

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - MAI 2019

INFO
DU
MOIS

C'EST L'HIVER ! (OU PAS)

Maintes fois annoncée, et toujours repoussée, elle est enfin arrivée ! Le mois d'avril signe le grand retour de la série phare d'HBO : Games Of Throne ! Dans cette série fantastico-médiévale, 4 familles d'égale valeur (ou presque) se disputent ardemment la conquête des plaines de l'ouest. Dans leur quête éperdue de pouvoir les alliances se tissent et se dénouent au rythme des trahisons. Dans cette folie ambiante, seuls les nordistes gardent la tête froide rappelant à longueur de saison et à qui veut bien l'entendre que « l'hiver arrive ». Plus qu'un énième plaidoyer contre le changement climatique et l'inversion des saisons, cette mise en garde récurrente vise à sensibiliser les hommes contre l'imminence d'un danger terrible. Mais comme (trop) souvent quand l'évènement tarde à se réaliser, il finit par être oublié et lorsque dans cette ultime saison « l'hiver » arrive personne n'est prêt et c'est le drame...

Que faire alors lorsque vous êtes investisseurs et qu'en dépit de risques politiques forts et d'un contexte de ralentissement global de la croissance, les marchés progressent de manière discontinue ? Que dire des « bons » chiffres économiques du premier trimestre favorisés par de (trop) fortes révisions à la baisse pour les résultats, ou accusant la plus faible progression de la demande privée depuis 2013 pour la croissance US ? Comment interpréter que la seule avancée au niveau du brexit a été néologique avec l'invention de la flextension ?

Autant de questions légitimes qui nous poussent à revoir nos scénarios de marchés pour les centrer sur la macroéconomie. Notre scénario central anticipe une stabilisation de la macro à court-terme permettant aux différents marchés de poursuivre, envers et contre tous leur hausse. Nous considérons qu'il y a 25% de chance que nous assistions à une dégradation plus rapide de l'économie mondiale, entraînée soit par un (ou deux) nouveau tweet de D. Trump soit tout simplement par une baisse marquée de la croissance chinoise. Enfin, et en dépit d'un nouveau mois haussier nous conservons le scénario de poursuite de la hausse technique (15%) qui pourrait entraîner les actions encore plus haut avec un rythme soutenu.

Cyrille Geneslay, Gérant allocataire

 www.cpr-am.com

 @CPR_AM

Plus d'information, contactez :
gilles.cutaya@cpr-am.com

 [cpr-asset-management](http://cpr-asset-management.com)

 CPR Asset Management

client.servicing@cpr-am.com
karine.gauthier@cpr-am.com

cpr
asset
management

INNOVER
POUR LA
PERFORMANCE

Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF et aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. 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.

ÉTATS-UNIS

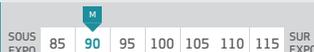
La croissance américaine au beau fixe sur le premier trimestre :
le PIB a progressé de 3,2%

Source : Le Point Économie

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

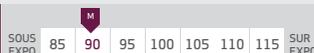
90%

TAUX



90%

ACTIONS



DANS CE NUMÉRO

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

ALLEMAGNE : VERS UN RALENTISSEMENT DURABLE ?

Juliette Cohen

Stratège - CPR AM

DOSSIER SPÉCIAL



CPR INVEST - SMART BETA CREDIT
LE CRÉDIT RÉINVENTÉ,
PLUS INTELLIGENT,
PLUS RESPONSABLE ET
MOINS RISQUÉ

PROCHAINS RENDEZ-VOUS

6 & 11 JUIN 2019

CONFÉRENCE

PETITS DÉJEUNERS
INVESTISSEURS



ACTUALITÉ

Paris | Le jeudi 23 mai 2019 | 8h15-13h00

L'AGEFI
EVENTS

3^E FORUM ESG
& IMPACT INVESTING

INDICATEURS CLÉS

QUELLES INFORMATIONS TIRER DE L'ÉVOLUTION RÉCENTE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES ?

En avril, les rendements des principaux marchés obligataires d'État ont connu une hausse modérée. Ils reflètent ainsi un sentiment de marché en amélioration, au regard des deux thématiques qui ont influencé le moral et les anticipations des investisseurs dernièrement : l'inflexion des politiques monétaires et les craintes sur la croissance mondiale (notamment en US et en Chine).

A l'instar du marché actions, les actifs de rendements affichent une belle performance sur le mois : cela a été le cas sur tous les segments du marché du crédit, et des 2 côtés de l'Atlantique. L'exception notable vient de la dette émergente en devise locale qui souffre du mouvement continu de l'appréciation du dollar américain. Par ailleurs, les spreads des États périphériques en zone euro se sont resserrés, avec en particulier un mouvement important sur le spread espagnol traduisant une atténuation du risque politique suite aux élections.

Sur le flanc de l'inflation, la nouveauté vient de la zone euro où les anticipations des acteurs semblent avoir touché un point bas, les points morts d'inflation Breakeven étant en progression d'une dizaine de pbs sur le mois.

De façon globale, les marchés obligataires renvoient un message d'optimisme relatif, prenant acte de chiffres macroéconomiques encourageants et du fait que les banques centrales restent en soutien et prêtes à agir si un ralentissement de la croissance ou un risque systémique venait à se matérialiser.

Point mort inflation - Zone euro 10 ans

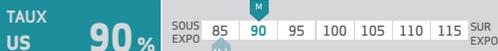


Sources: Bloomberg, CPRAM

TAUX ÉTATS-UNIS

PAS QUESTION DE CÉDER AUX PRESSIONS DE D. TRUMP

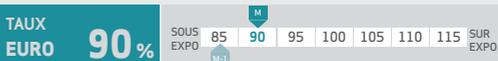
Outre-Atlantique, la croissance économique reste solide mais l'inflation ne donne aucun signe de redressement tangible, malgré la hausse récente des prix de l'or noir. La banque centrale américaine devrait donc se montrer encore patiente malgré les appels répétés du président Trump à une baisse de ces derniers. Si la croissance reste dynamique, les dépenses de consommation et d'investissement ont ralenti au premier trimestre. Dans ce contexte les taux resteront inchangés. Sur le mois, les taux 10 ans progressent de 10 pbs à 2,50%.



TAUX EURO

LA BCE CONSERVE UN TON ACCOMMODANT

Face au ralentissement de la croissance au sein de la zone euro et aux craintes de récession y compris en Allemagne, la BCE, pour l'instant, ne semble pas souhaiter aller plus loin que le report de la normalisation de sa politique monétaire à mars 2020 éventuellement. De nouvelles mesures concernant notamment la modulation du taux de dépôt qui permettrait de soulager les banques, n'ont pas été débattues. Sur le mois, le 10 ans allemand est en hausse de 8 pbs à 0,01% alors que le 10 ans italien baisse de 8 pbs à 2,55% et que le taux 10 ans espagnol finit en recul de 9 pbs à 0,99%.



ANALYSE À SUIVRE

LES MARCHÉS ACTIONS ONT-ILS ATTEINT UN POINT CRITIQUE EN TERME DE PRIX ?

Les investisseurs ont eu du mal à se faire à la hausse des marchés actions du premier trimestre 2019, qui a été initialement brutale et se poursuit depuis. Les marchés, pour la plupart, ont retrouvé leurs niveaux de début du quatrième trimestre 2018. Les investisseurs ont-ils conservé un positionnement « sous » investi en actions sur ce début d'année après avoir été « sur » investi pendant la baisse de fin d'année 2018 ? Y a-t-il suffisamment d'éléments macro et/ou micro négatifs en suspens pour les empêcher de reconstruire un positionnement plus pro-actif ? Si oui, les marchés peuvent encore progresser, car il y aurait alors un élément essentiel constituant ce « pain trade » : une rationalisation pour le positionnement actuel. Du point de vue de la micro, les résultats publiés par les entreprises montrent un solde positif des surprises, tant au niveau des bénéficiaires que des ventes, même si cet exercice est piloté par les guidances des managements.

