

LETTRE TRIMESTRIELLE
2^{EME} TRIMESTRE 2016

TRANSATLANTIQUE GESTION
| A MEMBER OF CIC PRIVATE BANKING |

PÉTROLE ET BOURSE

On avait l'habitude de voir les cours de la bourse évoluer de façon opposée à ceux du baril de pétrole.

C'est en tout cas ce qui s'est passé lors des trois derniers chocs pétroliers.

Ce qui est à la réflexion normal puisqu'une hausse du pétrole peut s'analyser comme un impôt supplémentaire, que font peser les pays producteurs de pétrole sur l'investissement et la consommation des agents économiques des pays non producteurs. Ce qui provoque la baisse des résultats des entreprises et donc une baisse de la bourse.

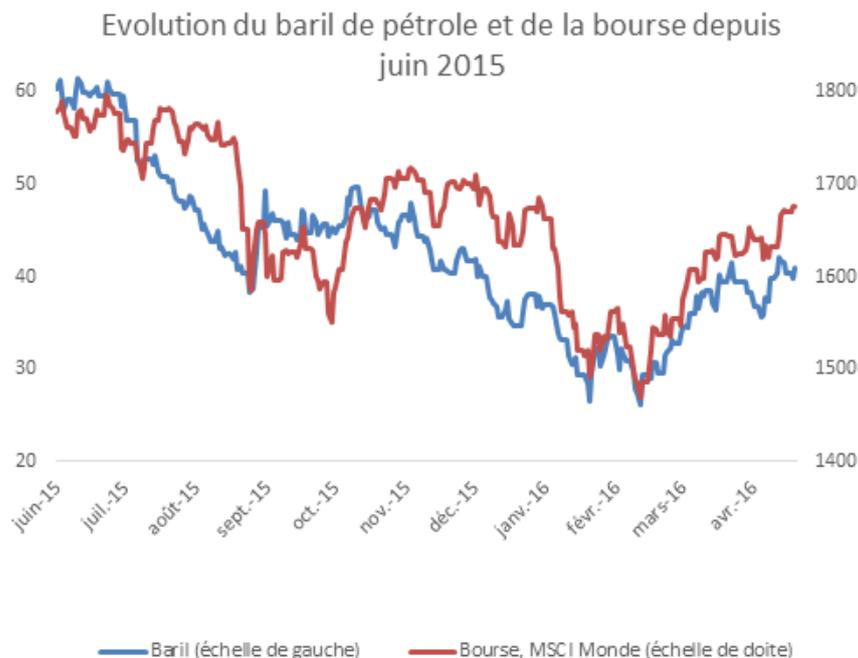
Quelle ne fut pas la surprise en ce début d'année de 2016 de voir le pétrole et les bourses baisser simultanément et ensuite

remonter simultanément, comme le montre le graphique ci-dessous.

Comment expliquer cette inversion de tendance ?

En fait, la baisse du pétrole a été si forte et si rapide qu'elle s'est en premier lieu retournée sur les pays producteurs, en particulier sur l'Arabie Saoudite, l'Algérie, le Brésil, le Venezuela mais aussi sur la Norvège, qui se sont retrouvés en grande difficulté pour équilibrer leur budget.

Ces pays se sont vus dans l'obligation de devoir puiser dans les réserves de leurs fonds souverains, qui ont dû pour faire face, vendre massivement les actions qu'ils possédaient.



Source : Bloomberg

La baisse forte et rapide du pétrole a eu aussi pour effet de mettre en difficulté les sociétés américaines de pétrole de Schiste.

Ces sociétés ont émis, pour financer leurs investissements et leurs exploitations, des obligations que certains investisseurs recherchaient car elles proposaient des rendements attrayants. Mais avec la baisse du cours du pétrole et les risques de faillite des sociétés émettrices, ces obligations ont été vendues massivement par leurs détenteurs faisant apparaître une baisse des cours de 20 à 30 % et certains d'entre eux ont dû, pour faire face à leurs engagements et à leurs échéances, vendre des actions qu'ils détenaient par ailleurs.

