9	3,3	3,1
PAYS DEVELOPPÉS	2,4	2,4	2,2	2,0	2,2	2,0
PAYS ÉMERGENTS (BRICS*)	5,5	5,7	5,7	2,1	2,4	2,9
ZONE EURO	2,4	2,3	2,0	1,7	1,7	1,8
ÉTATS-UNIS	2,3	2,8	2,5	2,1	2,5	2,2
CHINE	6,9	6,5	6,3	1,6	2,2	2,2

*BRICS: BRÉSIL, RUSSIE, INDE, CHINE, AFRIQUE DU SUD

Sources : FMI, WeSave

Que craignent les instances internationales et les investisseurs ?

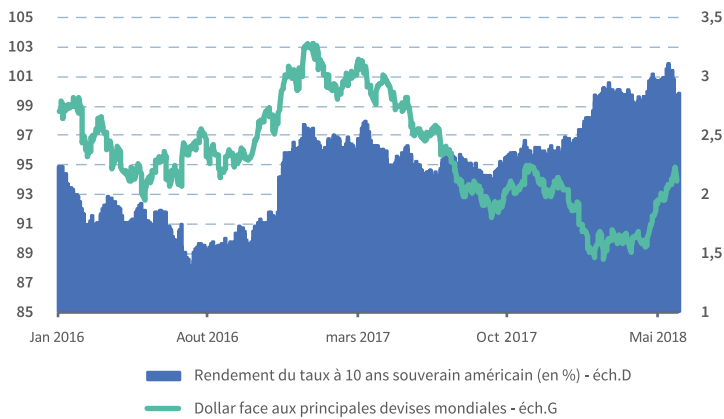
Alors même qu'un dérapage incontrôlé de l'endettement a déjà été à l'origine de la crise des "subprimes", les autorités ont intentionnellement favorisé une reprise d'activité par l'endettement, notamment en abaissant drastiquement le coût de l'emprunt. Cette décision s'est révélée pertinente puisque la croissance économique semble aujourd'hui auto-entretenu. Pourquoi alors cette mise en garde du FMI ?

Lorsque les revenus dégagés par un investissement dépassent l'ensemble des coûts, un bénéfice est réalisé. Il est alors tentant de s'endetter pour investir encore plus et accroître ainsi les bénéfices engrangés ... c'est l'effet de levier de la dette. Mais cet endettement n'est judicieux qu'à condition que la croissance reste plus forte que le coût de l'emprunt. Croissance et niveau des taux d'intérêts sont donc les deux paramètres déterminants pour que la dette contractée durant les dernières années ne pénalise pas désormais les emprunteurs. Au vu du consensus, les instances internationales

et les investisseurs restent plutôt optimistes quant aux perspectives de croissance économique, mais de nombreuses incertitudes pourraient les amener à réviser significativement ces prévisions. L'Administration Trump multiplie les initiatives qui pourraient déstabiliser la croissance mondiale : remise en cause des traités commerciaux internationaux et instauration de mesures protectionnistes, tensions géopolitiques nombreuses (Iran, Russie,...) aggravées par l'extra-territorialité des sanctions envisagées, frein à l'immigration,... Autant de facteurs qui incitent plutôt les chefs d'entreprises du monde entier à l'attentisme ! Par ailleurs, la croissance étant plus solide et l'inflation remontant, les banques centrales durcissent désormais graduellement leurs politiques monétaires, d'où la remontée des taux d'intérêts observée sur les marchés financiers. Qui plus est, la forte hausse des prix pétroliers (Brent à 80 \$ désormais) pourrait intensifier l'inflation, tout en pesant sur la croissance économique mondiale ! Les emprunteurs pourraient être pris en ciseaux par une croissance économique décélérant et par des tensions inflationnistes faisant remonter les taux d'intérêts. La question de la rentabilité des investissements, voire de la solvabilité des emprunteurs, peut alors se poser !



Dollar et obligations à 10 ans américaines



Sources : Bloomberg, WeSave

Dans cette hypothèse, les entreprises ayant des Bilans "précaires" ("High Yield") et les pays émergents seraient les premières victimes d'une telle situation. Les pays émergents pourraient même cumuler les difficultés car leurs emprunts sont souvent contractés en devises fortes, en Dollar notamment, et ce dernier effectuant un spectaculaire redressement depuis quelques semaines, cela renchérit d'autant le coût des remboursements. Afin d'affiner ces raisonnements, il conviendra de faire du cas par cas en vérifiant l'échéancier des dettes, si des taux fixes ou variables sont dus,... Par ailleurs, la nature des détenteurs de ces dettes peut être déterminante : s'agit-il d'investisseurs domestiques ou bien étrangers, de banques centrales, de fonds