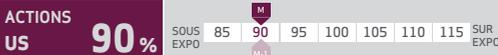
Par contre, si on regarde le solde en pourcentage de « mieux/moins bien » et « optimiste/pessimiste », le compte n'y est pas et le ton est plutôt négatif. La baisse des marchés actions au quatrième trimestre 2018 s'est faite sur fond de crainte de risque de surchauffe de l'économie américaine et de remontée de taux par la Fed, de guerres commerciales, de ralentissement européen, de Brexit et de difficultés dans les pays émergents. Qu'en reste-t-il ? La Fed a arrêté sa hausse de taux, mais le taux de change effectif du dollar s'est renforcé. Des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, les États-Unis et l'Union européenne, les États-Unis et le Japon sont en cours. Les indices de surprises économiques montrent que toutes les zones se reprennent, sauf aux États-Unis où ils atteignent un plus bas depuis mi 2017. La décision sur la nature du Brexit est repoussée au quatrième trimestre 2019. Pas plus de visibilité mais un répit.

L'expression « Sell in May and go away » revient de plus en plus souvent, comme une incantation, ce qui indique plus d'« espoir » baissier que d'action à venir de la part de ceux qui la prononcent. Une nouvelle petite hausse, un nouveau plus haut, et les convictions baissières pourraient bien vite s'effriter de nouveau, et les marchés continuer à escalader ce « wall of worry ».

ACTIONS ÉTATS-UNIS

NOUVEAU RECORD HISTORIQUE POUR LE S&P500

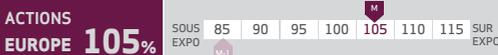
Le marché américain a bénéficié au mois d'avril de la poursuite du retour de l'appétit pour le risque. La perspective d'un accord imminent sino américain, des chiffres macroéconomiques plutôt rassurants outre Atlantique et en Chine ainsi que des publications de résultats trimestriels bien accueillies ont permis aux marchés des actions américaines de surpasser leur précédent record d'octobre 2018. Malgré tout, la classe d'actif continue de subir des retraits assez importants depuis le début de l'année (plus de 100 milliards). Le S&P 500 progresse de 4,21% sur le mois au-delà des 2 900 points.



ACTIONS EUROPE

CONJONCTURE TOUJOURS MOROSE

En zone euro, les enquêtes de conjoncture ne rebondissent pas, notamment dans l'industrie. En Allemagne, l'indicateur IFO du climat des affaires baisse pour le mois d'avril alors que le consensus attendait un rebond à la suite du léger mieux de mars. L'indice de confiance économique de la Commission européenne et la confiance des ménages poursuivent leur repli. L'Italie est sortie de sa récession technique après le rebond de la croissance au dernier trimestre. Sur le mois, l'Eurostoxx s'envole de 5,33%.



ACTIONS ASIE

STABILISATION DE LA CROISSANCE EN CHINE

En Chine, la croissance du PIB réel s'est stabilisée à 6,4%, un niveau inchangé par rapport au quatrième trimestre 2018. La croissance nominale quant à elle a ralenti de 9,1% à 7,8%, en raison de la modération de l'inflation sur le trimestre. Au Japon, le conseil de politique monétaire a décidé de maintenir son cadre actuel d'assouplissement monétaire jusqu'au printemps 2020. La production industrielle continue de décevoir et de reculer sur le mois de mars. Seul point positif, l'indice core des prix de Tokyo progresse de 1,1% à 1,3% en avril. Sur le mois, le Topix en hausse de 1,25% alors que le MSCI AC Asie Pacifique Ex Japon est étale à 0,07%.



LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN AVRIL 2019

RAPPEL À FIN MARS 2019 1 > 50% 2 > 20% 3 > 15% 4 > 15%

60% SCÉNARIO CENTRAL: STABILISATION DE LA MACRO

Les négociations US-Chine sont en bonne voie mais le délai de conclusion s'allonge. L'extension longue écarte le risque d'un Brexit sans accord. On assiste à un ralentissement ordonné. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2.50%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : légère remontée aux États-Unis (2.65%), au Japon (0%) et en zone euro (0.10%). Actions : + 2,5 au Japon, en Europe et dans les pays émergents et stabilité aux États-Unis. La parité EUR-USD reste au niveau de 1.13.



25% SCÉNARIO ALTERNATIF 1: RALENTISSEMENT GLOBAL DE LA MACRO

La croissance mondiale ralentit plus fortement, entraînée par un durcissement des tensions commerciales et/ou une dégradation marquée de la croissance chinoise. Taux directeurs : Stabilité aux États-Unis (2.50%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : baisse aux États-Unis (2.30%), au Japon (-0.08%) et en zone euro (-0.10%). Actions : -12.5% dans les pays émergents et au Japon, -10% aux États-Unis et en Europe. La parité EUR-USD baisse à 1.10.



15% SCÉNARIO ALTERNATIF 2: POURSUITE DE LA HAUSSE TECHNIQUE

Les flux reviennent sur les marchés actions. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2.50%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (2.75%), au Japon (0.05%) et en zone Euro (0.20%). Actions : 5% aux États-Unis, en Europe et dans les pays émergents et 7.50% au Japon. L'EUR-USD remonte à 1.15.



PERFORMANCES AU 16.04.2019

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

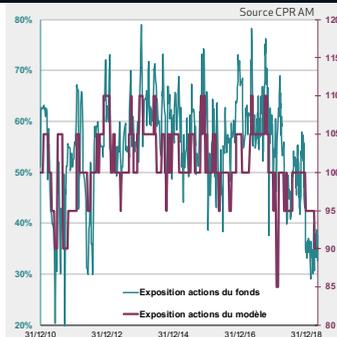
| | Depuis le 31.12.18 | sur 1 an | sur 5 ans | Niveau au 16.04.18 | |
|-------------------|--------------------|----------|-----------|--------------------|-------------------|
| États-Unis | 0,74 % | 2,23 % | 4,85 % | 2,50 % | Taux directeur |
| | 1,63 % | 4,57 % | 12,34 % | 2,59 % | Taux 10 ans |
| | 8,52 % | 6,20 % | 26,97 % | 295 | High Yield US |
| | -1,15 % | -8,62 % | -18,15 % | 1,13 | Euro/dollar |
| | 15,96 % | 8,56 % | 56,10 % | 2 907 | S&P 500 |
| Europe | 0,00 % | 0,00 % | 0,15 % | 0,00 % | Taux directeur |
| | 2,33 % | 6,00 % | 23,02 % | 0,06 % | Taux 10 ans |
| | 7,02 % | 2,95 % | 24,69 % | 326 | High Yield Europe |
| | 15,39 % | 0,65 % | 10,32 % | 3 463 | DJ EuroStoxx 50 |
| Japon | 11,03 % | 1,77 % | 54,13 % | 22 222 | Nikkei 225 |

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

| | CENTRAL 60% de proba. | ALTERNATIF 1 25% de proba. | ALTERNATIF 2 15% de proba. |
|-------------------|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Taux directeur | 2,50 % | 2,50 % | 2,50 % |
| Taux 10 ans | 2,65 % | 2,30 % | 2,75 % |
| High Yield US | 290 | 375 | 270 |
| Euro/dollar | 1,13 | 1,10 | 1,15 |
| S&P 500 | 0,00 % | -10,00 % | 5,00 % |
| Taux directeur | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Taux 10 ans | 0,10 % | -0,10 % | 0,20 % |
| High Yield Europe | 320 | 400 | 290 |
| DJ EuroStoxx 50 | 2,50 % | -10,00 % | 5,00 % |
| Nikkei 225 | 2,50 % | -12,50 % | 7,50 % |

