

NOS
CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - FEVRIER 2017

« TOUT VA TRÈS BIEN, MADAME LA MARQUISE »

Tout va très bien en ce début d'année. L'élection de Donald Trump, le 8 novembre 2016, a plongé les marchés financiers dans une douce euphorie témoignant d'un futur pour le moins radieux. Le style différent du 45ème président américain, ses idées « nouvelles », son mode de communication avant-gardiste ainsi que son pro-activisme ont créé une véritable rupture avec les politiques traditionnelles. Adieu austérité, adieu mesures passées, un véritable vent d'optimisme souffle sur la croissance mondiale qui s'en trouve déçuplée.

Pourtant dans ce flot quasi ininterrompu de « bonnes nouvelles », force est de constater que nous déplorons un léger incident, une broutille, un tout petit rien : le 26 janvier 2017 l'horloge de l'apocalypse s'est rapprochée de l'heure fatidique de 30 secondes. « Mais à part ça, Madame la marquise, tout va très bien ». Enfin tout va très bien... si l'horloge n'a gagné que 30 secondes, elle est maintenant à 2min 30 de la fin du monde nous ramenant, en termes de tension géopolitique, aux pires heures de la guerre froide. Qu'il s'agisse de la forte montée du nationalisme partout dans le monde ou encore des déclarations de Trump sur les armes nucléaires voire de son climato-scepticisme dans un contexte de réchauffement climatique, les raisons de ce regain de tension sont nombreuses mais les causes toujours humaines.

Nous sommes donc arrivés aujourd'hui à une situation pour le moins paradoxale dans laquelle le stress sur le marché financier est au plus bas alors même que l'incertitude politique n'a jamais été aussi forte. Pire encore, pour l'une des rares fois de l'histoire, les investisseurs espèrent que le président nouvellement investi ne tiendra pas l'ensemble de ses promesses de campagne... La politique reste donc au centre de nos espoirs et de nos inquiétudes pour ce début d'année 2017. Notre scénario central (50% de probabilité) demeure optimiste quant à la capacité du nouveau président à relancer l'économie américaine. Cette politique ambitieuse devrait porter la croissance américaine vers de nouveaux sommets tirant de facto la croissance mondiale et les marchés actions. Mais les « tweet-orders » de Trump pourraient ne pas rencontrer le succès escompté et entraîner un surcroît de tension globale. Plus transversal, notre troisième scénario (20%) fait état des tensions politiques que nous pourrions rencontrer en Europe.

Pour plus d'information, contactez :

client.servicing@cpr-am.com
www.cpr-am.com | @CPR_AM



ZONE EURO

PIB
zone euro
+1,8%

Au dernier trimestre
de 2016, croissance
de **1,8%**
du Produit Intérieur
Brut

Source: Eurostat

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

85%

TAUX



105%

ACTIONS



DANS CE NUMÉRO

ACTIONS THEMATIQUES

CPR AM LANCE CPR INVEST - GLOBAL
DISRUPTIVE OPPORTUNITIES

Retour sur un phénomène en accélération : La disruption

CONVERTIBLES

RETOUR SUR 2016, PERSPECTIVES 2017

Esther Dreyfuss

Gérante diversifiée, obligations convertibles & volatilité

Julien Levy Kern

Responsable gestion convertibles & volatilité

Jean-Thomas Heisst

Spécialiste produits

PROCHAIN RENDEZ-VOUS

7&9
MARS
2017CONFÉRENCE
PETITS DÉJEUNERS
INVESTISSEURSLA POLITIQUE
SUR LE DEVANT DE LA SCÈNE

INDICATEURS CLÉS

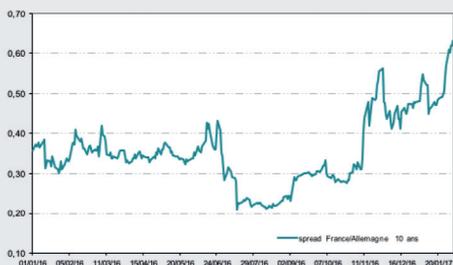
ECARTEMENT DU SPREAD FRANCE/ALLEMAGNE

Sur les 6 derniers mois, l'écart entre les taux allemands et français n'a cessé de se creuser, pour aboutir aujourd'hui à 65 points de base sur la maturité 10 ans. On peut distinguer 2 phases dans ce mouvement, la première au moment de l'élection de Donald Trump au début du mois de novembre, la seconde au mois de janvier de cette année. Au-delà du côté conjoncturel, on peut noter une tendance de fond qui provient de la moindre présence des acheteurs asiatiques et en particulier japonais depuis quelques mois.

