

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - JUILLET 2017

INFO
DU
MOIS

L'HYMNE COMME REFLET D'UNE NATION

Qu'il soit imposé par l'usage ou choisi par les gouvernements, l'hymne national est un chant patriotique riche d'une histoire qui lui est propre. Cette histoire puise souvent sa source dans les épreuves les plus dures que le pays a traversées et rappelle les valeurs fondamentales de la nation. Ainsi la Marseillaise est un chant de guerre révolutionnaire appelant à la résistance du peuple français face à la tyrannie étrangère. C'est une invitation au combat, une lutte pour la liberté. « La bannière étoilée », quant à elle, est un hommage au drapeau américain flottant sur le fort Mc Henry et au sacrifice des hommes et des femmes morts de l'avoir protégé. L'origine du « God Save the Queen » en revanche est plus controversée. Cet hymne écrit par une Française et mis en musique par un Italien aurait été conçu pour célébrer le bon rétablissement de Louis XIV opéré d'une fistule anale avant d'être popularisé en Grande-Bretagne par Georges Friedrich Haendel 30 ans plus tard, nous rappelant que même les choses les plus insignifiantes peuvent avoir des conséquences pour le moins inattendues. C'est un peu ce qu'a dû penser David Cameron en organisant son référendum sur le « Brexit ». Ce vote populaire qui ne devait n'être qu'une simple formalité s'est avéré catastrophique, précipitant sa chute. Ironie du sort, un an après cet échec retentissant, c'est au tour de Theresa May de vaciller face à la vox populi des élections législatives, transformant ce que les analystes politiques avaient qualifié de « pari génial » en une déroute inquiétante. Dans ces conditions la ligne dure dans la négociation pour le Brexit semble donc s'éloigner encore, allégeant en quelque sorte le risque politique européen à court terme.

Notre scénario adverse de « tensions internes entraînant une fragilisation de M. Trump » se maintient autour des 30% de probabilité d'occurrence. Il fait état des faibles risques d'impeachment et surtout de l'incapacité chronique du président à susciter l'adhésion des élus de sa propre majorité sur ses projets. Les marchés actions échaudés par le président 2.0 souffriraient, cédant entre 5% et 10%. L'obligataire jouerait alors pleinement son rôle de valeur refuge. Parallèlement notre scénario central de « bonne dynamique de la croissance mondiale » se maintient à un niveau élevé (70%). Il laisse présager la poursuite mesurée du vaste mouvement de hausse des actions internationales et de normalisation de l'obligataire.

Pour plus d'information, contactez :

client.servicing@cpr-am.com

www.cpr-am.com @CPR_AM

in cpr-asset-management

YouTube CPR Asset Management



INNOVER
POUR LA
PERFORMANCE

L'ITALIE

engage 17 milliards d'euros pour sauver 2 banques mutualistes au bord de la faillite

Source Banque centrale d'Italie



NIVEAUX D'EXPOSITION en %

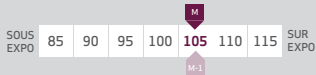
95%

TAUX



105%

ACTIONS



DANS CE NUMÉRO

GESTION ACTIONS EUROPÉENNES VALEURS MOYENNES : POINT D'ÉTAPE

Éric Labbé

Gérant actions européennes

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE LA POLITIQUE MONÉTAIRE CHINOISE A-T-ELLE CHANGÉ DE NATURE ?

Laetitia Baldeschi

Co-responsable des études et de la stratégie

ANALYSE DE MARCHÉ PEUT-ON INVESTIR SEREINEMENT SUR LE SECTEUR BANCAIRE CHINOIS ?

Aude Lerivrain

Responsable de l'analyse et de la stratégie crédit

PROCHAINS RENDEZ-VOUS

7 & 8
SEPT
2017

CONFÉRENCE
PETITS DE JEUNERS
INVESTISSEURS

5
SEPT
2017

TCHAT VIDÉO SPÉCIAL
GAMME CPR CROISSANCE
"BILAN DE RETRÈVE"



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. 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.

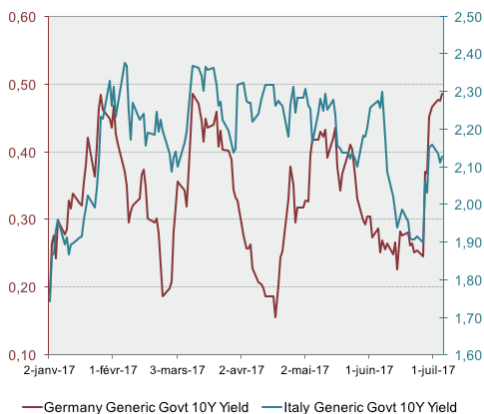
INDICATEURS CLÉS

DÉCLARATIONS DE DRAGHI À SINTRA, QUELLES CONSÉQUENCES ?