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

L'impressionnant rally depuis le début d'année s'est poursuivi au mois d'avril avec un MSCI World qui progresse de 3,80%. Ce dernier a démarré avec le fameux « pivot » de la Fed et a ensuite été alimenté par des développements positifs coté données d'activité, aux États-Unis et en Chine principalement. Le résultat final est que les marchés actions américains ont établi de nouveaux records alors que dans le même temps la classe d'actifs a subi des sorties continues de capitaux au profit de la classe obligataire. Depuis quelques jours, les statistiques économiques semblent mitigées avec une dichotomie de plus en plus marquée entre le secteur manufacturier et celui des services. Coté croissance, nous avons eu droit des 2 côtés du Pacifique à une déception sur les derniers et importants PMIs Manufacturier et côté politique monétaire la Chine a levé la semaine dernière le pied de la pédale d'accélérateur du stimulus, alors que la Fed cette semaine douçait les attentes d'une partie du marché qui espérait une baisse des taux comme prochain mouvement. La crainte pour de nombreux investisseurs d'acheter le top semble être jusqu'ici plus forte que celle de ne pas participer au rally. Les taux d'emprunt d'Etat pour leur part restent bas et l'appétit pour le segment crédit ne se dément pas. Nous avons poursuivi la réduction de notre exposition actions autour de 30% et maintenu la sensibilité obligataire du fonds autour de 1,3. Nous avons accru les positions de rendement à travers le High Yield et le crédit IG et remonté le poids du dollar.





Juliette Cohen
Stratégiste

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ALLEMAGNE : VERS UN RALENTISSEMENT DURABLE ?

Le gouvernement allemand vient d'abaisser pour la 3^{ème} fois consécutive sa prévision de croissance pour 2019. Après 1,8% dans sa prévision de budget puis une révision à 1% en janvier, le ministre de l'économie table désormais sur une croissance de 0,5% pour 2019. L'amélioration de l'activité ne devrait se voir que fin 2019 avant un rebond de la croissance à 1,5% en 2020.

QUEL RALENTISSEMENT EN ALLEMAGNE ?

Le ralentissement de la croissance a d'abord été expliqué par une succession de facteurs autonomes, grippe, grèves et météo, puis la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis, le ralentissement du commerce mondial ainsi que les incertitudes sur le Brexit sont venus assombrir le tableau. L'économie allemande qui est très ouverte, les exportations représentent 50% du PIB contre 32% pour la France, a été plus touchée que les autres pays européens par le ralentissement du commerce mondial et par les difficultés de certains pays (Royaume-Uni, Turquie, Russie...). Enfin, la production industrielle s'est contractée à partir du 3^{ème} trimestre 2018 avec des difficultés dans l'automobile et la chimie liées à des changements réglementaires et au bas niveau du Rhin qui a fortement perturbé les chaînes de production dans ces 2 secteurs.

En début d'année, plusieurs pays européens ont connu un léger rebond de leur production industrielle, comme par exemple l'Italie, mais cela n'a pas été le cas pour l'Allemagne. En revanche, les services ont continué à croître à un rythme soutenu grâce au dynamisme du marché de l'emploi. La divergence entre la bonne santé des services et la contraction de l'activité dans l'industrie a atteint un niveau très élevé en Allemagne. Aujourd'hui, toute la question est de savoir si cela peut perdurer ou si l'écart va se resserrer grâce à une amélioration dans l'industrie

ou bien une détérioration dans les services. Il nous semble que certaines difficultés rencontrées par les industriels allemands ne sont pas liées qu'à des facteurs de court terme mais touchent aussi à la transition technologique qui est à l'œuvre dans l'industrie. Le secteur automobile en est une bonne illustration.



Sources : Thomson, Reuters, Datastream

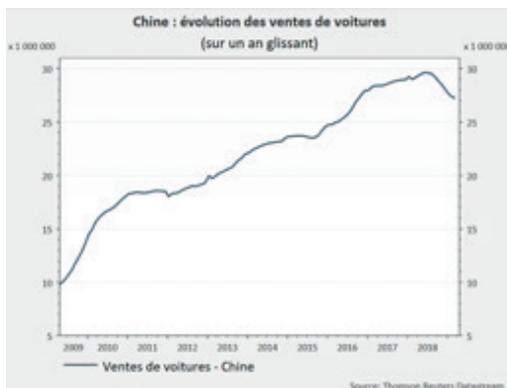
JUSTEMENT, QU'EN EST-IL DU SECTEUR AUTOMOBILE ?

Le secteur automobile est le 1^{er} secteur industriel en Allemagne avec un chiffre d'affaires global de 423 milliards d'euros, soit 20% du chiffre d'affaires total de l'industrie, 5% de la valeur ajoutée totale du pays et plus de 800 000 emplois (Source : VDA 2018). Or, il est confronté à des défis réglementaires, environnementaux et technologiques qui vont bien au-delà des changements de réglementation sur les émissions polluantes.

L'entrée en vigueur de la 1^{ère} étape du WLTP¹ en septembre 2018 s'est accompagnée de fortes perturbations des chaînes de production automobile en Allemagne où les constructeurs avaient peu anticipé le changement. Une nouvelle étape est prévue fin 2019 et pourrait également impacter la production et les ventes si certains consommateurs décidaient de repousser leurs achats pour profiter de modèles adaptés aux nouvelles règles.

Le renforcement des normes environnementales va se poursuivre dans l'automobile et fait nouveau, il est désormais soutenu par les autorités allemandes. En décembre 2018, l'Europe a décidé de durcir sa réglementation sur les émissions de CO₂ sur les voitures neuves avec un objectif de réduction de 37,5 % de leur niveau d'ici à 2030 par rapport à leur niveau de 2021. Si les constructeurs ne s'y conforment pas, ils seront soumis à des amendes considérables. Cela leur impose de modifier leurs gammes pour y inclure des modèles moins énergivores et de faire la part belle aux véhicules hybrides ou électriques. La même tendance est visible en Chine où les autorités ont imposé des quotas aux constructeurs automobiles pour les contraindre à vendre un pourcentage de véhicules hybrides et électriques, sous peine d'amendes. Les constructeurs allemands très présents en Chine vont devoir adapter leur production à ces nouveaux standards.

Enfin, les ventes mondiales de véhicules ont atteint un pic en 2017 et le ralentissement des ventes observé en 2018 devrait perdurer notamment en Chine. Le marché chinois qui représente le tiers des ventes mondiales, a ainsi vu le nombre de véhicules vendus baisser d'un demi-million en 2018 (à 28 millions d'unités).

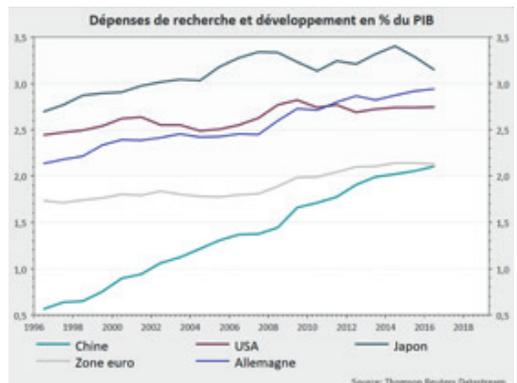


1 - WLTP: Le nouveau protocole d'homologation des véhicules WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicles Procedures) a été élaboré pour être plus proche de la réalité en matière de consommation et de rejets de CO₂ par les véhicules que les normes antérieures.

QUELLES PERSPECTIVES POUR L'INDUSTRIE ALLEMANDE ?

La Fédération des industries allemandes (BDI) ne prévoit pas de hausse de la production industrielle en 2019. Par ailleurs, l'industrie allemande reste encore sous la menace d'une hausse des droits de douane sur les importations de voitures aux Etats-Unis. Enfin, l'effet du stimulus chinois sur la demande de biens industriels allemands ne se fera probablement sentir qu'en fin d'année.

