

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - DÉCEMBRE 2016

WINTER IS COMING !

Après une année particulièrement complexe où l'improbable semble être devenu la nouvelle norme, nous souhaitons terminer l'année 2016 sur une note plus légère avec un conte philosophique (pas si) absurde.

« Un écureuil voyant les beaux jours disparaître se met en quête de glands pour passer l'hiver. Après avoir rassemblé une quantité convenable d'akènes une question le taraude : en a-t-il stocké assez pour l'hiver ? Le rongeur décide donc de demander à la seule personne susceptible de répondre à cette épineuse question : le vieux hibou, symbole énigmatique de la sagesse. Et à la question « l'hiver sera-t-il long cette année ? », l'oiseau répondit : « l'hiver sera rude ». Affolé par la réponse, l'écureuil se remet à chercher frénétiquement de la nourriture. Une fois son travail accompli, il retourne voir le hibou pour lui poser la même question. La réponse ne se fait pas attendre : « l'hiver sera très rude, interminable ». L'écureuil sent la peur poindre, mais avant de se laisser gagner par la panique il demande : « Dis-moi vieil hibou, comment sais-tu que l'hiver sera si dur ? », oh c'est très simple répondit l'oiseau, je base ma prédiction sur l'observation objective des éléments ! Plus les écureuils rassemblent de glands, plus l'hiver sera rude... »

Remplaçons maintenant le vieil hibou par Yellen et les écureuils par les investisseurs, nous aurons ainsi tous les ingrédients pour comprendre l'absence quasi chronique d'action d'une Réserve fédérale obnubilée par le comportement (pas si) irrationnel de ses écureuils... Mais l'élection surprise du candidat républicain a clairement changé la donne, poussant les bourses à la hausse et pentifiant fortement la courbe des taux. Donald Trump, ou plutôt son élection, a réussi à faire en quelques heures ce que Yellen n'a pas su réaliser en plus de deux ans !

Nous prenons acte de ce changement dans nos scénarios. La croissance nous semble plus dynamique dans le scénario central (55%) et avec elle nous voyons les actions des différentes zones géographiques poursuivre leur hausse dans un environnement de normalisation très progressive des taux. Mais les risques restent nombreux ! Risque d'instabilité politique en Italie (25%) qui nuirait fortement aux performances des actifs de la zone euro sans peser trop lourdement sur les marchés internationaux et les risques d'accélération de l'inflation aux Etats-Unis qui entraîneraient une forte réaction des marchés de taux et de la Réserve fédérale (20%).

Pour plus d'information, contactez :
client.servicing@cpr-am.com
www.cpr-am.com | [@CPR_AM](#)

ETATS-UNIS

RETOUR DU POINT
MORT INFLATION US
VERS LES 2%.



Source: Fedérale Bank of Atlanta

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

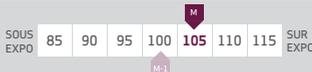
85%

TAUX



105%

ACTIONS



DANS CE NUMÉRO

**CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE
L'ÉLECTION DE M. TRUMP POUR LES ÉMERGENTS :
DE LA VOLATILITÉ À COURT TERME, MAIS PAS DE
REMISE EN CAUSE DE LA DYNAMIQUE DE
CROISSANCE DE LONG TERME**

Laetitia Baldeschi

Co-responsable des études et de la stratégie

**TAUX & CRÉDIT
INQUIÉTUDES SUR LA LIQUIDITÉ ?**

Aude Lerivain

Responsable de l'analyse et de la stratégie crédit

Benoît Houzelle

Gérant crédit

**ACTIONS ÉMERGENTES
EMERGENTS, LA HAUSSE VA-T-ELLE SE POURSUIVRE
EN 2017 ?**

Rodolphe Taquet

Responsable actions internationales, SFAM

Seiha Lok

Gérant actions internationales

Meilleurs Vœux
Happy New Year
2017

Les équipes de CPR AM vous présentent leurs
meilleurs vœux pour 2017, à partager avec
celles et ceux qui vous sont chers.

The team at CPR AM present their
best wishes for the new year to
share with all your loved ones.

