

actifs

# NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - OCTOBRE 2017

INFO DU MOIS

## A TOUTE CHOSE MALHEUR EST BON ! (OU PAS)

Lorsque Jean-Baptiste Emanuel Zorg reçoit le père Vito Cornelius dans son bureau\* c'est pour le convaincre de l'aider à préserver la vie... en la détruisant. Cette théorie pour le moins surprenante repose sur ce que nous pourrions appeler, à tort, la destruction créatrice. Ainsi, nous explique-t-il, briser un verre engendre, pour le remplacer, une activité humaine et robotique importante pérennisant les emplois et inscrivant notre temps espèce dans une dynamique positive. Ce sophisme futuriste n'est en réalité que l'écho incertain d'un paradoxe bien connu du 19<sup>ème</sup> siècle : le paradoxe du vitrier ! Briser un verre ou une vitre crée bien de l'activité mais ne permet pas d'accumuler de la richesse, pire encore l'énergie (ou l'argent) dépensée pour reproduire, à l'identique, ce qui a été détruit épuise des ressources et ne pourra pas être utilisé pour élaborer de nouveaux biens. La société perd alors la valeur des objets inutilement détruits. Cette critique peut évidemment s'étendre à certains indicateurs économiques classiques comme le PIB. Ainsi, les États-Unis risquent d'afficher une croissance gonflée artificiellement sur les prochains mois par le passage dévastateur de Harvey, le cyclone aux 143 milliards de dollars de dégâts.

Mais rassurez-vous : il faudra bien plus qu'une catastrophe climatique majeure combinée à des risques de guerre thermonucléaire pour enrayer notre optimisme... à court terme tout du moins. Nos scénarios restent identiques, seules leurs probabilités d'occurrences changent. Le scénario central (60%) de « bonne dynamique de la croissance mondiale » anticipe la poursuite de l'embellie économique sur fond de croissances synchronisées. Dans ce scénario, les actions progresseraient entre 0 et 5% sur les trois prochains mois dans un contexte de normalisation progressive de l'obligataire. Mais comme il ne faut jamais confondre sa chance et son mérite, notre scénario alternatif (20%) fait état de tensions incapacitantes aux États-Unis. Dans ce scénario les actifs risqués s'orienteraient nettement à la baisse et les taux joueraient leur rôle de valeur refuge. Enfin, notre ultime scénario anticipe l'adoption de la réforme fiscale aux États-Unis (20%). Dans ce contexte les marchés reprendraient leur hausse, dépassant ainsi leur plus haut niveau de l'année. Le dollar, donnée déterminante de la variation actuelle des marchés, ne continuerait à s'affaiblir que dans le deuxième scénario.

(\*) Le Cinquième Élément - Luc Besson

Pour plus d'information, contactez :  
[client.servicing@cpr-am.com](mailto:client.servicing@cpr-am.com)  
[www.cpr-am.com](http://www.cpr-am.com) @CPR\_AM  
 cpr-asset-management  
 CPR Asset Management



## ÉTATS-UNIS

1,8% :  
 l'inflation aux  
 États-Unis sur l'année

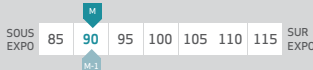


Source Bloomberg

## NIVEAUX D'EXPOSITION en %

90%

TAUX



110%

ACTIONS



## DANS CE NUMÉRO

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE  
 BANQUES CENTRALES ? LA GRANDE NORMALISATION

Philippe Weber

Co-responsable des études et de la stratégie

ANALYSE CRÉDIT

LES RÈGLES DU JEU POUR LES DÉTENTEURS DE DETTE  
 OBLIGATAIRE BANCAIRE

Audé Lerivrain

Responsable de l'analyse et de la stratégie crédit

ACTIONS FRANÇAISES

UN FONDS PEA POUR UN DISPOSITIF QUI FÊTE  
 SES 25 ANS : CPR ACTIONS FRANCE

Éric Labbé

Gérant actions européennes

## PROCHAINS RENDEZ-VOUS

12-13 OCT

CPR AM PARTENAIRE DU



GLOBAL INVEST FORUM



19 OCT

DEJEUNER CONFÉRENCE  
 PRÉSENTATION DU NOUVEAU FONDS  
 THÉMATIQUES ACTIONS INTERNATIONALES



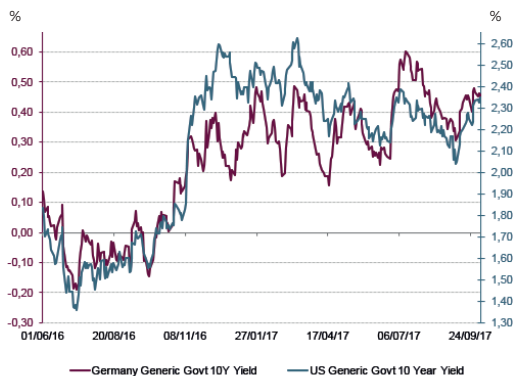
L'ASSIETTE TO FORKS.

Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF. Les commentaires et analyses expriment la stratégie globale de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Son application est adaptée à chaque portefeuille afin d'optimiser les contraintes de gestion qui lui sont spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations données dans ce document sont inévitablement partielles et ne peuvent dès lors avoir une valeur contractuelle. Ces informations ne constituent ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un conseil en investissement et sont susceptibles de modifications sans avis préalable. CPR AM décline toute responsabilité en cas de pertes directes ou indirectes causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM.

## INDICATEURS CLÉS

## LA HAUSSE DES TAUX EST-ELLE FINALEMENT ENCLENCHÉE ?

Le grand glissement, entamé en 2016, même s'il est lent, se poursuit irrémédiablement du côté des grandes banques centrales, et le mois de septembre a été particulièrement manifeste de ce point de vue-là. La Banque du Canada a monté son taux de référence de 25 points de base, pour le porter à 1%. La Banque d'Angleterre a eu un discours particulièrement « hawkish » lors de sa dernière réunion, pointant directement du doigt la faiblesse des anticipations de hausses de taux dans le marché. Enfin, la Fed, a annoncé le début de la réduction de la taille de son bilan à partir du mois d'octobre, accompagné d'un discours remettant pleinement en selle une hausse de 25 pbs pour la réunion du mois de décembre. Le contexte macro-économique reste très favorable avec, à noter, une synchronisation de la croissance au niveau mondial, mais les indices d'inflation ne montrent toujours pas de signe d'accélération, en dehors du Royaume-Uni. L'ensemble des taux longs remontent en tendance, même au Japon, mais devraient rester limités par les niveaux atteints au cours du second trimestre de cette année, c'est-à-dire 2,40% sur le 10 ans US, après dégonflement du « Trump trade ». Cependant, à ces niveaux, il n'existe que très peu de prime de risque sur l'inflation, au moment où, dans les prochains mois, les capacités de production excédentaires au niveau mondial vont disparaître, seul facteur qui pourrait emmener l'ensemble des taux beaucoup plus haut.

ÉVOLUTION DES TAUX DE RENDEMENT 10 ANS  
AUX ÉTATS-UNIS ET EN ALLEMAGNE

Source Bloomberg

## TAUX ÉTATS-UNIS

## POURSUITE DE LA NORMALISATION MAINTENUE

Lors de sa dernière réunion, la Réserve fédérale a laissé comme attendu ses taux directeurs inchangés. Elle a néanmoins annoncé qu'elle allait procéder, dès le mois d'octobre, à une normalisation progressive de son bilan en cessant de réinvestir dans les bons du trésor une partie des titres arrivant à échéance. Pour finir et malgré une inflation qui tarde à remonter sensiblement, la banque centrale semble préparer les investisseurs à une dernière hausse des taux pour décembre prochain. Sur le mois les taux 10 ans américains remontent de 16 pbs à 2,33%.

90%

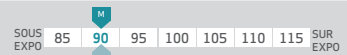
TAUX  
US

## TAUX EURO

## DANS L'ATTENTE DE LA RÉUNION DU 26 OCTOBRE PROCHAIN

Aucune décision n'a été prise non plus lors de la dernière réunion de la Banque centrale européenne concernant les mesures à venir sur le programme d'achats d'actifs. Si l'institution se veut plus confiante sur la croissance économique et beaucoup moins sur un retour rapide de l'inflation vers son objectif de 2%, elle devrait annoncer, au cours de la réunion du 26 octobre prochain, comment elle entend organiser la sortie progressive de son programme de rachat d'actifs. Sur la période, les taux 10 ans allemands remontent de 11 pbs à 0,47% et les taux italiens et espagnols de 7 et 4 pbs respectivement à 2,04% et 1,64%.