L'industrie allemande a bénéficié d'un cycle très porteur en répondant à la hausse de la demande mondiale de biens industriels. Le patron de la BDI, D. Kempf, estime que la croissance de l'industrie manufacturière et la force d'innovation de l'Allemagne ne pourront être maintenues « sans leadership technologique ». Les changements dans le partage de la valeur ajoutée industrielle au profit de la technologie font que la Chine, longtemps considérée comme un partenaire important, doit désormais être vue comme un concurrent systémique. La politique industrielle de l'Allemagne doit être plus axée sur l'éducation, la recherche et l'innovation technologique que par le passé. Les industriels allemands ont les moyens de procéder aux investissements nécessaires à cette transition et peuvent s'appuyer sur un système de formation professionnelle de qualité. Les dépenses de recherche et développement ont ainsi atteint 2,9% du PIB en 2017, dont près de la moitié pour l'industrie automobile, contre à peine plus de 2% en zone euro.



LE CRÉDIT RÉINVENTÉ,

PLUS INTELLIGENT, PLUS RESPONSABLE
ET MOINS RISQUÉ



CPR INVEST - SMART BETA CRÉDIT ESG

SOMMAIRE

- Une alternative à la gestion crédit euro classique : Smart et ESG
- L'approche ESG par les risques de CPR AM s'applique également à l'univers crédit
- CPR Invest - Smart Beta Crédit ESG, un fonds low-risk adapté à l'environnement obligataire actuel
- Caractéristiques du fonds : CPR Invest - Smart Beta Credit ESG

Contributeurs :

Julien Daire, Directeur de la Gestion Taux et Crédit

Antoine Gougeon, Ingénieur Recherche

Noémie Hadjadj-Gomes, Responsable adjointe de la recherche

Fanny Jacquemont, Gérante Taux et Crédit

UNE ALTERNATIVE À LA GESTION CRÉDIT EURO CLASSIQUE : SMART ET ESG



Noémie Hadjadj-Gomes
Responsable adjointe de la recherche
CPR ASSET MANAGEMENT

Quel diagnostic s'impose pour la gestion obligataire à l'heure où s'amorce la fin d'un cycle baissier sans précédent par son ampleur et sa durée ? Durant les deux dernières décennies, la performance des portefeuilles obligataires fut largement soutenue par l'abaissement graduel des taux d'intérêt. Reléguant la question de la sélection des titres en arrière-plan, les investisseurs ont agi pour préserver le rendement de leurs placements obligataires en augmentant la durée de leurs investissements, ainsi que leur exposition au risque de crédit et aux actifs moins liquides.

Dans ce contexte de taux durablement bas marqué également par des réglementations prudentielles de plus en plus contraignantes, la gestion du risque est devenue une préoccupation forte des investisseurs obligataires. Cette préoccupation du risque est aujourd'hui renforcée par la montée des incertitudes de marché : en Europe, le risque politique prédomine, les perspectives de croissance reculent, forçant la Banque centrale européenne (BCE) à différer la remontée des taux directeurs, tout en retirant son programme d'injections massives de liquidités. Aux États-Unis, la direction future des taux longs, qui semblent actuellement plafonner, n'est pas claire...

Cette situation invite les investisseurs à repenser leur approche de la gestion obligataire, de manière

à extraire du rendement en maîtrisant mieux les risques associés. Les enjeux sont considérables pour les institutionnels européens, en moyenne exposés à hauteur de 30 % à la classe d'actifs crédit !

Smart beta, une réponse aux enjeux et aux attentes

Les indices obligataires traditionnels semblent mal adaptés à la conduite d'une stratégie de gestion des risques rigoureuse. Biaisés en faveur des émetteurs les plus endettés, ils manquent de pertinence en termes de diversification. Par ailleurs, ils sont difficilement investissables, en raison de frais de transactions qui dégradent les performances et de certaines pondérations trop faibles pour être investies en pratique. La stratégie obligataire doit rééquilibrer les biais des indices passifs classiques, et mettre l'accent sur la liquidité et le caractère investissable des obligations sélectionnées.

Ces indices offrent une exposition au marché à travers un angle différent, sans ajouter de risque de durée ou de crédit. Leur gestion systématique, exempte de tout biais émotionnel, présente l'avantage de couvrir des univers larges (particulièrement précieux au regard de la taille croissante du marché obligataire). Leur gestion est également plus transparente, ce qui permet de mieux maîtriser le comportement de la stratégie dans les différents régimes de marché.

Par ailleurs, les approches quantitatives de type smart beta / factorielles peuvent être facilement adaptées en format dédié pour respecter, par exemple, un niveau de capital réglementaire

(SCR) donné, une structure de sensibilité adaptée au passif de l'investisseur (ALM), une charte d'investissement ESG spécifique ou bien encore pour satisfaire à des réglementations financières contraignant l'univers d'investissement. Elles peuvent également être combinées à des stratégies de couverture, pour les investisseurs qui souhaiteraient créer une brique de performance absolue en écartant le risque de taux.

En l'espace de quelques années, les indices smart beta se sont imposés comme des outils complémentaires aux indices traditionnels au sein de la poche actions des portefeuilles institutionnels. Les stratégies mono-factorielles Low Risk ont notamment montré leur efficacité pour diversifier et abaisser le niveau de risque d'une poche actions sans toucher à la performance globale.

Mais quid de la gestion smart beta appliquée au crédit ?

Le recours aux indices smart beta dans la gestion crédit est jusqu'ici resté limité en raison d'une série d'obstacles inhérents à la classe d'actifs... en passe d'être surmontés. Le développement de bases de données précises sur un large univers d'investissement crédit ouvre la voie au lancement de stratégies factorielles. Les recherches académiques récentes apportent des réponses à la difficulté d'initier des stratégies smart beta sur un univers d'investissement crédit hétérogène, en distinguant les facteurs les plus pertinents à prendre en compte.

Facteurs de style et crédit

Toutefois, les facteurs de style traditionnels (Value, Momentum, Low Risk, Taille, Quality) ne sont pas tous adaptés à la construction d'une gamme de portefeuilles / fonds smart beta obligataires. Par exemple, le facteur momentum n'est pas aussi performant que sur les actions car il repose sur un turnover important et donc subit des frais de transactions dégradant la performance, notamment sur le compartiment investment grade où les résultats sont moins intéressants que sur le

haut rendement. Le facteur taille est également peu applicable, dans la mesure où il va de pair avec une liquidité réduite. Les facteurs value et low risk en revanche s'adaptent bien à l'univers crédit.

CPR AM a lancé une stratégie smart beta crédit low risk ESG fin 2018

CPR AM s'est concentré sur le facteur Low Risk pour construire la première « brique » de sa gamme factorielle crédit. Notre stratégie Smart Beta Credit Low Risk répond aux attentes actuelles et est pertinente à long-terme pour chacun de nos clients. Elle présente la particularité d'intégrer les facteurs ESG comme composante du Low Risk, en complément de l'analyse crédit classique pour la gestion du risque spécifique. Elle accorde une grande importance à la prise en compte du risque de liquidité. Enfin, elle va chercher des sources de rendement complémentaires pour ne pas que la réduction du risque se fasse au détriment de la performance.

Comment ?

Il est possible d'initier avec succès des stratégies low-risk sur le crédit, à condition de bien choisir son indicateur. L'objectif d'une stratégie low-risk est d'apporter une performance comparable à celle de la classe d'actifs considérée sur le long-terme, mais avec un niveau de risque régulièrement inférieur. Sur le marché actions, la « low-vol anomaly » s'exploite en achetant les titres ayant les volatilités les plus faibles afin de bénéficier d'une meilleure rémunération du risque sur le long-terme. La stratégie analogue n'est pas intéressante sur le crédit, car hors période de stress la volatilité du crédit Investment Grade peut être très proche de celle du crédit haut rendement alors que le crédit haut rendement est bien évidemment bien plus risqué que le crédit investment grade.

