

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - MARS 2018

TOMBE, TOMBE, TOMBE...

Lorsqu'Alice s'est lancée à la poursuite d'un lapin blanc aux yeux roses vêtue d'une redingote, elle savait qu'elle était en train de vivre une expérience étrange et envoiante. Mais elle ne se doutait pas que sa chute interminable l'amènerait dans un monde surréaliste dans lequel la logique a été abandonnée depuis longtemps au profit de la folie et qu'elle entrerait dans un pays peuplé de personnages aussi étranges qu'inquiétants. Pays que nous n'appellerons pas « marchés financiers », comme pourrait le laisser penser la description, mais « le pays des Merveilles ».

Lors de ce voyage initiatique dans ce lieu d'excès, la jeune fille va rencontrer Humpty-Dumpty, un curieux personnage à la forme d'œuf et aux propos acrimonieux qui, en affirmant que les mots ne veulent dire que ce qu'« Il » veut qu'ils disent, n'hésite pas à tordre la sémantique, pliant à son gré les adjectifs et courbant les verbes selon son humeur. Avec ce comportement à mi-chemin entre un banquier central et Donald Trump, Humpty-Dumpty montre la nature purement conventionnelle et changeante des mots et du sens qu'on leur attribue. Cette vision d'une rare sagacité prend tout son sens aujourd'hui.

En effet, depuis l'intronisation de Donald Trump et avec l'arrivée de Jerome Powell à la tête de la Réserve fédérale, les investisseurs doivent revoir leur clé de lecture, apprendre à comprendre ces nouveaux modes de communication somme toute très personnels. Ainsi, en livrant sa vision optimiste de l'économie devant la Chambre des Représentants lors de sa première intervention, le tout nouveau président de la Fed a surpris les investisseurs. Il n'en aura pas fallu plus pour relancer les craintes sur la perception de l'inflation et faire basculer les marchés dans notre scénario alternatif. Ainsi, nous estimons encore à 35% la probabilité de ce scénario sur les trois prochains mois. L'impact sur les actions continuerait d'être fort et les taux remonteraient aussi violemment. Avec l'augmentation de la volatilité sur les dernières semaines et le comportement plus raisonnable des investisseurs face à leurs peurs, le scénario de « fin de la complaisance » perd de sa pertinence, nous l'avons donc supprimé. Enfin, notre scénario central de bonne dynamique de la croissance passe à 65% de probabilité d'occurrence. La progression des marchés actions resterait faible (+2,5% sur les pays développés) et les taux remonteraient graduellement.

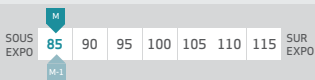
INFO
DU
MOIS

Le dollar au plus bas
contre le yen depuis
novembre 2016

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

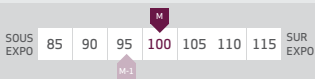
85%

TAUX



100%

ACTIONS



DANS CE NUMÉRO

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE
LA BONNE DYNAMIQUE DE LA ZONE EURO SE
POURSUIT

Juliette Cohen
Stratégiste

ACTIONS EUROPÉENNES
HAUTS DIVIDENDES : GÉRER AUTREMENT

Caroline Canard
Eric Labbé, CFA

Gérants actions européennes

PROCHAIN RENDEZ-VOUS

13 & 15
MARS 2018

CONFÉRENCE
PETITS DÉJEUNERS
INVESTISSEURS

ACTUALITÉ - LANCEMENT

CPR INVEST - MEGATRENDS
INVESTIR DANS LES GRANDES
MUTATIONS QUI FAÇONNENT
NOTRE FUTUR



www.cpr-am.com @CPR_AM
cpr-asset-management
CPR Asset Management

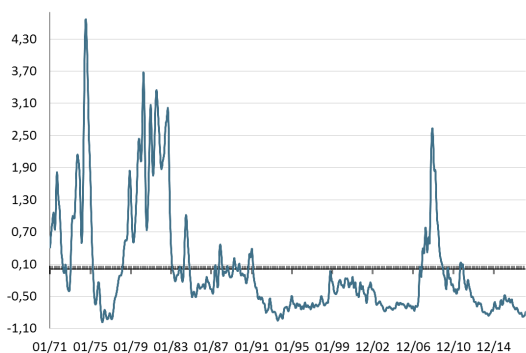
Plus d'information, contactez :
client.servicing@cpr-am.com
gilles.cutaya@cpr-am.com
karine.gauthier@cpr-am.com

Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF et aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. 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 incomplètes 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

QUELLE STRATÉGIE ADOPTER APRÈS LA HAUSSE RÉCENTE DES TAUX LONGS ?