90%

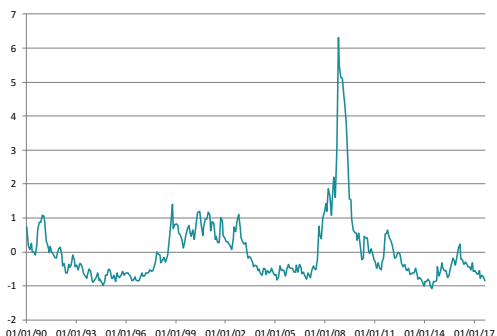
TAUX  
EURO

## ANALYSE À SUIVRE

## LA CORRECTION DES INDICES ACTIONS EST-ELLE INÉLUCTABLE À CES NIVEAUX ?

Un marché cher est-il toujours suivi d'une correction ? Un marché deux fois plus cher est-il invariablement suivi d'une correction deux fois plus importante ? La poursuite du risque ou l'aversion au risque jouent-elles un rôle ? L'empreinte des banques centrales a-t-elle changé la relation entre cherté et correction ? La réponse semble être non, non, oui et oui. Le marché est cher suivant les standards de valorisation, et quasiment tous les déciles de valorisation du S&P 500 sont plus chers historiquement que dans la plupart des périodes précédentes. Mais il semble que les banques centrales ont induit un comportement plus « risk on » de la part des investisseurs, qui ont porté des indices chers à l'être encore plus. « Irrational exuberance » en 1996, mais quatre années supplémentaires pour voir un « bear » market. Maintenant il faut bien distinguer une correction d'un bear market. La correction est le produit de prix à la hausse alors que la conjoncture subit des fluctuations défavorables mais temporaires, ce qui induit des prises de profit. Un « bear market », c'est la baisse de marchés en conséquence d'espérances de rendement trop faibles liées à des valorisations trop élevées, et à des investisseurs qui sont devenus « risk averse » et considèrent alors le « cash » comme un actif « supérieur ». Les politiques monétaires des banques centrales sont certes à présent plus à la normalisation mais restent largement accommodantes. Aucun risque systématique n'émerge encore (cf. graphique ci-dessous). L'ensemble des économies est bien orienté. L'instabilité est plutôt politique et géopolitique. La correction est inexorable mais les investisseurs pourraient souffrir encore un certain temps de ne pas être investis avant de souffrir de l'être.

## UNITED STATES FINANCIAL STRESS INDEX



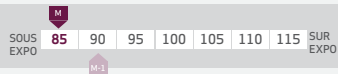
Sources Bloomberg - Federal Reserve Bank of Kansas City

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## ESPOIR D'UNE RÉFORME FISCALE

Le marché américain a poursuivi sa tendance haussière et continue à défier tous les pronostics concernant une imminente correction en raison d'une valorisation élevée. C'est l'espoir de voir les Républicains et les Démocrates s'entendre sur le projet de réforme fiscale qui a permis au marché américain de battre de nouveaux records, le S&P 500 franchissant finalement la barre des 2500 points sur le mois. Ce dernier progresse de 2,7% et le dollar se raffermi un peu face à l'euro.

85%

ACTIONS  
US

## ACTIONS EURO

## DE MIEUX EN MIEUX

Les statistiques économiques restent très bien orientées, la croissance du PIB de la zone euro ayant été confirmée à 0,6% en glissement annuel au deuxième trimestre, toujours tirée par la consommation intérieure. La confiance des consommateurs et des industriels reste élevée, ce qui laisse augurer d'une poursuite voire d'un renforcement de la tendance au troisième trimestre. Au cours de la période sous revue, le MSCI EMU progresse sensiblement (+4,4%).

1.15%

ACTIONS  
EUROPE

## ACTIONS ASIE

## LA HAUSSE DES EXPORTATIONS DOPE L'ASIE

Une demande externe non anticipée a amélioré les perspectives de croissance de la zone asiatique. Si l'économie chinoise a connu un léger tassement au cours du mois d'août, on assiste ailleurs à une hausse très marquée des exportations notamment en Asie de l'Est et en particulier en Corée du Sud qui semble avoir tourné la page du scandale politico-financier. Au Japon, la banque centrale maintient sa politique monétaire inchangée et dresse un bilan plutôt encourageant sur la situation économique du pays. Le Premier ministre M. Abe qui connaît un regain de popularité à la lumière des tensions avec la Corée du Nord en profite pour appeler à des élections anticipées en octobre. Sur le mois le Topix progresse de 2,6% et le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon de 0,4%.

1.15%

ACTIONS  
ASIE

### LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN SEPTEMBRE 2017

RAPPEL À FIN AOÛT 2017 1 > 60% 2 > 30% 3 > 10%

#### 60% SCÉNARIO CENTRAL : BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Aux États-Unis, l'économie se stabilise autour de 2%. La baisse d'impôts tarde à se concrétiser. L'évolution récente des données confirme l'anticipation d'une hausse de taux en décembre. La croissance s'améliore toujours en zone euro. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (1,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (2,40%) et en zone euro (0,60%), légère remontée au Japon (0,05%). Actions : +5% au Japon, en zone euro, et dans les pays émergents asiatiques et sud-Américains, +2,5% dans les pays d'Europe de l'Est. Stabilité aux États-Unis. La parité EUR-USD baisse à 1,17.



#### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : MONTÉE DE L'AVERSION AUX RISQUES AVEC DES TENSIONS GÉOPOLITIQUES ET DES TENSIONS POLITIQUES INTERNES AUX ÉTATS-UNIS

La montée des tensions géopolitiques entre la Corée du Nord et les États-Unis inquiète les marchés. La situation politique interne inquiète et fait chuter le dollar. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (1,25%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : baisse aux États-Unis (1,95%) et en zone euro (0,2%), stabilité au Japon. Actions : -7,5% aux États-Unis, au Japon et dans les pays émergents asiatiques et Europe de l'Est, -10% en zone euro. La parité EUR-USD remonte à 1,25.



#### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : ADOPTION DE LA RÉFORME FISCALE AUX ÉTATS-UNIS CONFORTANT L'ACTION DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE

Le gouvernement Trump réussit à faire adopter une baisse des impôts. La Réserve fédérale poursuit son action. Réactions positives des marchés. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (1,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (2,65%), au Japon (0,10%) et en zone euro (0,75%). Actions : 0% dans les pays émergents asiatiques et sud-américains, 5% aux États-Unis et au Japon, 7,5% en zone euro. L'EUR-USD baisse à 1,15.



### PERFORMANCES AU 20.09.2017

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

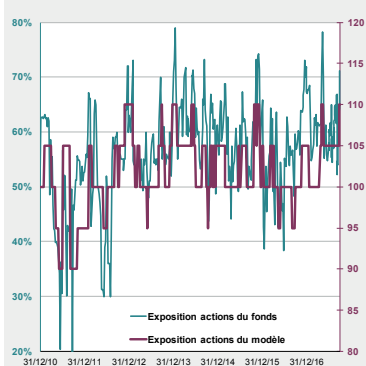
	Depuis le 31.12.16		Niveau au 20.09.17		
	sur 1 an	sur 5 ans			
<b>États-Unis</b>	0,75 %	2,13 %	1,25 %	Taux directeur	1,50 %
	2,78 %	8,44 %	2,20 %	Taux 10 ans	2,40 %
	6,32 %	33,72 %	279	High Yield US	290
	13,73 %	-7,38 %	1,20	Euro/dollar	1,17
	12,03 %	71,77 %	2 508	S&P 500	0,00 %
<b>Europe</b>	0,00 %	1,01 %	0,00 %	Taux directeur	0,00 %
	-0,66 %	23,30 %	0,44 %	Taux 10 ans	0,60 %
	5,21 %	43,67 %	254	High Yield Europe	260
	7,14 %	38,09 %	3 526	DJ EuroStoxx 50	5,00 %
<b>Japon</b>	6,26 %	123,51 %	20 310	Nikkei 225	5,00 %

### PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 60% de proba.	ALTERNATIF 1 20% de proba.	ALTERNATIF 2 20% de proba.
Taux directeur	1,50 % ▲	1,25 % ►	1,50 % ▲
Taux 10 ans	2,40 % ▲	1,95 % ►	2,65 % ▲
High Yield US	290 ▲	320 ▼	310 ▲
Euro/dollar	1,17 ▼	1,25 ▼	1,15 ▼
S&P 500	0,00 % ▼	-7,50 % ▼	5,00 % ▲
Taux directeur	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
Taux 10 ans	0,60 % ►	0,20 % ▼	0,75 % ►
High Yield Europe	260 ▲	280 ▼	275 ▲
DJ EuroStoxx 50	5,00 % ▲	-10,00 % ▼	7,00 % ▲
Nikkei 225	5,00 % ▲	-7,50 % ▼	5,00 % ▼

### ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Les marchés développés progressent de +2,8% sur le mois, hausse accompagnée d'une nouvelle baisse de la volatilité et ce malgré des tensions géopolitiques persistantes. Une fois n'est pas coutume, c'est la zone euro qui affiche la meilleure performance du mois, aidée par le reflux de l'euro vis-à-vis du dollar. La hausse des indices s'explique en premier lieu par la poursuite attendue de la hausse des profits même si la problématique de la valorisation des actifs actions semble inquiéter quelques investisseurs. En tout état de cause, les marchés actions continuent de tirer profit du rebond synchronisé de la croissance économique mondiale et du retour en grâce de la thématique de la réflation aidée en cela par les espoirs d'une réforme fiscale aux États-Unis et une remontée des prix de l'or noir. Les valeurs cycliques et les financières en profitent pour se redresser assez nettement. Sur le front obligataire, de meilleures chiffres d'inflation et le fait que les banques centrales s'apprennent à annoncer une poursuite de la normalisation de leur politique monétaire (à l'exception de celle du Japon), ont pesé sur les rendements obligataires, les derniers remontent à 2,33% sur le 10 ans américain et 0,47% sur le 10 ans allemand. Notre stratégie est restée inchangée, des expositions agressives sur les actions euro, japonaises et émergentes et en délaissant le compartiment obligataire avec une sensibilité autour de 0,9.