ANALYSE À SUIVRE

UN MARCHÉ AMÉRICAIN REFUGE MALGRÉ DES VALORISATIONS ÉLEVÉES

L'indice S&P 500 progresse de 8% depuis le début de l'année. Il arrive en tête des indices développés, confortant son avance sur l'Europe et le Japon sur 1 an, 3 ans, et 5 ans. La valorisation du marché américain apparaît élevée et nettement supérieure à celle de l'Europe. En multiples de résultats, le marché américain se paye 18,3X et l'européen 16,5X. Pour l'année 2017, les revenus des sociétés du S&P500 devraient progresser de 6,5% par rapport à l'année précédente, alors qu'ils ont progressé de 1,7% en 2016. La hausse des profits devrait être de 12,4% pour l'année à venir tandis qu'elle était pratiquement nulle pour 2016. Ces chiffres sont encourageants et laissent anticiper une poursuite de la hausse du marché. Deux risques pourraient perturber cette vision positive. Primo, une hausse des taux longs qui s'accélère pour atteindre plus de 3%. Depuis le résultat de élections américaines le taux 10 ans a progressé de plus de 50bp à 2,40%. Cette hausse pourrait être alimentée par une croissance plus forte et une inflation accompagnant un déficit budgétaire plus important qu'anticipé. Les Etats-Unis sont la zone qui présente le risque de krach obligataire le plus marqué. Secondo, une désillusion sur l'exécution du programme du président élu. Le programme d'infrastructures pourrait être remis en cause, faute d'accord sur le financement des projets. Des restrictions fortes au commerce international pourraient conduire à revoir en baisse nos prévisions de croissance. Nous pensons que le marché américain reste une opportunité pour 2017 avec une visibilité supérieure aux autres marchés mais un potentiel limité par sa valorisation. Nous resterons attentifs à la prise de fonction du président élu.

EVOLUTION DES PER DES INDICES AMÉRICAINS ET EUROPÉENS



Source: FacSet

ACTIONS ÉTATS-UNIS

RECORD HISTORIQUE AVEC TRUMP

Le marché actions a salué l'élection de M. Trump à la surprise générale. Le marché veut croire avec l'arrivée de ce dernier aux affaires, à un nouveau paradigme. On repare à nouveau de croissance économique, d'inflation en anticipation des plans de relance et de baisse des impôts. Ce sont d'ailleurs les petites capitalisations américaines qui tirent le plus bénéfice de cette situation avec une progression fulgurante de plus de 10% en quelques séances. Le S&P progresse de plus de 7% en euro en touchant un plus haut historique sur la semaine grâce à une appréciation du dollar face à l'euro de +3%.

100%

ACTIONS
US

ACTIONS EURO

ATTENTISME DES INVESTISSEURS

En zone euro les incertitudes politiques et les inquiétudes sur les banques italiennes n'ont pas permis aux actions de la zone euro de progresser. L'incertitude entourant le résultat du référendum italien et les difficultés de recapitalisation des bancaires italiennes ont longtemps pesé sur le sentiment des investisseurs. Les chiffres publiés attestent toujours d'une croissance économique bien caractérisée par une remontée des indices manufacturiers notamment. Sur la période le MSCI EMU cède 0,31%.

100%

ACTIONS
EUROPE

ACTIONS ASIE

CRAINTES SUR LES VELLÉTÉS PROTECTIONNISTES DE TRUMP

Le Japon a profité pleinement de l'élection de Trump, la devise s'affaiblissant nettement face au dollar mais aussi face à l'euro. La nouvelle politique de ciblage de la courbe des taux se poursuit et la croissance économique ressort à 0,5% en glissement annuel au 3^e trimestre. L'inflation reste toujours en retrait à 0,1% en glissement annuel. Hors Japon, les statistiques économiques s'améliorent notamment sur la partie échanges commerciaux témoignant d'une timide dynamique en cours. En Chine quelques inquiétudes sur le marché du logement en pleine euphorie. Sur le mois le Topix et le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon progressent respectivement de 0,4% et 1,04%.

110%

ACTIONS
ASIE

LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN NOVEMBRE 2016

RAPPEL À FIN OCTOBRE 2016 1 > **75%** 2 > **15%** 3 > **10%**

55% SCÉNARIO CENTRAL : MEILLEURE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Aux Etats-Unis, l'économie est soutenue par une consommation dynamique. La Réserve fédérale indique que les conditions favorables à un relèvement des taux se renforcent. La croissance en zone euro se maintient. Remontée des taux directs aux Etats-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux Etats-Unis (2,50%) et en zone euro (0,40%). Légère remontée au Japon (0,05%). Hausse des bourses : 7,5% au Japon, 5% en zone euro et dans les pays émergents et 2,5% aux Etats-Unis. Stabilité de l'euro à 1,05.



20% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : ACCÉLÉRATION DES ANTICIPATIONS D'INFLATION ET DÉGRADATION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE AUX ETATS-UNIS

Suite à l'élection de M Trump, les marchés anticipent une accélération de l'économie américaine; entre autres anticipation de l'inflation, dégradation du déficit budgétaire, remontée des taux longs. Remontée des taux directs aux Etats-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Hausse des taux longs aux Etats-Unis (3,00%), au Japon (0,10%) et en zone euro (0,65%). Baisse des actions avec -5% aux Etats-Unis, en zone euro, -10% dans les pays émergents d'Amérique du Sud et -12,50% dans les pays émergents asiatiques. Stabilité au Japon. Baisse de l'euro à 1,03.



25% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : RISQUE POLITIQUE EN ITALIE

Les risques politiques demeurent en zone euro, plus précisément dans les pays périphériques. Le référendum italien peut être un vecteur de volatilité. Remontée des taux directs aux Etats-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des taux longs aux Etats-Unis (2,20%) et en zone euro (0%). Stabilité au Japon (0%). Les bourses réagissent différemment selon les zones : stabilité aux Etats-Unis et dans les pays émergents (0%), hausse au Japon (2,5%), baisse en zone euro (-10%). Baisse de l'euro à parité.



PERFORMANCES AU 22.11.2016

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

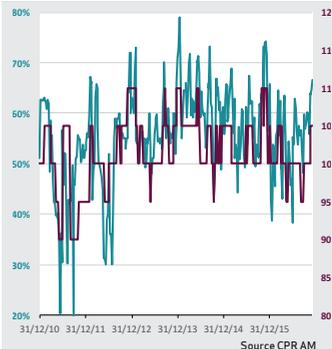
	Depuis le 31.12.15			Niveau au 22.11.16	
	sur 1 an	sur 5 ans			
États-Unis	0,46 %	0,49 %	1,52 %	0,50 %	Taux directeur
	1,69 %	1,99 %	10,66 %	2,32 %	Taux 10 ans
	12,56 %	10,24 %	41,51 %	375	High Yield US
	-2,51 %	-0,75 %	-21,81 %	1,06	Euro/5
	7,78 %	5,45 %	85,43 %	2 203	SP 500
Europe	0,01 %	0,02 %	1,83 %	0,00 %	Taux directeur
	5,48 %	4,05 %	31,26 %	0,15 %	Taux 10 ans
	4,85 %	1,60 %	63,72 %	386	High Yield Europe
	-6,83 %	-11,82 %	42,47 %	3 044	DJ EuroStoxx 50
Japon	-4,57 %	-8,64 %	118,44 %	18 163	Nikkei 225

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 55 % de proba.	ALTERNATIF 1 20 % de proba.	ALTERNATIF 2 25 % de proba.
Taux directeur	0,75 % ▲	0,75 % ▲	0,75 % ▲
Taux 10 ans	2,50 % ▲	3,00 % ▲	2,20 % ▲
High Yield US	380 ▲	450 ▲	400 ▲
Euro/5	1,05 ▲	1,03 ▼	1,00 ▼
SP 500	2,50 % ▲	-5,00 % ▼	0,00 % ►
Taux directeur	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
Taux 10 ans	0,40 % ▲	0,65 % ▲	0,00 % ►
High Yield Europe	380 ▲	430 ▲	450 ▲
DJ EuroStoxx 50	5,00 % ▲	-5,00 % ▼	-10,00 % ▼
Nikkei 225	7,50 % ▲	0,00 % ►	2,50 % ▲

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

L'élection présidentielle américaine a été l'évènement du mois. Ce résultat a pris les marchés de court entraînant, à la surprise générale, un rebond marqué des actions et une hausse des taux longs américains, qui progressent de plus de 50 bps. Le monde semble vouloir entrer dans un nouveau paradigme. Oubliées les craintes de déflation, place aux espoirs de rebond de la croissance économique portée par le plan de relance et la baisse des impôts. Les marchés boursiers européens n'ont pas profité pleinement de l'embellie de Wall Street, les investisseurs préférant attendre le résultat du référendum italien avant de prendre position. Les taux d'emprunt d'état par contre ont suivi, les taux longs américains mais dans une moindre ampleur. On a assisté à une hausse des spreads périphériques italiens principalement alors que les sondages prédisaient une victoire confortable du non. Sur le mois, le MSCI World progresse de plus de 4,8% porté par une appréciation du dollar de plus de 3% face à l'euro. Le 10 ans allemand progresse de 10 bps à 0,27% alors que le 10 ans italien de 32 bps à 1,98%. En termes d'allocation, nous avons réduit notre exposition sur les actifs émergents que ce soit en actions ou en dette, maintenu une sensibilité obligataire proche de 0 et renforcé notre investissement sur la thématique inflation et les actions américaines et japonaises.



CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

L'ÉLECTION DE M. TRUMP POUR LES ÉMERGENTS : DE LA VOLATILITÉ À COURT TERME, MAIS PAS DE REMISE EN CAUSE DE LA DYNAMIQUE DE CROISSANCE DE LONG TERME



**Laetitia
Baldeschi**

Co-responsable
des études et de
la stratégie

VOUS METTIEZ EN AVANT DANS VOTRE GESTION, IL Y A ENCORE PEU DE TEMPS, LES PAYS ÉMERGENTS. EST-CE TOUJOURS D'ACTUALITÉ ?

Il est vrai que nous privilégions il y a encore quelques semaines cette classe d'actifs, en constatant la reprise modeste du commerce intra-asiatique, la stabilisation des prix des matières premières, essentielle pour une partie du monde émergent, et les chiffres d'activité plutôt rassurants en Chine, tous ces facteurs étant favorables à la croissance émergente. En effet, le monde émergent est très sensible à l'économie chinoise, comme on a pu le constater au cours des derniers trimestres. La transformation de cette dernière économie a modifié la nature des échanges entre la Chine et ses partenaires émergents avec des conséquences sur les performances économiques des différents pays.

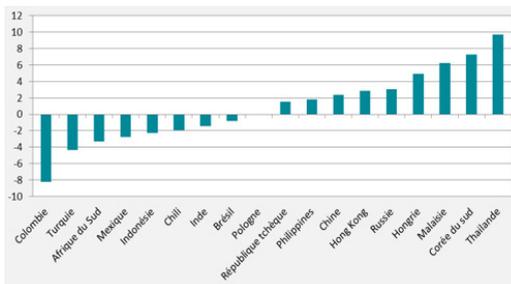
Tous ces facteurs sont toujours présents aujourd'hui mais le contexte international a brutalement changé depuis l'élection de M. Trump à la présidence des Etats-Unis. En effet, ses propos très négatifs lors de sa campagne électorale concernant les accords commerciaux internationaux ont eu un impact important sur les marchés actions émergents, les investisseurs anticipant un ralentissement des échanges et donc de la croissance.

PAR QUELS AUTRES CANAUX L'ÉLECTION DE M. TRUMP A-T-ELLE AFFECTÉ LES ÉMERGENTS ?

La menace d'augmenter les droits de douane sur les produits chinois a pu inquiéter dans un premier temps, mais le choc le plus important est vraisemblablement lié à la montée violente du dollar contre toute monnaie. La baisse des devises émergentes contre dollar, avec en tête celle du peso mexicain, particulièrement visé dans la rhétorique de M. Trump, a eu un impact très négatif sur les bourses locales. Il s'agit pour beaucoup d'une réaction épidermique. En effet, les investisseurs s'inquiètent de la capacité des pays et entreprises émergents à assumer leurs dettes libellées en dollar. Pour autant la situation financière des pays émergents s'est nettement améliorée, depuis le mois de mai 2013, date du dernier épisode brutal sur les émergents avec l'annonce du « tapering » (diminution

graduelle des achats de titres) de la Réserve fédérale. A l'époque les pays émergents avaient nettement souffert de la remontée du dollar et des taux d'intérêt. Depuis lors, la plupart des pays ont réduit leur déficit courant, et ont peu à peu modifié leur structure de financement externe, en faveur d'un endettement en devise locale, et sur des échéances longues afin de réduire leur sensibilité aux variations du dollar. Mais les réflexes des investisseurs ont la vie dure. (Graphique 1).

Graphique 1 :
Solde courant en % du PIB - Estimation 2016 du FMI



Il faut également mentionner l'impact sur les taux d'intérêt des pays émergents, de la récente hausse des taux américains, dans le scénario de « reflation » qui s'est enclenché après l'élection de M. Trump. En effet, comme on a pu l'observer y compris en Europe ou au Japon, l'ensemble des taux ont progressé assez sensiblement, en suivant les taux américains. Les dettes émergentes n'ont pas été immunes face à ce mouvement.

.../...

(SUITE)

CE MOUVEMENT DE DÉFIANCE VIS-À-VIS DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES PEUT-IL ÊTRE DURABLE ?