La prudence reste de mise, sans volonté de remettre de la durée à court terme, dans la mesure où il nous semble important de ne pas perdre de vue que depuis 2016, les grandes banques centrales ont commencé à se retirer du « jeu », lentement, mais sûrement. Pendant presque 10 ans, les marchés de taux d'intérêt des pays développés ont baigné dans un océan d'accommodation monétaire exceptionnelle, accommodation encore très présente aux Etats-Unis malgré 4 hausses de 25 pbs de la Fed depuis décembre 2015. Mais, maintenant que les capacités excédentaires de production se sont résorbées un peu partout, et que les risques de déflation ont disparu, l'inflation a commencé à se relever, même au Japon, laissant un contexte peu favorable pour les taux d'intérêt à long terme. Il faut également rajouter l'aspect offre de dette, car le déficit américain se creuse (autour de 6% du PIB et source principale du risque sur les taux américains selon M. Greenspan), la réforme fiscale nécessite déjà un surcroît d'émissions de « treasuries » cette année et il reste encore à venir le grand plan d'investissement en infrastructures qui viendra a priori encore augmenter l'endettement américain et peser sur les taux longs US. Ainsi, il apparaît finalement que nous serions en situation inverse par rapport aux vingt dernières années : les baisses de rendements ne seront que des respirations dans la grande tendance à leur remontée.

INDICATEUR DE LIQUIDITÉ US
CALCULÉ PAR LA FED DE CHICAGO

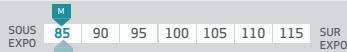
— Chicago Fed National Financial

Source : Bloomberg / CPR AM

TAUX ÉTATS-UNIS

L'INFLATION AU CŒUR DES PRÉOCCUPATIONS

Les premières semaines du mois de février ont vu les marchés obligataires connaître un regain de tension marquée. C'est la parution d'un salaire horaire plus élevé outre-Atlantique qui a mis le feu aux poudres. Les craintes d'une accélération de l'inflation ont refait surface, mais c'est surtout la possibilité d'une révision des politiques monétaires accommodantes qui inquiète plus particulièrement les investisseurs. Sur le mois, les taux 10 ans progressent de 16 pbs à 2,86% après avoir touché un plus haut à 2,93%.

85%
TAUX
US

TAUX EURO

L'EURO RESPIRE

Les taux européens ont connu des évolutions contrastées qui n'ont pas suivi la forte hausse des taux 10 ans américains. Cela s'explique par une inflation totale qui reste mesurée et qui ne subit pas de pression haussière pour le moment. L'approche des élections législatives italiennes n'a pas non plus pesé sur les emprunts d'état. Les taux 10 ans allemands baissent de 3 pbs à 0,65%, les taux italiens cèdent 7 pbs à 1,97%, alors que les taux 10 ans espagnols remontent de 11 pbs à 1,53%.

85%
TAUX
EURO

ANALYSE À SUIVRE

UNE PARTIE DE NOTRE AVENIR VA SE JOUER LE 21 MARS PROCHAIN LORS DE LA RÉUNION DE LA FED : HAUSSE DE 25 OU DE 50 PBS DES FED FUNDS ? QUELLE SERA L'ORIENTATION DES DOTS : HAWKISH OU DOVISH ?

De notre point de vue, la hausse sera de « seulement » 25 pbs n'en déplaise aux plus « faucons » d'entre nous et les « dots » devraient annoncer quatre hausses de taux en 2018. Mais quel sera l'impact de ces quatre hausses de taux sur la valorisation des marchés actions ?

Toutes choses étant égales par ailleurs, quand on actualise les bénéfices et/ou dividendes futurs d'un indice actions à l'infini, si le taux d'actualisation progresse de 1%, la valeur actuelle de l'indice perd 10% ! Et c'est bien ce que les investisseurs ont commencé à prendre en compte début février. Par contre, le surcroît de croissance des bénéfices induit par les fortes révisions à la hausse de janvier augure d'une année non pas de consolidation mais de légère hausse. Car le niveau des taux longs (10 ans) américains reste historiquement bas, parce que les valorisations ont commencé à se détendre, dans un monde même légèrement inflationniste, les actions ce n'est pas si mal...

En revanche, la vitesse de la diffusion de ces hausses des taux courts vers les taux longs sera la clef de la volatilité des marchés actions. Car toute hausse des taux, en plus de fragiliser la valorisation actions offre du rendement « plus attractif » aux investisseurs obligataires. Cela peut influencer les investisseurs qui ont déjà amassé des plus-values depuis le rebond des marchés en mars 2009, mais aussi les fonds de pension à réallouer vers le monde obligataire (énormes flux) et les entreprises à ne plus s'endetter pour racheter « leurs actions »... Bref, une hausse des taux 10 ans est positif à moyen terme pour les marchés actions, mais toute précipitation crée de la volatilité, même dans un environnement économique bien orienté.