Lors de sa dernière conférence à Sintra, Mario Draghi a adopté un ton que les investisseurs ont perçu comme sensiblement plus positif que lors de sa conférence de presse de la BCE deux semaines auparavant, en mettant l'accent sur l'accélération de l'activité économique, et surtout sur sa diffusion à l'ensemble des pays de la zone euro. Dans sa conclusion, il a insisté sur trois points. Le premier réside dans la confiance sur l'accélération à la hausse de l'activité économique comme évoqué en amont. Le second est le remplacement de la déflation par la reflation. Le troisième et dernier point rappelle la prudence nécessaire dans ces constats et donc le besoin encore nécessaire d'une forte accommodation monétaire.

En réaction, les marchés de taux d'intérêt ont corrigé à la hausse avec le retour du taux 10 ans allemand à son précédent point haut à 0,50% ; dans le même temps, le taux 10 ans italien remonte de 1,90% à presque 2,20%. Cette hausse des rendements s'est effectuée avec un mouvement de pentification des courbes de taux, très positivement perçu pour les banques qui ont très bien performé en conséquence, tant sur le crédit que sur les actions. Et enfin, l'euro s'est apprécié de presque 3% contre le dollar dans les jours qui ont suivi. Il sera important de surveiller la prochaine conférence de presse de la BCE prévue le jeudi 20 juillet, afin de voir si le ton reste inchangé.

HISTORIQUE DES TAUX 10 ANS ALLEMAND ET ITALIEN



Source Bloomberg

TAUX ÉTATS-UNIS

LA FED RESTE CONFIANTE

Le comité de politique monétaire a comme attendu procédé au relèvement de son taux directeur de 25 bps. Il a aussi indiqué maintenir son cap en resserrant sa politique monétaire et ce, malgré la déception relative sur le front de l'inflation. La banque centrale a par ailleurs ouvert la voie à une réduction progressive de la taille de son bilan. L'optimisme de la banque centrale sur la croissance économique a le plus surpris, alors que les indicateurs récemment publiés semblent plutôt témoigner d'un ralentissement. Sur le mois le taux 10 ans américain progresse de 10 bps à 2,30%.

95%

TAUX US

| SOUS EXPO | 85 | 90 | 95 | 100 | 105 | 110 | 115 | SUR EXPO |
|-----------|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|----------|
| | | | M | | | | | |
| | | | M-1 | | | | | |

TAUX EURO

M. DRAGHI SÈME LE TROUBLE

Les craintes de durcissement de la politique monétaire refont surface avec les récentes déclarations de Mario Draghi. Ce dernier a notamment déclaré que la croissance se renforçait et que la baisse de l'inflation était transitoire. Les forces reflationnistes auraient repris le dessus sur les forces déflationnistes. Les investisseurs ont interprété ces déclarations comme une préparation à une politique monétaire moins accommodante. Le taux 10 ans allemand s'est tendu de 16 bps à 0,46% alors que les taux italien et espagnol cédaient 5 bps et 1 bps respectivement à 2,15% et 1,54%.

95%

TAUX EURO

| SOUS EXPO | 85 | 90 | 95 | 100 | 105 | 110 | 115 | SUR EXPO |
|-----------|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|----------|
| | | | M | | | | | |
| | | | M-1 | | | | | |

ANALYSE À SUIVRE

L'APPRÉCIATION DE L'EURO COMMENCE-T-ELLE À PESER SUR LES RÉVISIONS DE BÉNÉFICES DES SOCIÉTÉS EUROPÉENNES ?

Sur la période, l'euro s'est apprécié de 8% contre le dollar, principalement sur les trois derniers mois. Néanmoins, du point de vue de la dynamique de révision, l'euro est la zone qui n'ajamais cessé de progresser depuis le début de l'année. D'autre part, au niveau des secteurs sur la même période, seules les banques, la consommation et les utilities, ont des révisions négatives, et les deux derniers secteurs ont une exposition principalement « euro ». Ce n'est donc pas a priori l'euro qui influence, mais probablement ce qui fait fluctuer l'euro lui-même.

Dans ce contexte, l'exposition du chiffre d'affaires ne sera pas l'enjeu des prochaines publications mais plutôt la structure de coût et d'endettement dans un environnement où le risque est plus à la hausse des taux même si moins vrai dans la zone euro car la BCE veille. On peut même ajouter que les grandes valeurs financières avec une exposition sur le marché américain seront positivement impactées par le sujet presque de manière indépendante à leur exposition aux différentes devises.

On peut donc dire, que pour les prochains mois, le risque de taux l'emporte sur le risque devise, ce qui n'a pas toujours été le cas au cours des dernières années !