Les deux «*robinets*» grands ouverts ont provoqué une chute des cours des actions accentuée par les ventes programmées par ordinateur.

Et finalement, les marchés ont baissé de 15 à 25 % sur les 6 premières semaines de 2016.

« 2016 devrait réserver encore une forte volatilité »

Les cours du pétrole se sont ensuite repris fin février début mars, passant de 25 \$ à 40 \$ le baril et les cours de bourse sont remontés assez vivement dans leur sillage ne baissant plus que de 5 à 10 % à la fin mars.

Mais les dégâts collatéraux sont nombreux

En particulier, le secteur bancaire européen est resté à la traîne, pénalisé par une rentabilité insuffisante, des normes réglementaires très (trop ?) contraignantes et une exposition lourde au risque souverain (pays du sud).

En revanche, les belles valeurs (LVMH, L'Oréal, Michelin) ont rebondi à des niveaux supérieurs à ceux de début janvier, continuant à être recherchées par les investisseurs pour leur croissance, leur exposition internationale et leur rendement.

Et, il y a de fortes chances que cela soit le cas tout au long de l'année 2016, qui devrait réserver encore une forte volatilité, avec entre autres les risques de Brexit et la résurgence d'une nouvelle crise de la dette grecque.

EDITO | page 2
Pétrole et Bourse

VALEURS | page 9
Toutes les valeurs de rendement ne se valent pas

NOS FONDS | page 15
Performance de la gamme Brongniart

ECONOMIE | page 4
Merci Monsieur Draghi ?

SECTEUR | page 11
Les difficultés de l'industrie pharmaceutique

SECTEUR | page 6
Les nombreux défis du secteur bancaire européen

FOCUS | page 14
Nouvelles mesures en faveur des PEA/PME

Directeur de la publication : Hugues Dubly. Imprimerie : AMPLUS, 3 rue de Romainville - 93260 Les Lilas
Les articles présentés dans cette lettre sont rédigés en partenariat entre les gérants/analystes de Transatlantique Gestion et Dubly Douilhet Gestion. Pour toutes informations, veuillez contacter votre interlocuteur chez Transatlantique Gestion 26, avenue Franklin D. Roosevelt - 75008 Paris. Téléphone : 01 56 88 76 74. www.transatlantiquegestion.fr
© 2015 Transatlantique Gestion

MERCI MONSIEUR DRAGHI ?

En juillet 2012, après seulement 6 mois à la tête de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi a, de manière retentissante, fait connaître la stratégie qu'il comptait suivre.

Il annonçait, au milieu de la tourmente qui affectait la zone à l'époque, qu'il ferait absolument tout pour sauver l'euro.

Et il promettait que ses actions seraient suffisantes¹. Depuis, nous avons vu la BCE prendre des décisions inédites. Le 10 mars elle annonçait sa dernière salve, portant à 80 milliards d'euros les achats d'obligations et baissant de nouveau ses taux directeurs plongeant davantage en territoire négatif le taux (-0,4%) servi sur les dépôts des banques à la Banque centrale.

L'euro semble pour l'instant sauvé, mais l'objectif premier de la BCE qui est d'assurer une inflation proche, mais en dessous de 2%, paraît encore hors d'atteinte. C'est devant ce constat que certains s'interrogent sur l'efficacité de la politique suivie par la BCE et s'inquiètent des effets indésirables que ces mesures ont sur certains acteurs. Les épargnants, par exemple, protestent devant des taux de rémunération de leur épargne extrêmement faibles et les banques enregistrent des baisses de rentabilité suivant un coût de 0,4% de moins sur les sommes qu'elles placent à la Banque centrale.

Le pourquoi des mesures dites non-conventionnelles ?

Les critiques de certains sur l'orientation de la politique monétaire sont apparues dès la mise en place des premières mesures dites non-conventionnelles en 2008-2009. Face à la sévérité des récessions qui ont frappé la plupart des pays développés et aux craintes

déflationnistes, les Banquiers centraux ont pris des mesures allant au-delà des stratégies usuelles de baisse des taux directeurs visant à fournir de l'argent moins cher aux acteurs économiques afin de soutenir l'activité. Suivant le leadership américain, ils ont donc commencé à expérimenter un arsenal de mesures, jamais utilisé auparavant, de manière massive et presque concertée dans la plupart des pays développés.

