

# NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - AVRIL 2017

INFO  
DU  
MOIS

## LES CAPRICES, C'EST NORMAL ! ENFIN JUSQU'À 7 ANS...

Il arrive un moment dans la vie de jeunes parents où leur bambin, si calme et si gentil d'ordinaire, fait de l'affirmation de soi un objectif prioritaire. Cette étape, fondamentale dans la construction du moi, ne se fait malheureusement pas sans heurt. En effet, l'enfant ne dispose ni des éléments d'analyse ni du recul nécessaire pour appréhender sereinement la réalité. Et si d'aventure les parents refusent d'assouvir le désir soudain et impérieux de leur progéniture : c'est le drame. Les muscles de l'enfant se tendent, ses mâchoires se crispent, il éprouve de la frustration. Incapable de verbaliser son mal être, cette chère « tête blonde », va manifester avec force son mécontentement devant ce qu'elle considérera être un acte abusif d'expression primaire de l'autoritarisme parental ! Après avoir tenté de négocier, l'enfant menace, crie, pleure, en un mot il fait un caprice. En s'opposant ainsi à ses parents, l'enfant découvre la différence entre le « principe de plaisir » et le « principe de réalité ». Il intériorise progressivement un certain nombre de règles sociales et d'impératifs moraux. Fréquents entre 1 et 3 ans, les caprices s'estompent ensuite, disparaissant progressivement après l'âge de raison. Il est donc surprenant de voir un grand enfant de 70 ans découvrir qu'en dépit de son poste à hautes responsabilités, il n'est pas le centre du monde. Encore plus rare de l'entendre, ou plutôt de le lire, tempêter et menacer les congressistes de son parti qui n'ont pas les mêmes désirs (comprendre avis) que lui.

Le refus par le congrès de voter l'abrogation de l'Obamacare illustre parfaitement notre scénario de « tensions internes et externes aux Etats-Unis » (20% de probabilité). Scénario qui pourrait avoir des conséquences assez désastreuses tant sur les actions que sur les marchés de taux. Parallèlement le nouveau président pourrait intégrer progressivement ses limites et s'adapter. Dans ce scénario d'apaisement (60%), tout se passerait pour le mieux sur les marchés actions, et les marchés obligataires baisseraient de manière mesurée. Plus transversal, notre troisième scénario (20%) fait état des tensions politiques que nous pourrions rencontrer en Europe. L'imminence de l'élection présidentielle en France et l'incertitude quant aux candidats encore en lice font craindre le pire tant sur les marchés actions que sur les marchés obligataires de la zone.

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



INNOVER  
POUR LA  
PERFORMANCE

EUROPE

233

milliards d'euros

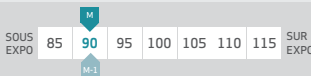
Montant total du LTRO  
dont 20% pour les banques italiennes.

Source BCE

## NIVEAUX D'EXPOSITION en %

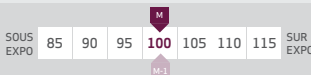
90%

TAUX



100%

ACTIONS



## DANS CE NUMÉRO

### CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

#### JAPON : UNE ÉCLAIRCIE AU PAYS DU SOLEIL LEVANT

Laetitia Baldeschi

Co-Responsable des Études et de la Stratégie

### ANALYSE EUROPE / ÉTATS-UNIS

#### LE RISQUE DE LIQUIDITÉ SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES DANS LE CONTEXTE DE REMONTÉE DES TAUX US

Aude Lerivain

Responsable de l'Analyse et de la Stratégie Crédit

### ACTIONS INTERNATIONALES

#### L'APPROCHE MULTI FACTEURS DE CPR AM : CPR GLOBAL EQUITY ALL REGIME

Rodolphe Taquet

Responsable Actions Internationales

Seiha Lok

Gérant Actions Internationales

## ACTUALITÉ

### CPR CROISSANCE RÉACTIVE

BIENTÔT\*



\* LE 18 AVRIL 2017



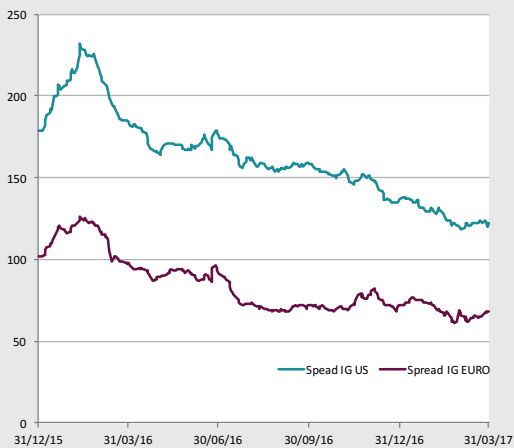
Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF. Les commentaires et analyses expriment la stratégie globale de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Son application est adaptée à chaque portefeuille afin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

