



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT : NOS RÉPONSES À VOS QUESTIONS



- Que pensez-vous du Japon ? Que faut-il attendre des actions ?

Les thématiques dans cette zone restent principalement la diffusion du cycle économique et les pressions à la baisse sur le yen, venant de l'action de la Bank of Japan (BoJ) sur les taux 10 ans. Le marché japonais est considéré comme une option d'achat sur le cycle et la devise, mais avec le yen couvert.

Le plus important reste l'action de la BoJ car son contrôle entre -10 points de base et +10 points de base sur l'obligataire a permis de maintenir le différentiel de taux réel en faveur du dollar et des autres monnaies, conduisant à la baisse du yen et poussant les institutionnels et particuliers japonais à prêter en dollar, à acheter des actifs étrangers (et même non couverts à cause du coût du swap¹ de devises).

- Quels sont les pays à privilégier dans les zones émergentes ?

Au sein de l'univers des marchés actions, nous affichons notre préférence pour le Brésil, la Russie et l'Inde dans une moindre mesure. Du côté des obligations, il est nécessaire de se montrer sélectifs. Concernant le Venezuela, nous estimons que le potentiel de gain sur ces titres est toujours présent et l'asymétrie du profil risque/rendement importante. Côté politique, le pays a déjà commencé sa transition après plus de 15 ans de «Chavisme». Ce pays possède les plus grandes réserves de pétrole au monde. Notre conviction repose notamment sur le fait que les autorités vénézuéliennes ont toujours démontré leur volonté de maintenir le service de la dette et d'éviter d'éventuels conflits avec les crédettes internationaux pour préserver l'activité pétrolière dont l'économie locale dépend à près de 95%. L'Ukraine est également une conviction importante. Le pays dispose d'un fort soutien de l'Occident ainsi que celui du FMI. Un nouveau gouvernement est en place depuis quelques mois. La stabilité politique qu'il apporte ainsi que le redressement progressif de l'économie sont de bon augure.

¹ Le swap est un échange entre deux entités pendant une certaine période.



- Y-a-t-il un début de bulle sur les small caps² après le rallye³ de fin d'année ?

Les small voire micro-caps françaises ont effectivement progressé de 8% en décembre 2016 mais de 6,7% sur l'année 2016 complète (indice CAC Mid & Small). Cet indice est à comparer au CAC 40 qui a progressé de 4% en 2016. On ne peut donc pas parler de rallye mais de surperformance des small caps françaises par rapport aux large caps. On a pu voir certains fonds faire encore mieux, mais ce n'est que le résultat du stock-picking⁴. On voit toujours certains cours de small caps tirés en fin d'année, du fait de leur faible liquidité, mais cet effet est souvent temporaire et les cours se dégonflent légèrement en début d'année suivante.

Historiquement, les small et mid caps surperforment les large caps sur toutes les zones géographiques et l'année 2016 en est un nouvel exemple. Sur 10 ans, l'indice CAC Mid & Small monte de 49% contre -12% pour le CAC 40⁵. Cette surperformance s'explique selon nous avant tout par la croissance des bénéfices toujours plus importante concernant les small & mid caps. Les small caps sont des sociétés de taille moyenne, focalisées sur des niches de marché et qui sont également plus agiles/flexibles pendant les périodes de crise. A titre d'exemple, la croissance estimée des bénéfices du CAC Mid & Small en 2017 est de +26% pour 18.5x le PER⁶ (soit un PEG⁷ de 0.86x) contre +8% et 14,3x le PE 2017 du CAC 40 (soit un <PEG de 1.5x). Si à première vue, la valorisation des small caps peut paraître élevée, elle ne l'est donc plus du tout lorsqu'elle est rapportée à la croissance. De notre point de vue, il n'y a donc clairement pas de bulle sur cette classe d'actifs.

- Que pensez-vous du risque chinois et de son système financier en particulier ? Faut-il encore investir sur les marchés chinois ?

L'endettement de la Chine et plus encore sa croissance sont une source potentielle d'instabilité financière. Secteur public industriel et collectivités locales en sont la composante la plus fragile. Leurs engagements financiers sont excessifs alors que leurs ressources stagnent. Le secteur public devrait néanmoins disposer en 2017 de moyens pour faire face à ses charges. Dans une année sensible politiquement, les autorités chercheront au maximum à assurer la stabilité. Lorsque le marché de l'immobilier offrira davantage de visibilité, nous pourrons à nouveau penser à surpondérer la Chine.