Ceux-ci avaient toujours considéré la dette française, très liquide et bien notée, comme de la dette allemande avec un peu de spread, mais depuis que la BOJ a modifié sa politique de QE l'an passé, les taux long japonais (surtout à 30 ans) n'ont cessé de monter. Hors, plus ils montent, plus ils retrouvent de l'intérêt à l'acheter au détriment de la dette étrangère et notamment française.

Ensuite, la dette française a retrouvé une bonne liquidité sur son contrat futur, qui est redevenu un instrument de couverture très pratique, comme le contrat BTP sur la dette italienne pour couvrir le crédit, ce qui amplifie toujours les mouvements, dans un mois de janvier 2017 très chargé en émission d'OAT en primaire. Enfin, l'actualité politique de ce début d'année électorale semble donner le dernier élan à l'écartement, de par la forte couverture médiatique, même à l'étranger, qui trouve un écho très défavorable.

Spread France/Allemagne 10 ans



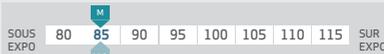
Source : CPRAM

TAUX ÉTATS-UNIS

INFLEXION PERCEPTIBLE

Le marché des Treasuries devrait finir par s'animer avec les premières décisions économiques du président Trump concernant la relance budgétaire et les baisses d'impôts. Les points morts d'inflation continuent de s'ajuster à la hausse et le marché du travail se tend de plus en plus. Le communiqué du FOMC du mois de février devrait une nouvelle fois pointer cette inflexion de la politique monétaire à venir. Sur le mois les taux 10 ans américains progressent de 11 bps à 2,45%.

85%

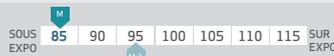
TAUX
US

TAUX EURO

LES TAUX LONGS POURSUIVENT LEUR REMONTÉE

Malgré les achats toujours aussi importants d'obligations souveraines de la part de la Banque centrale européenne les taux longs des obligations d'état européennes poursuivent leur ascension. Les perspectives d'amélioration conjoncturelle et le rebond de l'inflation qui avoisine les 1,9% en Allemagne expliquent ce mouvement. Par ailleurs les écarts de taux entre l'Allemagne et les pays d'Europe du Sud s'accroissent à nouveau y compris avec la France. Sur le mois les taux 10 ans allemands bondissent de 23 bps à 0,4336% alors que les taux italiens et espagnols progressent respectivement de 45 bps et de 21 bps à 2,26% et 1,598%.

85%

TAUX
EURO

ANALYSE À SUIVRE

MIDCAPs & OPA

Une fois n'est pas coutume, à l'heure où les investisseurs hésitent entre actions et obligations, les dirigeants d'entreprise ne partagent pas les mêmes états d'âme. La crise financière et les mutations économiques et sociétales sont en train de bouleverser le paysage concurrentiel et les business models de nombreux secteurs (automobile, e-commerce, banque, télécom, services aux collectivités...). Après avoir assaini leurs bilans, ces entrepreneurs profitent de leur trésorerie renouvelée et de l'effet de levier de la dette au regard du niveau historiquement bas des taux d'emprunt, pour faire leurs « emplettes » et se repositionner dans un paysage concurrentiel en transformation toujours plus rapide.

Dans l'univers des mid caps françaises, les occasions se sont multipliées. L'année 2016 a permis de réaliser 26 offres publiques. Avec la hausse du marché, les primes spots ont légèrement diminué à 26% versus 30% en 2015 ; à l'inverse, les primes calculées sur la moyenne des cours à 3 mois avant l'annonce de l'offre se sont nettement réduites.