## INDICATEURS CLÉS

### LA CONVERGENCE DES TENDANCES SUR LES SPREADS EST-ELLE AMENÉE À DURER ?

Sur le marché des actions, il est communément admis que les titres européens sont décotés par rapport aux américains. Or sur le marché du crédit c'est l'inverse ! En effet, les spreads de crédit IG euro sont plus faibles que les spreads de crédit IG américains, et cela malgré une meilleure dynamique de croissance aux États-Unis. Depuis un an, les spreads des obligations d'entreprises américaines ont largement surperformé ceux des obligations d'entreprises européennes. Ce mouvement est-il pérenne, cette convergence des tendances sur les spreads est-elle amenée à durer ? Tout d'abord, il faut rappeler que la politique de QE de la BCE a fortement compressé les valorisations des spreads IG euro et maintenu artificiellement les prix élevés. Même si les fondamentaux microéconomiques sont sains en zone euro, le rendement est très peu attrayant. Nous pensons que le risque idiosyncratique ainsi que la faible liquidité sont mal rémunérés. Coté US, nous sommes un peu plus positifs. Les rendements restent élevés au regard d'autres classes d'actifs. Même si les entreprises ont plus de levier financier, la dynamique de croissance y est meilleure. Pour nous, le facteur de risque à surveiller reste celui d'une pression haussière sur les taux US, entraînant des prises de profits sur l'ensemble des classes d'actifs obligataires américaines. En d'autres termes, nous sommes sous-pondérés sur les spreads euro, et nous sommes neutres sur les spreads US. Nous pensons donc que ce mouvement de convergence devrait continuer 3 à 6 mois.

VERS UNE CONVERGENCE DES SPREADS IG EURO / US ?



Source CPRAM

## TAUX ÉTATS-UNIS

### LA FED CONFIRME

La banque centrale américaine a procédé comme attendu à une hausse de ses taux directeurs d'un quart de point. Le discours qui a suivi a été plutôt bien accueilli par les investisseurs, la présidente de la banque centrale ne faisant aucune allusion à une accélération à venir du resserrement monétaire. Sur le mois, les taux 10 ans américains restent stables à 2,38%.

90%

TAUX US

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

## TAUX EURO

### VERS UNE HAUSSE EN EUROPE ?

Les résultats de l'élection hollandaise ont apaisé les craintes des opérateurs boursiers. La victoire des conservateurs a été un soulagement. En revanche, les taux pourraient être revus à la hausse avant la fin du programme de rachats d'actifs en Europe. Les ministres des finances ont laissé la porte entrouverte à cette éventualité lors du sommet du G20, même si M. Draghi a clairement indiqué que les pressions inflationnistes apparues récemment étaient temporaires. Sur le mois, les taux 10 ans allemands progressent de 12 bps à 0,328% et les taux italiens montent de 23 bps à 2,318%. Les taux 10 ans espagnols restent stables à 1,66%.

90%

TAUX EURO

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

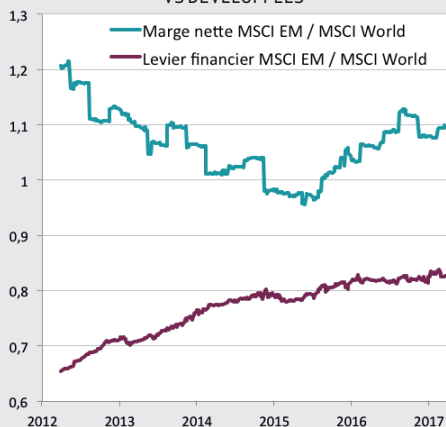
## ANALYSE À SUIVRE

## LE REBOND DES ACTIONS ÉMERGENTES EST-IL SOUTENABLE ?

Avec une hausse de près de 10% et une collecte nette de 9mds de dollars depuis le début de l'année, les actions émergentes devançant une nouvelle fois les pays développés (+3,3%). Malgré cette hausse, le marché reste relativement peu cher (prix sur bénéfice de 12x). Les interrogations des investisseurs sur la capacité de Trump à mener ses politiques économique et étrangère pèsent sur le dollar (-4% contre un panier de devises en 2017), et est favorable aux marchés émergents. En Chine, les bons chiffres macroéconomiques continuent de rassurer (PPI au plus haut depuis 2011 et profits du secteur industriel en progression sur les 2 premiers mois de l'année).