La remontée des taux d'intérêts était prévisible et ne semble être jusqu'à présent qu'une simple normalisation.

spéculatifs ou bien d'institutions financières nationales contraintes de détenir ces dettes afin de respecter leurs ratios prudentiels,... ? Tant que la croissance restera

forte et les taux d'intérêts modérés, ces tensions seront supportables, mais une plus grande vigilance s'impose indiscutablement ! Parce que les marges d'interventions budgétaires des États sont hélas toujours limitées, les banques centrales seraient LE "pompier" potentiel en cas de résurgence d'une crise d'endettement.

Quelques considérations boursières :

La remontée des taux d'intérêts était prévisible et ne semble être jusqu'à présent qu'une simple normalisation. Les rendements obligataires pourraient monter encore mais ce mouvement devrait rester limité car les perspectives de croissance économique sont bien inférieures aux cycles précédents ... l'attrait des obligations se reconstitue donc progressivement. Les obligations souveraines, du fait de la capacité des États à lever l'impôt, devraient bientôt raviver l'intérêt des investisseurs. Les obligations d'entreprises ayant des Bilans solides ("Investment Grade") devraient elles aussi séduire les investisseurs car ces sociétés sont bien armées pour passer les crises économiques. Le "High Yield" et les émergents pourraient subir quelques dégagements additionnels, principe de précaution oblige ! Les actions demeurent la classe d'actifs attrayante du fait d'un cycle économique encore favorable et grâce à des facteurs de soutiens financiers bénéfiques (dividendes, rachats d'actions, OPA,...), mais le contexte économique et géopolitique étant plus confus, la volatilité devrait rester bien plus forte qu'en 2017. À noter toutefois que la remontée des rendements obligataires atténue l'un des attraits des actions : le rendement du dividende devient parfois moins compétitif. Ainsi, le taux d'intérêt souverain à 2 ans américain dépasse désormais marginalement le rendement des dividendes du S&P500 par exemple !

Macro-économie

- La Livre turque ne cesse de se déprécier depuis des années (-13,85% en 2018), et cette tendance inquiète beaucoup les investisseurs car l'emprise d'Erdogan menace de se porter désormais aussi sur la politique monétaire du pays.
- Dans l'espoir de soutenir la compétitivité commerciale d'un pays, nombreux sont ceux qui prônent une dévaluation compétitive de la devise, mais ce raisonnement est

Conséquence pour les portefeuilles

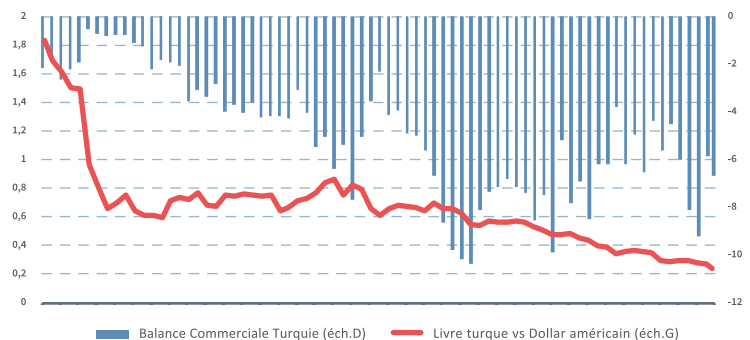
Le repli de la devise d'un pays, s'il ne s'accompagne pas de réformes structurelles complémentaires, est un facteur favorable mais pas suffisant pour doper la compétitivité et engendrer une balance commerciale excédentaire. Le cas spécifique de la Turquie est inquiétant car il s'agit du 17e pays dans le classement mondial par le PIB et que c'est un centre de gravité majeur entre l'Europe et l'Asie. Au-delà de la Turquie, les difficultés rencontrées par le pays pourraient altérer la confiance des investisseurs internationaux dans les actifs "émergents", d'où la nécessaire vigilance quant à cette classe d'actifs.

erroné comme le montre l'ampleur persistante du déficit commercial en Turquie.

- Bien que la Turquie dispose d'une industrie importante, le pays reste dépendant du reste du monde pour bien des matières premières, machines,... qu'il lui faut acheter en devises étrangères de plus en plus chères, d'où le déficit commercial du pays.



Balance commerciale de la Turquie (Mds \$) et sa devise



Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- L'hypothèse d'une accession au pouvoir de l'alliance entre la Ligue et le Mouvement 5 étoiles inquiète les investisseurs car, le pays étant déjà très endetté (131% du PIB), un très fort dérapage budgétaire pourrait en découler.
- L'État italien a déjà procédé à plus de la moitié des levées de capitaux programmées pour 2018, mais le calendrier

reste très chargé durant les prochaines années.