Source CPR AM

## CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

### BANQUES CENTRALES : LA GRANDE NORMALISATION ?



Philippe Weber

Co-responsable  
des études et de la  
stratégie

« MÊME L'AMOUR N'A PAS FAIT PERDRE LA TÊTE À PLUS DE GENS QU'EDERFLÉCHIR SUR LA NATURE DE LA MONNAIE. »

GLADSTONE

#### APPROCHE-T-ON DE LA FIN DE « L'ÈRE DES BANQUES CENTRALES » ?

Non, je ne pense pas ; je pense à dire vrai qu'elle continuera encore longtemps. Simplement les banques centrales vont pouvoir – enfin – se mettre un peu en retrait. Certaines ont déjà commencé, d'autres s'apprêtent à le faire. Mais, vraisemblablement, elles resteront l'arme au pied, si l'on me passe cette métaphore guerrière. Mais il est vrai que, si tout se passe bien, on devrait connaître une période où tout ne dépendra plus des banques centrales ; peut-être même verra-t-on exaucé le vœu formulé jadis par M. Mervyn King, ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre : la politique monétaire pourrait redevenir ennuyeuse.

#### ELLE NE L'ÉTAIT DONC PAS ?

Pas vraiment, non, depuis la crise financière dont nous sommes, sans doute, en train de sortir. Les banques centrales ont dû d'abord accorder sans conditions des liquidités, à titre temporaire comme c'était l'usage. Puis baisser les taux jusqu'à 0 % ou presque. Cela ne suffisait pas, car la crise était trop profonde et présentait plusieurs aspects, la crise était une violente récession accompagnée de risques sérieux de déflation, d'autre part, un effondrement de certains compartiments de marché, notamment du marché monétaire, qui pouvait menacer l'existence même des établissements financiers. Certaines banques centrales ont pu pousser les taux directeurs légèrement au-dessous de zéro, mais c'est très difficile. Aussi a-t-il fallu innover. Les banques centrales ont ainsi recouru au guidage prospectif (« forward guidance »), consistant à annoncer à l'avance la trajectoire de la politique monétaire. Cela a permis d'ancrer les anticipations de taux courts, et par là-même les taux à moyen terme ou partiellement les taux à long terme, en jouant ainsi sur toute la courbe des taux, et non pas seulement la partie très courte.

#### CEN'EST PAS CE QUI A LE PLUS FRAPPÉ LES IMAGINATIONS !

Non bien sûr ; il ne faut pas pour autant le négliger, d'autant que c'est un outil facile à mettre en œuvre et sans grand risque. Mais évidemment, ce qui a été, à juste titre, perçu comme le plus innovant a été la politique dite d'assouplissement quantitatif, « QE » pour « Quantitative Easing » en anglais. On ne reviendra pas ici sur les vagues successives de « QE » dans chacun des grands pays qui ont recouru à cette technique pour se borner à la résumer. Il s'agit non plus d'assurer aux banques un accès illimité à la liquidité, comme c'était le cas dans la première phase de la crise : en octroyant de manière inconditionnelle et illimitée des liquidités, les banques centrales laissent l'initiative aux banques commerciales, et l'accroissement de la taille du bilan de la banque centrale est une conséquence parmi d'autres de ces mesures. Le « QE », au contraire, consiste à injecter délibérément des liquidités, de la « monnaie centrale », dans le système financier, en achetant des actifs – au début des obligations sécurisées, puis des obligations d'Etat, puis même, au Japon, des actions (sous la forme d'ETF). Plusieurs objectifs étaient poursuivis simultanément, de manière plus ou moins explicite. Tout d'abord assurer une liquidité permanente pour les banques ; ensuite, renchérir le prix des actifs achetés, donc, dans le cas d'achats d'obligations, faire baisser les taux ; de manière indirecte, un effet de réallocation de portefeuille pour les banques ayant vendu les titres, les conduisant soit à acheter des actifs plus risqués, soit à distribuer des prêts ; enfin – mais personne ne l'avouera jamais – avoir un effet sur le taux de change.

#### ET MAINTENANT, TOUT CELA EST FINI ?

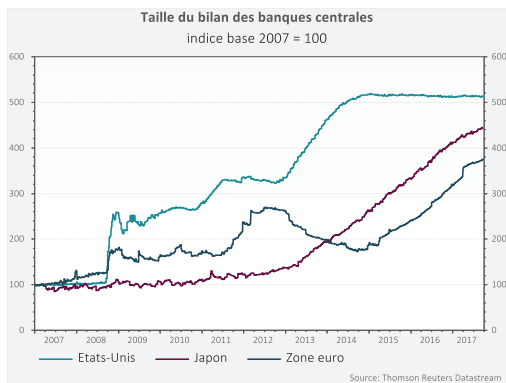
Non, loin de là. Simplement les banques centrales amènent un peu la voile. La croissance économique est revenue sinon à la normale du moins à son potentiel ; l'inflation est basse mais la déflation ne menace plus ; le risque systémique sur le système financier semble éloigné. Aussi peut-on arrêter d'assouplir encore et encore la politique monétaire. La BCE continue, il est vrai, mais en diminuant le rythme de ses achats.

## CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

Mais une seule banque centrale a commencé non pas à resserrer sa politique mais à diminuer son caractère accommodant : c'est la Réserve fédérale. Elle a amorcé une remontée du taux directeur en décembre 2015, à un rythme extrêmement mesuré. Et, à compter d'octobre 2017, elle va réduire la taille de son bilan, en ne renouvelant pas une partie des titres arrivés à échéance. Mais là aussi, c'est à un rythme extrêmement prudent : au début, il s'agira de 10 milliards de dollars par mois, alors que la taille totale du bilan atteint presque 4 500 milliards – à comparer avec 900 milliards avant le déclenchement de la crise. Avec des taux qui restent inférieurs au taux neutre et un bilan qui restera hypertrophié, la politique monétaire restera accommodante encore un moment !

### QUAND VERRA-T-ON UNE COMPLÈTE NORMALISATION ?

On ne retournera sans doute pas à l'état d'avant. Les bilans resteront élevés, et le taux directeur semble devoir être notablement plus bas, en termes réels, que dans les cycles précédents, pour de multiples raisons. Mais on peut imaginer que, sauf retournement conjoncturel, la Réserve fédérale sera revenue à une situation normale d'ici la fin de 2018 ou mi-2019 ; la BCE mettra plus de temps, le cycle économique étant en décalage ; quant au Japon, c'est difficile à prévoir, tant l'objectif d'une inflation à 2% semble encore lointain. Mais les banques centrales qui peuvent normaliser ont raison de le faire : il faut pouvoir réagir le jour où une récession, ou, pire encore, une nouvelle crise financière, surviendront.



ANALYSE CRÉDIT

LES NOUVELLES RÈGLES DU JEU POUR LES DÉTENTEURS DE DETTE OBLIGATAIRE BANCAIRE



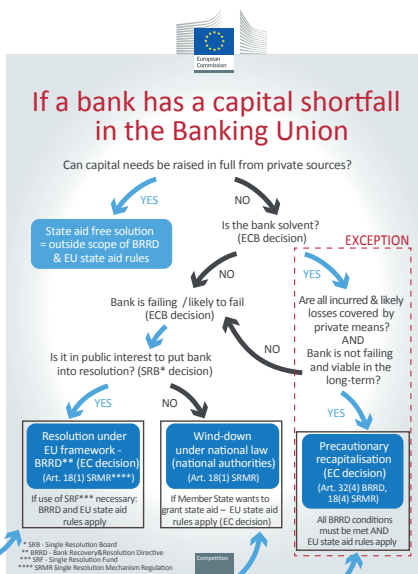
Aude Lerivain

Responsable de l'analyse et de la Stratégie Crédit

Il est loin le temps où les détenteurs de dette obligataire bancaire bénéficiaient d'une protection implicite contre la faillite grâce au soutien des Etats et considéraient certaines caractéristiques des dettes subordonnées bancaires comme des « options gratuites » c'est-à-dire obligatoires pour pouvoir se qualifier comme instruments de capital mais n'étant pas valorisées par les investisseurs car n'étant pas censées être activées. L'Union bancaire a rétabli la discipline de marché liée à la crainte de la faillite avec des expériences concrètes cette année pour les détenteurs de dette obligataire bancaire.

VOUS CONSIDÉREZ AINSI QUE 2017 CONSTITUE UN WAKE-UP CALL POUR LES INVESTISSEURS OBLIGATAIRES ?

Tout-à-fait. En juin 2017, les premières applications de défaillances bancaires selon les règles de l'Union Bancaire - mise sous résolution de Banco Popular gérée par les autorités européennes, recapitalisation préventive par l'Etat italien de Monte Dei Paschi et liquidation de deux banques vénitiennes non systémiques Veneto Banca et BP Vicenza avec participation de l'Etat italien - ont clarifié les nouveaux principes en vigueur. Et la notion de bail-in, c'est-à-dire le principe d'imposer aux créanciers d'une banque en difficulté la conversion de leurs créances en actions ou la réduction pure et simple du montant de leurs créances, est le principe central dorénavant. Dans les trois cas cités, les dettes subordonnées LT2 et AT1 ont perdu la totalité de leur valeur alors que les LT2 bénéficient d'un rang plus senior que les AT1, une surprise pour le marché mais une confirmation que l'ensemble des dettes subordonnées supporteront une grande partie des pertes désormais. Le cas Banco Popular a également rappelé que le PONV « Point of Non Viability » était déterminé par la BCE selon des critères qui ne sont pas toujours anticipés par le marché (craintes de retraits massifs de dépôts et de crise de liquidité dans le cas présent) et à un niveau qui peut être supérieur aux triggers des AT1 qui sont censés être utilisés pour recapitaliser une banque en convertissant la dette AT1 en fonds propres avant la défaillance.