Avec l'arrivée de Mario Draghi à la tête de l'institution fin 2011, dans un contexte d'approfondissement de la crise en zone euro, l'arsenal d'instruments de la BCE s'est peu à peu amplifié pour aboutir à la situation actuelle. Néanmoins, il est frappant de constater que les mesures extrêmes prises par la BCE, avec la récente amplification des achats d'actifs et la mise en place de taux négatifs sur les dépôts des banques, arrivent au même moment que commence le processus de normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis.

La divergence entre les Etats-Unis et la zone euro

On assiste depuis près d'un an à cette divergence, anticipée et réelle, entre la direction de la politique monétaire aux Etats-Unis et celle de la zone euro.

En décembre 2015, la Réserve fédérale a effectué la première hausse de son principal taux directeur en presque une décennie. En même temps, on attendait de la BCE de faire davantage dans l'assouplissement monétaire.

Cet apparent paradoxe, tient à la différence entre les situations économiques des deux continents. Certes la croissance de la zone euro, même si elle est faible, semble se poursuivre. Mais elle reste fragile et l'inflation continue d'être bien en dessous des objectifs de la Banque centrale. En effet, en mars l'inflation s'établissait à -0,1% en glissement annuel, en partie du fait de la baisse du prix de l'énergie. Selon les propres projections de

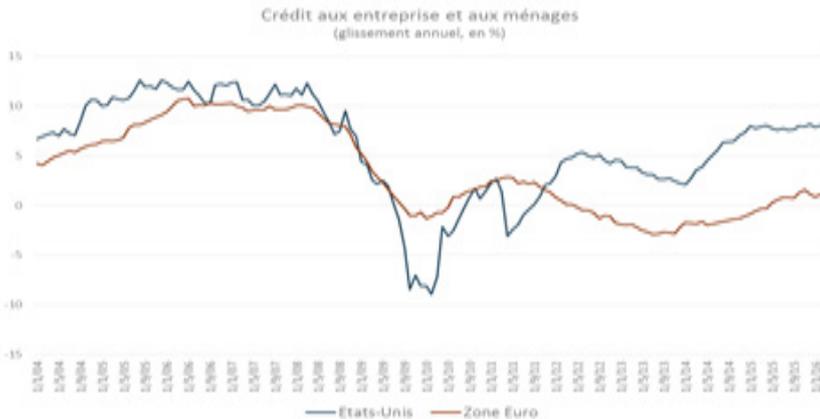
¹ "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough." Mari Draghi, Président de la BCE, 26 juillet 2012

la BCE, elle ne s'élèverait qu'à 1,3% en 2017 et 1,6% en 2018. Outre-Atlantique, la croissance est plus dynamique et l'inflation - même si elle est aujourd'hui proche de celle dans la zone euro (-0,2% en glissement annuel en février) - devrait entamer une remontée plus rapide, d'autant que le taux de chômage est autour de 5% et que des signes de tensions salariales apparaissent.

L'évolution de la distribution de crédit est également singulière qu'on se place d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique. En effet, une des courroies de transmission d'une politique monétaire accommodante à l'économie réelle est de dynamiser l'octroi de crédits afin de stimuler l'activité économique.

Outre-Atlantique nous avons vu la croissance du crédit bancaire accélérer très nettement

négatifs sur les dépôts des banques - dont le but est de les inciter à prêter davantage - se traduit également par un coût supplémentaire pour ces dernières, qui voient diminuer leur rentabilité. En effet, la rentabilité de l'activité de crédit, qui consiste pour les banques à se financer à court terme pour prêter à moyen - long terme, avant même l'adoption des taux négatifs, était déjà fragilisée du fait de la faiblesse des taux à long terme. C'est pour pallier cet effet négatif, qui pourrait fragiliser le système bancaire, que les autorités ont mis en place des nouvelles facilités de financement à coût nul (TLTRO II). Par ailleurs, les rendements obligataires faibles, voire négatifs, dont les niveaux de rémunération résultent en grande partie de la politique monétaire, pourraient fragiliser également



Source : Bloomberg / Transatlantique Gestion au 18-04-2016

(+8% en moyenne en glissement annuel au cours de la dernière année). En zone euro, le crédit aux ménages et aux entreprises vient tout juste d'atteindre 1%, après une longue période de contraction.