ÉVOLUTION DES CROISSANCES DE BÉNÉFICES EN ZONE EURO DANS LES DIFFÉRENTS SECTEURS SUR DIFFÉRENTES PÉRIODES

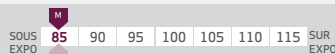
| MSCI/EMU | | Croissance EPS FY17 | | | | | |
|---------------|---|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | Δ 12M | Δ 1M | Δ 3M | Δ 6M | Δ 9M | Δ YTD |
| Consumer | Food Beverage & Tobacco | 21.8 | -0.2 | -0.2 | -1.8 | 10.1 | 3.8 |
| | Household & Personal Products | 11.4 | 0.0 | 0.1 | 2.7 | 3.4 | 3.1 |
| Staples | Food & Staples Retailing | 8.6 | -0.6 | -0.9 | -1.9 | -3.7 | -4.9 |
| | Automobiles & Components | 28.7 | -0.3 | 1.2 | 6.3 | 18.4 | 19.0 |
| Consumer | Consumer Durables & Apparel | 21.2 | 0.3 | 1.0 | 6.4 | 11.1 | 8.6 |
| Discretionary | Media | 26.8 | -0.1 | 0.5 | 2.6 | 7.8 | -6.4 |
| | Consumer Services | 12.0 | 0.2 | -0.1 | 2.8 | -3.6 | 0.1 |
| | Retailing | 16.1 | -0.1 | -0.2 | 0.5 | 1.6 | 1.2 |
| Energy | Real Estate | 24.0 | 0.1 | -1.3 | 0.8 | -0.5 | -0.7 |
| | Diversified Financials | -6.0 | 0.0 | -0.6 | 4.6 | -83.1 | -76.8 |
| Financials | Banks | 156.3 | 0.8 | -51.5 | -47.8 | 137.9 | 142.1 |
| | Insurance | 2.0 | 0.1 | 0.5 | 0.4 | -3.7 | -2.9 |
| | Real Estate | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Health Care | Health Care Equipment & Services | 13.4 | 0.2 | -0.4 | 1.2 | 1.1 | 0.5 |
| | Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sci | 4.7 | 0.1 | 0.5 | 1.2 | -0.3 | 0.7 |
| | Technology Hardware & Equipment | 3.6 | 0.6 | 2.2 | 2.4 | -54.0 | -29.7 |
| IT | Software & Services | 7.9 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | -2.9 | -3.2 |
| | Semi-conductors & Semiconductor Equipme | 19.2 | 0.2 | -0.6 | 1.8 | -8.6 | -3.4 |
| | Commercial & Professional Services | 8.0 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 2.2 | 0.4 |
| Industrial | Capital Goods | 9.4 | 0.1 | -0.3 | -0.3 | -0.9 | -1.6 |
| | Transportation | -0.1 | 0.6 | 1.1 | 3.6 | -3.7 | -0.1 |
| Materials | Materials | 15.4 | -0.3 | -0.3 | 3.5 | 3.4 | 4.3 |
| Telecoms | Telecommunication Services | -2.4 | -0.2 | 0.2 | 0.8 | -12.4 | -10.7 |
| Utilities | Utilities | 0.3 | -0.4 | -1.9 | -1.3 | -3.9 | -4.1 |

Source CPRAM

ACTIONS ÉTATS-UNIS

CROISSANCE RÉVISÉE À LA HAUSSE

Bonne nouvelle outre-Atlantique, la croissance du 1^{er} trimestre a été révisée significativement à la hausse à +1,4% contre +0,7% auparavant, grâce à un rebond de la consommation domestique. Pour autant, les derniers indicateurs publiés semblent indiquer la poursuite du ralentissement. Le marché quant à lui, reste assez stable marqué par des rotations sectorielles. Sur le mois, le S&P 500 affiche une progression de 0,62% en monnaie locale et une baisse de 0,83% en euro en raison de la baisse marquée du dollar face à l'euro.

85%
ACTIONS
US

ACTIONS EURO

LES FEUX AU VERT

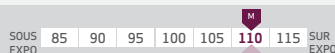
La zone euro profite du recul de l'instabilité politique et de la reprise de la croissance. Les dépenses de consommation accélèrent et les indices de confiance des milieux d'affaires progressent sensiblement notamment en Allemagne. Sur le mois le MSCI EMU baisse néanmoins de 2,53%, fragilisé par la remontée des taux longs, par la poursuite de l'appréciation de l'euro face au dollar et par la baisse des prix du pétrole.

1.15%
ACTIONS
EUROPE

ACTIONS ASIE

REBOND DES ACTIONS CHINOISES

Après 4 ans de discussions, MSCI a annoncé sa décision d'inclure les actions chinoises, jusque-là difficilement accessibles, dans son indice émergent. Cette décision marque une reconnaissance des efforts des autorités chinoises pour se libéraliser progressivement et s'ouvrir aux investisseurs internationaux. Au Japon, la banque centrale maintient sa politique monétaire inchangée tout en livrant un discours plus optimiste sur l'activité économique. Sur le mois, le Topix finit inchangé et le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon progresse de 0,43%.

1.10%
ACTIONS
ASIE

LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN JUIN 2017

RAPPEL À FIN MAI 2017

1 > 65% 2 > 35%

70% SCÉNARIO CENTRAL : BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Aux Etats-Unis, les derniers chiffres sont un peu en repli mais les enquêtes restent à un niveau élevé. La Réserve fédérale a procédé à une nouvelle hausse des taux et laisse attendre une autre hausse d'ici la fin de l'année, de même que l'amorce de la diminution de la taille de son bilan.

Taux directeurs: Remontée aux Etats-Unis (1,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%).

Taux longs: Remontée aux Etats-Unis (2,50%) et en zone euro (0,50%). Très légère remontée au Japon (0,07%).