ACTIONS ÉTATS-UNIS

TENSION SUR LES MARCHÉS

Face aux craintes de remontée des taux d'intérêt et à leurs implications sur les marchés obligataires, les investisseurs ont adopté un comportement très défensif en cédant leurs actions. Cette réaction a pris place alors que les résultats des entreprises américaines étaient plus que réjouissants et les indicateurs économiques bien orientés. Le Sénat et la Chambre des représentants se sont entendus pour éviter une paralysie des services de l'État en votant un budget sur 2 ans et une extension des limites de dépenses. Sur le mois, le S&P 500 cède 3,49% en euro et le dollar s'apprécie de plus de 1,8% face à l'euro.

95%

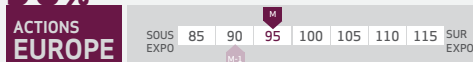


ACTIONS EUROPE

DES PUBLICATIONS IGNORÉES

Les résultats d'entreprises en Europe ont été supérieurs au consensus et les enquêtes économiques plaident toujours pour une croissance vigoureuse. Ces chiffres ressortent supérieurs aux attentes, même si les entreprises sont restées assez prudentes sur leurs perspectives. Néanmoins, ces publications ont été ignorées par le marché subissant le contre-coup des inquiétudes liées aux pressions inflationnistes et à la sortie anticipée des politiques monétaires accommodantes. L'euro s'est finalement déprécié face au dollar après avoir touché 1,25 dollar. Au cours de la période, le MSCI EMU a fortement baissé de 5,46%.

90%

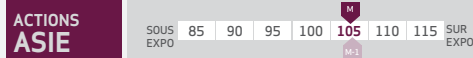


ACTIONS ASIE

L'ANNÉE DU CHIEN

Au Japon la croissance de l'économie est restée positive au 4^e trimestre, soit le 8^e trimestre de croissance d'affilée, avec comme moteur principal la demande intérieure. En Chine, les statistiques sont contrastées pour la nouvelle année placée sous le signe du chien. La poursuite du ralentissement de la distribution de crédit est en place et les exportations ont marqué le pas en janvier alors que la croissance des importations bondissait. Côté positif, on a assisté à un rebond des réserves de change. Sur le mois, le Topix baisse de 2,66% et le MSCI AC Asia Pacific ex Japan plonge de 4,19%.

105%



LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN FÉVRIER 2018

RAPPEL À FIN JANVIER 2018 1 > 50% 2 > 20% 3 > 30%

65% SCÉNARIO CENTRAL : POURSUITE DE LA BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Aux États-Unis, les enquêtes se stabilisent à un niveau élevé. Les prévisions de croissance pour 2018 sont supérieures à 2,5%. La conjoncture européenne s'améliore encore. Il n'y a aucune tension inflationniste. Taux directeurs: hausse de 25 pbs aux États-Unis (1,75%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (3%) et en zone euro (0,80%), stabilité au Japon (0,05%). Actions : 2,5% aux États-Unis, au Japon, en zone euro, dans les pays émergents d'Europe de l'Est et d'Amérique latine, 5% dans les pays émergents d'Asie. La parité EUR-USD remonte à 1,24.



35% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : CHANGEMENT DE LA PERCEPTION SUR L'INFLATION

Une remontée de la perception de l'inflation se matérialise enfin et entraîne une remontée marquée des taux longs. Taux directeurs en hausse de 25 pbs aux États-Unis (1,75%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (3,40%), au Japon (0,10%) et en zone euro (1%). Actions : -5% aux États-Unis, au Japon et en zone euro, -10% dans les pays émergents. L'EUR-USD rebaisse à 1,20.



PERFORMANCES AU 01.03.2018

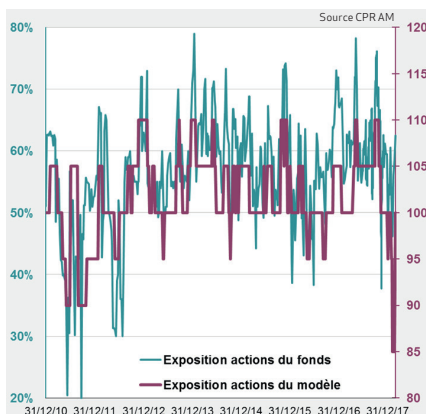
LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	Depuis le 31.12.17			Niveau au 01.03.2018		CENTRAL 65% de proba.		ALTERNATIF 1 35% de proba.	
	sur 1 an	sur 5 ans							
États-Unis	0,26%	1,24%	2,64%	1,50%	Taux directeur	1,75%	▲	1,75%	▲
	-3,07%	-0,94%	3,79%	2,80%	Taux 10 ans	3,00%	▼	3,40%	▲
	-0,72%	3,45%	28,33%	289	High Yield US	270	▼	330	▲
	1,42%	15,37%	-6,59%	1,22	Euro/dollar	1,24	▲	1,20	▼
	0,15%	11,76%	76,37%	2 678	S&P 500	2,50%	▲	-5,00%	▼
Europe	0,00%	0,00%	0,67%	0,00%	Taux directeur	0,00%	▶	0,00%	▶
	-1,96%	-2,32%	17,81%	0,64%	Taux 10 ans	0,80%	▶	1,00%	▶
	-0,24%	3,86%	36,10%	281	High Yield	270	▼	320	▲
	-2,99%	0,26%	29,90%	3 399	Europe	2,50%	▲	-5,00%	▼
					DJ EuroStoxx 50				
Japon	-4,57%	12,02%	87,18%	21 724	Nikkei 225	2,50%	▲	-5,00%	▼