La tentation de faire davantage, malgré des conséquences parfois indésirables

C'est bien la difficulté de retrouver un cycle économique normalisé, avec une inflation proche de son objectif qui pousse aujourd'hui la BCE à faire davantage. Néanmoins, dans cette expérimentation de mesures inédites, les autorités monétaires consistent également des déconvenues. Ainsi, l'adoption de taux d'intérêt

Les compagnies d'assurances et rester une contrainte forte pour les épargnants cherchant des investissements sécuritaires.

Toutefois, il est très probable que pour l'année à venir la BCE conserve la stratégie actuelle. Même en cas de persistance d'une inflation trop basse elle pourrait être tentée d'en faire davantage. Certains parlent de la

possibilité d'utiliser l'arme ultime : la stratégie de «l'hélicoptère», c'est à dire la distribution gratuite d'argent afin de stimuler la croissance.

Nous sommes sûrement loin de cette éventualité mais nous allons continuer d'évoluer dans ce territoire inconnu de l'expérimentation monétaire pour un certain temps incitant les investisseurs à prendre plus de risque qu'ils ne le voudraient afin d'échapper à une rémunération inexistante des liquidités.

« C'est bien la difficulté de retrouver un cycle économique normalisé, avec une inflation proche de son objectif qui pousse aujourd'hui la BCE à faire davantage »

LES NOMBREUX DÉFIS DU SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN

Contrairement à leurs consœurs américaines, **les banques européennes ne semblent pas sortir du tunnel.**

Pourtant tout semblait aller mieux !

Fin 2014, après les craintes d'éclatement de la zone euro (2010-2011) la Banque centrale européenne annonce les résultats de son audit approfondi des banques européennes (AQR). BNP, Société Générale, Crédit Mutuel, Deutsche Bank, ING, passent toutes l'examen sans embûche.

Un maître mot ressort alors : les investisseurs peuvent avoir **CONFIANCE** dans les banques européennes et dans leurs capacités à irriguer l'économie de crédits si nécessaires à la croissance économique. Le discours fait alors écho chez les investisseurs qui semblent croire aux bonnes étoiles du vieux continent. Aidé par la baisse des prix du pétrole, le

soutien inconditionnel de la BCE et la baisse de la devise européenne, l'indice des banques européennes (stoxx600 banques) progresse de 27% entre janvier et avril 2015.

Mais l'euphorie ne dure pas longtemps

De nombreux événements viennent alors affaiblir le secteur qui semblait pourtant sorti de la crise : renégociation de la dette grecque cet été, ralentissement chinois fin août et chute du pétrole depuis novembre.

Un an plus tard, les banques européennes (indice Stoxx600 Banks en €) ont perdu près de 40% de leur valeur entre avril 2015 et avril 2016, alors que les banques américaines (indice S&P 500 Banks en €) n'ont perdu que 15%.

Les mêmes causes ne semblent alors pas produire les mêmes effets. Comment

Evolution des indices bancaires depuis janvier 2015



Source : Bloomberg

« Pourquoi les banques européennes semblent-elles moins résistantes ? »

expliquer cet écart de performance alors que nous vivons dans un monde globalisé ?

Pourquoi les banques européennes semblent-elles moins résistantes ?

” L'analyse des résultats des banques au quatrième trimestre 2015 apporte quelques éléments de réponse.

Tout d'abord, l'environnement propre à chacune des banques diffère.

La croissance économique européenne, bien qu'elle soit aujourd'hui positive, reste moindre que celle observée outre-Atlantique (1,4% vs 2,0%). De plus, les taux d'emprunt en Europe sont beaucoup plus faibles et orientés à la baisse.

Par exemple, le taux de crédit immobilier moyen à 20 ans est aujourd'hui de 2% en France contre 3,5% aux Etats-Unis. La faiblesse des taux en Europe a des répercussions immédiates sur les revenus et sur les marges des plus grandes banques européennes. Les clients des banques renégocient les conditions auxquelles ils ont emprunté quelques années auparavant, ce qui affecte les revenus du secteur. Ainsi, par exemple, la marge d'intérêt de la banque HSBC¹ a baissé de 5% au quatrième trimestre 2015.

Ensuite, la politique de rachat de créances et d'obligations sur les marchés entreprise par la Banque centrale européenne peut avoir des conséquences néfastes comme l'assèchement du marché obligataire.

Actuellement les investisseurs ne trouvent plus suffisamment de papier (*comprendre obligations*) sur lequel investir car la Banque centrale en laisse « peu » pour les autres.

¹ La marge d'intérêt est la différence entre le taux d'intérêt auquel prête une banque et le taux d'intérêt auquel elle se refinance sur les différents marchés de capitaux

Ce phénomène intervient dans un contexte où de nombreuses obligations émises pendant la crise de 2008-2009 arrivent aujourd'hui à échéance. En conséquence les dépôts à vue augmentent fortement dans les établissements bancaires.

Les banques sont alors comme prises au piège

Avec ces dépôts, elles peuvent octroyer des crédits à taux très bas, ce qui n'est peu voire pas rentable. Autre solution, elles peuvent placer ces liquidités auprès de la Banque centrale européenne à un taux négatif de -0,4%, ce qui engendre alors des coûts supplémentaires qui ne sont pas (encore) répercutés aux clients.

Ceci explique en partie pourquoi les banques européennes sont moins rentables que leurs consœurs américaines. D'après Bloomberg, la rentabilité sur le total du bilan n'est que de 0,18% pour les douze plus grandes banques du vieux continent, contre 0,92% pour les 6 plus grandes banques américaines.

Enfin la baisse des prix du pétrole n'est pas sans conséquence sur le secteur

Lorsque le cours du baril est passé sous les 30 dollars en février, les investisseurs ont craint une accélération du rythme des faillites des sociétés pétrolières.

En effet, les banques ont financé de nombreux petits producteurs de pétrole notamment

« Les banques ont financé de nombreux petits producteurs de pétrole notamment aux Etats-Unis, lorsque le cours du baril était supérieur à 100\$ »

aux Etats-Unis, lorsque le cours du baril était supérieur à 100\$. Ces mêmes producteurs doivent aujourd'hui gérer la chute des cours du baril. Parmi eux, certains ne rembourseront probablement pas leurs dettes.

Or les habitudes des deux côtés de l'atlantique diffèrent. **Aux Etats-Unis, les banques ont pris l'habitude de vendre leurs créances aux investisseurs, laissant ces derniers assumer le risque de défaut. En Europe, les établissements financiers ont tendance à garder les prêts dans leurs bilans.**

Ainsi lorsque la conjoncture se retourne, les banques assument seules les pertes.

Si ces pertes probables restent gérables (d'après Moody's, le total des prêts au secteur de l'énergie représente environ 30% des fonds propres des banques européennes), elles viennent néanmoins affaiblir des bilans qui sont en reconstruction.

Après la crise de 2008, les banques des deux côtés de l'Atlantique ont été contraintes par les régulateurs de renforcer leurs niveaux de fonds propres.

Mais là encore, une différence notable apparaît entre l'Europe et les Etats-Unis

Les banques américaines ont été beaucoup plus rapides à restaurer leurs bilans après la crise de 2008. **Ainsi, les fonds propres des 6 plus grandes banques américaines rapportés à leurs actifs² atteignent 6,6% en moyenne, contre 4,5% pour les 12 plus grandes banques européennes.**

« LCL va fermer 13% de ses agences à l'horizon 2020, soit la fermeture de 250 points de ventes »

Nous venons de voir que les banques américaines résistent beaucoup mieux à la conjoncture internationale (baisse du pétrole, croissance faible), aidées par un contexte de taux plus favorable et une meilleure solidité bilancielle.