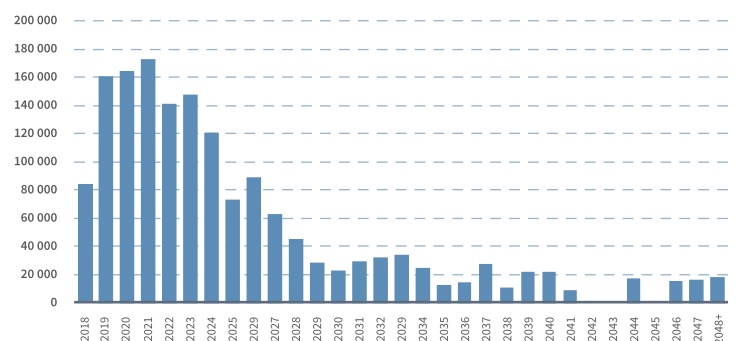
- Suite au Brexit, le poids de l'Italie se retrouve renforcé au sein de l'U.E., d'où l'inquiétude des investisseurs d'être confrontés à des dirigeants italiens plutôt Euro-sceptiques et dépensiers.

Conséquence pour les portefeuilles

Les taux d'intérêts payés par l'Italie montent fortement depuis que la nouvelle coalition gouvernementale a été proclamée (2,75% fin mai contre 1,78% fin avril pour le 10 ans souverain). Le pays bénéficie toutefois encore des très importants achats d'obligations d'États par la BCE. Mais les incertitudes que le nouveau gouvernement fait peser sur la croissance économique nationale jettent le doute quant aux perspectives bénéficiaires des entreprises italiennes (cf. recul de -8,96% du MIB italien en mai). L'Italie restera donc une importante source de préoccupation pour les investisseurs.



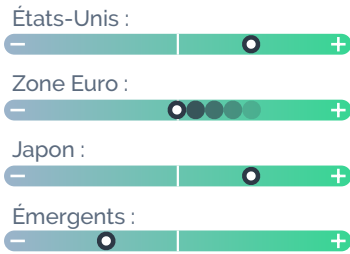
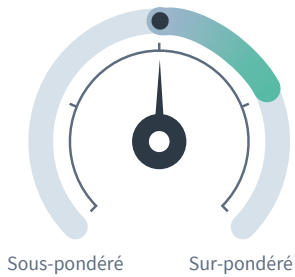
Distribution de la dette italienne par échéance (en M Euros)



Sources : Bloomberg, WeSave

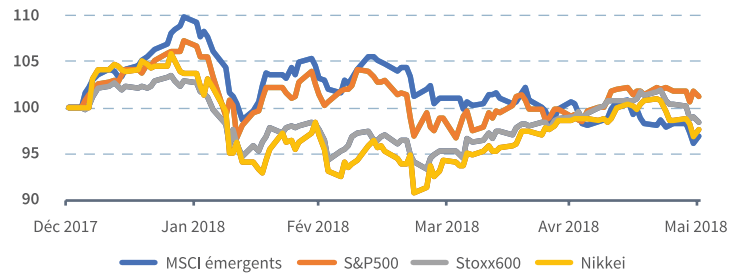


Actions



Les performances des actions ont été très contrastées en mai. En dépit du fort rebond du Dollar qui pénalise la compétitivité des entreprises américaines, ces dernières ont été plutôt considérées comme une zone refuge pour les investisseurs s'inquiétant des émergents ou de certains membres de l'Union Européenne. Le rebond du Dollar affecte en effet la charge d'endettement des entreprises des pays émergents, alors même qu'elles sont déjà desservies par des incertitudes croissantes quant

Performance des indices d'actions des grandes zones (Base 100 = 29/12/17)

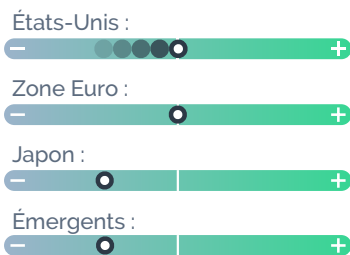
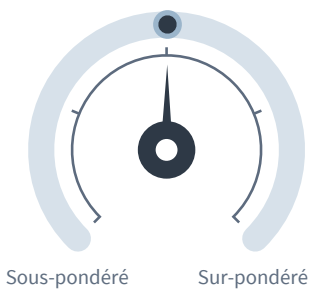


Sources : Bloomberg, WeSave

au commerce international. Pour ce qui est de la zone Euro, les fragilités politiques de l'Italie et de l'Espagne reviennent au premier plan et relancent les doutes quant à la stabilité financière de la zone. Les actions bénéficient toutefois encore de perspectives bénéficiaires favorables, de fusions et acquisitions fréquentes, et de versements de dividendes et rachats d'actions soutenant les cours de bourse. En mai, nous avons réduit notre exposition et nous sommes désormais neutres sur les actions.