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

L'optimisme de janvier a fait place au scepticisme en février et les marchés actions ont nettement corrigé. C'est l'annonce outre-Atlantique d'un salaire horaire plus fort que prévu qui a fait craindre à certains une accélération à venir de l'inflation et surtout une révision plus rapide des politiques monétaires accommodantes. Les taux d'emprunts d'Etat se sont, dans un premier temps, ajustés nettement à la hausse et les marchés actions ont subi le contre coup de cette remontée. Les taux 10 ans US progressent de 16 pbs à 2,86% et le MSCI World cède 3,74% emmené par la baisse marquée des marchés de la zone euro (-5,46% pour l'Eurostoxx) et américains (-3,49% pour le S&P 500). Sur le plan micro-économique les publications d'entreprises ont été de très bonne facture et les indicateurs macroéconomiques restent bien orientés. Le niveau de volatilité a rebaisé quelque peu après avoir atteint 30% sur le marché américain retombant en dessous des 15%, pour remonter au-dessus des 20% en fin de mois. Pas de changement majeur dans nos allocations avec une position très constructive maintenue sur les actions et une sensibilité toujours nulle aux emprunts d'état. La thématique inflation reste assez présente dans nos portefeuilles. Nous avons également maintenu des positions de couverture sur l'Eurostoxx et le S&P500.



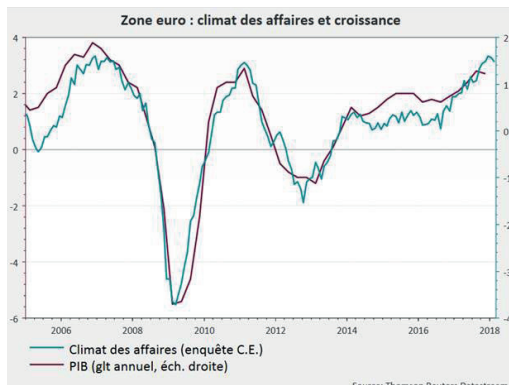
CONJONCTURE
MACROÉCONOMIQUELA BONNE DYNAMIQUE DE LA ZONE EURO
SE POURSUITJuliette
Cohen

Stratège

LA BONNE DYNAMIQUE DE CROISSANCE DE LA ZONE EURO
VA-T-ELLE SE POURSUIVRE EN 2018 ?

La zone euro a achevé l'année 2017 sur une croissance de 2,5% selon Eurostat, niveau bien supérieur à son potentiel de croissance (estimé autour de 1%) et qui n'avait pas été atteint depuis la crise financière. Ce bon résultat s'appuie à la fois sur une meilleure dynamique conjoncturelle interne et sur un environnement mondial porteur. La décomposition de la croissance montre également un meilleur équilibre entre investissement, consommation des ménages et commerce extérieur.

La bonne dynamique de 2017 porte l'acquis de croissance pour 2018 à près de 1% et a conduit à des révisions à la hausse des prévisions de croissance pour 2018 et 2019. Dans ses prévisions d'hiver, la Commission européenne attend une croissance de 2,3% en 2018 et de 2,0% pour 2019 contre 2,1% et 1,9% attendus à l'automne dernier. Elle a également évoqué un risque haussier à court terme du fait d'enquêtes de confiance des ménages et des industriels qui ont atteint des niveaux très élevés en début d'année.

DANS CE CONTEXTE, EST-CE QU'IL Y A UN RISQUE DE VOIR
L'INFLATION SURPRENDRE À LA HAUSSE ?

Après un rebond de l'inflation à près de 2% en début d'année 2017, du fait d'un effet de base positif sur les prix du pétrole, l'inflation est revenue sur un rythme de 1,4% à 1,5% sur la fin de l'année. Début 2018, les premiers chiffres montrent une baisse de l'inflation globale (1,3% en janvier et 1,2% en février) du fait d'un effet de base négatif sur les prix de l'énergie et les prix alimentaires. L'inflation hors énergie et alimentation se stabilise quant à elle autour de 1%.