- Les entreprises américaines et les pays émergents vont-ils venir se financer en Europe et continuer à être attirés par les faibles taux européens ?

Tout à fait. Nous l'avons déjà constaté avec des émetteurs comme le Mexique, le Chili ou encore le Pérou qui bien que notés Investment Grade⁸ viennent émettre en euro avec une décote par rapport au dollar et une prime par rapport à des émetteurs souverains européens. C'est encore plus vrai pour les entreprises américaines et pourrait l'être encore plus vu la contagion limitée de la hausse des taux américains aux taux européens.

- Pourquoi les banques vont-elles continuer à emprunter par le biais de subordonnées financières ?

Les banques continuent à émettre des subordonnées financières⁹ car elles n'ont pas encore fini de remplir les exigences réglementaires de capitalisation (1,5% minimum sous la forme de Tier 1 et 2% sous la forme de Tier 2)¹⁰.

² Entreprises à petite capitalisation.

³ Un rallye correspond à une phase dans laquelle la plupart des valeurs du marché, sinon la totalité, progressent nettement.

⁴ Sélection de valeurs.

⁵ Source : Bloomberg.

⁶ Rapport entre le cours d'une action et son bénéfice par action.

⁷ Le PEG se calcule en divisant le PER par le taux de croissance moyen des bénéfices sur plusieurs années.

⁸ Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).

⁹ Une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.

¹⁰ Segments de la dette subordonnée.



- Que pensez-vous de la montée des tensions sino-américaines ?

Pour le moment, nous estimons que la situation tient plus de la gesticulation que de la tension étant donné le peu d'éléments concrets émanant de la future administration américaine.

- Comment voyez-vous l'évolution du pétrole ?

Le marché du pétrole s'est rééquilibré ces deux dernières années (baisse de la production américaine de pétrole de schiste, hausse de la demande), mais reste pénalisé par des stocks encore trop élevés.

L'action en cours des pays producteurs (OPEP et non-OPEP) consistant à réduire leurs niveaux de production vise à diminuer ce sur-stockage. A moyen terme, selon nous, les prix resteront dans une fourchette comprise entre 50 et 60 dollars le baril, et évolueront en fonction du respect plus ou moins élevé des quotas de production. La production américaine va recommencer à croître, mais cette production est nécessaire pour alimenter l'augmentation de la demande et la baisse des autres productions. Cet environnement est très favorable selon nous aux sociétés du secteur du pétrole, notamment dans l'exploration-production, qui vont bénéficier en 2017 d'une forte augmentation de leur cash-flow, et de façon plus sélective dans les services pétroliers.

- La baisse du yuan améliora-t-elle la compétitivité de l'économie chinoise ?

La hausse du yuan, très forte jusqu'en 2014, a dégradé la compétitivité des exportations chinoises. La baisse, limitée en taux de change effectif et enclenchée en 2015, redonne de l'oxygène aux entreprises d'Etat industrielles.

- Obamacare vs Trump. Quel impact pour le secteur de la santé ?

Le résultat inattendu de l'élection américaine avait levé les principales incertitudes politiques et réglementaires entourant le secteur de la santé. La victoire de Donald Trump avait entraîné un véritable soulagement pour les laboratoires pharmaceutiques et les sociétés de biotechnologie. Lors de ses premières déclarations, le nouveau Président a clairement affiché son soutien à la recherche médicale et à l'innovation dans le secteur de la santé tout en cherchant à limiter les augmentations de prix. Dans ce contexte, on focalisera les investissements sur les sociétés les plus innovantes. L'année 2017 sera selon nous riche en termes de nouveaux produits avec des approbations attendues dans différents segments (immunothérapie dans le cancer, maladies orphelines, etc...).

Il reste toutefois une incertitude sur la réforme de l'*Affordable Care Act*. Durant sa campagne électorale, Donald Trump s'était engagé pour une abrogation de la réforme mise en place par le Président Barack Obama. Le Congrès s'oriente davantage vers un remplacement de la loi (« Repeal and Replace »). Cette réforme a déjà permis à 21 millions d'Américains qui n'avaient pas de couverture santé de bénéficier d'une assurance maladie. La principale préoccupation de Donald Trump semble le financement de la réforme avec en particulier, un transfert du financement du gouvernement fédéral vers les États.