PEUT-ON S'ATTENDRE À CE QUE LA DETTE SENIOR SOIT TOUCHÉE À L'AVENIR PAR LE BAIL-IN ?

Oui d'une certaine façon ! Comme le montrent les cas italiens récents, le stock de dette subordonnée n'est pas toujours suffisant pour supporter les pertes des banques défaillantes, d'où l'introduction d'une nouvelle catégorie de dette senior qui sera, elle, « bail-in-able » après la dette subordonnée et sera éligible aux nouveaux ratios auxquels les groupes bancaires devront bientôt se conformer.

## ANALYSE CRÉDIT

À savoir le TLAC « Total Loss- Absorbing Capacity » défini par le conseil de stabilité financière pour les banques systémiques au niveau mondial et le MREL « Minimum Requirements for own funds and eligible liabilities » défini par l'autorité bancaire européenne (EBA) pour les banques européennes.

Ces ratios définissent un coussin d'absorption des pertes qui correspond aux fonds propres et instruments assimilés rapportés aux actifs pondérés à un niveau de 18% au minimum en 2022. Ces ratios viennent compléter les ratios de capitalisation Core Equity Tier-1, Additional Tier-1 et Tier-2 pour s'assurer que les Etats n'auront plus à l'avenir à injecter d'argent public dans le cadre de défaillances bancaires. Ainsi les instruments utilisés par les banques pour être en adéquation avec ces ratios sont : 1/ la dette senior émise par la holding du groupe bancaire qui bénéficie d'une subordination structurelle par rapport à la dette senior émise par la banque (exemples des banques américaines, anglaises et suisses), 2/ la dette Non Preferred Senior qui bénéficie d'une subordination contractuelle par rapport à la dette Preferred Senior (exemples des banques françaises, espagnoles et belges). Signe que les banques n'ont pas assez de dette « bail-in-able » dans leur bilan, ces nouvelles catégories de dette senior représentent la grande majorité des émissions primaires depuis le début de l'année 2017. Ainsi, 66 milliards d'euros de dette senior « bail-in-able » ont été émis sur la période et le segment pourrait atteindre 300 milliards d'euros d'après l'EBA.

## COMMENT CE NOUVEAU TYPE DE DETTE SENIOR EST-IL VALORISÉ ?

Dans la hiérarchie des créances des banques, les Non Preferred Senior se placent entre la dette subordonnée LT2 et la dette Preferred Senior. Ainsi, en prenant l'exemple de BNP PARIBAS qui nous semble représentatif, le spread des Non Preferred Senior représente environ 50% du spread des LT2 et le double du spread des Preferred Senior. Toutefois, ce segment étant amené à gagner en maturité, les différences entre les banques seront vraisemblablement plus marquées en fonction de leurs structures de capital respectives.

Comparatifs des spreads LT2, Non Preferred Series et Preferred Series de BNP PARIBAS





## ACTIONS FRANÇAISES

UN FONDS PEA  
POUR UN DISPOSITIF  
QUI FÊTE SES 25 ANS :  
CPR ACTIONS FRANCE25th  
ANNIVERSARY

Eric Labbé

Gérant actions  
européennes

## PEUVEZ-VOUS NOUS EXPOSER UN BREF HISTORIQUE DU DISPOSITIF PEA ?

Institué par une loi du 16 juillet 1992, le Plan d'Épargne en Actions a fêté ses 25 ans cet été. Souvent oubliée, cette enveloppe fiscale mérite pourtant le détour. Limitée à l'origine, aux investissements dans les actions françaises, elle avait pour but officiel d'encourager l'investissement en bourse des particuliers, notamment bas en France ; et pour but officieux de maintenir les droits de vote entre les mains d'actionnaires particuliers résidant en France, détail toujours utile en cas d'OPA transfrontalière. Retoquée par l'Europe en 2003, l'enveloppe fiscale a dû s'ouvrir rapidement aux entreprises « ayant leur siège dans l'Union européenne », puis aux FCP et FCPI.

La jeune vie du PEA fut pourtant mouvementée. Après avoir connu un franc succès à son lancement, ce dernier est victime de l'éclatement de la bulle internet de 2001, qui voit de nombreux particuliers désertir la bourse après une expérience douloureuse. Les grands réseaux bancaires, jamais à cours d'imagination, créent alors les premiers fonds profilés (prudents, équilibrés, dynamiques... qui donneront eux-mêmes naissance aux fonds « patrimoniaux » une décennie plus tard) pour ramener, avec d'innombrables précautions, les clients « retail » vers des placements actions. La crise des subprimes de 2008, puis celle de 2011, termineront de « fâcher » ces derniers avec ce type de placement.

La raréfaction du capital à destination des ETI pour cause d'aversion « aigüe » au risque, couplée aux politiques de « quantitative easing » déversant des milliards de liquidité sur les marchés, pousseront le gouvernement français à réformer le PEA en 2014.