D'un point de vue industriel, le secteur des technologies a été particulièrement dynamique en représentant environ 30% des transactions. En 2016, notre stratégie Middle Cap France a bénéficié d'opérations de rachat (Saft, Ausy, Cegid, Maurel et Prom).

Avec l'OPA de Safran sur Zodiac, également présents dans nos fonds France, la chasse est donc ouverte pour la saison 2017, et les cibles potentielles peuvent être classées en 4 catégories :

1. Un intérêt stratégique et industriel indéniable.
2. Un actionnaire majoritaire ou fondateur potentiellement vendeur (le fameux « âge du capitaine »).
3. Une restructuration technique du capital d'une société filiale.
4. Une valorisation boursière largement inférieure à celle des actifs de l'entreprise suscitant un caractère spéculatif.

La définition d'une liste de cibles est bien évidemment un art aléatoire et les « probabilités » de réalisation restent dépendantes du « tempo de marché » et du « tempo comptable et financier des conseils d'administration » mais également du tempo politique, au gré des élections...

Enfin, même si les ambitions en termes de fusions acquisitions sont toujours affichées en 2017, nous anticipons qu'elles le seront à un moindre niveau qu'en 2016, qui était lui-même à un niveau inférieur à celui de 2015. Nous remarquons que l'OPA sur Zodiac ne se paye pas totalement en cash, mais partiellement en titres. C'est un signal faible à suivre.

ACTIONS ÉTATS-UNIS

LA HAUSSE S'ESOUFFLE

Aux Etats-Unis, les décisions prises par le nouveau président ne semblent pas pour l'instant inquiéter les opérateurs. Trump fait ce qu'il a promis durant la campagne. Pour autant il n'a encore rien dévoilé sur son programme économique, notamment tout ce qui a trait au plan de relance budgétaire et fiscale. Les statistiques économiques néanmoins restent bien orientées même si la croissance du PIB a ralenti au quatrième trimestre sous l'effet du ralentissement des exportations. Le PIB annuel 2016 finit en hausse de +1,6% seulement. Sur le mois le S&P 500 clôture en baisse de -0,56% en euros après avoir touché les 2300 points. Le dollar recule de plus de 2% sur la période face à l'euro.

1.00%

ACTIONS US



ACTIONS EURO

ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN ZONE EURO

En zone euro, le début d'année est prometteur. La confiance se redresse, les enquêtes montrent toutes une accélération de la croissance au cours du dernier trimestre de l'année portée par la France et l'Espagne. La croissance annuelle du PIB européen ressort à 1,8% pour l'année 2016, supérieure à la croissance américaine. Malgré ces statistiques encourageantes les investisseurs s'inquiètent de l'incertitude politique en Italie, des annonces de Trump sur la politique commerciale et sur la mise en œuvre du Brexit dès mars prochain. Sur le mois le MSCI EMU cède -0,99%.

1.05%

ACTIONS EUROPE



ACTIONS ASIE

STABILISATION DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

En Chine, la croissance s'affiche à un plus bas de 6,7% en 2016. Pékin aura néanmoins réussi à stabiliser son économie. La consommation devrait rester le moteur principal de la croissance. Cette dernière contribue aujourd'hui à près de 70% du PIB. Mais attention à l'accélération du crédit qui permet de maintenir l'activité au détriment de la mise en place des réformes indispensables. Au Japon, l'optimisme semble être de retour. Les enquêtes d'activité se redressent peu à peu avec plusieurs indicateurs macro-économiques à des pics de plus d'un an. Les exportations par exemple progressent fortement sur le dernier mois de l'année, une première depuis 15 mois. Sur le mois le Topix progresse de +1,31% et le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon finit en hausse de +3,26% porté par la hausse des prix des matières premières.

1.05%

ACTIONS ASIE



LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN JANVIER 2017

RAPPEL À FIN
JANVIER 2017

1 > 55% 2 > 25% 3 > 20%

50% SCÉNARIO CENTRAL : MEILLEURE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE SOUTENUE PAR L'ECONOMIE U.S

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 se maintient en zone euro. Remontée des taux directeurs aux Etats-Unis (1%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux Etats-Unis (2,70%) et en zone euro (0,55%). Légère remontée au Japon (0,1%). Hausse des bourses : 2,5% aux Etats-Unis et 5% au Japon, en zone euro et dans les pays émergents. La parité EUR-USD baisse à 1,05.



30% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : TENSIONS INTERNES ET/OU EXTERNES DUES À M. TRUMP

Après l'accélération de l'économie américaine en fin d'année, les premières désillusions apparaissent sur les marchés financiers. Remontée des taux directeurs aux Etats-Unis (1%), stabilité 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 (0,75%). Baisse des actions avec -10% aux Etats-Unis et en zone euro, -5% au Japon, -12,50% pour l'Asie émergentes et -15% sur la zone Amérique du Sud. La parité EUR-USD remonte à 1,07.



20% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : RISQUES POLITIQUES EN EUROPE

Les risques politiques demeurent en Europe, avec notamment des inquiétudes sur la situation des banques italiennes et sur les élections aux Pays-Bas. Remontée des taux directeurs aux Etats-Unis (1%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des taux longs en zone euro (0%), stabilité aux Etats-Unis (2,40%) et au Japon (0%). Les bourses réagissent différemment selon les zones : stabilité aux Etats-Unis (0%), hausse au Japon et pays émergents (2,5%), baisse en zone euro (-12,5%). Baisse de l'EUR-USD à la parité.



PERFORMANCES AU 25.01.2017

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

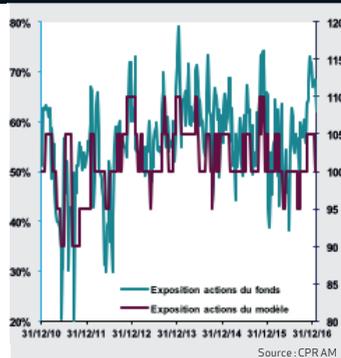
	Depuis le 31.12.16			Niveau au 25.01.17	
	sur 1 an	sur 5 ans			
États-Unis	0,05 %	0,54 %	1,59 %	0,75 %	Taux directeur
	-0,69 %	-2,21 %	9,33 %	2,52 %	Taux 10 ans
	1,10 %	18,58 %	39,34 %	307	High Yield US
	1,84 %	-0,76 %	-17,20 %	1,07	Euro/\$
	2,66 %	22,44 %	73,32 %	2 298	SP 500
Europe	0,00 %	0,01 %	1,63 %	0,00 %	Taux directeur
	-1,86 %	1,70 %	28,52 %	0,47 %	Taux 10 ans
	0,86 %	10,38 %	57,69 %	314	High Yield Europe
	1,08 %	10,81 %	37,38 %	3 326	DJ EuroStoxx 50
Japon	-0,30 %	11,38 %	114,52 %	19 058	Nikkei 225

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 50 % de proba.	ALTERNATIF 1 30 % de proba.	ALTERNATIF 2 20 % de proba.
Taux directeur	1,00 % ▲	1,00 % ▲	1,00 % ▲
Taux 10 ans	2,70 % ▲	3,00 % ▲	2,40 % ▲
High Yield US	305 ▼	375 ▲	330 ▼
Euro/\$	1,05 ▼	1,07 ▼	1,00 ▼
SP 500	2,50 % ▼	-10,00 % ▼	0,00 % ▼
Taux directeur	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
Taux 10 ans	0,55 % ▼	0,75 % ▲	0,00 % ▼
High Yield Europe	310 ▼	355 ▼	400 ▼
DJ EuroStoxx 50	5,00 % ▲	-10,00 % ▼	-12,50 % ▼
Nikkei 225	5,00 % ▲	-5,00 % ▼	2,50 % ▲