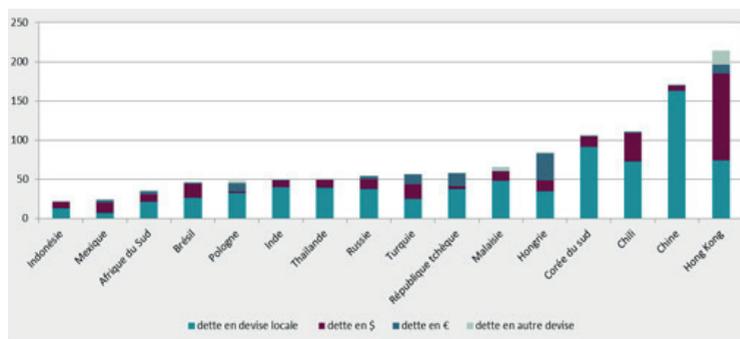
Reprenons les différents canaux de transmission. Le mouvement haussier sur le dollar peut effectivement persister, contre euro ou contre yen, notamment si on considère les écarts d'anticipation sur les politiques monétaires entre les États-Unis et la zone euro ou le Japon. En revanche, face aux devises émergentes, la situation n'est plus la même. Ces devises ont été très nettement attaquées après l'épisode de mai 2013, et sont souvent considérées comme étant à leur prix voire pour certaines d'entre elles sous-évaluées. Dans ce contexte, avec des balances courantes proches de l'équilibre, les pressions baissières pourraient ne pas perdurer. Seuls certains pays n'ayant pas réduit leurs déséquilibres externes pourraient encore subir des baisses de leur devise (Turquie, Afrique du Sud, Colombie...). L'évolution des taux d'intérêt des pays émergents risque en revanche de suivre celle des taux américains, même si pour beaucoup d'entre eux les anticipations d'inflation ne sont pas les mêmes. La situation sera d'autant plus complexe que le pays ou ses entreprises sont endettés en dollar, plutôt en Amérique latine, ou qu'il dépend largement d'un financement externe,

comme en Indonésie ou en Afrique du Sud. Il nous semble donc qu'un tri sera fait entre les différents pays émergents et que des opportunités d'investissement se dégageront. (Graphique 2).

QUEL SERAIT L'IMPACT D'UN RETOUR DU PROTECTIONNISME AUX ÉTATS-UNIS SUR LA CROISSANCE DES ÉMERGENTS ?

L'un des premiers pays visés dans les déclarations de M. Trump est le Mexique. Au-delà de la question de l'immigration et de la taxation des revenus transférés par les travailleurs mexicains aux États-Unis, la renégociation partielle ou totale du Nafta est probable. Le secteur manufacturier mexicain pourrait en faire les frais. Concernant les échanges avec la Chine, la mise en place des mesures promises pendant la campagne pourrait ne pas être aussi aisée, la Chine ayant les moyens de faire pression sur les États-Unis, notamment par sa politique d'investissements financiers. Si la Chine conserve son rythme de croissance actuel, les pays émergents devraient garder une bonne dynamique, compte tenu de leurs liens commerciaux. Certains d'entre eux pourraient même bénéficier du plan d'infrastructures promis par M. Trump, via leurs exportations de matières premières.

Graphique 2 : Dette des entreprises non financières, en % du PIB,
2^{ème} trimestre 2016, données de l'IIF



TAUX & CRÉDIT

INQUIÉTUDES SUR LA LIQUIDITÉ ?



Aude Lerivrain

Responsable de l'Analyse et de la Stratégie Crédit



Benoît Houzelle

Gérant Crédit

AUJOURD'HUI, LE RISQUE DE LIQUIDITÉ EST UNE SOURCE D'INQUIÉTUDE MAJEURE

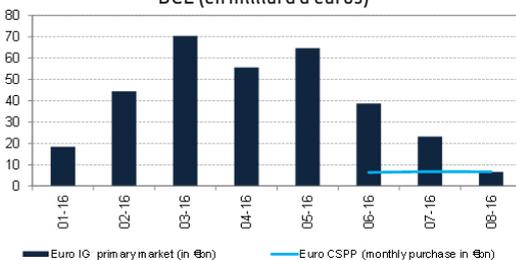
Certains évènements de l'année 2016, comme la forte chute des cours du pétrole en début d'année ou le Brexit en juin, ont mis en lumière la faible liquidité du marché en provoquant des pics de volatilité que l'on n'avait pas vus depuis quelques années. Le risque de liquidité est ainsi devenu une source d'inquiétude majeure.

COMMENT EXPLIQUE-T-ON CE TARISSEMENT DE LA LIQUIDITÉ DANS LE MARCHÉ ?