Sur le plan micro, le redressement de la rentabilité des fonds propres (après 6 ans de baisse) se poursuit, aidé par la croissance des marges nettes, l'efficacité opérationnelle. La prévision de croissance des bénéfices 2017 a été fortement revue à la hausse avec un pic à 17% à fin mars (13% en début d'année). La croissance aux États-Unis profite aux pays exportateurs, confirmée par les bons résultats des entreprises coréennes et taiwanaises au T4 2016. En Corée, la croissance a été revue au plus haut depuis 2009. Cependant, certains pays restent sensibles aux variations des prix du pétrole (-12% depuis le début de l'année). Une hausse rapide des taux US pourrait également être préjudiciable à court-terme bien que le marché anticipe pour l'instant une hausse graduelle.

MARGE NETTE ET LEVIER ACTIONS ÉMERGENTES VS DÉVELOPPÉES



Source PMS - Factset

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## NEW YORK EN DOUTE

Les opérateurs boursiers se sont focalisés, ce mois-ci, sur le vote concernant la réforme de santé souhaitée par Donald Trump. Cette réforme, faute de nombre de votes suffisants, a été reportée. C'est un nouveau camouflet pour le président américain dont la capacité à faire passer ses réformes au Congrès est sérieusement mise en doute. Sur le mois, le S&P 500 clôture en baisse de 0,58%. Le dollar quant à lui baisse de plus de 0,71% sur la période face à l'euro.

90%

ACTIONS  
US

## ACTIONS EURO

## ACCÉLÉRATION DE LA HAUSSE

Les actions de la zone euro semblent profiter à plein à la fois de la dynamique économique du moment et de la baisse de la perception du risque politique. La stabilisation des taux d'emprunt d'États et celle du dollar américain ont entraîné un regain d'appétit pour cette zone délaissée depuis plus de cinq ans maintenant par les investisseurs étrangers. Sur le mois, le MSCI EMU progresse très fortement de plus de 5,4%, se rapprochant de ses plus hauts d'avril 2015.

110%

ACTIONS  
EUROPE

## ACTIONS ASIE

## RELÈVEMENT DE TAUX EN CHINE

La banque de Chine a relevé ses taux pour la troisième fois en quelques mois, afin de soutenir le yuan, une augmentation qui n'a pas fait réagir les marchés plus que cela. Au Japon, l'augmentation des exportations stimule l'activité des usines. Le taux de chômage baisse encore mais les salaires ne progressent pas pour autant, repoussant une nouvelle fois l'atteinte de l'objectif d'inflation annuelle de +2%. Sur le mois, le Topix cède 0,81% et le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon finit en hausse de 2,41%.

105%

ACTIONS  
ASIE

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

RAPPEL À FIN  
FÉVRIER 2017

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

#### 60% SCÉNARIO CENTRAL : BONNE 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 se maintient en zone euro.

Taux directeurs : remontée aux Etats-Unis (1,25%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux Etats-Unis (2,7%), au Japon (0,1%) et en zone euro (0,6%). Actions : +2,5% aux Etats-Unis, au Japon et dans les pays émergents, +7,5% en zone euro. La parité EUR-USD reste stable à 1,07.



#### 20% 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.

Taux directeurs : remontée aux Etats-Unis (1,25%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : hausse aux Etats-Unis (3%), au Japon (0,1%) et en zone euro (0,8%). Actions : -10% aux Etats-Unis, au Japon, en Europe et pour l'Asie émergente, -12,5% sur la zone Amérique latine. La parité EUR-USD remonte à 1,10.



#### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : RISQUE POLITIQUE EN EUROPE

Les risques politiques demeurent en Europe, avec notamment des inquiétudes sur les banques italiennes, les élections en France et la notification de l'article 50 par le Royaume-Uni.

Taux directeurs : maintien aux Etats-Unis (1%) et en zone euro (0%) et baisse au Japon (0%). Taux longs : baisse aux Etats-Unis (2%), au Japon (0%) et en zone euro (-0,2%). Actions : -2,5% aux Etats-Unis et au Japon, -5% dans les pays émergents et -15% en zone euro. L'EUR-USD baisse à 0,95.