Cette réforme s'est alors articulée d'une part autour du relèvement du plafond d'investissement à 150.000€ et d'autre part autour de la création du PEA PME ayant pour but de « favoriser l'investissement de l'épargne nationale en actions et de créer un nouvel instrument pour le soutien au financement des ETI »... quelques mois après le lancement d'Enternext. Après l'échec relatif des « spécialistes en valeurs moyennes », la place de Paris se dote, avec le PEA PME, d'un nouvel instrument pour transformer ses « gazelles » en « licorne ».

## QUELLE EST LA SITUATION À L'HEURE ACTUELLE ?

La situation est alors la suivante : 5 millions de PEA ouverts en France avec des encours proches de 80Mds (versus 120Mds en 2007) et seulement 60.000 PEA au plafond réglementaire (soit 8Mds). Il n'empêche : en raison des atouts que représente ce placement – possibilités multiples en matière de support d'investissement, cadre fiscal avantageux – le PEA reste un véhicule à privilégier pour ceux qui choisissent le placement « actions » et qui ont une pleine conscience des conditions et des risques liés à cet investissement.

## LA GAMME PEA DE CPR AM COMPREND CPR MIDDLE-CAP FRANCE, CPR EURO HIGH DIVIDEND ET CPR ACTIONS FRANCE. POURRIEZ-VOUS EN DIRE PLUS SUR CE DERNIER ?

CPR Actions France est un fonds actions françaises investi à 100%, éligible au PEA « classique ».

Le pilotage du fonds repose sur une gestion active qui réside dans une sélection de titres attractifs à l'intérieur

## ACTIONS FRANÇAISES

de l'ensemble des secteurs de l'économie française, toutes capitalisations boursières confondues.

L'univers des entreprises cotées est très différent des « agrégats INSEE ». Il couvre l'ensemble des secteurs de l'économie (de l'extraction minière avec Eramet aux jeux vidéo avec Ubisoft) et fait de la cote française une des plus diversifiées. Ce terrain d'exploration nous permet donc à la fois d'investir dans des produits de niches ou des niches géographiques, dans des entreprises mondiales ou familiales, dans des grands groupes, dans des titres « value » en restructuration, comme dans des champions de la croissance.

## QUELLES SONT SES SPÉCIFICITÉS ?

Ni croissance, ni value, notre approche de gestion se veut opportuniste et permet de nous exposer successivement à un ensemble de facteurs de style en fonction des évolutions de marché. Le fonds pourra ainsi avoir une exposition agressive ou au contraire défensive, momentum, blend ... en fonction de la variation de nos indicateurs. Les paris sectoriels restant volontairement mesurés, l'essentiel de la valeur ajoutée provient de notre sélection de titres. Cette dernière, modélisée sur la base des comptes publiés et des consensus de marché, nous permet également de prendre en compte rapidement des éléments extérieurs non modélisables (fusions / acquisitions ; impacts réglementaires...).

A l'inverse, les paris sur les tailles de capitalisation boursière sont marqués, avec un biais assumé sur les valeurs moyennes. Ainsi les entreprises ayant une capitalisation boursière inférieure à 2 milliards représentent, en rythme de croisière, 15% de nos investissements. Nous pouvons également « descendre » sur des entreprises ayant des capitalisations boursières de 100 millions que nous acquérons généralement lors d'introductions en bourse ou de modification du tour de table. Nos méthodes d'intervention sur le marché sont adaptées à cette classe d'actif, avec une utilisation importante des ordres à cours limités, valides sur des longues périodes.

## A QUELLE FRÉQUENCE REBALANCEZ VOUS VOTRE PORTEFEUILLE ?

La construction du portefeuille repose sur une approche en enveloppe de risque : lorsque les rendements attendus sont atteints (ou lorsque des « stop loss » se déclenchent), notre discipline de vente nous ordonne de rebalancer le portefeuille. Le contrôle du risque fait ainsi partie intégrante du processus de gestion.

Que ce soit dans la construction du modèle d'évaluation des titres, la construction du portefeuille, ou le passage d'ordres, l'apport qualitatif du gérant fait partie intégrante du processus de gestion.

## CPR ACTIONS FRANCE - PROFIL DE RISQUE\*

Risque de perte en capital : oui | Risque lié au marché actions : oui | Risque de contrepartie : oui | Risque de taux et crédit : oui | Risque de change : non | Échelle de risque selon DICI\*\* : 6 / 7 | Durée minimum de placement recommandée : supérieure 5 ans

## Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

\* Ces informations doivent être complétées par le prospectus disponible sur le site [cpr-am.com](http://cpr-am.com) ou sur simple demande auprès de CPR AM. \*\* Le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur) comporte les informations essentielles sur l'OPCVM, et doit être remis à l'investisseur avant toute souscription.