Deux éléments peuvent être évoqués : le durcissement de la réglementation bancaire depuis la crise financière de 2008 auquel s'est ajouté le lancement des programmes de rachat d'obligations privées par la BCE et la BOE. Les banques ont en effet vu leurs exigences en capital largement renforcées par Bâle 3 tant en quantité qu'en qualité et l'ajout du ratio de levier (le rapport du capital sur le total du bilan et non aux risques pondérés) a compliqué la donne pour les activités de banque d'investissement. De même, les ratios de liquidité comme le LCR, qui requiert la détention de titres liquides, et le NSFR, qui oblige à une meilleure adéquation de la durée active/passive et a fortement impacté les volumes sur le marché du repo en augmentant son coût, ont également obligé les banques à arbitrer leurs activités en fonction de leurs rentabilités respectives. On se souvient ainsi de Deutsche Bank annonçant fin 2014 l'arrêt de ses activités de trading sur les CDS single-name pour des raisons de rentabilité. Enfin, les banques centrales ont aggravé le problème en 2016 avec le lancement de leurs programmes de rachat d'obligations privées en complément de ceux sur les obligations publiques. Depuis le 8 juin 2016, la BCE a en effet acheté près de 45 milliards € d'obligations privées, plus de 80% sur le marché secondaire, le reste sur le marché primaire.

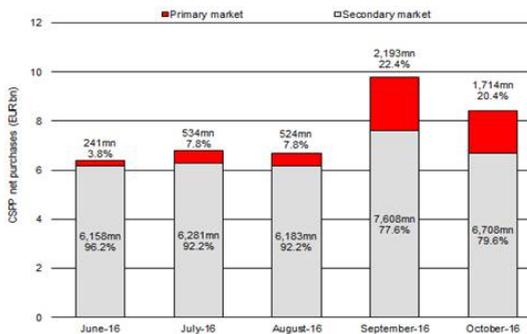
En achetant 10 milliards € d'obligations privées par mois, la BCE a la possibilité d'absorber l'équivalent de la totalité des émissions brutes sur l'investissement grade comme cela a été le cas au mois d'août 2016.

Flux d'émission sur le marché primaire d'obligation crédit IG euro par rapport aux montant d'achat mensuelle de la BCE (en milliard d'euros)



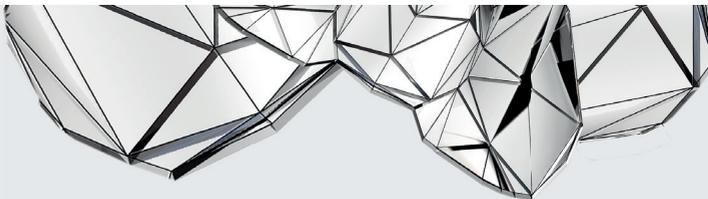
Sources Bloomberg, Amundi Research

Achat d'obligation crédit IG euro par typologie de marché



Sources Bloomberg, Amundi Research

.../...



(SUITE)

QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES POUR LA GESTION D'ACTIFS ?

Elles sont nombreuses. Tout d'abord, la gestion active devient plus difficile, la réduction du nombre de teneurs de marché a entraîné un élargissement des fourchettes de cotation rendant la génération d'alpha via le stock picking de plus en plus difficile. De surcroît, les rotations sectorielles des portefeuilles sont également contraintes par les coûts de fourchette. Des inefficiences peuvent donc perdurer plus longtemps qu'auparavant, décourageant encore plus les investisseurs d'intervenir sur le marché. En conséquence, et pour générer de la performance, les gérants de portefeuille ont été obligés de passer d'une gestion en alpha à une gestion en beta. Le marché est devenu plus binaire, soit risk-on soit risk-off, augmentant la volatilité de la classe d'actifs dans un univers de taux de portage très bas. Les actifs obligataires sont donc de plus en plus soumis à un risque marqué de drawdown en cas de stress de marché, comme cela a été le cas pour le référendum britannique et pour l'élection surprise de Donald Trump.

COMMENT SE PROTÉGER ?

Dans cet environnement en mouvance, les sociétés de gestion se sont adaptées en imposant des « swing price » à la plupart de leurs fonds obligataires. Cette méthode de calcul de la valeur liquidative fait payer les coûts de fourchette aux investisseurs entrants ou sortants des fonds, protégeant ainsi les investisseurs restants. Les techniques de construction de portefeuilles ont elle aussi dû évoluer pour intégrer cette nouvelle contrainte. Une structure dite en « barbell » composée d'une poche de liquidité et d'une poche d'actifs plus risqués, est l'une des solutions à l'équation : offrir de la liquidité sans dégrader la performance. Enfin une utilisation plus marquée des dérivés pour s'exposer ou se protéger d'un risque permet d'éviter d'intervenir sur les titres obligataires.