### PERFORMANCES AU 22.03.2017

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

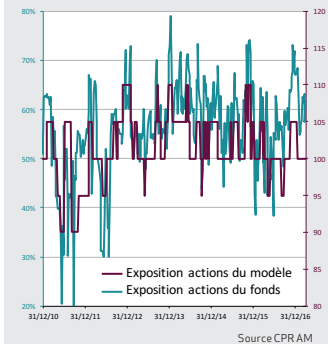
	Depuis le 31.12.16			Niveau au 22.03.17	
	sur 1 an	sur 5 ans			
<b>États-Unis</b>	0,18 %	0,58 %	1,67 %	1,00 %	Taux directeur
	0,68 %	-1,70 %	12,85 %	2,40 %	Taux 10 ans
	1,05 %	11,90 %	36,20 %	337	High Yield US
	2,41 %	-3,79 %	-18,14 %	1,08	Euro/5
	4,90 %	14,57 %	68,62 %	2 348	SP 500
<b>Europe</b>	0,00 %	0,00 %	1,47 %	0,00 %	Taux directeur
	-1,20 %	-0,14 %	28,28 %	0,41%	Taux 10 ans
	1,47 %	8,11 %	48,85 %	328	High Yield Europe
	3,96 %	12,11 %	35,19 %	3 421	DJ EuroStoxx 50
<b>Japon</b>	-0,38 %	11,69 %	88,02 %	19 041	Nikkei 225

### PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 60 % de proba.	ALTERNATIF 1 20 % de proba.	ALTERNATIF 2 20 % de proba.
Taux directeur	1,25 % ▲	1,25 % ▲	1,00 % ►
Taux 10 ans	2,70 % ▼	3,00 % ▲	2,00 % ▼
High Yield US	305 ▼	400 ▲	375 ▼
Euro/5	1,07 ▼	1,10 ▲	0,95 ▼
SP 500	2,50 % ▲	-10,00 % ▼	-2,50 % ▼
Taux directeur	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
Taux 10 ans	0,60 % ▼	0,80 % ▲	-0,20 % ▼
High Yield Europe	320 ▼	400 ▲	425 ▼
DJ EuroStoxx 50	7,50 % ▲	-10,00 % ▼	-15,00 % ▼
Nikkei 225	2,50 % ▲	-10,00 % ▼	-2,50 % ▼

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

Une fin de premier trimestre marquée par la remontée des marchés actions de la zone euro après une baisse perceptible du risque politique et une amélioration certaine de la situation économique mise en avant par la BCE elle-même. Les résultats d'entreprises ont été de bonne facture et augurent pour la première fois depuis 5 ans d'une croissance bénéficiaire qui ne serait pas remise en cause et qui tournerait autour de 14% en 2017 pour les actions de la zone euro. Sur le mois, le MSCI world finit en très légère hausse de 0,48%. Les difficultés du président Trump à faire passer l'abrogation de l'Obamacare sèment le doute sur la capacité de ce dernier à mettre en place les réformes annoncées lors de la campagne présidentielle. D'un autre côté, le discours de la BCE sur la croissance et l'inflation rassuré. Les taux d'emprunts d'États sont restés stables aux Etats-Unis tandis qu'ils ont progressé en zone euro de 20 bps en moyenne à l'exception des taux espagnols. Sur les allocations, nous avons fortement augmenté nos expositions aux actions de la zone euro au détriment des actions américaines. L'exposition émergente est restée stable autour des 5% et la diversification obligatoire a été maintenue sur les thématiques inflation et high yield. La sensibilité du portefeuille a été néanmoins relevée pour tenir compte des incertitudes politiques présentes.



## CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

### JAPON : UNE ÉCLAIRCIE AU PAYS DU SOLEIL LEVANT



**Laetitia  
Baldeschi**

Co-Responsable  
des Études et de la  
Stratégie

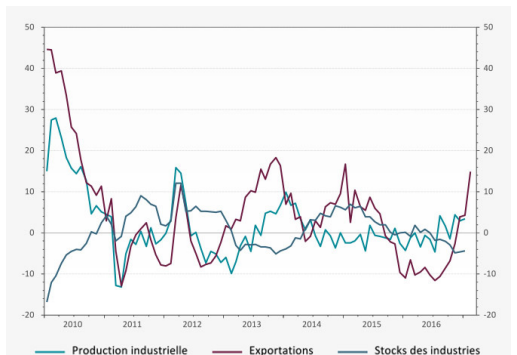
#### LES STATISTIQUES PLUS POSITIVES SE MULTIPLIENT. EST-CE LE SIGNE D'UNE AMÉLIORATION DURABLE DE L'ÉCONOMIE JAPONAISE ?

Depuis la fin de l'été 2016, les exportations japonaises ont commencé à reprendre des couleurs, bénéficiant de la stabilisation de la croissance chinoise dans un premier temps, puis des effets d'un nouvel affaiblissement du yen suite aux nouvelles mesures d'assouplissement monétaire prises en septembre, affaiblissement amplifié par l'élection de M. Trump en novembre. Cette amélioration de la demande extérieure se traduit, dans un premier temps, par une réduction des stocks dans l'industrie puis un redémarrage de la production (graphique 1). Les entreprises manufacturières exportatrices constatent une amélioration sensible de leurs perspectives, qui explique la progression du marché d'actions. Les premiers indicateurs de redressement des dépenses d'investissement apparaissent, avec pour finir un investissement en équipement en progression de 0,9% sur le dernier trimestre 2016, confirmant la tendance récente des commandes mensuelles de machines. La croissance du PIB finit l'année 2016 en hausse de 1,6% sur un an, alors même que le potentiel de croissance est évalué à 0,8% par le gouvernement. Mais des inquiétudes sur la pérennité de cette reprise persistent.

#### QUELLES SONT CES INQUIÉTUDES ?

Toute la première phase de redémarrage de l'économie japonaise a fonctionné au mieux. En revanche, et c'est là le sujet d'inquiétude, on ne voit pas de relais de croissance par la demande des ménages. Difficile dans ces conditions d'envisager une croissance solide et durable. En effet, lourdement affectée par la hausse de la TVA en avril 2014, la consommation des ménages n'a toujours pas retrouvé un rythme de croissance satisfaisant. La consommation privée, qui représente 58,5% du PIB n'a crû que de 0,4% sur l'ensemble de l'année 2016. Les dernières données mensuelles sont encore très hésitantes.

GRAPHIQUE 1 :  
L'INDUSTRIE JAPONAISE



Source Thomson Reuters Datastream

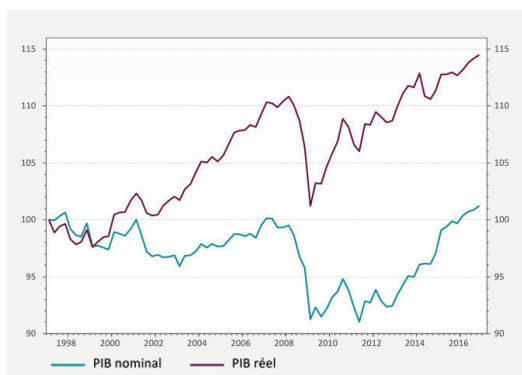
Le gouvernement a repoussé la prochaine hausse de TVA d'avril 2017 à octobre 2019. Par ailleurs, l'économie est quasiment au plein emploi avec un taux de chômage de 3,1% en moyenne sur l'année 2016 et les enquêtes de confiance des ménages se sont redressées et stabilisées au-dessus de leurs moyennes historiques. La seule explication de cette frilosité de la consommation repose sur la faiblesse de la croissance des revenus, notamment pour les ménages en activité, qui continuent de privilégier l'épargne de précaution à la consommation. Certes, le marché du travail est très dynamique avec 143 offres pour 100 demandes, au plus haut depuis 25 ans. Mais les nouveaux entrants bénéficient de contrats et de rémunérations moins favorables : il s'agit de jeunes, de femmes ou de personnes de plus de 65 ans, travaillant très souvent à temps partiel. La hausse des rémunérations moyennes reste donc très faible, toujours inférieure à 1% en glissement annuel. Cette faiblesse des rémunérations moyennes individuelles pourrait expliquer la faible hausse de la consommation, même si la masse salariale progresse plus rapidement. Elle est d'ailleurs très souvent mise en avant dans les communications de la BOJ et du gouvernement, qui poussent les entreprises à plus de générosité.

Selon les premières estimations des négociations salariales de printemps, un accord similaire à celui de 2016 est envisagé pour 2017, soit une hausse d'un peu plus de 2% sur un an. Autre élément positif pour les prochains mois, la progression observée des salaires horaires pour le temps partiel (+2,4% sur un an en janvier).

### SI LA CONSOMMATION REDÉMARRE DANS LES PROCHAINS MOIS, POURRA-T-ON CETTE FOIS-CI ÉVOQUER LA SORTIE DE LA DÉFLATION ?

Plusieurs éléments sont en effet rassurants et indiquent clairement que la politique de réformes structurelles menée par le gouvernement Abe commence à porter ses fruits. On remarque en effet que la croissance nominale, qui ne cessait de reculer depuis 1997 progresse enfin (graphique 2). La croissance japonaise, bien que faible, est supérieure au potentiel de croissance estimé, ce qui devrait conduire au comblement de l'output gap dans les prochains mois, et donc provoquer une accélération de l'inflation. Autre indicateur positif, l'évolution du prix des actifs au Japon : l'évolution annuelle des prix de l'immobilier affiche un taux de croissance positif sur le plan national pour la 2<sup>ème</sup> année consécutive, avec des hausses dans l'ensemble des catégories (résidentiel, commercial...). De plus, il ne faut pas oublier les propos de M. Kuroda, le gouverneur de la banque centrale, qui précise certes que l'économie accélère modestement, mais qu'il reste encore du temps avant d'atteindre l'objectif d'inflation de 2%, ce qui implique le maintien d'une politique monétaire très accommodante pour de longs mois encore. C'est un élément de stabilité considérable, notamment pour les entreprises. Enfin, on peut mettre en avant la continuité politique probable pour les prochaines années. En effet, le parti de M. Abe a modifié ses statuts, permettant à son chef de postuler pour un 3<sup>ème</sup> mandat, lors du prochain scrutin législatif en septembre 2019. Lorsque l'on mène une politique économique fondée sur des réformes structurelles, le temps est un élément fondamental.

GRAPHIQUE 2 :  
PROGRESSION DU PIB NOMINAL JAPONAIS



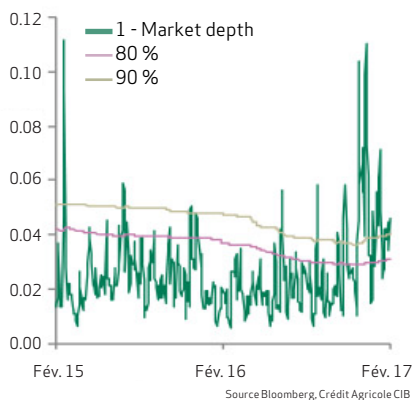
Source Thomson Reuters Datastream

ANALYSE  
EUROPE / ÉTATS-UNISLE RISQUE DE LIQUIDITÉ SUR LES MARCHÉS  
OBLIGATAIRES DANS LE CONTEXTE DE  
REMONTÉE DES TAUX US

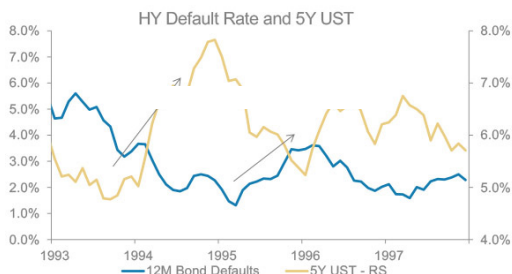
Aude Lerivain

Responsable de  
l'Analyse et de la  
Stratégie Crédit

Il y a quelques mois, nous avons évoqué nos inquiétudes sur le risque de liquidité désignant le fait pour un actif de ne pouvoir être cédé ou acheté rapidement à un prix proche de celui du marché. Ce risque avait été concrétisé en 2016 par des mouvements de marché violents et exacerbés par le manque de liquidité sur l'ensemble des classes d'actifs suite à deux événements majeurs, le vote pour le Brexit et l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis. Depuis, il nous semblait que la situation s'était globalement améliorée sur les marchés obligataires : nous avons plus de facilité à traiter à l'achat et à la vente des tailles importantes sur le marché du crédit - le segment du High Yield y compris - le marché est moins binaire - non plus en mode risk-on ou risk-off uniquement - et les banques d'investissement semblent plus présentes dans leur rôle de teneur de marché. Toutefois, nous sommes dans une illusion de liquidité et ce risque reste, selon nous, bien présent. Pour preuve, la dégradation de la liquidité observée aujourd'hui sur le marché des OATs en raison des élections présidentielles françaises à venir, nous rappelle que les situations caractérisées par un fort degré d'incertitude continuent d'entraîner une dégradation rapide des conditions de marché (cf graphique 1).

GRAPHIQUE 1 :  
LIQUIDITÉ : STRESS DE MARCHÉEN QUOI LE CONTEXTE DE REMONTÉE DES TAUX US  
POURRAIT-IL LAISSER CRAINDRE DE NOUVEAUX  
PROBLÈMES DE LIQUIDITÉ ?

La réaction première à une remontée des taux est loin d'être négative car elle est naturellement synonyme de conditions macro-économiques en amélioration et d'inflation en hausse, deux facteurs positifs pour les actifs risqués. Ainsi, d'un point de vue fondamental, nous observons une corrélation généralement négative entre les taux d'intérêt et les taux de défaut, ce qui signifie que lorsque les taux montent, les taux de défaut ont tendance à baisser. Même en prenant l'exemple de 1994, la violente remontée des taux aux US n'a entraîné qu'une remontée modérée des taux de défaut High Yield près d'un an plus tard (cf graphique 2).

GRAPHIQUE 2 :  
HY DEFAULT RATE AND 5Y UST

Cela s'explique par le fait que l'impact négatif sur les cash flows des corporates est progressif avec le refinancement de la dette, phénomène qui sera d'autant plus lent dans ce cycle que la durée de la dette des corporates US et européens est longue après des années de taux très bas. Toutefois, il faut garder à l'esprit que le levage est aussi plus élevé que dans les cycles précédents, ce qui peut rendre les corporates plus sensibles à un mouvement sur les taux d'intérêt. Ainsi, en 1995, le levage Investment Grade US était de 1,56x comparé à 2,44x aujourd'hui et

## ANALYSE EUROPE / ÉTATS-UNIS

SUITE

celui des émetteurs US notés CCC était de 5x comparé à 12x. Au global, nous pensons que si la remontée des taux est progressive et conforme aux anticipations du marché tant côté US qu'europpéen, elle ne devrait ni détériorer fortement la qualité de crédit des émetteurs obligataires privés, ni entraîner des réallocations brutales des investisseurs du crédit vers les obligations gouvernementales et par conséquent ne pas influencer négativement la liquidité du marché. D'autant que la normalisation de la courbe des taux est une conséquence de la fin - gérée très prudemment - des politiques monétaires accommodantes des banques centrales et de l'arrêt progressif des programmes d'achats qui avaient contribué à « assécher » le marché.

En revanche, un mouvement brutal de hausse des taux d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique aurait des conséquences négatives directes sur la liquidité du marché. Les risques d'un tel scénario sur la croissance économique, sur les marchés immobiliers et par ricochet sur les entreprises et les banques attiseraient inévitablement les inquiétudes sur la valorisation des actifs et entraîneraient une détérioration des conditions de marché. Les marchés étant liés, une hausse brutale des taux US par exemple, scénario le plus probable du fait d'un cycle économique plus avancé, pourrait déclencher un sell-off obligataire côté européen alors que la situation macro-économique ne le justifie pas.

Nous sommes ainsi, aujourd'hui, dans une illusion de liquidité et les moyens de protéger les fonds sont peu nombreux : limitation des actifs dits « illiquides » avec toute la difficulté de l'exercice consistant à évaluer la liquidité d'un titre, maintien d'une poche de cash importante, diversification des investissements, mise en place du « swing price » faisant porter aux investisseurs entrants ou sortants le coût de fourchette et réalisation de stress tests pour les fonds. La liquidité est ainsi un risque inhérent au marché qui peut parfois être destructeur de valeur mais également apporteur d'opportunités.

Comme disait Warren Buffet « *Soyez craintif quand les autres sont avides. Soyez avide quand les autres sont craintifs* ».



## ACTIONS INTERNATIONALES

L'APPROCHE MULTI FACTEURS DE CPR AM :  
CPR GLOBAL EQUITY ALL REGIME

Rodolphe Taquet

Responsable Actions  
internationales

Seiha Lok

Gérant Actions  
internationalesPOUVEZ-VOUS NOUS PRÉSENTER EN QUELQUES MOTS  
L'APPROCHE « FACTOR INVESTING » DE CPR AM ?

L'approche factorielle se distingue d'une approche traditionnelle dans le sens où elle a pour but de sélectionner les titres en fonction de chacune de leurs caractéristiques (décote, croissance, taille, risque, etc.). Cette approche a gagné en popularité, depuis la crise de 2008, car elle a mis en exergue les faiblesses de diversification des portefeuilles traditionnels dès lors que tous les actifs se corrélaient de façon plus marquée et que les mesures de risque ex-ante et ex-post divergent.

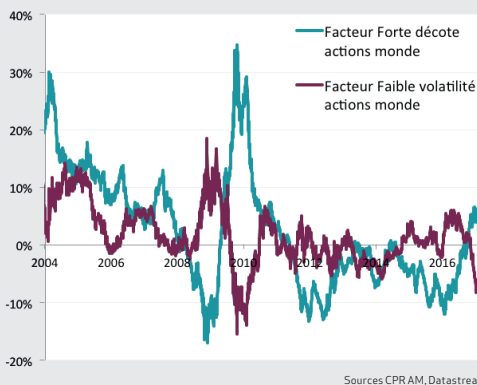
On peut distinguer dans les gammes « *factor investing* » deux catégories :

- l'approche par le risque (*low/minimum volatility, risk parity, max diversification, etc.*) visant à maximiser le ratio de Sharpe par contrôle de la volatilité du portefeuille
- l'approche par la performance ayant pour objectif de maximiser le ratio d'information, via la performance relative du portefeuille, ajusté du risque pris (*tracking-error*), et visant à adapter les portefeuilles aux conditions/styles de marchés actuels.

Chez CPR AM, nous avons adopté cette deuxième approche.

COMMENT UTILISEZ-VOUS CETTE APPROCHE SUR LES  
ACTIONS INTERNATIONALES ?