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Les investisseurs restent partagés en ce début d'année. D'un côté des indicateurs économiques mieux orientés, avec une reprise de l'inflation, de l'autre côté des risques politiques (Europe, US) qui dominent les échanges en fin de mois. Dans ce contexte, en termes d'allocation d'actifs, nous maintenons toujours notre stratégie de reflation et privilégions les actions par rapport aux obligations. Du côté des entreprises, la saison des publications des résultats bat son plein notamment outre-Atlantique. Le démarrage se passe bien avec des croissances positives dans toutes les régions et une majorité d'entreprises publiant des chiffres supérieurs aux attentes. Au sein des actions, nous avons augmenté notre exposition aux actions japonaises notamment pour bénéficier de l'amélioration du momentum macroéconomique et microéconomique. La zone euro reste bien présente dans nos portefeuilles. Des positions de couverture ont néanmoins été initiées pour tenir compte des scénarios de risques que sont les incertitudes politiques en Europe et l'apparition probable de tensions en raison des velléités protectionnistes de Trump. La sensibilité obligatoire du portefeuille reste très faible. Nous maintenons nos expositions au crédit Haut rendement et à la thématique point mort d'inflation. Sur le mois le MSCI world finit quasi inchangé. Seul les indices émergents et le marché japonais progressent. Les taux des obligation souveraines se tendent partout notamment en Europe avec un écartement des spreads entre l'Allemagne et les pays du sud.



Source : CPR AM

ACTIONS THEMATIQUES

CPR AM LANCE CPR INVEST - GLOBAL DISRUPTIVE OPPORTUNITIES
RETOUR SUR UN PHÉNOMÈNE EN ACCÉLÉRATION : LA DISRUPTION

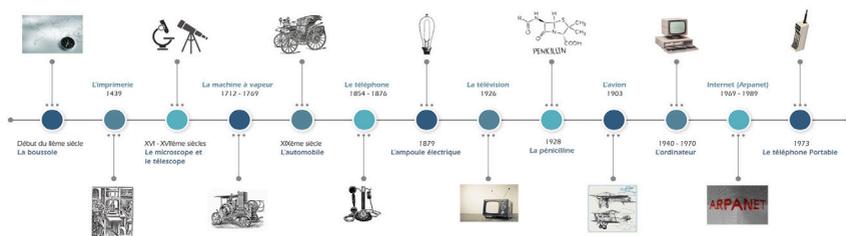
RECEMMENT THÉORISÉ, LE PHÉNOMÈNE DE "DISRUPTION" SE DÉFINIT COMME UN PROCESSUS PAR LEQUEL UN PRODUIT, UN SERVICE OU UNE SOLUTION VIENT PERTURBER LES RÈGLES SUR UN MARCHÉ DÉJÀ ÉTABLI. LES PROGRÈS TECHNOLOGIQUES MAIS AUSSI LA GLOBALISATION DES ÉCHANGES ET LES CHANGEMENTS DÉMOGRAPHIQUES CONTRIBUENT DÉSORMAIS À SA DIFFUSION À TOUS LES SECTEURS DE L'ÉCONOMIE.

C'est un processus sans fin. Le concept de «disruption» n'a que quelques années d'existence, et pourtant, c'est un phénomène qui a jalonné l'histoire. S'il n'a été conceptualisé que récemment, c'est grâce à l'accélération technologique que connaît le monde depuis peu. Internet, objets connectés, robotique, voiture autonome, impression 3D... Les dernières grandes innovations présentent la particularité d'avoir proliféré avec une célérité sans précédent et bouleversé profondément nos modes de vie, de consommation et de travail, émettant de la réalité du processus en cours.

Phénomène intangible au départ, sa matérialisation progressive et de plus en plus évidente a nécessité de le définir en soi. Introduite en 1997, la notion de «disruption» a été théorisée par le professeur Clayton Christensen qui la définit comme un processus économique par lequel un produit ou un service innovant vient perturber l'ordre établi d'un marché. IBM en a été un des premiers exemples en démocratisant, dans les années 80, l'usage des ordinateurs jusqu'alors réservé à un petit nombre. « Mais la définition originelle est assez restrictive, nuance Thomas Page-Lecuyer, stratégeste chez CPR AM.

Suivant ses critères, l'entreprise dite « disruptive » d'un point de vue académique doit être une start-up dépositaire d'un nouveau modèle et moins cher. Elle doit attaquer par le bas un marché où les leaders ne répondent pas aux attentes de certains clients, dits « oubliés ». Enfin, elle bénéficie d'un accélérateur technologique lui permettant de monter rapidement en gamme ». En s'en tenant à la stricte définition de Clayton Christensen, des sociétés considérées aujourd'hui comme « disruptives » à l'image d'Apple, de Tesla ou encore d'Uber ne le seraient pas. Pourtant, leur innovation, leur modèle économique ou encore leurs services ont constitué des ruptures indiscutables qui ont totalement bousculé les habitudes de consommation. « Ces entreprises ont bien saisi la différence entre innovation incrémentale, qui ne consiste qu'à optimiser l'existant, et innovation de rupture qui consiste à changer toute l'approche de consommation », détaille Thomas Page-Lecuyer.

A l'épreuve des faits, la disruption peut se synthétiser plus largement par l'avènement d'une solution plus simple, plus intelligente, plus pratique, moins onéreuse et naturellement adoptée par le consommateur. Dans ce prolongement, le concept tient globalement à la substitution d'un modèle économique par un autre, intégrant la notion schumpétérienne de « destruction créatrice », phénomène séculaire dont l'histoire compte de nombreux exemples. Parmi tant d'autres, la monnaie, la charrue, l'imprimerie, la pénicilline, l'ampoule, l'avion, la télévision seraient en soi des innovations disruptives. Les révolutions agricoles du XVIIIème et du XVIIIème siècles et industrielle du XIXème siècle - tout comme aujourd'hui, celle du numérique - s'apparentent également à des grandes phases de disruption.



Source: CPR AM

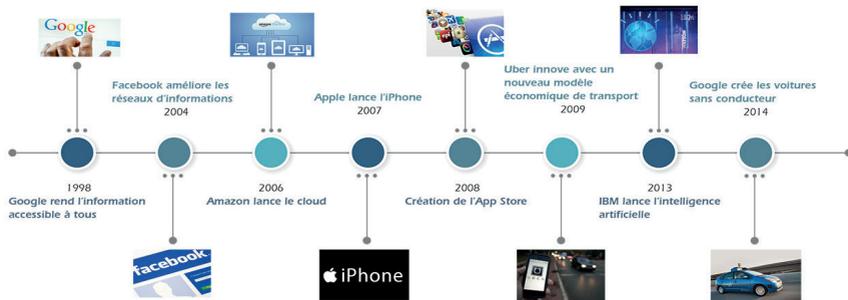
Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.

« Historiquement, c'était une tendance insaisissable, un phénomène de long terme où les mutations couraient sur cent, cent cinquante ans et n'étaient donc pas ressenties par une même génération, souligne Alexandre Janssen, responsable de l'innovation chez Deloitte EMEA. C'est véritablement le développement technologique des trente dernières années qui a permis une accélération du phénomène et donc sa conceptualisation ».

La singularité de la disruption actuelle tient avant tout à la célérité avec laquelle elle s'opère. Comme l'a souligné Mark Zuckerberg, co-fondateur et président-directeur général de Facebook, deux tiers des objets et produits consommés aujourd'hui n'existaient pas il y a vingt ans. Si l'innovation technologique est le principal moteur de cette accélération exponentielle, celle-ci tient aussi à la conjonction d'autres facteurs. La globalisation des échanges, l'évolution démographique et les défis environnementaux participent également de cette tendance. Précisément parce qu'elle repose sur plusieurs forces, la mutation actuelle présente la caractéristique d'être protéiforme. Contrairement à la révolution industrielle par exemple - dont les répercussions directes ont essentiellement concerné les modes de production -, celle en cours bouleverse aussi les habitudes de vie et de consommation. Sans conteste, l'aspect le plus familier de ce changement est technologique. « L'avènement de l'Internet, l'essor du numérique et du digital ont permis la dématérialisation d'un certain nombre de biens et de services, constate Alexandre Janssen. Mais les applications et les plateformes qui ne concernaient jusqu'ici que certains secteurs tendent désormais à se diffuser à tous les domaines ». Apple qui avait ainsi « disrupté » au début des années 2000 le marché musical avec iTunes, s'attèle à présent à la collecte de données relatives à la santé. Le processus se généralise donc de façon irréversible. Hier la musique, aujourd'hui la banque, le transport, la restauration ... Et pourquoi pas demain l'éducation ?

« A terme, l'enjeu pour des groupes comme Apple, Facebook, Google, Amazon et autres va consister à devenir les leaders dans la connexion et la gestion de toutes les plateformes de data », préjuge déjà Alexandre Janssen.

La disruption en cours façonne d'ores et déjà le monde à venir. Au cœur de cette dynamique, les disrupteurs d'aujourd'hui seront sûrement les disruptés de demain. Le processus est néanmoins irrémédiable. La disruption est partout et concerne tout le monde. L'intérêt économique de cet univers en devenir est conséquent mais il n'est pas toujours délimité de façon évidente. « Notre approche a permis de synthétiser le phénomène en quatre dimensions, résume Wesley Lebeau et Estelle Ménard, respectivement gérant du fonds CPR Invest - Global Disruptive Opportunities et responsable adjointe de la gestion thématique chez CPR AM. Nous avons ainsi distingué l'économie digitale, l'industrie 4.0, la planète ainsi que la santé & les sciences de la vie ». L'aspect disruptif de la première se définit par le partage du savoir, le gain de temps, la réduction des coûts et le rapprochement des hommes. La deuxième tient au fait de produire et de distribuer de manière efficace et intelligente. La troisième relève de la régénération des ressources naturelles et de la production des énergies vertes. Enfin, la dernière se résume à l'amélioration de la recherche médicale pour augmenter la qualité et l'espérance de vie.



Source: CPRAM

CONVERTIBLES

RETOUR SUR 2016, PERSPECTIVES 2017



Julien Levy-Kern
Responsable gestion convertibles & volatilité



Esther Dreyfuss
Gérante diversifiée, obligations convertibles & volatilité



Jean-Thomas Heissat
Spécialiste produits

DIVERSIFICATION OBLIGATAIRE 2017 : QUELS SONT LES ATOUTS DES CONVERTIBLES EUROPÉENNES ?

QUEL EST LE BILAN 2016 DE LA CLASSE D'ACTIFS ?

Le bilan 2016 est mitigé. La performance des convertibles européennes, proche de zéro, a été décevante au regard d'actifs obligataires comme le crédit « high yield » (+8%) ou même la dette souveraine de la zone euro (+3%). Elle est tout juste passable face aux actions européennes qui progressent de 2%, grâce à 3,5% de dividendes.

En cause, la baisse de valorisation. Entamée fin 2015, elle s'est poursuivie en 2016. Après avoir atteint un point bas juste après le choc lié au Brexit, elle s'est un peu reprise mais au final la volatilité implicite moyenne a perdu 4 points sur l'année. Cette baisse s'explique en partie par des rachats importants sur la classe d'actifs tout au long de l'année.

QUELLES ONT ÉTÉ LES GRANDES TENDANCES EN 2016 ?

On a eu sur le marché primaire un retour des émissions IG, surtout par le biais d'émissions non-dilutives. Il s'agit pour des grandes sociétés d'acheter aux banques des calls sur leur sous-jacent tout en émettant des convertibles de même maturité et non convertibles avant échéance sauf évènement particulier. Ces émissions sont souvent opportunistes et un peu surévaluées, émises à taux actuariel nul / négatif et une prime nette élevée. Mais, elles permettent à la classe d'actif d'être plus exposée à certains secteurs comme la défense (Airbus), l'énergie (BP, TechnipFMC).

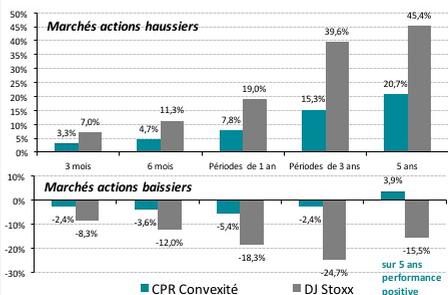
Sur le marché secondaire, ce sont principalement les « mid-caps » qui ont bien performé à la fois grâce au resserrement des spreads de crédit HY, à leur portage élevé, mais aussi grâce au rebond des sous-jacents (principalement « value ») dès la mi-juillet. Les valeurs immobilières, après avoir

bénéficié de la baisse des taux, ont sous-performé sur le second semestre. Hors immobilier, les valeurs impactées par le Brexit ont vite rattrapé leur retard.

COMMENT S'EST COMPORTE CPR CONVEXITÉ ?