L'inflation reste donc encore loin de l'objectif de la BCE, qui se situe, rappelons-le, proche de 2% tout en restant inférieure à 2%. Nous anticipons une inflation qui reviendrait vers 1,5% en fin d'année 2018 lorsque les effets temporaires des prix de l'énergie, de l'alimentation et de la hausse de l'euro se feront moins sentir. Mais, il nous semble peu probable d'avoir des surprises à la hausse. En effet, le niveau de chômage encore élevé (8,6% pour la zone) et donc l'absence de tensions inflationnistes sur le marché du travail reste un frein à une hausse plus substantielle de l'inflation à court terme. Par ailleurs, les disparités géographiques restent fortes : l'inflation commence à être plus élevée en Allemagne où l'utilisation des capacités de production est plus forte mais elle reste faible dans les pays périphériques et dans une certaine mesure en France.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE VA-T-ELLE RESTER UN FACTEUR
DE SOUTIEN DANS LES PROCHAINS MOIS ?

Après une phase de stabilisation, la zone euro commence la phase d'expansion de son cycle économique. Même si sa croissance est plus vigoureuse, les pressions inflationnistes y sont plus modérées qu'aux États-Unis. La désynchronisation des politiques monétaires américaine et européenne va donc se poursuivre.

Constatant la disparition du risque de déflation, la BCE a commencé l'année en réduisant de nouveau le rythme de son assouplissement quantitatif. Elle a ainsi diminué le montant de ses achats d'actifs mensuels de 60 à 30 milliards d'euros en janvier et ce jusqu'en septembre 2018 *a minima*. Elle pourrait arrêter ses achats à cette date ou bien les prolonger « si nécessaire ».



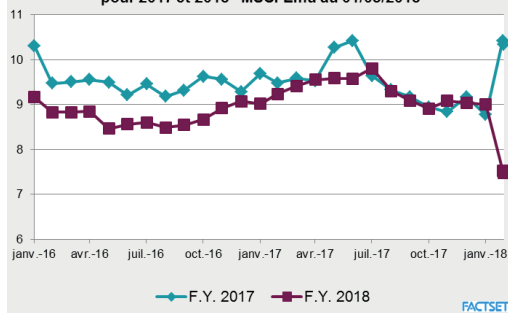
Pour autant, M. Draghi l'a répété lors de sa conférence de presse du mois de janvier, la BCE ne procédera à une 1^{re} hausse des taux que bien après, « well past », l'arrêt des achats d'actifs. Il a aussi déclaré que la probabilité d'une hausse de taux dès cette année était très faible. Celle-ci ne devrait donc intervenir, au plus tôt, qu'au 1^{er} semestre 2019. La BCE est en phase de réduction de son assouplissement quantitatif mais ce mouvement sera très graduel. Enfin, la BCE a rappelé qu'elle n'avait pas d'objectif de change mais qu'en revanche, elle était préoccupée par les mouvements soudains de parité qui devaient être surveillés au regard de son objectif de moyen terme. C'est un élément qui devrait renforcer la prudence de la BCE.

JUSTEMENT, UNE NOUVELLE PROGRESSION DE L'EURO POURRAIT-ELLE REMETTRE EN CAUSE LA DYNAMIQUE POSITIVE À L'ŒUVRE EN ZONE EURO ?

Nous l'avons vu l'année dernière, l'appréciation de l'euro a accompagné l'amélioration significative de la croissance de la zone euro. À ce stade, une appréciation modérée supplémentaire de la devise européenne qui interviendrait dans un contexte porteur ne constitue pas un élément de fragilité pour notre scénario économique pour 2018.

En revanche, la hausse de l'euro a pesé sur les marchés actions en 2017, malgré des publications de résultats des entreprises européennes qui ont été de bonne facture. En effet, leurs bénéfices ont crû de près de 10% (consensus Factset) sur l'année 2017 et les attentes restent élevées pour 2018 avec des anticipations de croissance des bénéfices autour de 7 à 8%. Il nous semble que la bonne dynamique économique, le soutien de la banque centrale, même s'il est moins marqué, ainsi que des anticipations de croissance des bénéfices élevées constituent un environnement favorable au marché actions de la zone euro, pour peu que les principaux risques que nous identifions, risques politiques européen (Italie, Brexit) et américain et perception d'une inflation plus élevée que prévu aux États-Unis, ne se matérialisent pas au cours des prochains mois.

Anticipations médianes de croissance des bénéfices pour 2017 et 2018 - MSCI Emu au 01/03/2018



FACTSET

ACTIONS EUROPÉENNES

HAUTS DIVIDENDES: « GÉRER AUTREMENT »



Caroline Canard

Gérante actions européennes



Eric Labbé

Gérant actions européennes

L'équipe de gestion quantitative actions de CPR AM prône la thématique du « haut dividende » au travers de son fonds CPR Euro High Dividend. Retour sur une approche « originale » pour jouer la thématique du dividende avec les gérants Eric Labbé et Caroline Canard.