- Où voyez-vous la parité sur l'euro/dollar pour 2017 ?

Il nous semble que le gros du mouvement est derrière nous et que la hausse du dollar se fera avec un rythme plus limité que ce que nous avons pu voir par le passé. Il est important de noter que l'euro est stable en taux de change effectif. Ainsi, nous ne voyons pas le dollar durablement au-dessus d'un euro pour 2017.



- La reflation est-elle conditionnée par la poursuite de la hausse du pétrole ?

La reflation¹¹ n'est pas seulement conditionnée à la hausse du pétrole et à celle des matières premières ; comme on peut le voir aux Etats-Unis, elle se fait également par la demande et les salaires. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'inflation devrait repartir. En zone euro et au Japon, la situation est bien différente.

En effet, avec les mouvements sur les matières premières, nous pourrions voir à court terme une hausse de l'inflation du fait d'un effet de base. Cela ne durerait pas longtemps (si le pétrole reste sur son niveau actuel, cet effet de base sera neutralisé dès le 2^{ème} trimestre) et l'inflation core¹², pour sa part, reste à des niveaux très bas (moins de 1% par rapport à une cible de 2%).

- Hormis les bancaires, quelles sont les valeurs value¹³ à privilégier et celles à éviter ?

Aux Etats-Unis, le coup d'arrêt donné aux chantiers réglementaires favorisera les valeurs bancaires, telles que Bank of America, et liées à l'assurance-vie, comme MetLife. Les investisseurs tablent en effet sur l'allègement, promis par le candidat républicain, de la réglementation bancaire Dodd-Frank, introduite après la crise de 2008. Le secteur financier devrait aussi bénéficier de l'environnement de remontée des taux, la politique économique de Trump s'affichant comme résolument pro-croissance et inflationniste.

Par ailleurs, les entreprises exposées au marché domestique, grâce aux baisses d'impôt, et le secteur des infrastructures pourraient tirer leur épingle du jeu. Les fabricants d'équipements industriels et énergétiques (pipeline), les entreprises opérant dans la construction, comme Caterpillar, devraient profiter de la nouvelle donne.

En Europe, outre les valeurs financières (bancaires + assurance), les valeurs value à privilégier appartiennent au secteur de la construction et de la défense. Nous regardons également de près certaines valeurs en restructuration.

Globalement, nous mettons en avant la value cyclique, en évitant les produits de base, trop volatiles et qui ont déjà largement anticipé la remontée des cours des matières premières.

- Quel est l'impact d'un Brexit dur sur la croissance de la zone euro attendue ?

Cela dépendra des conditions d'implémentation ; nous estimons les effets à moyen/long terme à une perte de 0,2% de point de PIB en zone euro.

- Est-ce que la volatilité est chère sur les convertibles ?

Alors que la volatilité implicite des obligations convertibles est proche des moyennes historiques (30,7% en Europe, 35% aux Etats-Unis, 27,8% au Japon, 27,7% dans les pays émergents)¹⁴, les valorisations nous paraissent assez cohérentes avec la volatilité des actions sous-jacentes. Pour autant, nous devons admettre qu'au sein de l'univers, certaines obligations notées « investment grade » sont assez bien valorisées (tirées par leur inclusion dans les indicateurs de référence), tandis que les obligations convertibles non notées ou à haut rendement (High Yield)¹⁵ présentent un potentiel d'appréciation en raison du potentiel resserrement des spreads¹⁶ de crédit.

¹¹ Augmentation de l'inflation monétaire.

¹² Inflation dont on a retiré certains éléments extrêmement fluctuants comme les matières premières.

¹³ Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.

¹⁴ Source : Thomson Reuters. Données au 1^{er} janvier 2017.

¹⁵ Obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.

¹⁶ Ecart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.