Nous avons lancé le fonds CPR Renaissance Monde en fin 2002, fonds mono-factoriel dont le but était de surperformer le MSCI World en utilisant le style « forte décote ». Cette stratégie fonctionnait très bien durant les phases de marché en « recovery » ou en expansion mais peinait profondément durant les périodes de forte aversion au risque, où le facteur « faible volatilité » est plus performant. La figure ci-contre montre la complémentarité de ces 2 facteurs.

PERFORMANCE RELATIVE 1 AN GLISSANT DES FACTEURS  
DÉCOTE ET FAIBLE VOLATILITÉ VS INDICE ACTIONS MONDE

En 2013, nous avons lancé CPR GEAR (Global Equity All Regime), fonds investi en actions internationales développées et émergentes, adaptation naturelle de CPR Renaissance Monde. Celui-ci adapte sa stratégie d'investissement en fonction du régime de marché dans le but de surperformer le MSCI World All Countries sur le long terme.

QUELS SONT LES RÉGIMES DE MARCHÉS IDENTIFIÉS ET  
QUELLES STRATÉGIES/FACTEURS APPLIQUEZ-VOUS ?

Nous avons identifié 3 régimes différents :

1. Régime de marché haussier et « forte décote », où nous investissons classiquement sur les titres fortement décotés,
2. Régime de marché haussier mais sans tendance claire, où nous privilégions les titres présentant de bon fondamentaux : valorisation, rentabilité, croissance,
3. Régime de marché baissier, où l'investissement se fait exclusivement en titres défensifs, faiblement volatils et de qualité.

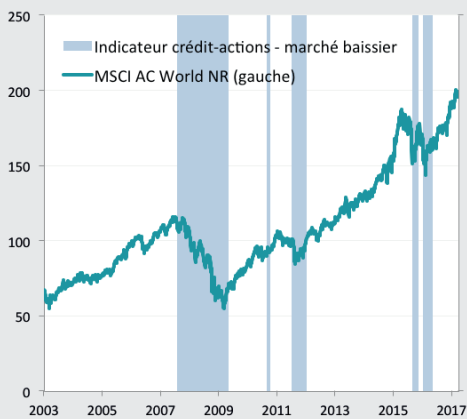
## ACTIONS INTERNATIONALES

SUITE

Afin de déterminer les régimes de marchés haussiers et baissiers (1 et 3), nous avons développé un indicateur basé sur les liens entre les marchés des actions et du crédit.

En effet, très fréquemment, les crises proviennent de problématiques de solvabilité et, il est nécessaire de tenir compte des risques portés par les actionnaires et les créanciers afin de mesurer la soutenabilité d'une période de croissance et de hausse des marchés actions. La figure ci-dessous reprend les phases de marché baissier détectées par notre indicateur. Il s'est par exemple positionné en régime baissier durant la première moitié de 2016 permettant ainsi au fonds d'atténuer la baisse des marchés sur cette période.

## RÉGIME DE MARCHÉ BAISSIER DÉTECTÉ PAR L'INDICATEUR CRÉDIT-ACTIONS



Sources CPR AM, Datastream

## QUELS SONT VOS PRINCIPAUX PARIS STRATÉGIQUES EN CE MOMENT ?

Depuis mai 2016, notre indicateur s'est repositionné en régime de marché haussier et notre indicateur « forte décote » est également repassé positif. Le facteur « forte décote » est donc celui sur lequel le fonds est investi en ce moment. En termes de performance, sur les trois années écoulées, CPR GEAR se positionne bien, dans le premier quartile, par rapport à ses concurrents.

Au niveau géographique, le facteur induit une sous-pondération sur les Etats-Unis (marché développé le plus cher au monde), neutre sur l'Europe, surpondéré sur le Japon et plus particulièrement sur les émergents. En dépit de la bonne performance de ce dernier marché face aux marchés développés, il reste peu cher (près de 12x le prix sur bénéfices) et affiche une situation macro/microéconomique qui s'est nettement améliorée depuis 2010 dans sa globalité.

Sectoriellement, le portefeuille a une surpondération sur les valeurs cycliques, principalement matériaux et industrielles, ainsi que sur les valeurs financières. En effet, on retrouve une sous valorisation des valeurs bancaires et assurances à travers le monde mais surtout en Europe et dans les émergents (décote de 20% à 40% suivant les zones et sous-secteurs) alors que la rentabilité s'améliore et que les marges nettes se sont reconstituées.

## CPR GLOBAL EQUITY ALL REGIME - PROFIL DE RISQUE\*

Risque de perte en capital : oui | Risque lié au marché actions : oui | Risque de performance par rapport à un indice de marché : oui | Risque de change : oui | Echelle 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](http://cpr-am.com) ou sur simple demande auprès de CPR AM. \*\* Le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur) comporte les informations essentielles sur l'OPCVM, et doit être remis à l'investisseur avant toute souscription.