Les mesures construites à partir de la duration sont bien plus efficaces pour mesurer le risque des investissements sur le crédit. La littérature académique plébiscite la mesure DTS (sensibilité x spread) qui reflète bien le fait

que des obligations d'entreprise à faible spread et duration longue peuvent porter autant de risque que des obligations d'entreprise à spread élevé et duration courte. Contrairement à la volatilité, cette mesure ne nécessite que des données instantanées. L'indicateur n'est donc pas impacté par le vieillissement des titres, ni par les nouvelles émissions dans l'univers. Cela facilite la comparaison des titres et la réalisation de backtests sur le crédit !.

Pour obtenir une performance comparable à celle du crédit investment grade sur le long-terme avec un niveau de risque régulièrement inférieur, nous avons choisi de combiner la mesure de risque DTS avec un encadrement rigoureux du risque spécifique, et des sources de rendement structurelles pour ne pas dégrader la performance. Le contrôle du risque de liquidité des émetteurs en portefeuille est également un élément important du process.

Notre analyse s'attache à filtrer les émetteurs présentant un risque spécifique important, soit pour des raisons fondamentales, identifiées par l'équipe analyse crédit, soit pour des raisons extra-financières, identifiées par notre approche ESG par les risques propriétaire.

L'analyse de l'univers d'investissement crédit révèle que le risque de duration est mal rémunéré sur longue période, et que les titres notés dans le bas de la catégorie investissement grade offrent la meilleure rémunération du risque sur longue période. Cela incite à conserver en portefeuille des titres d'une maturité comprise entre 1 à 5 ans, avec un focus sur les émetteurs BBB.

Nous estimons qu'il ne faut pas exclure immédiatement de l'univers les émetteurs qui passent BB, dit fallen angels, pour éviter la cristallisation des pertes au moment de la dégradation. Statistiquement, la hausse de spread a lieu avant la dégradation du rating, et la recovery se produit après. Par ailleurs, notre gestion ne suit pas une approche systématique à 100%, et s'autorise à investir sur le marché primaire pour capter les primes d'émissions.

La stratégie du fonds est prometteuse. Les résultats de nos simulations montrent que l'approche permet d'atteindre une performance comparable à celle du crédit euro Investment Grade sur le long terme, tout en réduisant de 30 % la volatilité et de 40 % le risque de perte maximale (MDD).

L'APPROCHE ESG PAR LES RISQUES DE CPR AM S'APPLIQUE ÉGALEMENT À L'UNIVERS CRÉDIT

Avec la progression de l'investissement responsable, la question aujourd'hui pour de nombreux investisseurs n'est plus s'il faut ou non faire de l'ESG, mais comment ? L'enjeu de durabilité, de prévention des risques spécifiques et réputationnels est particulièrement important pour les positions obligataires détenues jusqu'à maturité et représentant souvent une part prépondérante des allocations institutionnelles, soumise à des contraintes comptables, de liquidité, etc. Dans ce contexte, l'intérêt de nos clients pour l'intégration de l'ESG dans les portefeuilles crédit est en forte croissance, l'ESG sur le crédit étant qualifié « d'angle mort » par certains de nos clients.

Nous sommes pour notre part convaincus que les informations extra-financières complètent les approches crédit traditionnelles pour réduire le risque spécifique, améliorer la robustesse d'un portefeuille, et renforcer l'efficacité de la gestion. Pour illustrer ces propos, nous pouvons en effet citer quelques cas pouvant mener une entreprise à un risque spécifique de type « ESG » :

- Le manque d'indépendance du conseil d'administration, les déficiences du système d'audit interne ;
- Des groupes n'intégrant pas de stratégie de gestion de dommages causés à l'environnement ni de minimisation des déchets, qui sont pointés du doigt ;
- Les mauvaises pratiques fiscales.

A ces risques s'ajoutent les effets de l'adhésion des Etats et des investisseurs aux grandes conventions internationales sur les armes controversées, la lutte contre le réchauffement climatique, et aux initiatives du Pacte Mondial de l'ONU.



Antoine Gougeon
Ingénieur Recherche
CPR ASSET MANAGEMENT

Sur quelles expertises vous appuyez-vous pour mener vos études sur l'ESG ?

Membre d'Amundi Group, CPR AM s'appuie sur les ressources mutualisées au sein d'un bureau d'analyse unique, qui produit, à partir d'une collecte de données multi-contributeurs et d'un processus d'analyse propriétaire, une recherche extra-financière couvrant quelques 5 500 émetteurs dans le monde. Chacun de ceux-ci est évalué sous l'angle de ses qualités environnementales, sociales et de gouvernance à travers 15 critères communs à tous les secteurs d'activités, et 25 critères spécifiques à tel ou tel secteur. Une note globale pondérée, dite note ESG (pour Environnement, Social et Gouvernance), synthétise cette information allant d'une échelle de A à G (la note A étant la note attribuée aux entreprises les plus sérieuses sur ces aspects extra-financiers et G pour les entreprises les plus controversées).

Nous verrons un peu plus bas qu'il existe une hiérarchisation dans le calcul de cette note, qui est une « moyenne pondérée » de sous-critères E, S et G.

La littérature sur l'application des critères ESG dans un univers actions est aujourd'hui abondante. Ici, nous allons nous intéresser aux spécificités d'un

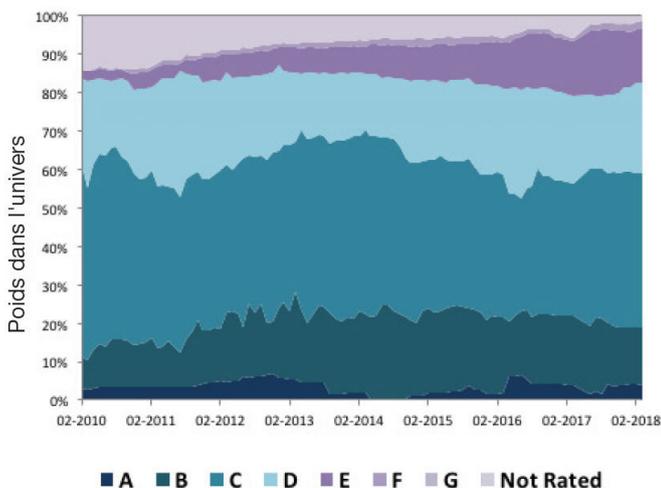
univers Crédit « Investment Grade » (dettes émises en euros), en introduisant la méthodologie conçue par CPR AM, et implémentée dans les portefeuilles liés à cette classe d'actifs.

Ces notations ESG sont-elles disponibles sur l'univers crédit ?

Dans la figure 1, l'évolution de la note ESG globale des émetteurs dans l'univers Crédit Euro Investment Grade. Nos études commencent en 2010 pour des raisons de consistance des données.

Il ne faut pas oublier que ces données restent relativement récentes et qu'elles sont sensibles aux évolutions méthodologiques dans la notation des fournisseurs comme des bureaux d'analyse ; ces « sauts » potentiels doivent être pris en compte dans l'interprétation et l'implémentation de nos études.

Figure 1 - Évolution de la répartition des notes ESG dans l'univers Euro Corporate.