Alors que les remboursements nets au sein de l'univers se situent toujours en territoire négatif, les niveaux de valorisation restent élevés en raison de l'effet rareté. L'autre élément de soutien des valorisations est la possibilité qu'ont les investisseurs d'acheter des options à long terme (entre 3 et 7 ans) qui bénéficient d'une protection en cas de rachat et de hausse des dividendes. A mesure que les taux d'intérêt remonteront, l'appétit des investisseurs pour les obligations convertibles devrait selon nous augmenter. Pour les investisseurs en titres à revenus fixes, les obligations convertibles sont la solution selon nous pour faire face au risque lié aux taux d'intérêt en raison de leur durée courte et de leur potentiel d'appréciation sur l'optionnalité.

Selon nos convictions, pour les investisseurs en actions, la poche des convertibles est idéale pour se diversifier avec seulement 1/3 de la volatilité des actions et 50-75% de hausse des actions. Alors que la sensibilité action se situe actuellement autour de 39%¹⁷, les obligations convertibles pourront contribuer au potentiel d'appréciation des actions tout en visant à apporter la convexité recherchée avec des baisses limitées. Depuis août 2015, les planchers obligataires sont plus solides au sein de l'univers. Enfin, nous pensons que le cours acheteur pour les obligations convertibles équilibrées sera un nouvel élément de soutien pour les valorisations actuelles.

- Quid du High Yield américain avec une exposition énergie ?

Le High Yield américain, au sein duquel le secteur de l'énergie représente un poids important, a été l'un des meilleurs « performers » de l'année 2016. Nous avons fait le choix en début d'année de sous-pondérer cette classe d'actifs car les paramètres de crédit du High Yield américain étaient très détériorés selon nous. De plus, ce secteur avait été extrêmement volatile en 2014 et 2015. Au cours de l'année, la remontée des cours du pétrole a permis un rebond important. Toutefois, la photo n'a pas beaucoup changé : le niveau d'endettement par rapport aux capitaux propres reste important avec un niveau de levier supérieur à 4 et proche des plus hauts niveaux depuis la crise, un taux de défaut important au sein des compagnies actives dans les matières premières (80% des défauts dans le High Yield américain sont dans ce secteur en 2016)¹⁸. Nous souhaitons vraiment voir la qualité de crédit des émetteurs se stabiliser avant de repasser neutre. Une stabilisation durable des prix du pétrole serait un élément qui nous inciterait à remonter progressivement notre exposition au secteur de l'énergie.

- Quel est l'impact des obligations LT3 sur le crédit pour 2017 ?

Les nouvelles exigences réglementaires de capital obligent les banques à maintenir un pourcentage minimum de passifs (actions et obligations) capables d'absorber des pertes en résolutions (Total Loss-Absorbing Capacity pour les banques systémiques ou Minimum Required Eligible Own Funds and Liabilities pour les banques européennes).

La création d'une nouvelle tranche intermédiaire entre le Tier 2 (T2) et la dette senior¹⁹ remplissant ce rôle permet de minimiser le coût de cette exigence de capital pour les banques. En l'absence de cette nouvelle tranche, les banques auraient été obligées de remplir ces exigences avec plus d'émissions subordonnées T2, ce qui aurait été plus cher et aurait pesé sur les valorisations de ces dernières.

En conséquence, la création du Tier 3 (T3) est positive pour les T2 car elle réduit le risque technique (trop d'émissions). Elle est positive pour les anciennes dettes seniors, car elles seront protégées par une tranche supplémentaire de capital.

Quant à l'intérêt d'investir en T3, les pricings récents nous paraissent pour le moment corrects, mais ne créent pas d'opportunités incontournables d'investissement à ce stade.

¹⁷ Source : Thomson Reuters. Données au 1^{er} janvier 2017.

¹⁸ Source : Moody's.

¹⁹ Dette bénéficiant de garanties spécifiques et dont le remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.



Enfin, il est à noter que le marché des T3 est encore assez fragmenté avec des solutions techniques différentes en France, au Royaume-Uni, en Suisse ou en Allemagne. La BCE cherche à harmoniser cette règle mais ceci prendra du temps.

- La remontée du dollar ne devrait-elle pas forcer les pays émergents à relever leurs taux pour préserver leur devise et in fine avoir un impact négatif pour les porteurs de dette émergente ?

Cela dépend bien évidemment des pays concernés. L'univers de la dette émergente est vaste et différencié et ne peut être considéré comme un seul segment de marché.