CPR Convexité a réalisé une performance nette de +0,4% contre -0,2% pour l'indice Exane ECI Euro. Le fonds est resté surpondéré sur le delta action autour de 105 à 110%. Il a bénéficié d'un repositionnement rapide sur le secteur de l'énergie et matières premières dès la fin du premier trimestre. Suite à l'élection de D. Trump, nous avons joué la thématique infrastructure via des valeurs exposées aux US. Nous sommes restés très sous-pondérés sur le moteur taux (80%), à tort en début d'année mais bénéfique sur la fin.

Performance moyenne de CPR Convexité vs DJ Stoxx périodes glissantes depuis 1996 au 30/12/16



Source : CPR AM

QUELLES SONT VOS PERSPECTIVES POUR 2017 ?

L'horizon semble se dégager sur la macroéconomie en Europe, avec une accélération au Q4 qui semble perdurer. Les bénéficiaires des entreprises sont attendus en hausse et pourraient même surprendre positivement, ce qui profiterait aux actions. Toutefois, il faudra rester sélectif.

La rotation sectorielle amorcée au 2ème trimestre avec un rattrapage des valeurs « value » au détriment des valeurs « croissance » est déjà avancée.

La hausse des taux devrait se poursuivre à un rythme graduel. Les spreads de crédit se sont déjà bien resserrés, et seul le portage reste intéressant. Dans cet environnement, les obligations convertibles devraient tirer leur épingle du jeu. Historiquement, elles ont bien performé grâce au moteur action lors de phases de hausse de taux dans un contexte de croissance.

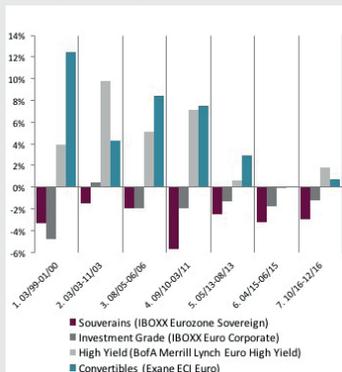
De plus, elles ont une durée moyenne de 2,3, bien inférieure à aux indices crédit classiques (>6,5), et souffriront ainsi moins en cas de hausse de taux. Les valorisations sont aujourd'hui à un niveau correct et il reste des opportunités, malgré quelques noms IG déjà chers. Toutefois, ce scénario pourrait être mis à mal par les incertitudes politiques. En effet, le calendrier électoral sera chargé cette année en Europe (Pays-Bas, France, Allemagne, peut-être Italie).

Il faudra être vigilant à la montée des populismes. Les négociations du Brexit pourraient également être plus difficiles que prévues. Enfin, l'incertitude est grande quant aux mesures que prendra M Trump et leurs impacts. Tout ceci nous promet des épisodes de volatilité à venir, peu valorisés par les marchés.

ET VOS CONVIXIONS SUR LES CONVERTIBLES POUR 2017 ?

Avec un delta moyen autour de 40%, le gisement convertible profitera au maximum de son effet convexité. Il est relativement bien réparti d'un point de vue sectoriel, en dehors du secteur bancaire et des médias. De plus, il devrait croître en 2017. Le marché primaire a ainsi démarré l'année avec 4 émissions, ce qui est tout à fait correct pour un mois de janvier. De plus, la remontée des taux sera favorable à un marché actif. Le calendrier de remboursement est lui moins chargé au regard des 2 dernières années. La valorisation a eu tendance à baisser sur quelques noms IG en janvier croisant certains excès.

Comportement des différentes classes d'actifs obligataires en période de hausse de taux



Source: Bloomberg, CPR AM

1. Bulle technologique
2. Normalisation du cycle monétaire euro
3. Bulle crédit
4. Crise souveraine
5. Tapering US
6. Normalisation du cycle monétaire US
7. Election présidentielle

CPR CONVEXITÉ - PROFIL DE RISQUE*

Risque de perte en capital : oui
 Risque actions: oui
 Risque taux/crédit: oui
 Risques de change: résiduel
 Risque de contrepartie: oui
 Échelle de risques selon DICI**: 5/7
 Durée minimum de placement recommandée: 4 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.