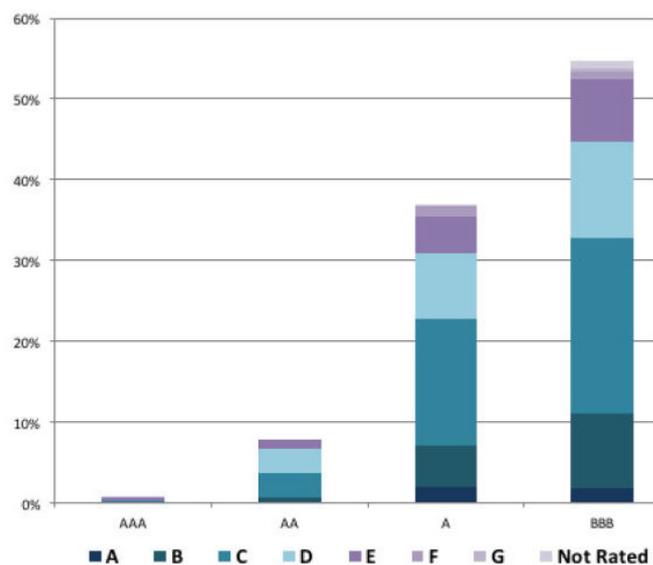
Sources : Amundi, Recherche CPR AM

Le graphique figure 1 ci-dessus, nous donne plusieurs informations intéressantes sur l'évolution de la note ESG dans l'univers Euro Corporate depuis 2010. Nous constatons que l'univers couvert est en augmentation sur la période, en effet 14% des émetteurs de l'indice étaient non notés au début de l'année 2010 pour arriver à 1% de non notés aujourd'hui. Enfin, notre univers est majoritairement constitué d'émetteurs notés B, C et D et contient très peu d'émetteurs notés F et G.

Avez-vous cherché à réconcilier les informations du marché Crédit avec les notations ESG ?

Nous avons effectivement cherché à établir un lien entre les principaux indicateurs de marchés du Crédit avec la notation ESG, ici nous vous proposons d'illustrer le lien entre les ratings des agences de notation ainsi que le spread Crédit. Le graphique figure 2, montre que la notation ESG n'est pas corrélée aux ratings des agences de notation (remarque globalement valable sur l'ensemble de la période d'étude). Ce qui confirme que l'information extra-financière complète significativement les mesures de risques disponibles. Attention cependant, rien ne présuppose que ce constat reste inchangé pour les années à venir (demain, peut-être, les agences intégreront dans leurs règles de notation financière des considérations extra-financières).

Figure 2 - Répartition des notes ESG par ratings pour la dette émise en Euro (Mars 2018)

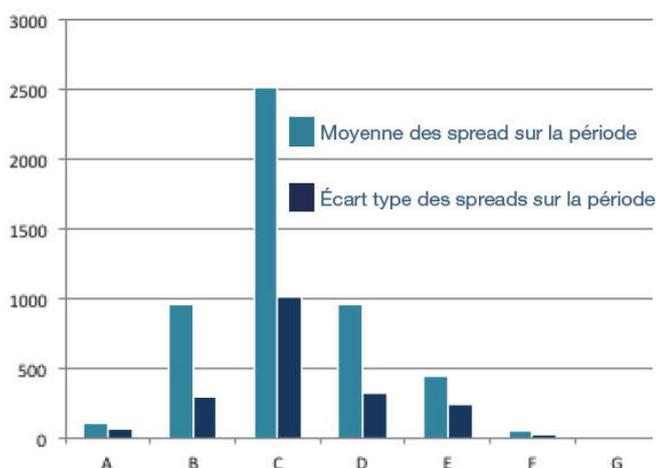


Sources : Amundi, Recherche CPR AM

Par la suite, dans une problématique de recherche de rendement, il peut être pertinent de s'intéresser à un autre indicateur majeur de la classe d'actifs qu'est le spread de marché des titres, afin de déduire s'il existe une relation directe avec la notation ESG. L'idée sous-jacente est de voir si le marché intègre la notation ESG dans le prix de la dette.

L'analyse du graphique figure 3, montre que la notation ESG ne semble pas directement corrélée aux spreads (un spread élevé n'implique pas une notation ESG dégradée, le graphique montre que les titres notés C ont les plus hauts spreads en moyenne sur la période). A noter que la distribution a été réalisée sur les titres notés BBB, mais que les observations restent les mêmes sur les autres ratings. Ce constat peut tout à fait s'intégrer dans le marché dans les années à venir, et comme précédemment expliqué, se corriger dans les spreads.

Figure 3 - Distribution des spreads de marché sur les segments BBB de l'univers Crédit Euro investment Grade par note ESG



Sources : Amundi, Recherche CPR AM

De ces constats, nous pouvons affirmer que la notation ESG apporte une information complémentaire aux indicateurs de marchés classiques de la classe d'actifs (comme les ratings d'agences et les spreads de marché).

Comment exploiter au mieux ces informations afin de répondre au besoin d'une bonne intégration ESG dans les portefeuilles Crédit ?

Ce qui a attiré notre attention dans les différentes études menées sur le sujet, est l'intérêt fort de cette notation en termes de réduction des risques spécifiques. Pour illustrer simplement cet aspect, nous avons réalisé ici deux sous-portefeuilles : le premier portefeuille étant constitué des émissions

notées A et B de notre univers (ce qui correspond à environ 10% à 20% de notre univers de départ) et le deuxième portefeuille des émissions notées E, F et G (nous choisissons ici 3 notes afin d'obtenir grossièrement le même poids, 10% à 20% de l'univers de départ sur la période, mais nous avons constaté que les notés E ont un couple rendement / risque intéressant, proche de 1 sur la composante crédit et de 1,7 sur la composante totale : Taux + crédit contre 0,3 et 1,6 sur l'indice).

| | Portefeuille A, B | Portefeuille E, F et G |
|-------------------------------|-------------------|------------------------|
| Performance annualisée | 4,32% | 4,37% |
| 1ier Drawdown ^(*) | -5,70% | -8,30% |
| 2ième Drawdown ^(*) | -2,80% | -4,20% |
| Performance / Volatilité | 1,85 | 1,79 |

(*) Nous calculons les deux premières Drawdowns crédit sur les sous portefeuilles.

Nous pouvons ici commencer à apprécier l'intérêt de la notation ESG dans une approche par les risques. En effet, un découpage « naïf et non-investissable » de l'univers selon les notes ESG présente un profil de risque plus attractif.

Pouvez-vous nous rappeler en quoi consiste l'approche ESG par les risques CPR AM ?

Les équipes de recherche de CPR AM ont mené des études plus approfondies à partir des sous-critères utilisés pour la construction de la note ESG globale afin de tirer profit au maximum des informations extra-financières, et de déterminer si certaines présentent une matérialité observable en termes de risque-rendement. Sans vouloir détailler la méthodologie complète de construction de la note ESG, nous pouvons sommairement expliciter l'approche avec la représentation suivante :

les données des fournisseurs sont agrégées et uniformisées au niveau des sous-critères et sont consolidées sur les composantes E, S et G, puis au niveau d'une note globale ESG. A titre d'exemple, nous considérons ici 2 sous-critères de gouvernance, mais cela se généralise à d'autres sous-critères.

Par un jeu de consolidation (moyenne pondérée), nous pouvons très bien avoir une mauvaise note sur un critère de Gouvernance comme « Audit et contrôle », et une note globale ESG acceptable. Nous pensons qu'il est important de prendre en compte les sous-critères dans nos approches ESG puisqu'ils peuvent nous alerter sur une faiblesse significative, potentiellement gommée au niveau de la composante, voire plus encore au niveau de la note globale agrégée de l'émetteur. Une faiblesse avérée sur un signal « faible » peut être annonciatrice de controverses avec de forts impacts financiers. Il est donc nécessaire de rattacher la perte financière à la faiblesse d'un sous-critère ESG afin de matérialiser l'intérêt du filtrage.