En effet, un dollar fort aura tendance à avoir un impact positif pour les exportations de certains pays émergents, et vice-versa. Cela rendra de la compétitivité à certains d'entre eux même si ceux ayant un déficit courant important en dollar seront plus sensibles à ces mouvements. Ainsi, il faudra se montrer sélectif même si l'effet net nous apparaît comme positif. La situation a bien changé depuis les années 1990 et le poids de dette émergente en dollar a fortement baissé.

La remontée du dollar devrait également induire un effet « tapering »²⁰ et influencer sur le rythme de hausse de taux qui sera donc plus mesuré et graduel et ainsi moins peser sur l'attractivité des différents marchés de la dette émergente.

- Achèteriez-vous de la dette grecque / italienne ?

Nous avons intégré des positions sur la dette grecque dans nos portefeuilles depuis janvier 2016. Nous maintenons ces positions dans les portefeuilles dans l'optique de voir un allègement de la dette publique ainsi qu'une potentielle inclusion de ces émissions dans le programme de la BCE. Si nous en sommes absents aujourd'hui, nous avons également une vision positive sur la dette italienne. Le référendum ne modifiera pas les réformes clés de Matteo Renzi et n'aura vraisemblablement pas d'impact politique majeur. Aussi, nous pourrions être amenés à rentrer des positions sur la dette italienne à des niveaux plus attractifs qu'ils ne le sont actuellement.

- Que pensez-vous de la valorisation de l'or ? Êtes-vous positifs sur les métaux ? Si oui lesquels ?

L'environnement à court terme concernant l'once d'or est moins porteur, en raison de la hausse récente du dollar et des taux aux Etats-Unis. Ces éléments sont cependant largement intégrés dans le cours actuel de l'or et nous n'anticipons pas de baisse supplémentaire significative. A contrario, les perspectives de reflation (politiques fiscales, hausse des matières premières...) sont positives pour l'or et ne sont pas encore valorisées. Sur l'année, nous anticipons une fourchette entre 1150 et 1350\$/oz, l'once se dirigeant vers le haut de fourchette avec le retour de l'inflation. Les sociétés aurifères restent très décotées par rapport au métal jaune, et continuent d'offrir un potentiel d'appréciation très supérieur à celui de l'or.

Par ailleurs, nous sommes très positifs sur les métaux. La demande s'améliore (amélioration généralisée des PMI, porteurs de hausse de la production industrielle, et Chine, notamment portée par les infrastructures), alors que l'offre reste contrainte (politique restrictive en Chine pour lutter contre la pollution, baisse de 70% des investissements des producteurs sur les trois dernières années). Nous préférons le cuivre et le minerai de fer. Nous attendons une forte performance des sociétés du secteur cette année, basée sur une très forte amélioration des free-cash-flows²¹.

²⁰ Réduction progressive de l'intervention des banques centrales.

²¹ Flux de trésorerie disponible.



- Avec quelle exposition actions démarrez-vous l'année sur un portefeuille de type "équilibré" ? Quels risques couvrez-vous sur ce type de profil ?

Sur ce type de profil, nous aurions à ce jour un biais positif (55% d'exposition) en attente d'une consolidation pour renforcer encore nos positions sur des niveaux plus attractifs. Concernant les risques, nous attachons une attention particulière à la couverture du risque politique.

- La grande rotation entre classes d'actifs est-elle enclenchée ?

Oui tout à fait. La rotation a été très rapide, mais il y a encore de la place pour une poursuite de ce mouvement. La sélectivité est nécessaire suite à la forte rotation observée à compter de l'automne. Nous privilégions les cycliques (malgré les mouvements récents, il existe toujours un écart de valorisation relative), les bancaires (courbes de taux plus pentues et taux plus élevés, ainsi qu'un assouplissement réglementaire) et la santé (pression réglementaire moindre, rapatriement de capitaux et valorisations).

DISCLAIMER

Janvier 2017. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France).

Tout investissement comporte des risques spécifiques.

Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle.

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les objectif de croissance / de performance / de rendement décrits dans le présent document sont fondés sur la réalisation d'hypothèses de marché arrêtées par Edmond de Rothschild Asset Management (France) et il ne constitue en aucun cas une promesse de croissance / de performance / de rendement.

Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris