

édito

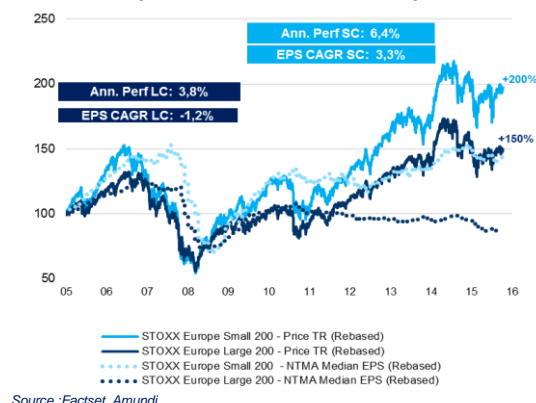


La taille compte

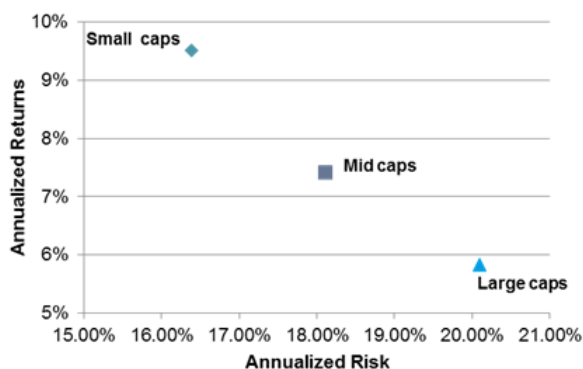
Depuis plus d'un an nous avons la conviction que l'Europe, et surtout l'Europe hors Royaume-Uni, dispose des moyens et de la force pour rebondir. Nous pouvons même établir un parallèle avec le Japon car l'Europe aussi a été confrontée à la menace d'une décennie perdue, associée aux tensions déflationnistes. En effet, ayant tiré les leçons du passé et de l'exemple japonais, l'Europe a été rapide à mettre en place des solutions radicales comparables à celles connues au Japon en 2012. Toutes les réformes qui ont été mises en œuvre, à l'image de l'union bancaire, renforcée par la résolution récente mais plus rapide des crises bancaires italienne et espagnole (il a fallu seulement quelques jours pour décider la recapitalisation des banques vénitienne et madrilène), nous confortent dans notre conviction que les vents contraires qui entravaient les bénéfices en Europe sont maintenant derrière nous. Nous sommes sur la voie d'emboîter le pas des autres marchés développés et de renouer avec le niveau des profits d'avant 2008.

Maintenant que la reprise s'installe, la deuxième étape consiste à se demander quoi acheter en Europe. En poursuivant la comparaison avec le Japon, si les actions européennes retrouvent le niveau des bénéfices connu il y a une décennie, nous pouvons entamer une période prolongée de croissance des profits à deux chiffres. Mais cette reprise devrait aussi être perçue comme une merveilleuse opportunité – notamment dans un contexte de taux d'intérêt durablement faibles – pour privilégier les petites et moyennes capitalisations. Pourquoi ? Parce que les small cap ont démontré leur capacité à amplifier les anticipations de croissance dans un cycle haussier. En outre, elles sont des cibles attrayantes à un moment où le cycle des fusions et acquisitions est à son apogée. Enfin, dans un monde où les gestions passives gagnent inexorablement du terrain, cette classe d'actifs affiche une volatilité moindre par rapport aux

Les small caps offrent des rendements plus élevés...



... avec des risques plus faibles



grandes capitalisations, en raison de sa plus faible exposition aux flux de capitaux à court terme, source importante de turbulences sur les marchés.

Etant donné que seulement une partie des quelques 100 Mds\$ de flux sortis l'année dernière a retrouvé le chemin du retour, et se dirige surtout vers les grandes capitalisations et les fonds ETF, la reprise a encore beaucoup de potentiel en termes de profits et d'entrées de capitaux, dont les bénéficiaires seront les actifs générateurs d'alpha.

Dans cet environnement propice, certains segments ou thématiques particulièrement exposés à la reprise, comme les petites et moyennes capitalisations ou les situations spéciales (fusions et acquisitions), peuvent logiquement amplifier cette tendance haussière. Il faut cependant reconnaître que les risques ne sont pas totalement évanouis. Le principal risque

susceptible de gâcher la fête provient de la fin du cycle aux Etats-Unis où la dynamique des bénéfices peut s'essouffler. Toutefois, jusqu'ici les bénéfices outre-Atlantique font preuve de résistance, propulsant les marchés vers de nouveaux sommets.