Nous avons pu identifier sur la période étudiée des cas concrets de pertes financières liées à des controverses que l'observation de certains sous-critères ESG aurait permis d'anticiper. Citons les exemples d'entreprises pouvant produire des millions de tonnes de charbon sans stratégie au regard de la transition énergétique, ou encore d'autres ne respectant pas certaines normes d'audit et pouvant faire l'objet de scandales suite à des publications de données non conformes et ainsi provoquer des pertes financières, et enfin des entreprises ne respectant pas certaines lois éthiques et souffrant par la suite de sanctions graves au regard de leurs activités. La grande majorité de ces événements entraîne un repli des investisseurs et par conséquent une perte.

C'est exactement le propos du filtrage que nous mettons en place à l'aide des sous-critères. En

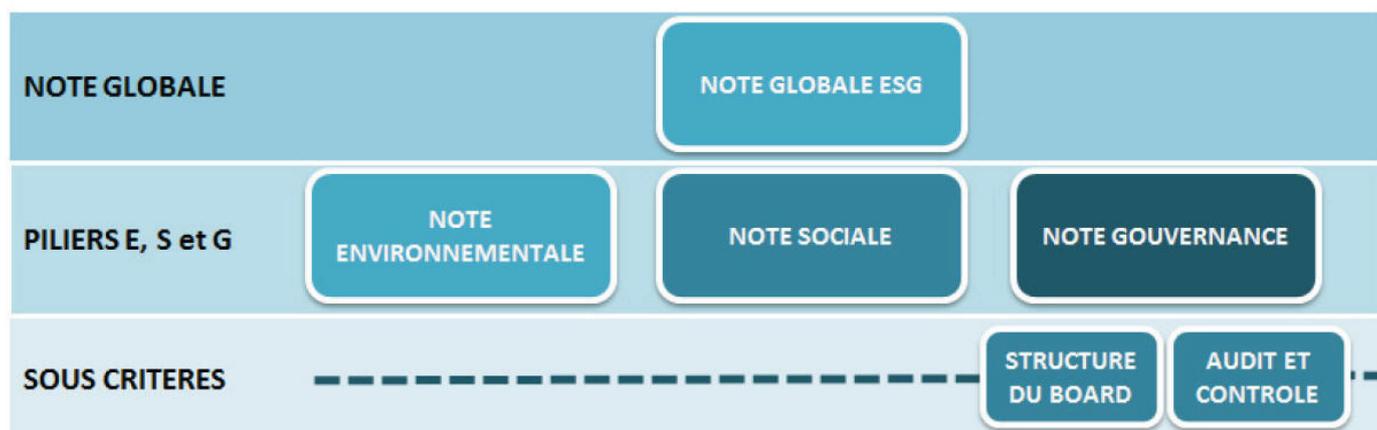
résumé, nous avons établi notre méthodologie d'intégration ESG de la façon suivante :

1. Exclusion des entreprises notées F et G sur la note globale afin de filtrer les mauvais profils ESG globaux ;
2. Exclusion des notés F et G sur une sélection de sous-critères choisis pour leur matérialité, afin de se préserver des entreprises affichant une faiblesse et donc un potentiel risque spécifique :

- Consommation d'énergie & Emissions de CO2
- Structure du conseil d'administration
- Audit & Contrôle
- Droits des actionnaires
- Santé et sécurité

Ce choix de sous-critères est issu d'une méthodologie alliant différentes considérations : l'intuition de sa matérialité (pas de biais d'optimisation), la qualité des données qui l'alimentent et le taux de couverture de l'univers, et enfin ses propriétés financières sur les dernières années (construction de back-tests par filtrage) permettant d'évaluer la matérialité du sous-critère. Notre méthodologie entraîne l'exclusion de 15% à 20% de l'univers d'investissement, l'univers filtré conservant une structure homogène à l'indice de référence, ce qui signifie que le « terrain de jeu » de la gestion est affiné de certains risques spécifiques mais conserve des caractéristiques générales (structure sectorielle, de ratings, de rendements et de maturités) comparables à son indice de référence. Nous avons également filtré

Figure 4 - Consolidation de la note ESG



les valeurs qui ont affiché de fortes pertes suite à des controverses sur la période observée, mais le marché des obligations Euro Investment Grade étant ce qu'il est, nous constatons généralement – en l'absence de défaut – un recouvrement de la valeur de l'émission, ce qui n'impacte pas le niveau de performance totale sur la période. Pour autant, ce recouvrement bénéficiant aux indices et aux investisseurs tenant la position ne reflète pas forcément la « vraie vie » : nous observons que dans le cas où une émission voit son prix fortement affecté suite à une controverse, la pression est forte, chez l'investisseur final ou son gérant, pour écrêter voire solder la position – souvent dans l'urgence est aux pires conditions de stress de marché – ce qui ne permet pas de bénéficier du retour à bonne fortune.

Notre approche par les risques permet donc de minimiser le risque asymétrique auquel sont confrontés les investisseurs en anticipant ces situations de forts « drawdowns ». Ce filtre s'intègre complètement à notre philosophie de gestion, à savoir éviter les risques asymétriques et les décisions sous stress de marché ; tout en conservant un univers attractif, diversifié, suffisamment profond et sans biais rédhibitoire, pour mettre en œuvre notre gestion financière.

L'approche ESG est-elle déjà appliquée concrètement dans vos portefeuilles ?

Aujourd'hui nous proposons cette méthodologie d'exclusion, dite « filtre anti-stress », sous forme d'intégration aux portefeuilles que nous gérons sur des univers actions, crédit et obligations convertibles, mais aussi en prestation de service sur tout ou partie des avoirs de l'investisseur. Implémentée dans le cadre de mandats dédiés, elle fait partie de la stratégie Smart Beta Crédit que nous avons lancée en décembre 2018, afin d'en améliorer le couple rendement risque sur moyen- et long-terme.

UN FONDS LOW-RISK ADAPTÉ À L'ENVIRONNEMENT OBLIGATAIRE ACTUEL : **CPR INVEST - SMART BETA CRÉDIT ESG**



Fanny Jacquemont
Gérante Taux et Crédit
CPR ASSET MANAGEMENT



Julien Daire
Directeur de la Gestion Taux et Crédit
CPR ASSET MANAGEMENT

Dans quelle mesure le contexte de taux bas est-il propice à un investissement sur le marché du crédit ?

Les marchés d'actifs risqués ont bénéficié et continuent d'être portés aujourd'hui par l'optimisme suscité par le regain d'espoir concernant l'accord commercial entre la Chine et les États-Unis ainsi que par le changement de ton des banques centrales. A nouveau, celles-ci ont su créer avec succès un environnement favorable aux actifs risqués comme durant la période 2012-2017 en faisant baisser massivement les courbes de taux favorisant ainsi la recherche de rendement.

Cet environnement de taux bas est de notre point de vue amené à durer car les banques centrales mondiales ont changé drastiquement leur fonction de réaction et nous semblent vouloir éviter à tout prix de provoquer une récession, dont la probabilité augmente naturellement à ce stade du cycle, dans un monde où, de surcroît, il n'y a pas de pressions inflationnistes, ceci leur laissant ainsi les mains libres d'agir, poussant les investisseurs à rallonger leurs investissements sur les obligations gouvernementales et également à conserver voire renforcer leurs expositions sur le crédit de bonne qualité.

L'environnement devrait donc rester favorable aux stratégies crédit qui offrent une prime par rapport aux courbes d'États. Cependant, compte-tenu du rally, des valorisations actuelles et des incertitudes qui pèsent toujours sur les perspectives de croissance, il nous semble que le potentiel de baisse de spreads est faible et que le carry restera le principal moteur de performance.

En conséquence, il nous semble opportun de prendre des profits sur les stratégies les plus risquées et privilégier aujourd'hui une solution plus défensive tout en restant investis sur le marché du crédit pour aller chercher un rendement positif.