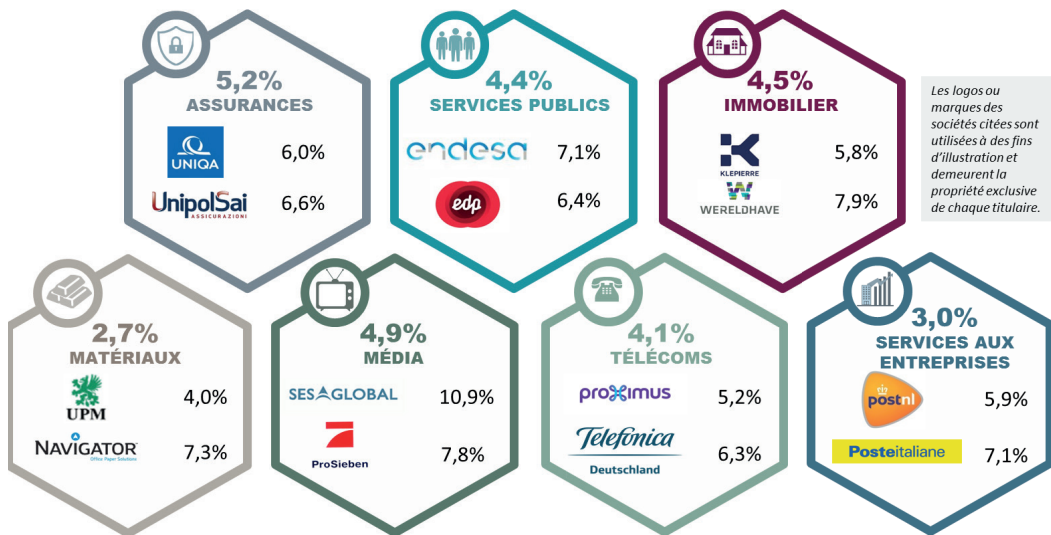
LE FONDS AFFICHE UNE PERFORMANCE NETTE DE 15,33% SUR 2017, SOIT 284 PBS AU-DESSUS DU MSCI EMU. SON INDICE DE RÉFÉRENCE, COMMENT EXPLIQUEZ-VOUS CETTE PERFORMANCE ?

Avec un active share ratio de 75% par rapport à son indice de référence, CPR Euro High Dividend est un fonds actif avec des paris très marqués en termes tant de pays que de secteurs.

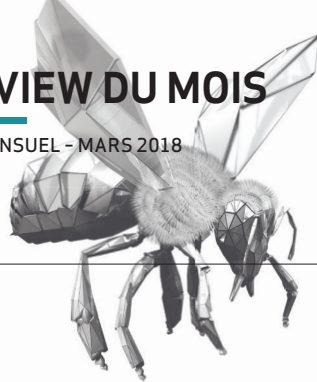
Sur l'année 2017, le fonds a particulièrement bénéficié de ses positions sur les banques (18,5% du portefeuille), les assurances (16,5%), les services aux collectivités (16,5%) et les infrastructures de transport (6,3%).

Du point de vue de l'allocation géographique, le fonds a profité à plein de ses positions sur l'Europe du Sud, en premier lieu de l'Italie (20% du portefeuille), puis de l'Espagne (16%).

TAUX DE DIVIDENDE PAR SECTEUR



Source: CPR AM



ACTIONS EUROPÉENNES

POUVEZ-VOUS NOUS RAPPELER LES SPÉCIFICITÉS DE VOTRE PROCESSUS DE GESTION ?

Si la notion de dividende peut paraître simple, la mise en place d'une stratégie de gestion « hauts dividendes » n'est pas si triviale qu'il n'y paraît.

Le mécanisme de distribution du résultat est connu : les bénéficiaires supportent l'impôt ; par la suite, la part restante peut être mise en réserve ou distribuée aux actionnaires sous la forme de dividende. La mise en réserve du solde des bénéfices non distribués renforce la situation financière de l'entreprise. En période de performance boursière « compliquée », il est tentant pour l'entreprise de puiser dans ses réserves pour distribuer un dividende élevé, au détriment des investissements de demain. Le dividende est « l'instrument de communication » de l'entreprise. Bien piloté, il est moins volatil que les résultats, donnant ainsi à cette stratégie d'investissement un caractère défensif.

Le gérant « hauts dividendes » se met donc à la recherche d'entreprises ayant le « taux de dividende », soit le ratio dividende divisé par prix, le plus élevé. Simple, voire simpliste.

Pour autant, comment va évoluer ce ratio ? Le taux de dividende est-il élevé parce que le dividende est important ou parce que le prix de l'entreprise en bourse est au plus bas ? Si le dividende est élevé : le long terme est-il sacrifié au profit du court terme ? Si le cours de bourse est trop bas, cela signifie-t-il que nous sommes face à une anomalie de marché, ou que la santé financière de l'entreprise est mauvaise, au point de ne plus pouvoir payer le dividende espéré ?

Le processus de gestion « hauts dividendes » doit donc balayer tout « l'univers des possibles », à la recherche d'entreprises ayant des bilans suffisamment solides pour payer effectivement les dividendes promis sans hypothéquer l'avenir.

LA THÉMATIQUE DES HAUTS DIVIDENDES EST BIEN SPÉCIFIQUE, POUVEZ-VOUS NOUS EN DIRE PLUS ?

Le fonds CPR Euro High Dividend n'est pas un fonds dividende « comme un autre ». Son objectif n'est pas de se positionner sur les entreprises ayant payé les plus gros dividendes l'année dernière, mais bien sur les entreprises qui vont effectivement payer les plus gros dividendes dans l'année à venir avec une probabilité de réalisation élevée. Il y a donc bien une partie prospective.

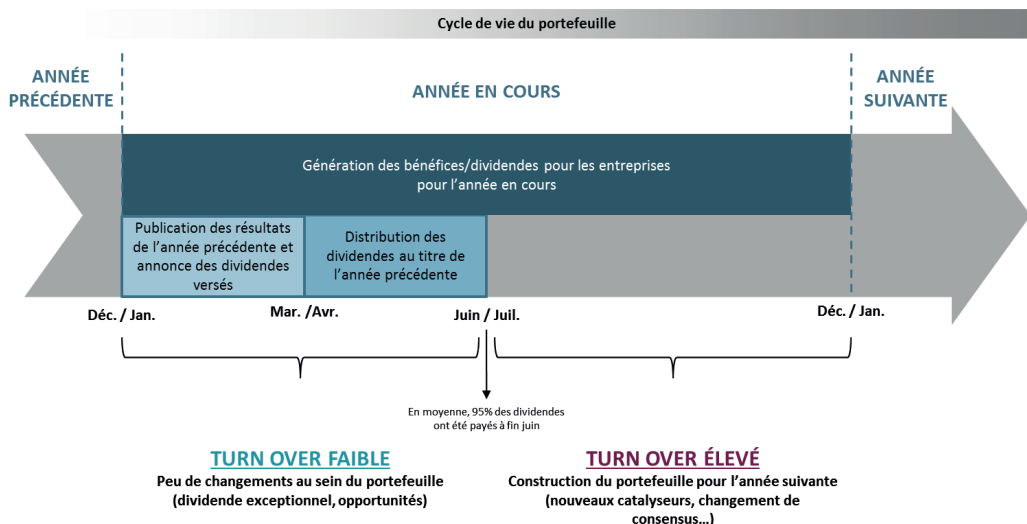
Au fil des années, même si notre stratégie est axée sur la sélection de valeurs non de secteurs, nous nous sommes aperçus que notre « quête » nous mène souvent sur les mêmes terrains :

- En termes sectoriels, nous aurons très souvent des biais sur les financières et plus particulièrement sur les assurances, les services aux collectivités et les médias. Ces dernières années, la participation de secteurs généralement « pourvoyeurs » de dividende comme les banques, l'énergie (pétrole), ou les télécoms ont été fluctuantes au gré des crises et des mutations. Inversement, la pharmacie, l'alimentation et la grande distribution ne versent pas/peu de dividendes et sont donc absents du fonds. A titre d'exemple, le rendement « moyen » du secteur de l'assurance est de 5,2%, mais nous pouvons trouver avec UnipolSai un rendement à 6,6%. De même, les services aux collectivités génèrent un rendement moyen de 4,5%, alors qu'Endesa produit un rendement de 7,1%.
- En termes géographiques, l'Italie, l'Espagne et la Finlande sont des « bons clients ». A l'inverse, les entreprises allemandes détachent peu et réinvestissent beaucoup.
- Enfin, en termes de capitalisation boursière, le fonds est investi à 50% sur les grandes capitalisations boursières, 40% sur les moyennes et 10% sur les plus petites capitalisations.

Ce qui nous amène à « identifier » les mêmes cibles : des entreprises ayant un taux de dividende supérieur ou égal à 4% et des taux de distribution des résultats sous forme de dividende de 75%. Néanmoins, le retour de *cash* aux actionnaires ne se fait pas uniquement sous forme de dividendes « traditionnels ». Nous regardons également les rachats de titre et les dividendes exceptionnels.

ACTIONS EUROPÉENNES

EN TERMES DE « POSTURE DE TRADING »,
LE FONDS POSSÈDE DEUX COMPORTEMENTS DISTINCTS DANS UNE MÊME ANNÉE :



FINALEMENT LA GESTION « HAUTS DIVIDENDES » EST-ELLE UNE GESTION PUREMENT VALUE ?