En conclusion, quand l'Europe est sur la bonne voie pour retrouver sa gloire, il faudra voir les choses en grand en sachant aussi acheter les petites capitalisations.



Romain Boscher & Diego Franzin
Co-Responsables des Gestions Actions

convictions

Rallye Value en Europe : le deuxième volet ?

Après être tombées aux oubliettes pendant une décennie, les actions « value » en Europe ont profité d'un renouveau de l'intérêt l'été dernier, quand les taux longs ont été orientés à la hausse et les investisseurs recherchaient des opportunités pour s'exposer à la thématique de la reflation. Etant donné la corrélation élevée entre le style value européen et les taux à 10 ans des emprunts d'Etat américains, nous avons assisté à un rebond du value contre le style croissance qui a duré 6 mois. Puis, juste au moment où l'intérêt des investisseurs semblait avoir atteint son apogée, le rallye value s'est arrêté en janvier de cette année. Depuis le début de l'année, la performance de l'indice value en Europe est bien inférieure à celle du marché (MSCI Europe).

Forte corrélation entre les taux longs US et le style Value européen



Source : JP Morgan Mars 2017

Cette courte pause ne remet cependant pas en question la pertinence d'une exposition accrue au style Value en Europe. Le style Value évolue en effet en ligne avec la thématique de la reflation qui est favorable aux bénéfiques nominaux. Cette année ce mouvement s'est estompé alors que le risque politique a gagné du terrain en Europe. Après les résultats des deux élections, favorables aux marchés, les investisseurs peuvent maintenant tourner de nouveau vers les fondamentaux. Selon nous le recul du risque politique en Europe devrait favoriser la poursuite de la surperformance du Vieux Continent et plus particulièrement du style value.

Le marché est indéniablement correctement valorisé aujourd'hui, et sans le catalyseur d'une croissance significative des bénéfiques il risque au mieux de faire du surplace. L'attrait du style value ne réside pas dans la valorisation agrégée du marché mais plutôt dans la dispersion des niveaux de valorisation, à savoir l'écart entre les segments chers et ceux sous-valorisés. Selon nous la solidité d'un rallye value sera tributaire d'une amélioration des bénéfiques et d'une forte dispersion de la valorisation.

Par définition le style value est cyclique, trouvant son meilleur soutien dans un environnement économique porteur qui se traduit par une accélération de la croissance des bénéfiques. Les résultats du premier trimestre ont dépassé les attentes dans les proportions les plus importantes connues depuis 7 ans. Ce sont les cycliques qui ont affiché le plus grand nombre de résultats supérieurs aux prévisions. La poursuite de cette tendance devrait favoriser une nouvelle accélération de la thématique de la reflation et par conséquent la surperformance du value en Europe.

Toutefois, l'époque de performances faciles est maintenant révolue. Un des risques d'investir dans le value est de voir les investisseurs se focaliser sur le « prix » du titre sans prêter suffisamment d'attention à la valeur réelle de la société. Il arrive qu'un titre soit décoté pour une raison valable, une rupture dans le business model ou une croissance des bénéfiques peu durable. Afin de vraiment profiter de cet univers d'investissement, les investisseurs devraient regarder la valorisation mais aussi le potentiel de croissance de profits. Selon nous, la configuration idéale pour la prochaine étape de la surperformance de value passerait par une identification des sociétés qui offrent une marge de sécurité suffisante (valorisation) mais aussi démontrent leur capacité à engendrer une croissance régulière des profits. Ces opportunités se présenteraient au sein des titres spécifiques, plutôt qu'au niveau sectoriel.



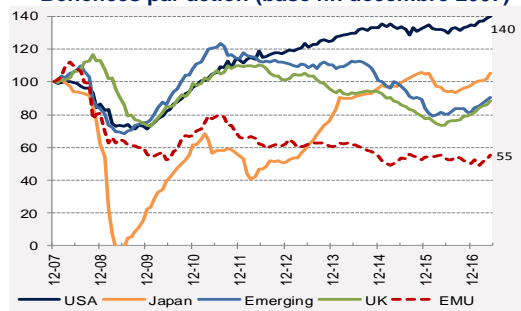
Andreas Wosol
Gérant de portefeuille,
Small Cap Europe et Stratégies Pays

La Renaissance de l'Europe ?

Nous avons maintenu une préférence pour l'Europe par rapport aux autres régions depuis le lancement de notre stratégie Global Concentrated il y a plus de trois ans. Toutefois, depuis neuf mois notre confiance s'est renforcée. Aujourd'hui nous estimons que l'Europe est la région du monde la plus attrayante, suivi du Japon et des marchés émergents.