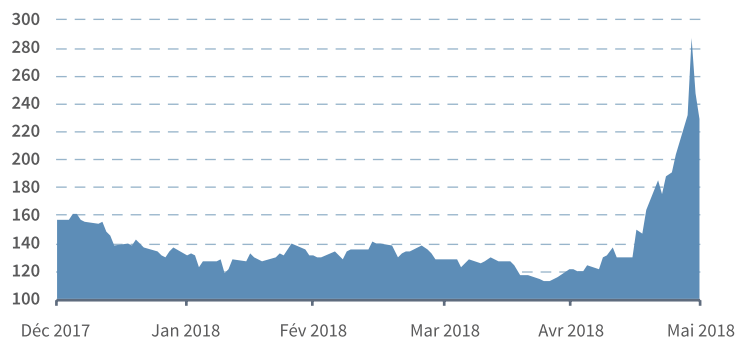


Obligations souveraines



En mai, les obligations souveraines de la zone Euro ont été le centre d'attention majeur des investisseurs. En effet, l'alliance politique contre nature en Italie entre la Ligue et le Mouvement 5 Étoiles a relancé les doutes quant à la volonté du pays de demeurer au sein de la zone Euro. Ceci a immédiatement provoqué une très vive tension sur les obligations italiennes, mais aussi sur celles des pays les plus fragiles de la zone (Espagne, Portugal, Grèce). Les investisseurs se sont en revanche reportés sur les

Différence de rendement entre le taux à 10 ans de l'Italie et celui de l'Allemagne (en Points de base)



Sources : Bloomberg, WeSave

obligations des États jugés les plus sûrs, notamment sur le Bund allemand. Cette soudaine volatilité des obligations souveraines de la zone Euro pourrait contraindre la BCE à temporiser dans son ambition de normaliser sa politique monétaire. Bien que le cycle économique soit désormais plus mature et que les incertitudes économiques se multiplient, nous maintenons notre simple neutre sur les obligations souveraines du fait de rendements encore modestes.

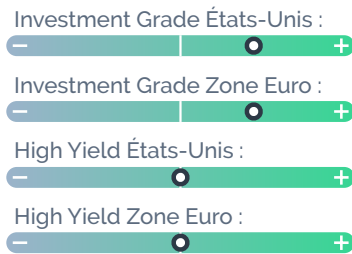


Obligations d'entreprises



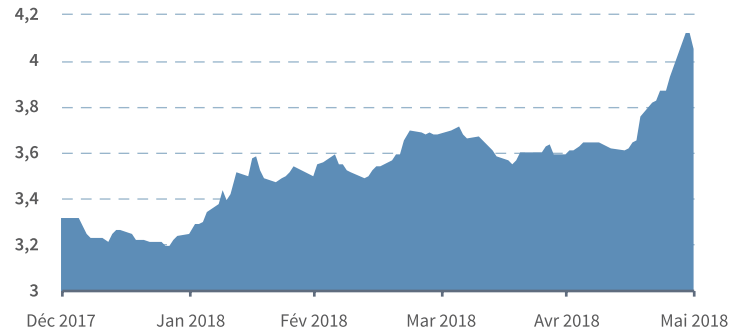
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Durant la première moitié de mai, l'ensemble des obligations d'entreprises ont vu leurs rendements continuer de monter. Toutefois, en fin de mois, une discrimination de performance s'est établie selon la qualité de Bilan des entreprises. Les obligations des sociétés bénéficiant de Bilans très solides ("Investment Grade") ont effacé leurs pertes de début de mois, accompagnant en cela la détente observée sur les principales obligations d'États. En revanche, les entreprises fragiles ("High Yield") ont vu la

Rendement des obligations européennes à haut rendement («High Yield») en %



Sources : Bloomberg, WeSave

rémunération de leurs obligations continuer de monter car étant plus exposées aux aléas de l'activité économique. À noter que les obligations "High Yield" européennes ont été tout particulièrement affectées par l'anxiété due à la crise politique italienne. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises et sommes désormais plus constructifs sur le "High Yield" dont le couple rendement-risque nous semble désormais plus équilibré.

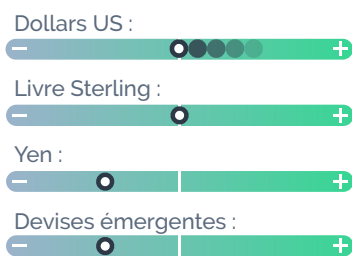


Devises



Sous-pondéré

Sur-pondéré



Après avoir oscillé durant trois mois autour de 1,23, la parité Euro-Dollar semble désormais basculer brutalement en faveur du Dollar, prenant à revers beaucoup d'investisseurs. Ceci s'explique notamment par le différentiel de politique monétaire transatlantique, tendance accentuée par la crise politique italienne. Sans surprise, la FED devrait durcir encore sa politique monétaire en 2018 (3-4 hausses attendues sur l'ensemble de l'année). En revanche, la BCE pourrait être contrainte de modifier le calendrier de fin de son "quantitative easing" si la crise politique italienne venait à provoquer une crise de financement dans la zone. Qui plus est, plusieurs devises émergentes importantes connaissent

Meilleures devises émergentes contre Euro en 2018 (en %)	
COLOMBIE	6,13
THAÏLANDE	4,55
MALAISIE	4,39
CHINE	4,21
SINGAPOUR	2,55
Pires devises émergentes contre Euro en 2018 (en %)	
ARGENTINE	-23,43
TURQUIE	-13,85
BRÉSIL	-8,78
RUSSIE	-5,18
POLOGNE	-3,10

Sources : Bloomberg, WeSave

un début d'année difficile, favorisant la performance relative du Dollar. Comme en 2017, les devises devraient être un facteur discriminant pour les performances des divers actifs financiers, d'où l'attention toute particulière qu'il convient de leur accorder.

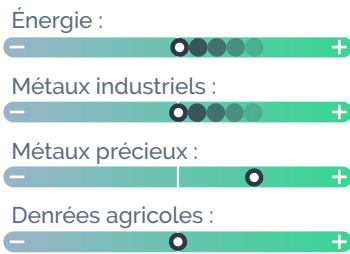


Matières premières



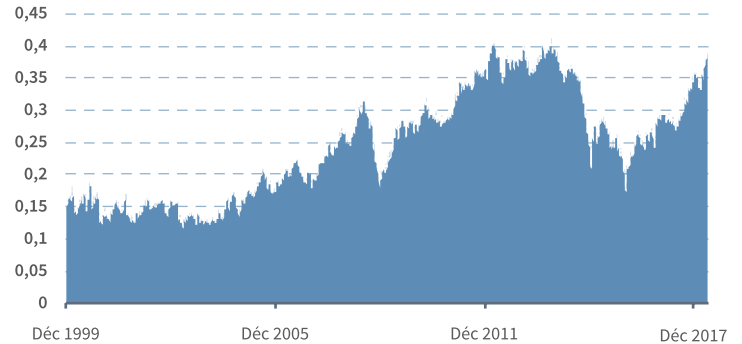
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Après avoir gagné près de 20% depuis le début de l'année et franchi fugitivement le seuil des 80\$, les prix du pétrole marquent le pas fin mai. L'Arabie Saoudite et la Russie ont en effet laissé entendre qu'elles pourraient intensifier leurs productions respectives, notamment afin de se substituer au Venezuela qui ne parvient pas à produire assez. Une telle décision serait d'autant plus facile à adopter que la forte hausse récente du Dollar permet de compenser un éventuel

Prix du pétrole rapporté aux matières premières



Sources : Bloomberg, WeSave

repli des prix pétroliers. Au delà de 80\$, certains stratèges s'inquiètent en revanche de l'impact négatif que cela pourrait avoir sur la demande de pétrole et sur la croissance économique mondiale, le coût énergétique participant beaucoup à celui des autres matières premières (extraction, transformation, transport,...). En tactique, nous prenons des bénéfices sur les matières premières en passant neutre sur la classe d'actifs, sauf sur l'or qui nous semble encore attrayant.

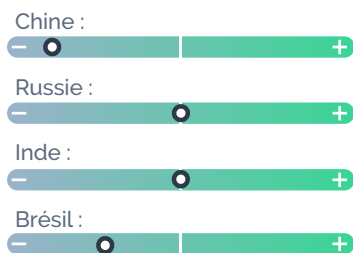


Émergents



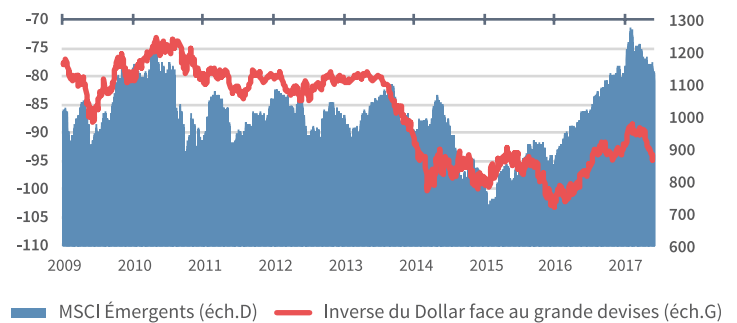
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Les actions et les obligations des pays émergents ont poursuivi leur contre-performance en mai. La décision prise par les États-Unis d'imposer effectivement des taxes additionnelles sur l'acier et sur l'aluminium ne font qu'accentuer les craintes quant à une possible dégradation significative du commerce international, ce qui influence beaucoup les perspectives de croissance des pays émergents. L'évolution des relations entre la Chine et les États-Unis sera dès lors tout particulièrement analysée

Indice des actions des pays émergents et inverse du Dollar

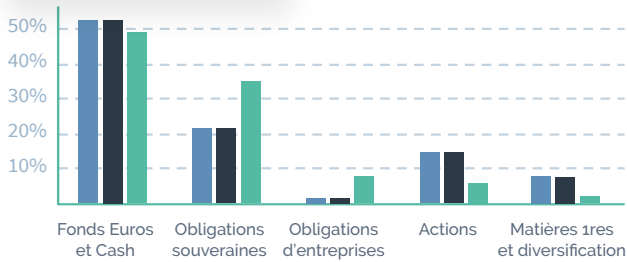
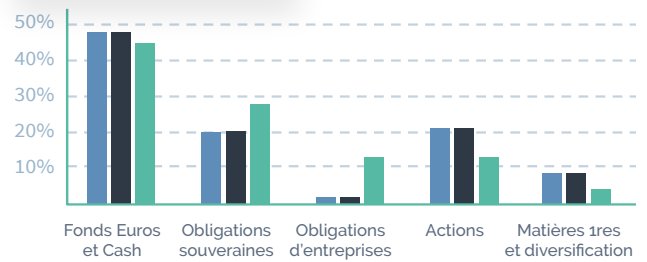
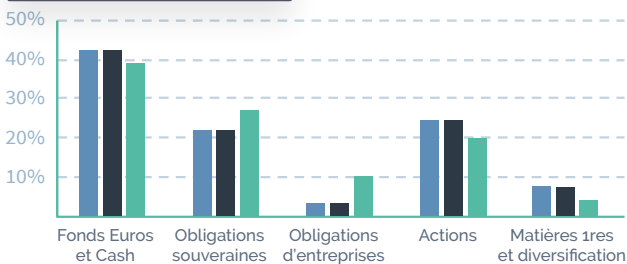
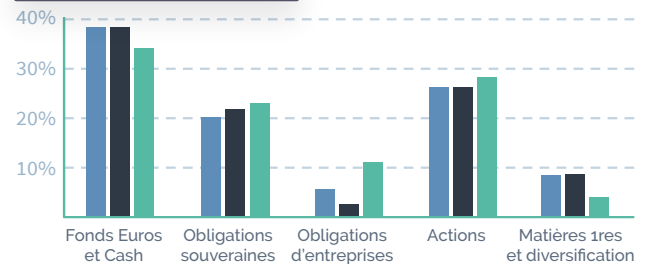
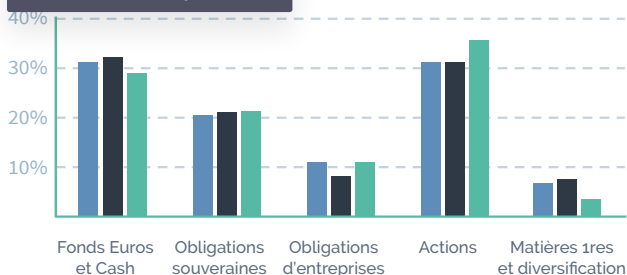
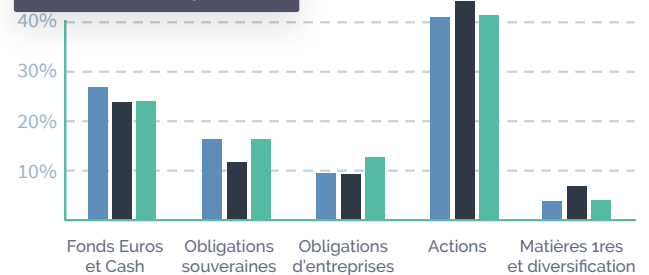
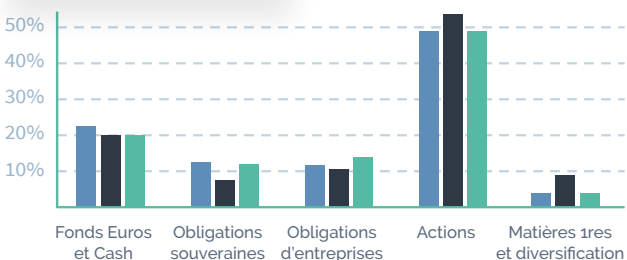
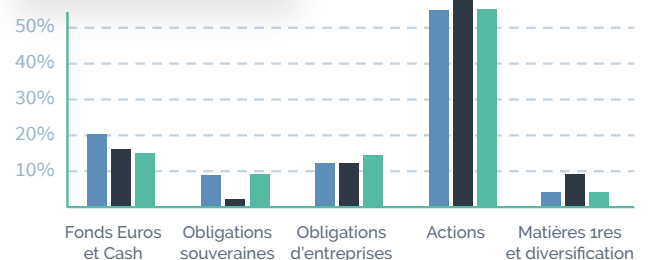
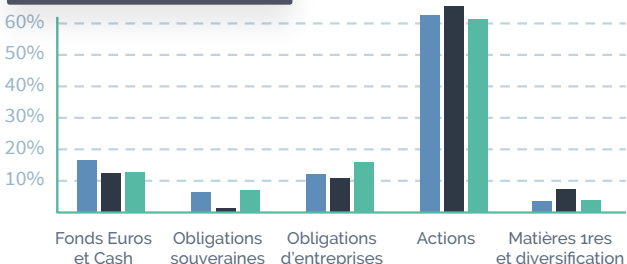
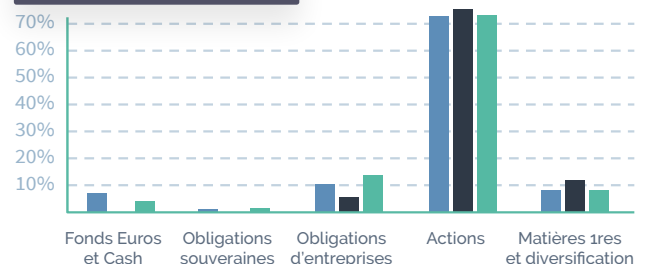