LE MANQUE DE LIQUIDITÉ PEUT-IL ÊTRE EXPLOITÉ ?

Si le manque de liquidité est considéré comme une source d'inquiétude, il peut également être vu comme une source de valeur pour les fonds. En effet, les investisseurs qui peuvent exploiter et porter cette prime d'illiquidité auront de bonnes chances de surperformer le marché. Les fonds ouverts, devant fournir une liquidité jour, ne peuvent pas se positionner en acheteur en dernier ressort et donc ne peuvent pas exploiter pleinement cette prime. Seuls les fonds dédiés et mandats où le passif est très stable ont cette capacité. Ce changement structurel du marché de la dette comporte évidemment des risques mais aussi des opportunités. Les gestionnaires d'actifs devront s'adapter à ce nouvel environnement pour protéger les intérêts des porteurs. Un accompagnement client de qualité est donc de plus en plus nécessaire sur cette classe d'actifs pour bien appréhender ces changements.

ACTIONS ÉMERGENTES

EMERGENTS, LA HAUSSE VA-T-ELLE SE POURSUIVRE EN 2017 ?



Rodolphe Taquet

Responsable actions internationales, SFAF



Seiha Lok

Gérant actions internationales

COMMENT EXPLIQUEZ-VOUS LA BONNE PERFORMANCE DES MARCHÉS ACTIONS ÉMERGENTES CETTE ANNÉE ?

Jamais depuis 2012, les marchés émergents n'auront suscité autant d'engouement. L'année n'est pas encore terminée mais les émergents affichent à fin novembre la meilleure performance (+12,9% en euro) parmi les grands marchés actions.

Les raisons qui ont porté la classe d'actifs étaient exogènes (politique monétaire accommodante de la Fed, baisse du dollar américain, apaisement des craintes sur un « hard-landing » chinois, rebond des prix du pétrole et des matières premières, etc.). Mais cette hausse n'aurait pas tenu sans un réel assainissement et une amélioration des fondamentaux.

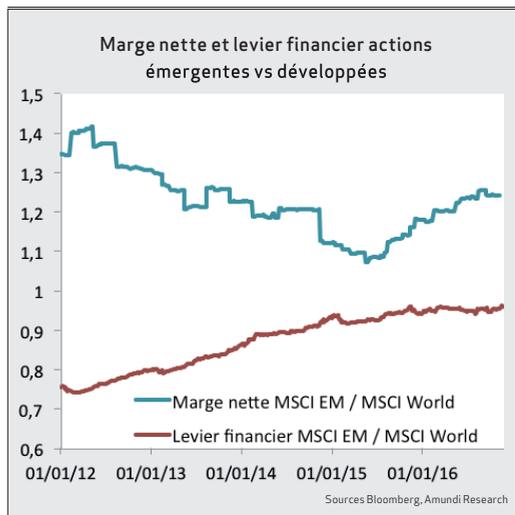
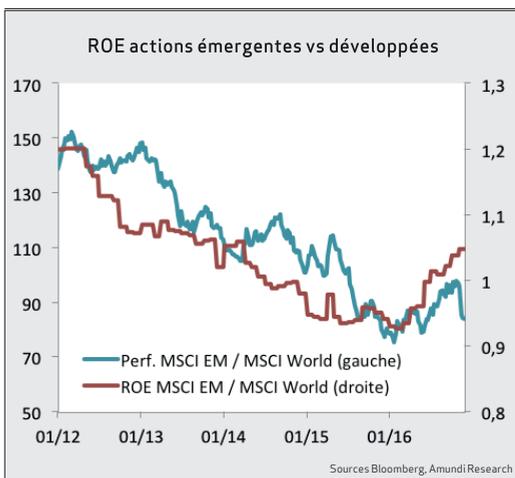
Relativement aux marchés développés, la rentabilité des fonds propres (ROE) s'est nettement accrue. Elle s'explique pour l'essentiel par une amélioration progressive des marges depuis la 2ème moitié de l'année 2015 et non par une hausse du levier financier et du recours à la dette, qui a été si pénalisante pour la classe d'actifs ces dernières années.

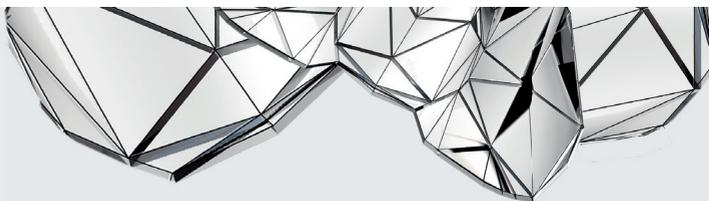
LA DONNE N'A-T-ELLE PAS CHANGÉ AVEC L'ÉLECTION DE M. TRUMP AUX ÉTATS-UNIS ?