Notre réponse sera nuancée. Une chose est certaine, lorsqu'une entreprise détache 75% de son résultat en dividende, c'est que son activité principale est mature. Il ne s'agit donc pas d'une gestion « croissance » ! Il n'empêche que la croissance bénéficiaire 2018 des titres dans lesquels nous sommes investis est de 7,20%, contre 11% pour l'ensemble des valeurs de la zone euro.

Simultanément, il ne s'agit pas d'une gestion « deep value ». Nos filtres qualité nous permettent d'écarter les entreprises ayant un bilan trop faible : une entreprise en restructuration a besoin de son cash pour se « réinventer ».

Les ratios financiers de CPR Euro High Dividend montrent que nous sommes « raisonnablement value » avec des PER de 12,5x lorsque le marché est valorisé à 14,5x... et « purement dividende ».

GESTION ACTIVE VS GESTION PASSIVE, LES DÉBATS SE POURSUIVENT. COMMENT SE DIFFÉRENCIE CPR EURO HIGH DIVIDEND D'UN ETF HAUTS DIVIDENDES ?

Pour une fois, la réponse est simple : la prospective. Un ETF haut dividende est construit à partir des entreprises ayant payé de hauts dividendes... l'année précédente ; alors que nous allons chercher les entreprises qui ont des chances significatives de payer des dividendes élevés cette année. Les ETF ne permettent pas de se prémunir contre un retournement de tendance impactant le dividende de l'année en cours.

ACTIONS EUROPÉENNES

En 2016 les ETF étaient investis sur le secteur du pétrole, or les revenus 2015 ayant été fortement impactés par la baisse des cours, les dividendes 2016, construits sur la base des revenus générés en 2015 ont été amputés. Même raisonnement sur le secteur bancaire en 2015. Les banques, pour des raisons réglementaires, ont dû reconstituer des fonds propres supplémentaires au lieu de payer des dividendes. Nous pourrions également citer le secteur des télécoms en 2012, qui, victime d'une guerre des prix, a vu les différents acteurs couper drastiquement leurs dividendes... De la même façon, les entreprises finlandaises, habituellement très présentes dans les portefeuilles hauts dividendes, ont été affectées par les tensions commerciales entre l'Union européenne et la Russie en 2014, période pendant laquelle les embargos russes ont répondu aux sanctions économiques européennes. La gestion active de CPR Euro High Dividend vise à se prémunir contre ces effets « rétroviseurs » : les payeurs de hauts dividendes de l'an dernier ne seront pas forcément ceux de cette année.

QUELLES SONT VOS PERSPECTIVES POUR 2018

Les marchés de 2018 sont à des niveaux plus élevés qu'en 2017. Mécaniquement, le ratio dividende anticipé sur prix va donc diminuer. Si le MSCI EMU anticipe un taux de dividende d'environ 3%, nous essayerons, une année encore, d'obtenir entre 5,5% et 6,5%.

D'un point de vue géographique, la reprise économique européenne étant synchronisée nous n'avons plus de craintes opérationnelles sur l'Italie et l'Espagne. Cependant, le risque politique peut resurgir, d'une part avec les élections législatives italiennes, et d'autre part avec le « cas » catalan. Nous mettrions à profit tout retour de la volatilité pour « relancer » nos filets vers les valeurs les plus solides, uniquement malmenées, pour des raisons de « pavillon ».

D'un point de vue sectoriel, nous restons optimistes sur le retour du secteur pétrolier et des banques dans le « club » des grands payeurs de dividendes. A l'inverse, nous restons beaucoup plus circonspects sur le secteur des médias, dont les business models sont remis en cause par le numérique et les réseaux sociaux. Il n'en reste pas moins que des entreprises comme ProSieben affichent des rendements de 8% et SES Global des rendements de plus de 10%. Reste à vérifier si les critères de qualité des comptes seront au rendez-vous.

Enfin, le secteur des concessions (autoroutes, aéroports...) et de l'immobilier (foncières) devrait continuer de jouer leur rôle d'amortisseur.

Les valeurs « hauts dividendes » sont, en général, moins exportatrices et plus domestiques que les valeurs « de croissance », ce qui devrait nous prémunir de la baisse du dollar. Enfin, une évolution très graduelle des taux, ne devrait pas porter atteinte de façon significative à la valorisation de ces entreprises.

CPR EURO HIGH DIVIDEND - PROFIL DE RISQUE*

Risque de perte en capital : oui | Risque lié au marché actions : oui | Risque de contrepartie : oui | Risque de taux et crédit : non | Risque de change : non | Échelle de risque selon DICI** : 6 / 7 | Durée minimum de placement recommandée : supérieur à 8 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 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.