Notre nouveau fonds CPR Invest - Smart Beta Crédit ESG offre une solution d'investissement adaptée à ce contexte. Il est géré de façon systématique en prenant en compte des critères extra-financiers, sur l'univers des obligations de la catégorie crédit Investment Grade avec une approche « low risk ».

Comment le contexte de liquidité sur le marché obligataire est-il pris en compte dans cette solution d'investissement « low-risk » ?

Marqué par de nombreux changements à la fois économiques, technologiques et réglementaires, et un univers de taux bas, le marché des obligations

crédit connaît une liquidité amoindrie. Cette situation sur le marché secondaire est à tempérer avec l'essor important du marché primaire, véritable relais d'investissement.

Dans cet environnement, la liquidité est un sujet central dans la gestion du crédit obligataire et constitue un facteur clé du processus d'investissement de notre fonds. D'une part la sélection des titres favorise les plus liquides, et d'autre part le niveau du turn-over peut être adapté en fonction de la liquidité constatée, afin d'éviter de traiter à tout prix et sacrifier de la performance au passage. Quoi qu'il en soit, la participation au marché primaire au cours de la vie du fonds, nous permet d'aller capter les primes offertes par rapport au marché secondaire et également de renforcer le niveau de liquidité du portefeuille.

Depuis le lancement du fonds début décembre 2018, nous avons participé à une quinzaine d'émissions primaires qui offraient en moyenne 20 pbs au-dessus de leur courbe primaire.

Évolution du spread Crédit IG



Sources: Bloomberg, CPR AM

Comment la prise en compte des critères ESG s'intègre-t-elle dans l'approche « low-risk » du fonds ?

L'univers obligataire offre un profil de performance asymétrique, en effet, les gains restent limités pour l'investisseur obligataire à la différence de l'actionnaire. Il est donc d'autant plus important de

concentrer ses efforts à identifier les émetteurs qui présenteraient des risques. L'analyse des sociétés sur le plan extra-financier en est un moyen, et elle est complémentaire à l'analyse financière pure. L'approche ESG selon la méthodologie CPR AM se base sur la note globale de l'émetteur et également sur celle des sous-facteurs qui composent les notes E, S et G. En effet, nous examinons les notes attribuées aux sous-facteurs qui peuvent présenter une matérialité financière s'ils sont considérés à part entière (et non de façon diluée au sein de la note globale). Sur le marché du crédit, les sous-critères suivants sont à prendre en compte pour la zone Euro : « énergie & émissions de gaz à effet de serre » au sein de l'environnement, « santé et sécurité » au sein du social, et trois facteurs au sein de la gouvernance, « conseil d'administration », « audit et contrôle » et « droit des actionnaires ». Tous les titres mal notés sur ces sous-facteurs spécifiques sont exclus du portefeuille. Cette approche ESG par les risques est un des piliers du processus de gestion et contribue pleinement au caractère « low-risk » du portefeuille.

En résumé ?

Le fonds CPR Invest - Smart Beta Crédit ESG offre un placement en obligations, selon un processus d'investissement systématique utilisant des critères ESG. Les obligations composant le fonds sont de maturités inférieures à 5 ans et leur notation est principalement BBB. Le fonds comporte une diversification sur les obligations BB (maximum 20% de l'investissement). Au global, le fonds affiche une sensibilité crédit de 3 plus faible que celle de son indice de référence, tout en cherchant à délivrer une performance similaire sur le long terme avec un niveau de risque atténué.

| | | |
|--|---|---|
| Idée clé n° 1 Low Risk | Idée clé n° 2 ESG | Idée clé n° 3 Systématique |
| Réduire le risque sans sacrifier la performance | Intégrer des critères extra-financiers pour limiter le risque spécifique | Améliorer la transparence des décisions d'investissement |

Caractéristiques du fonds : parts A, I, E et R

| CLASSES D'ACTIONS | A-Acc / A-Dist C : LU1902444584D : LU1902444667 | I - Acc LU1861294582 | E-Acc* LU19024445045 | R-Acc LU1902444824 |
|--|--|-------------------------------|---|-------------------------------------|
| Type d'investisseurs | Tout investisseur | Investisseurs institutionnels | Investisseur Institutionnel «Early Bird» | Distributeurs sans rétrocessions |
| Montant min. de souscription initiale | 1 fraction d'action | 100 000 € | 100 000 € | 1 fraction d'action |
| Commission max. de souscription** | 5,00 % | | | |
| Commission max. de rachat** | Néant | | | |
| Frais max. de gestion TTC par an** | 1,00% | 0,50% | 0,40% | 0,60% |
| Frais administratifs max. par an** | 0,30% | 0,20% | 0,20% | 0,30% |
| Commission de super- performance TTC*** | 20 % TTC de la différence entre l'actif net de la part et l'actif de référence, dans la limite de 1 % de l'actif net | | | |

| RISQUES** | |
|----------------------------|-----|
| Risque de perte de capital | OUI |
| Risque taux et crédit | OUI |
| Risque de marché | OUI |
| Risque de contrepartie | OUI |
| Risque de liquidité | OUI |



* Souscriptions possibles dans la part jusqu'à l'atteinte d'un encours de 100 millions €, et pendant une période d'un an après le lancement. Soumis à l'accord du conseil d'administration de la Sicav. ** Il est recommandé de se référer au DICI ou au prospectus du Compartiment pour une meilleure compréhension de l'ensemble des risques et des frais liés au Compartiment. *** Une explication détaillée des frais de surperformance ou frais variable est disponible dans le DICI et le prospectus du Compartiment disponibles auprès de CPR AM sur simple demande ou sur le site Internet www.cpr-am.fr. **** Le SRRI correspond au profil de risque et de rendement présent dans le Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICI). La catégorie la plus faible ne signifie pas « sans risque ». Il n'est pas garanti et pourra évoluer dans le temps.

Ce document promotionnel est uniquement destiné à l'attention des investisseurs institutionnels et distributeurs, professionnels, qualifiés ou sophistiqués. Il ne doit pas être distribué au grand public, aux clients privés ou à des investisseurs non professionnels dans quelque juridiction que ce soit, ni aux «US Persons» (résidents ou citoyens des Etats-Unis d'Amérique).

En outre, tout investisseur doit, dans l'Union Européenne, être un investisseur «Professionnel» au sens de la directive 2004/39 / CE du 21 Avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers («MIF») ou, 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 du 23 Juin 2006 (LPCC) sur les placements collectif de capitaux, l'ordonnance du 22 Novembre 2006 (CISO) et la circulaire FINMA 2013 sur la distribution de placements collectifs de capitaux. En aucun cas, ce document ne peut être distribué 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 sont pas conformes à la définition d'«investisseurs qualifiés» au sens de la loi et de la réglementation applicable.

Ce document non contractuel synthétique contient des informations sur les compartiments de CPR INVEST (le «Produit»), un organisme de placement collectif en valeurs mobilières constitué en vertu de la partie I de la loi luxembourgeoise du 17 Décembre 2010, organisé comme une société d'investissement à capital variable (SICAV), agréé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et enregistré auprès du Registre des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B-189.795. La SICAV a son siège social au 5, Allée Scheffer, L- 2520 Luxembourg. CPR INVEST est gérée par CPR Asset Management.

Rédaction achevée : mai 2019

Design & conception : Karine Matteotti - Marketing & Communication CPR AM

CPR Asset Management, société de gestion de portefeuilles, agréée AMF sous le n° GP 01-056 en date du 21 décembre 2001 (Autorité des Marchés Financiers - 17, place de la Bourse - 75082 PARIS CEDEX 02), SA au capital de 53 445 705 euros – 399 392 141 RCS, 90, boulevard Pasteur - 75015 Paris. Tel : 01 53 15 70 00 / Fax : 01 53 15 70 70

cpr-am.com | [@CPR_AM](https://twitter.com/CPR_AM) | [in cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)