La forte hausse du dollar et des taux longs US ont eu pour conséquence un vent de panique sur les marchés émergents (une décollecte de près de \$8Mds sur le seul mois de novembre contre une collecte nette de \$7Mds en 2016), notamment sur l'Amérique latine en raison de sa plus grande dépendance à l'économie US et au dollar.

Mais il convient de rappeler que la situation est différente de celle de mai 2013 quand les investisseurs avaient vendu pour près de \$20Mds en 1 mois. Les fondamentaux se sont nettement améliorés, la croissance est revenue notamment en Asie. A l'exception des Philippines et du Mexique, les comptes courants des grands pays sont en nette amélioration. En Asie, l'inflation a baissé et permis des baisses de taux et des mesures de réduction du déficit budgétaire.

Il faut aussi noter que depuis les années 2000, la croissance des émissions obligataires des souverains s'est faite en





(SUITE)

grande partie en devise locale (+14% pa) et non en devise étrangère (+2,5% pa), et sont elles-mêmes en grande partie détenues par le secteur financier et les fonds de pension locaux.

PENSEZ-VOUS DANS CE CAS QUE 2017 SERA UNE NOUVELLE FOIS UNE ANNÉE ÉMERGENTE ?

Après un « call » en septembre 2015 bien rémunéré, nous pensons qu'à court terme, même s'il ne faut pas s'inquiéter outre mesure de la volatilité, il reste prématuré de racheter le marché. A moyen-terme, il faut attendre le premier trimestre 2017 et connaître les réelles intentions de M. Trump concernant ses mesures de protectionnisme. Mais nous savons déjà que la dénonciation des accords de l'ALENA ne sera pas un sujet de ses 100 premiers jours.

Concernant la Chine, les marchés ne se focalisent plus sur la hausse du dollar (plus que la baisse du yuan). S'il y a un risque, nous pensons qu'il pourrait résider dans le financement interbancaire des petites et moyennes banques régionales. Mais la quasi-totalité des banques chinoises sont directement/indirectement étatiques et la proportion du financement de marché n'a rien de comparable à celle des banques américaines au plus haut de la crise de 2008.

D'un point de vue micro, les résultats d'entreprises au T3 ont été très robustes avec une croissance des BNA de +4,3% contre -14,3% au T1. Pour l'année 2017, la croissance est attendue autour de 10%, ce qui semble réalisable aux vues des derniers chiffres de PPI (84% des composants sont positifs par rapport à 6 mois auparavant), des efforts de réduction de coûts et la promotion des PPP dans le secteur industriel. Le volume des émissions de dette a reculé de 15% sur l'année.

Il est trop tôt pour écarter le risque « Trump », mais 2017 pourrait être une bonne année pour les marchés émergents, notamment asiatiques. Relativement aux développés, ils restent attractifs en termes de prime de risque et de valorisation (12x les bénéfices 2016 contre 17x pour les marchés développés).

POUVEZ-VOUS NOUS PARLER DE CPR GEAR EMERGENTS ?

Le fonds a été lancé il y a 1 an et vise à surperformer le MSCI Emergents. Sa stratégie consiste à s'adapter aux 2 grands régimes de marchés (hausseur/baissier), que nous identifions grâce à nos indicateurs, afin de profiter des opportunités d'investissement.

Sur l'année écoulée, le bilan est positif. Nos indicateurs positionnés en régime baissier en début d'année ont permis au fonds de bien se positionner par rapport à son indice et ses concurrents. En mai, nous avons revu la stratégie et sommes passés dans un profile blend après que nos indicateurs soient entrés en régime haussier.

Actuellement, le fonds favorise les pays asiatiques, notamment la Chine, la Corée du Sud et l'Indonésie. En revanche nous avons pris des bénéfices sur le Mexique et le Brésil avant les élections américaines de début novembre et restons sous-pondérés Afrique du Sud au regard de nos indicateurs de risque pays (macro, politique et micro).

CPR GEAR EMERGENTS - PROFIL DE RISQUE*

Risque de perte en capital : oui | Risque lié au marché actions : oui |
Risque de contrepartie : oui | Risque de crédit : oui | Risque de change :
oui | Risque de liquidité : oui | Échelle de risque selon DICI** : 5 / 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 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.