Actions: +2,5% aux Etats-Unis, dans les pays émergents d'Amérique du Sud et en Europe de l'est, +5% au Japon, en zone euro et dans les pays émergents asiatiques.

La parité EUR-USD reste stable à 1,10.



30% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : TENSIONS INTERNES ENTRAINANT UNE FRAGILISATION DE M. TRUMP

Les mesures de M. Trump sont toujours attendues avec notamment le vote effectif des baisses d'impôts proposées. L'actualité se concentre sur les liens avec la Russie qui pourraient le paralyser. Le projet de réforme fiscale pourrait être ajourné.

Taux directeurs: Stabilité aux Etats-Unis (1,25%), au Japon (0%) et en zone euro (0%).

Taux longs: Baisse aux Etats-Unis (2%), au Japon (0%) et en zone euro (0,15%).

Actions: -10% aux Etats-Unis, au Japon, en Europe, -7,5% dans les pays émergents d'Amérique du Sud et -5% dans les pays émergents asiatiques.

La parité EUR-USD remonte à 1,15.



PERFORMANCES AU 21.06.2017

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

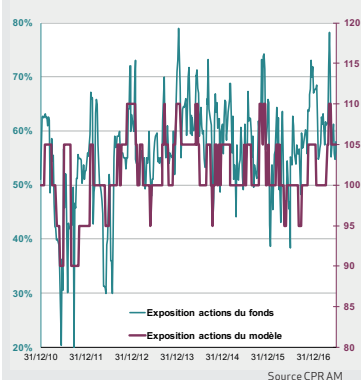
| | Depuis le 31.12.16 | sur 1 an | sur 5 ans | Niveau au 21.06.17 | |
|-------------------|--------------------|----------|-----------|--------------------|-------------------|
| États-Unis | 0,43 % | 0,71 % | 1,87 % | 1,25 % | Taux directeur |
| | 2,95 % | -2,20 % | 7,85 % | 2,15 % | Taux 10 ans |
| | 4,30 % | 11,16 % | 38,50 % | 296 | High Yield US |
| | 5,65 % | -1,14 % | -11,61 % | 1,11 | Euro/\$ |
| | 8,79 % | 16,60 % | 83,75 % | 2 436 | SP 500 |
| Europe | 0,00 % | 0,00 % | 1,21 % | 0,00 % | Taux directeur |
| | 0,22 % | -0,30 % | 24,94 % | 0,27 % | Taux 10 ans |
| | 3,95 % | 7,40 % | 53,94 % | 265 | High Yield Europe |
| | 8,02 % | 19,78 % | 61,60 % | 3 554 | DJ EuroStoxx 50 |
| | | | | | Nikkei 225 |
| Japon | 5,36 % | 24,55 % | 128,23 % | 20 139 | |

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS

| | CENTRAL 70 % de proba. | | ALTERNATIF 1 30 % de proba. | |
|-------------------|------------------------|---|-----------------------------|---|
| Taux directeur | 1,50 % | ▲ | 1,25 % | ▶ |
| Taux 10 ans | 2,50 % | ▲ | 2,00 % | ▶ |
| High Yield US | 295 | ▼ | 350 | ▶ |
| Euro/\$ | 1,10 | ▼ | 1,15 | ▶ |
| SP 500 | 2,50 % | ▲ | -10,00 % | ▼ |
| Taux directeur | 0,00 % | ▶ | 0,00 % | ▶ |
| Taux 10 ans | 0,50 % | ▲ | 0,15 % | ▶ |
| High Yield Europe | 250 | ▲ | 310 | ▶ |
| DJ EuroStoxx 50 | 5,00 % | ▲ | -10,00 % | ▼ |
| Nikkei 225 | 5,00 % | ▲ | -10,00 % | ▼ |

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Mais de repli pour les indices actions notamment ceux de la zone euro, fragilisés par la forte appréciation de l'euro face au dollar, par la baisse des prix du pétrole et par la remontée soudaine des taux longs en fin de période suite aux déclarations de Mario Draghi. Pour autant la zone euro fait prévaloir ses atouts. La croissance accélère et les indicateurs de confiance retrouvent leurs niveaux d'avant crise. La résolution des problèmes bancaires en Italie et en Espagne participent à l'amélioration du sentiment. On assiste partout à une synchronisation du rebond économique même si les statistiques américaines récentes laissent planer un doute sur la solidité de la croissance économique outre-Atlantique. Le MSCI World finit en baisse de 0,99% sur le mois affecté par la baisse du dollar. Les marchés émergents font l'objet d'une prise de profit après avoir atteint de nouveaux plus hauts et le marché japonais finit le mois quasi inchangé malgré le renouveau des tensions avec la Corée du Nord. Nous avons mis à profit la baisse injustifiée des indices européens pour remonter notre niveau d'exposition sur cette zone au détriment du marché américain. Sur le front obligatoire les taux longs se sont tendus en fin de période (+10 bps en moyenne sur le mois) Mario Draghi expliquant que les forces reflationnistes avaient commencé à reprendre le dessus sur les forces déflationnistes. Nous maintenons une sensibilité moyenne assez faible sur le portefeuille autour de 1,6 équitablement répartie entre US et zone euro.