Sources : Bloomberg, WeSave

par les investisseurs. Par ailleurs, le fort rebond du Dollar participe aussi du moindre attrait des actifs émergents puisqu'étant souvent endettés en Dollar et que le coût de leur dette remonte d'autant. La moindre visibilité quant à la croissance économique à venir nous incite à rester particulièrement prudents quant aux émergents du fait de leur forte volatilité boursière. Nous maintenons notre sous-pondération à l'égard de cette classe d'actifs.

Juin 2018

Comparatifs d'allocations entre Juin 2018, Mai 2018 et la stratégie long terme. ■ Juin 2018 ■ Mai 2018 ■ 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**



Value-at-Risk, Expected Shortfall ou Maximum Drawdown?

La pertinence d'une mesure de risque pour gérer un portefeuille en accord avec le profil de risque d'un client dépend de plusieurs critères.

Les mesures de risques doivent :

- ✓ être compréhensibles pour les investisseurs,
- ✓ être compatibles avec le support d'investissement (obligation, action, OPCVM),
- ✓ être testables,
- ✓ ne pas être trop difficiles à calculer (temps et limite informatique).

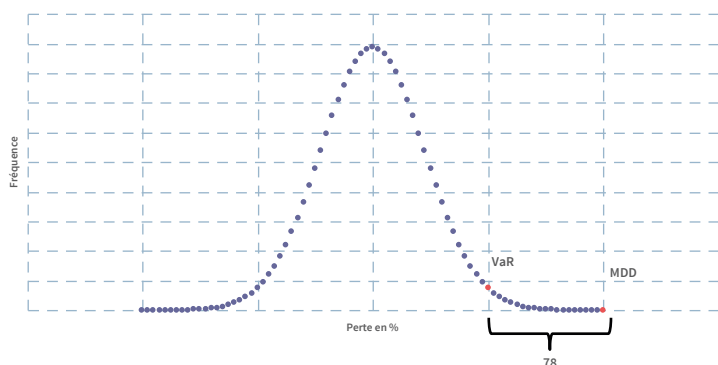
Concernant la complexité, pour un client particulier (i.e. non professionnel), la mesure de risque la plus simple est sans aucun doute le Maximum Drawdown (MDD) qui représente la perte maximale réalisée au cours d'une période définie. Elle ne nécessite que peu de calculs et peu d'explications complémentaires. La Value-at-Risk (VaR) représente les pertes que l'on s'attend à subir à partir d'un certain niveau (exemple : dans les pires 5%, le rendement sera inférieur à -x% – la VaR 100% correspond donc au MDD).

“

Chez WeSave, tous nos investissements sont réalisés dans des ETF qui ne posent aucun problème de non-linéarité.

On note déjà que cette mesure est plus difficile à comprendre pour une personne non initiée. L'Expected Shortfall (ES) correspond à la moyenne des rendements qui dépassent ceux de la VaR pour le même niveau de confiance (exemple : dans les pires 5%, le rendement sera en moyenne de -x%). Ces deux dernières mesures s'appuient sur des probabilités qui peuvent être difficiles à interpréter surtout lorsqu'elles concernent

Représentation des pertes



Sources : WeSave



des événements rares (les crises notamment).

Selon le type d'instruments financiers utilisés, les mesures de risque sont plus ou moins pertinentes. En effet, si les actifs sont « non linéaires » (c'est le cas des options par exemple), la VaR ne peut pas être utilisée. L'utilisation de la VaR dans ce cas précis sous-estime le risque total du portefeuille. Chez WeSave, tous nos investissements sont réalisés dans des ETF qui ne posent aucun problème de non-linéarité. Dès lors, les trois mesures sont pertinentes pour chiffrer le risque d'un portefeuille. Toutefois, dans notre cas, la VaR et l'ES sont redondantes car elles évoluent parallèlement.

Évolution parallèle de la VaR et l'ES



Sources : WeSave

Comme nous l'avons vu, le MDD est une mesure de risque intéressante pour un investisseur particulier. Malheureusement les portefeuilles construits à partir

“ Toutefois, avec les moyens modernes de calculs informatiques, trouver la solution optimale à des problèmes d'optimisation «non-convexes» est réalisable dans des délais comparables à des problèmes «convexes».

de cette mesure sont très instables et contiennent un grand risque d'erreur statistique car ils reposent sur une seule observation (la pire perte). Dès lors, la construction d'un portefeuille ayant pour objectif la minimisation de cette mesure de risque n'est pas appropriée.

La VaR n'est pas nécessairement une « fonction convexe des poids » du portefeuille, ce qui signifie que trouver la composition optimale du portefeuille n'est pas toujours chose aisée et cela peut être très consommateur en temps de calcul. Ainsi, dans la plupart des cas, l'ES est préférée. Toutefois, avec les moyens modernes de calculs informatiques, trouver la solution optimale à des problèmes d'optimisation « non-convexes » est réalisable dans des délais comparables à des problèmes « convexes ». Ainsi, le surcoût en temps nécessaire à l'utilisation de la VaR peut en valoir la peine compte tenu des importantes limites rencontrées par l'utilisation de l'ES.

“ Sans cette propriété, les gérants de portefeuilles sont obligés de croire les yeux fermés dans le modèle qu'ils utilisent et ils découvriront a posteriori si le modèle est valide ou non.

En effet, l'ES ne peut pas être utilisé pour des tests en situations réelles et une validation empirique du modèle utilisé. C'est ce que les mathématiciens appellent la propriété d'élicitabilité qui rend possible les backtests. Sans cette propriété, les gérants de portefeuilles sont obligés de croire les yeux fermés dans le modèle qu'ils utilisent et ils découvriront a posteriori si le modèle est valide ou non. À l'inverse, la VaR possède cette propriété et peut donc être utilisée de manière robuste pour effectuer des backtests en situation réelle.



Pour conclure, les mesures de risques ont toutes des avantages et des inconvénients. Alors que le MDD est une mesure simple à suivre et comprendre pour un utilisateur final non initié à la gestion des risques, elle présente des limites importantes qui la rendent inutilisable pour la création de portefeuilles. La VaR peut représenter un problème d'estimation dans certains cas tandis que l'ES est très/trop lié au modèle théorique utilisé. Même si la VaR semble être la meilleure mesure de risque à utiliser pour construire un portefeuille, chez WeSave nous utilisons ces trois mesures de risque pour suivre l'évolution des 10 portefeuilles. D'ailleurs, nous n'en suivons pas 3 mais 16 en temps réel pour piloter au mieux le couple rendement/risque des portefeuilles.



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 Mai 2018 - © 2018 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.