Pourquoi sommes-nous si confiants ? Tout d'abord, les perspectives conjoncturelles nous semblent particulièrement favorables. Depuis la crise, l'Europe a peiné à réaliser une croissance nominale régulière. Par conséquent, les bénéfiques par action et les retours sur fonds propres (ROE) ont été à la traîne. Sur les douze derniers mois, les signes d'une accélération de la croissance nominale s'accumulent, sous l'impulsion du dynamisme de la zone euro autant que des facteurs externes. Selon nous une longue période de retour des rendements à la moyenne s'ouvre devant nous, avec une hausse des ROE grâce à l'accélération de la croissance qui viendra doper les bénéfiques. Les banques en particulier sont pénalisées actuellement par la faiblesse de leurs bénéfiques et de leurs ROE. Un leadership du secteur bancaire sera la clé pour la surperformance des actions européennes.

Bénéfices par action (base fin décembre 2007)



Source : Amundi Research, Thomson Reuters Datastream

profits est à un plus haut historique et en voie de déclin, et la situation politique demeure complexe et très incertaine. Dans cet environnement, les actions européennes devraient continuer de briller pendant les prochains trimestres.

Les réformes d'Emmanuel Macron, si elles sont mises en place, peuvent libérer le potentiel de la France et conduire à une période prolongée de performance économique, à l'image de celle connue en Allemagne suite aux réformes de Schröder dans les années 90. Les changements en Italie sont moins spectaculaires mais le système bancaire est en voie de restructuration et de recapitalisation, ce qui devrait suffire à doper la croissance économique.

En termes absolus, ces évolutions sont positives. L'absence d'amélioration du cycle de bénéfices s'est traduite par des valorisations déprimées, d'où un potentiel de rattrapage significatif. Les mesures de valorisation de plus long terme, comme par exemple le PE de Schiller, indiquent que le marché européen est mal valorisé. Mais en outre l'Europe est attrayante en termes relatifs par rapport aux Etats-Unis où la part des



Nicholas Melhuish
Responsable, Actions Internationales

focus

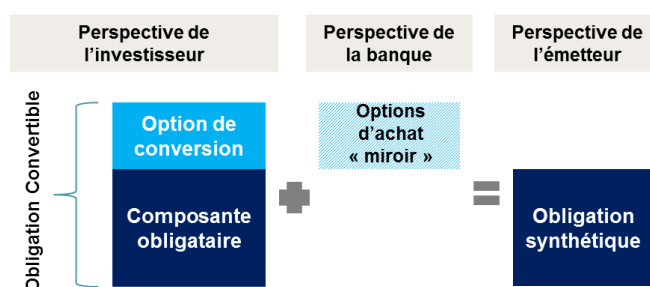
Innovation financière dans le marché des convertibles – 2 ans après

Le marché des obligations convertibles a vu de nombreuses innovations au fil des années, certaines éphémères et d'autres durables. La plus récente a été initiée par Fresenius (groupe allemand de santé), émetteur traditionnel sur le marché des obligations High Yield, qui a innové en émettant en mars 2014 une obligation convertible 5-ans non-dilutive de 500m €. Depuis, une tendance s'est créée avec une quinzaine d'émetteurs d'obligations convertibles non-dilutives sur les 2 dernières années, représentant plus de 20% des nouvelles émissions européennes sur cette période.

L'innovation financière de l'obligation convertible non-dilutive vient du fait que parallèlement à l'émission d'une obligation convertible, l'émetteur acquiert auprès de banques des options identiques (miroir) à l'option de conversion. Ainsi, une « obligation synthétique » est recrée pour l'émetteur.

L'émetteur arbitre le marché des convertibles avec celui des options OTC, ce qui lui permet de réduire son coût de financement en deçà de celui d'une dette obligataire classique. De plus, ce moyen de financement permet d'éviter tout risque de dilution et d'élargir le bassin d'investisseurs.

Obligation Convertible non-dilutive



Source : Amundi

Du point de vue d'un investisseur, **une obligation convertible non-dilutive est identique à une obligation convertible classique** avec cependant des différences dans certaines clauses spécifiques (comme c'est le cas entre convertibles classiques). En cas de conversion, l'investisseur ne va pas recevoir les actions sous-jacentes mais la valeur de ces actions (« cash settlement »). Ceci revient donc au même que de vendre l'obligation convertible ou les actions.

Les obligations convertibles non-dilutives ne sont accessibles qu'aux émetteurs avec un marché option suffisamment actif afin de pouvoir créer l'option miroir. Ceci concerne plutôt les émetteurs « large caps » qui sont généralement de qualité « Investment Grade ». Ainsi, du point de vue de l'investisseur, l'innovation a entraîné :

1. Une **amélioration de l'univers convertible européen**, avec davantage d'émetteurs « blue chip » (large cap, investment grade)
2. Un **renforcement du plancher obligataire** puisque les crédit IG sont plus résistants en cas de stress de marché
3. Une amélioration, c.à.d. une **réduction de la distance au plancher obligataire**, lequel a augmenté en raison des spreads plus serrés. A l'émission, le plancher obligataire d'un émetteur IG est autour de 95% ou plus, alors qu'il est généralement autour de 85% pour des émetteurs HY ou non notés. Une distance au plancher obligataire plus faible se traduit par une **réduction du risque actions pour l'investisseur**.
4. **Accès à de nouveaux émetteurs**, qui sont adverses à la dilution et qui n'émettent donc pas de convertibles classiques (ex : LVMH, Total). Ce sont généralement les **meilleurs dans leur secteur qui offrent de beaux potentiels action**. Par exemple, Vinci a émis une obligation convertible non-dilutive en février 2017 et a émis un « tap » 3 mois plus tard (en mai) lorsque la convertible avait déjà gagné 10%.
5. Les **émetteurs ne sont plus sensibles à leur cours de bourse** puisqu'il n'y a pas de dilution. Technip a par exemple émis sur la base d'un cours de bourse au point bas lorsque le prix du pétrole était d'environ 25\$ (début 2016). C'était un niveau très attractif pour s'exposer au rebond du prix du pétrole.

De notre point de vue, **ces avantages compensent largement les points négatifs** :

1. **Absence de décote** de nouvelle émission. Le marché secondaire n'offre pas non plus de décote. Ceci est en général largement compensé par les perspectives de l'action même sur le court/moyen terme (voir plus haut les exemple de Vinci et Technip) et la qualité de signature.
2. **L'ajustement des dividendes est à la hausse comme à la baisse**. Il l'est de plus en plus souvent également sur les convertibles classiques.
3. **Il n'y a pas de clause de protection en cas d'OPA**. Cependant, ce point semble moins pertinent vu la taille des émetteurs. Ceux-ci sont plus probablement initiateur d'OPA que cible.

L'investisseur doit donc faire un arbitrage entre l'absence de décote d'émission et les avantages que chaque obligation convertible non-dilutive peut offrir : convexité, qualité de crédit, faible distance au plancher obligataire, perspectives action... Chez Amundi, le **choix d'investissement se fait toujours au cas par cas**, en ligne avec notre approche « bottom-up ».

Les obligations convertibles disparaissent du marché soit en cas de remboursement à échéance soit « par le haut » en cas de conversion et ceci potentiellement avant l'échéance. Ainsi le **marché primaire est très important** pour l'univers des convertibles. Les nouvelles émissions participent au dynamisme du marché et ont permis le **renouvellement intégral de l'univers européen au**

cours des 4 dernières années. Les obligations convertible non-dilutives y ont fortement contribué car elles représentent une part importante des nouvelles émissions. L'importance que les obligations convertibles non-dilutives ont prises en l'espace de deux ans en Europe reflète qu'il s'agit d'une **innovation gagnant-gagnant pour émetteurs et investisseurs.**



Sabine Duchesne, Stephan Eckhardt
Investment Specialists – Volatility, Overlay & Convertibles

**Romain Boscher**

Co-Responsable des Gestions Actions

Diego Franzin

Co-Responsable des Gestions Actions

Nicholas Melhuish

Chief Investment Officer, Actions, Amundi Londres

Patrice Lemonnier

Responsable, Actions des pays émergents

Yasunori Iwanaga

Chief Investment Officer, Amundi Japon

Alexandre DrabowiczResponsable du Développement et des Spécialistes
Produits, Gestions Actions**Sudeshna André**

Spécialiste Produits, Gestions Actions

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 «MIF», les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 Novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 Novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la «Regulation S» de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Les performances sont préparées et présentées en conformité avec les standards de présentation de performance GIPS® (Global Investment Performance Standards). Amundi est en conformité avec les standards GIPS® du 01/01/1994 au 31/12/2015 et dispose d'une attestation par un auditeur. Le total des actifs de la firme au sens GIPS®, soit 605 milliards d'euro à la date du 31/12/2015, inclut l'ensemble des portefeuilles supportant des frais de gestion.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à 30 juin 2017, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04100036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com