GESTION ACTIONS
EUROPÉENNES

VALEURS MOYENNES : POINT D'ÉTAPE



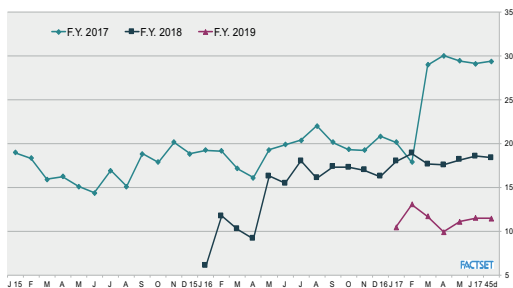
Eric Labbé

Gérant actions
européennes

QUE PEUT-ON DIRE DES PREMIÈRES PUBLICATIONS DE CE DÉBUT D'ANNÉE ?

Les résultats du premier trimestre 2017 ont confirmé l'accélération de la croissance organique opérée depuis le troisième trimestre 2016. Cette dynamique, couplée à la disparition du risque politique en Europe, a permis de constater :

- le retour des investisseurs européens qui ont déboulé leurs positions de couverture et réinvesti leur cash, poussant ainsi les valorisations 15% au-dessus de leur moyenne de long terme
- ainsi que la surperformance des valeurs de croissance au détriment des titres « value » portés précédemment par le « Trump trade » qui semble marquer durablement le pas.

ESTIMATION DES CROISSANCES DE BÉNÉFICES DU CAC MID 60
AU 30/06/2017

Si ces flux se sont d'abord portés sur les grandes capitalisations, via des investissements en ETF, ils se sont, par la suite, rapidement déplacés vers les valeurs moyennes.

MAIS POUR QUELLES RAISONS ?

La victoire d'Emmanuel Macron, portant un programme de libéralisation de l'économie française, devrait être favorable, à moyen terme, aux petites et moyennes valeurs

dans la mesure où celles-ci :

- sont plus domestiques que les grandes entreprises,
- devraient encore bénéficier de la baisse de la prime de liquidité,
- profitent d'une dynamique de croissance des BPA plus soutenue et qui devrait être renforcée par les mesures de son programme politique à savoir :
 - L'allègement des charges sur les bas salaires, favorables aux secteurs d'activités consommateurs de main-d'œuvre dont les sociétés de services à la santé (Orpea, Korian, Le noble Age), les entreprises de services du numérique (Akka, Groupe Open, Econocom) ou la logistique (ID logistics, Stef, Elis).
 - La reconduction du Crédit Impôt Recherche (CIR)
 - Le soutien à la construction et à l'immobilier
 - La baisse de l'impôt sur les sociétés de 33% à 25% en 5 ans, favorisant toutes les entreprises ayant leur base taxable en France
- enfin, le maintien des taux bas et le retour de la confiance favorisent de nouveau le marché des fusions acquisitions.

POUR AUTANT, LE MARCHÉ A-T-IL DÉJÀ ANTICIPÉ L'ENSEMBLE DE CES NOUVELLES ?

En effet sur le Stoxx 600 30% des titres sont à moins de 5% de leur plus haut historique sur 10 ans, alors que dans le même temps 15% des valeurs de ce même indice ont des cours inférieurs de plus de 50% par rapport au même pic (essentiellement des valeurs bancaires et pétrolières).

Simultanément, les petites et moyennes valeurs ont surperformé de 8% les indices large caps sur les 3 derniers mois, atteignant des niveaux de valorisation d'avant crise. Quant aux plus petites valeurs (CAC small), leur valorisation atteint parfois une prime de 40% par rapport à leurs multiples historiques.

Nous nous trouvons donc dans un contexte où les signaux sont toujours positifs, alors que les valorisations sont devenues exigeantes.

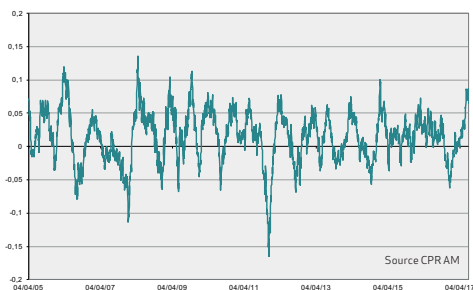
GESTION ACTIONS EUROPÉENNES

Nos choix d'investissements se porteront donc sur 3 thèmes :

- **Les entreprises très sensibles à la croissance en France et en Europe** (Kaufman et Broad, Elis, Elixir)
- **Les « histoires de croissance particulières »** (self helped stories), portées par des thèmes porteurs où il est très difficile de trouver des acteurs « purs » (pure player). Parmi ces thèmes nous citerons : le vieillissement de la population (Orpéa, Trigano), l'internet des objets ou la sécurité informatique (Kerlink, Wallix), le contenu media (Mediawan, Ubisoft), les déplacements « propres » (Faurecia, Valeo)
- **Les fusions acquisitions** (Delta plus, Wirecard, Ipsos, Asystem, Infotel, Interparfum, Solutions 30)

Enfin avec ces valorisations « tendues », le timing d'entrée sera encore une fois crucial. La classe d'actifs des petites et moyennes valeurs françaises possède une saisonnalité de performances particulière. Si ces dernières surperforment nettement les grandes capitalisations boursières lors du premier semestre, elles prennent un peu de retard sur le 3^{ème} trimestre et sous performent nettement au 4^{ème} trimestre. Pour ceux qui sont investis, il est donc urgent de se laisser porter. Pour les autres il n'est donc pas impossible de voir un trou d'air d'ici à l'automne, permettant d'identifier des points d'entrée.

DIFFERENTIEL DE PERFORMANCES 3 MOIS GLISSANTS :
CAC MID 60 - MSCI EMU



EN TERMES DE TIMING QUELS PEUVENT ÊTRE LES SCÉNARIOS À TRÈS COURT TERME ?

Scénario 1 : un océan de tranquillité.

Pas de mouvement significatif jusqu'aux résultats de juillet qui confirment la croissance du premier trimestre. Les analystes révisent marginalement leurs prévisions à la hausse. Les titres de croissance déjà fortement détenus performant peu, les titres « value » rattrapent une faible partie de leur retard... par manque de conviction.

Scénario 2 : incidents géopolitiques.

Cas d'une « mauvaise surprise Trump » : les marchés US baissent entraînant dans leur sillage les marchés de la zone euro, générant ainsi un point d'entrée. L'Europe étant redevenue un marché de confiance, la réallocation des fonds au profit de l'euro est très rapide et la fenêtre d'opportunité se referme rapidement.

Cas d'un problème géopolitique majeur au Moyen-Orient : les marchés baissent rapidement, retour sur les valeurs domestiques et de défense.

Scénario 3 : consolidation à plat et rotation sectorielle

Le marché ne peut monter indéfiniment sur les mêmes valeurs/secteurs. Les secteurs en retard restent les minières (liées directement à la consommation chinoise), le pétrole et les financières. Le marché pétrolier est aujourd'hui orienté à la baisse à travers les positions short des hedge funds. Il suffirait d'un rachat des positions short pour induire une dynamique de rotation sectorielle pétrole/banques contre le reste du marché, affectant négativement la performance relative des smids.

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

LA POLITIQUE MONÉTAIRE CHINOISE A-T-ELLE CHANGÉ DE NATURE ?



**Laetitia
Baldeschi**

Co-responsable
des études et de la
stratégie

Y A-T-IL UN RALENTISSEMENT MARQUÉ DE LA CONJONCTURE AU 2ÈME TRIMESTRE ?

Les chiffres du mois d'avril avaient certes déçu, en repli par rapport à un premier trimestre plutôt plus dynamique qu'on ne pouvait l'espérer. Les données du mois de mai ont été un peu plus soutenues et le rebond des indicateurs PMI, tant officiels que publiés par Caixin pour le mois de juin, est rassurant. Certes il n'y a pas d'accélération de l'activité, mais elle n'est pas recherchée. Il n'y a pas non plus de ralentissement marqué, celui-ci n'est pas non plus souhaité. Les autorités cherchent avant tout à accompagner la transformation du modèle chinois en évitant d'accumuler les déséquilibres. La croissance nominale du PIB (croissance réelle de 6,9% avec des prix à la production en hausse de plus de 6%) était un peu rapide au 1er trimestre à leurs yeux, risquant d'être source d'accroissement de l'endettement, notamment celui des entreprises. Un tassement, notamment dans l'industrie, apparaît plus cohérent avec les objectifs officiels.

LES FLUCTUATIONS DE LA CONJONCTURE SONT-ELLES LE FRUIT D'UN DURCISSEMENT MONÉTAIRE ?

D'aucuns ont mis en exergue un durcissement de la politique monétaire depuis le début de l'année, durcissement qui expliquerait le ralentissement conjoncturel. Peut-on réellement parler de resserrement monétaire ? Certes la politique monétaire n'est plus « prudente-flexible » mais « prudente-neutre », selon le vocabulaire de la PBoC (banque centrale). L'objectif de croissance annuelle de M2 (mesure de la masse monétaire) est revu en baisse à +12% pour 2017 au lieu de +13% précédemment, tandis que la banque centrale a relevé modestement (+20 bp) certains de ses taux de référence.

Bien entendu ceci a été accompagné d'un justificatif classique en termes d'accélération constatée de l'inflation (accélération qui a fait long feu avec le repli du prix des matières premières et de l'alimentation), de croissance importante des prix de l'immobilier et de certains actifs et sur tout de hausse de taux de la Réserve fédérale américaine. Evacuons rapidement la question de l'immobilier. C'est un marché qui apparaît tendu, de fortes hausses de prix ont

été enregistrées dans les cinq plus grandes villes du pays et des mesures réglementaires ont été prises afin de freiner les investissements d'ordre spéculatif. La PBoC contrôle très vraisemblablement la quantité de crédit immobilier octroyée par les banques commerciales, et celle-ci ne dépend pas réellement du niveau des taux de référence de la banque centrale. Le dernier argument nous paraît le plus adéquat ; en effet les deux hausses de taux de la Fed au 1er semestre 2017 pouvaient avoir un effet amplificateur sur les pressions plutôt baissières sur la devise chinoise.

QUE CHERCHE À FAIRE LA BANQUE CENTRALE CHINOISE ?

Si l'on veut comprendre le fonctionnement actuel de la banque centrale il faut revenir à la définition de ses objectifs d'une part et observer l'évolution de son bilan d'autre part. La PBoC a pour vocation de soutenir la croissance et l'emploi, de veiller à la stabilité des prix mais aussi de préserver la balance des paiements, d'accompagner le développement des marchés financiers et pour finir de maîtriser les risques. Jusqu'à récemment, elle était concentrée sur la gestion des sorties de capitaux. En effet, la vente de réserves de change pour défendre le yuan se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une contraction du bilan de la banque centrale, et donc par un resserrement des conditions monétaires. (cf. graphique). La banque centrale met donc en place des politiques de prêts ciblés à taux bonifiés et utilise des opérations d'open market pour gérer la liquidité et maintenir celle-ci à un niveau suffisant.

Toutefois ces mesures créent des distorsions dans le système bancaire puisque les grandes banques sont privilégiées par cette politique, leurs titres étant admis comme collatéral aux opérations de la banque centrale alors que tel n'est pas le cas pour les banques de plus petite taille. Ces dernières, pour accéder à la liquidité, se refinancent sur le marché interbancaire et ont recours aux opérations non collatéralisées. Les petites banques se sont pour beaucoup appuyées sur le développement des Wealth Management Products (WMP, structures de gestion d'actifs hors bilan des banques), investis à 40% sur le marché obligataire. La PBoC essaye, à travers une hausse du coût de la liquidité, de limiter les comportements à effet

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

de levier sur le marché obligataire, et les expositions des banques aux autres sociétés financières, qui se font au détriment du financement de l'économie réelle.

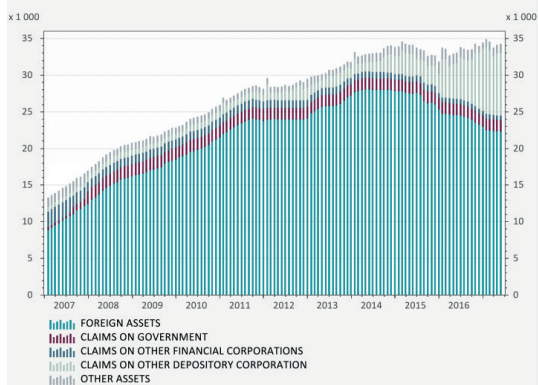
LA POLITIQUE MONÉTAIRE CHINOISE ÉVOLUE-T-ELLE VERS UNE POLITIQUE DE TAUX, PLUS COMPARABLE À CELLE DES AUTRES GRANDES BANQUES CENTRALES ?

L'évolution d'une politique de contrôle quantitatif du crédit vers une politique de taux prend du temps. Depuis quelques années, la banque centrale tente de clarifier sa communication en diminuant notamment le nombre de taux de référence, de manière à déterminer peu à peu un corridor de taux, de réduire celui-ci pour faire converger les anticipations autour d'un seul taux directeur de court terme, qui pourrait être le taux de repo à 7 jours. Mais cette transformation est encore loin d'être achevée.

Pour le moment, la politique de quotas de crédit continue de dominer les pratiques, de manière informelle via des instructions verbales. Selon les données de la PBoC, fin 2016, seuls 28% des prêts à l'économie étaient octroyés à des taux inférieurs au taux de référence.

En conclusion, il nous semble que l'ensemble des mesures prises depuis le début de l'année par la PBoC vise à contenir les risques sur le marché interbancaire. Le durcissement reste tout relatif et semble n'avoir que peu ou pas d'impact sur l'économie réelle. La banque centrale devrait continuer de privilégier les mesures de réglementation arbitraires, afin d'éviter de freiner la croissance dans une période politique délicate.

ACTIFS DE LA PBOC EN MDS DE YUAN



Source Thomson Reuters Datastream

ANALYSE
DE MARCHÉPEUT-ON INVESTIR SEREINEMENT SUR
LE SECTEUR BANCAIRE CHINOIS ?

Aude Lerivain

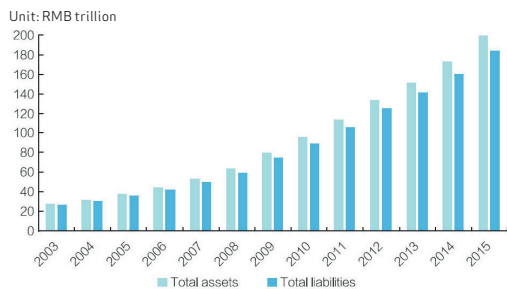
Responsable de
l'analyse et de la
stratégie créditPOURQUOI S'INTÉRESSER AUX BANQUES CHINOISES
AUJOURD'HUI ?

Les émetteurs bancaires chinois sont de plus en plus présents sur les marchés obligataires internationaux, ce qui nous a conduits à nous interroger sur la santé du secteur bancaire chinois, qui est au cœur de cette économie en pleine mutation.

Pour bien comprendre les rouages de ce système complexe, il est important de revenir sur la singularité de son développement : monopolistique et quasi inexistant avant 1978, il a été profondément remodelé par la politique de réformes et d'ouverture de Deng Xiaoping avec la création de 4 banques d'Etat, chacune bénéficiant d'un monopole dans un domaine spécifique, infrastructures, industrie, commerce extérieur et agriculture. La loi sur les banques commerciales en 1995 a supprimé ce monopole pour les banques d'Etat et a élargi le système avec la création de 3 banques politiques en charge d'accompagner le développement de certains secteurs sans objectif de rentabilité et la création de banques à capitaux mixtes et de banques locales. Le nombre de banques est ainsi passé de 5 à plus de 30 000 en 20 ans, les bilans bancaires ont été multipliés par 5 en 10 ans pour atteindre une taille de 232 trillions de renminbi en 2016 (environ 32 trillions d'euros) et 4 banques chinoises font aujourd'hui partie des G-SIBs (Global Systemically Important Banks). Cette croissance vertigineuse s'explique par le fait que l'Etat chinois s'est appuyé dans un premier temps sur les banques pour financer le développement du pays et non sur les marchés financiers. Un financement de marché vers lequel il se tourne désormais tant sur son marché domestique qu'à l'international.

LES FAIBLESSES CONNUES DU SYSTÈME BANCAIRE
CHINOIS SONT-ELLES L'HÉRITAGE DE SON HISTOIRE ?

Il est tout à fait juste de dire que les faiblesses structurelles des banques chinoises proviennent de la structure et de l'évolution de l'économie chinoise. Le « tout étatique et administré » qui laisse planer une garantie implicite de l'Etat à tous les niveaux n'a pas incité les banques à développer une culture du risque et du juste prix.

TOTAL ASSETS AND LIABILITIES OF BANKING INSTITUTIONS
(2003-2015)

Source China Banking Regulatory Commission 2015 Annual Report

Pourquoi passer du temps à étudier un dossier de prêts si la société est publique et que l'Etat se portera garant en dernier ressort ? Les problématiques de fiabilité du cadre légal et de l'information donnée, de corruption et encore du bon fonctionnement économique des sociétés publiques (mention aux « sociétés zombies » ou aux « groupes publics morts-vivants » dont parle le régulateur bancaire) ont encore exacerbé ce phénomène. Lorsque l'on ajoute à cela la progression rapide des encours de prêts et la nature cyclique de l'économie chinoise, il n'est pas étonnant que le secteur ait été vite confronté à une forte hausse des créances douteuses. Un problème auquel s'est attaqué l'Etat chinois plusieurs fois dans le passé avec la création de structures de défaillance mais qui reste d'actualité puisque le flux de créances douteuses ne tarit pas, en particulier dans les banques commerciales urbaines et les coopératives de crédit !

Un autre facteur de risques auquel il faut prêter attention concerne le shadow banking. En effet, les banques ont développé des activités hors-bilan ces dernières années afin de contourner la réglementation qui les contraignait dans leur croissance. Avec un encours hors-bilan qui peut faire froid dans le dos (plus de 20 trillions de renminbi), les wealth management products, substituts des dépôts

ANALYSE
DE MARCHÉ

bancaires, sont au cœur des inquiétudes. En effet, ils restent des engagements implicites pour les banques car destinés aux particuliers mais sans capital face à ces engagements : ils sont investis dans des actifs traditionnellement plus risqués que les produits au bilan et sont de courte maturité avec nécessité d'être « rollés » très régulièrement... Les problématiques de liquidité pourraient ainsi commencer à toucher les banques chinoises alors que le financement par dépôts (provenant des particuliers domestiques) était l'une de ses principales forces et semblait écarter tout risque de liquidité.

Ainsi nous retrouvons dans le système chinois beaucoup de prémices des crises bancaires majeures de ces dernières années (banques américaines, irlandaises et espagnoles). Pouvons-nous alors espérer un atterrissage en douceur du système financier chinois ? Rien n'est moins sûr sans le soutien de l'Etat !

POURQUOI DANS CE CONTEXTE PRENDRE LE RISQUE D'INVESTIR ?

L'Etat est omniprésent en Chine : les banques sont étatiques, elles prêtent à des entreprises publiques, les investisseurs autorisent les investissements sur des arguments de soutien de l'Etat en dernier ressort... Ainsi la confiance donnée à l'Etat chinois pour tenir le « leverage » du système financier, gérer la croissance économique et les situations de surchauffe dans certains secteurs est primordiale. Et la volonté de l'Etat est sur ce point indiscutable ! D'autant qu'il peut s'appuyer sur les forces de son économie : une épargne domestique abondante, des ressources budgétaires très importantes et une faible dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers. Reste à déterminer si cet argument est suffisant pour investir sur les groupes bancaires chinois d'autant que les niveaux de marché ne nous paraissent pas attractifs.