Mais faut-il pour autant jeter le secteur bancaire européen avec l'eau du bain ?

Face à la baisse de leurs revenus et de leurs marges, les banques européennes s'adaptent. Elles s'appuient sur les nouvelles technologies et le développement de la banque en ligne pour baisser les coûts et fermer des agences. Le gisement d'économies est important.

Le réseau d'agence représente 60% des coûts de la banque de détail. LCL va par exemple fermer 13% de ses agences à l'horizon 2020, soit la fermeture de 250 points de ventes.

Par ailleurs, les banques européennes ne ferment pas la porte à la facturation des dépôts comme c'est le cas déjà en Suisse. BNP et Société Générale ont par exemple annoncé en novembre 2015 vouloir facturer la tenue de compte.

Un an et demi après le lancement par Mario Draghi de la nouvelle politique monétaire européenne, les banques font face à de nombreux défis : manque de croissance, baisse des taux, prêts sujets à caution. **La question pour l'investisseur est plutôt de savoir si le secteur peut retrouver la rentabilité qu'il a connu par le passé ?**

² Ce ratio mesure la solvabilité d'un établissement bancaire

TOUTES LES VALEURS DE RENDEMENT NE SE VALENT PAS

2016, une opportunité pour les valeurs de rendement

La quête de rendement avait été prépondérante en 2014, alors que la baisse des taux d'intérêt s'accélérait.

En effet, le rendement des obligations souveraines allemandes à 10 ans s'élevait à 0,5%. Ainsi, les investisseurs qui cherchaient à trouver une rémunération plus élevée tout en ayant une certaine sécurité, se tournaient vers les actions dites de rendement, c'est-à-dire les valeurs offrant des dividendes pérennes et élevés.

Aujourd'hui cette thématique revient à la mode suite à la récente baisse des taux d'intérêt avec notamment le rendement des obligations souveraines allemandes à 10 ans atteignant 0,15%.

La faiblesse durable des taux d'intérêt renforce l'attrait pour les actions au rendement généreux

« Connaissez-vous la seule chose qui me procure du plaisir ? Encaisser mes dividendes ! ».

Cette célèbre phrase de John D. Rockefeller résume bien le sentiment des investisseurs dans le contexte actuel. En effet, les rachats d'obligations opérés par la BCE ont exercé une pression baissière sur les taux de rendement des obligations. Les investisseurs, notamment institutionnels, ne trouvant plus des rendements attractifs sur le marché obligataire, s'orientent vers des actifs plus stables et rémunérateurs : les valeurs de rendement.

Remarque faite à un voisin lors d'une conférence, rapportée par John Lewis dans Cosmopolitan (1908)

Plus que le montant du dividende, c'est sa récurrence et sa pérennité qui caractérisent une valeur de rendement

Des taux de rendement très élevés sont souvent trop beaux pour être vrai, il est important de s'interroger lorsque le rendement est supérieur à 5%.

Ainsi la Deutsche Bank, dont le rendement était proche de 5%, a annoncé au mois de mars 2016 son intention de « couper » son dividende pour les exercices 2015 et 2016.

La pérennisation des dividendes doit être analysée en profondeur: le versement du dividende est possible grâce à la génération de flux de trésorerie qui découle d'une activité ou de revenus stables dans le temps et peu sensibles à la conjoncture économique.

C'est souvent le cas des sociétés matures avec un profil défensif.

Prenons le cas de Vinci, concessionnaire autoroutier français.

Cette société bénéficie d'une croissance lente et régulière grâce à l'accroissement graduel du trafic et des tarifs des péages. En parallèle, la faiblesse des taux d'intérêt permet au groupe de se désendetter. La bourse a cependant perçu rapidement ces caractéristiques et le cours a grimpé, entraînant son P/E (ratio du prix sur le bénéfice par action) à près de 18x, bien au-dessus de sa moyenne à long terme.

À l'inverse une hausse des taux ou une récession auraient des effets négatifs sur la valeur.

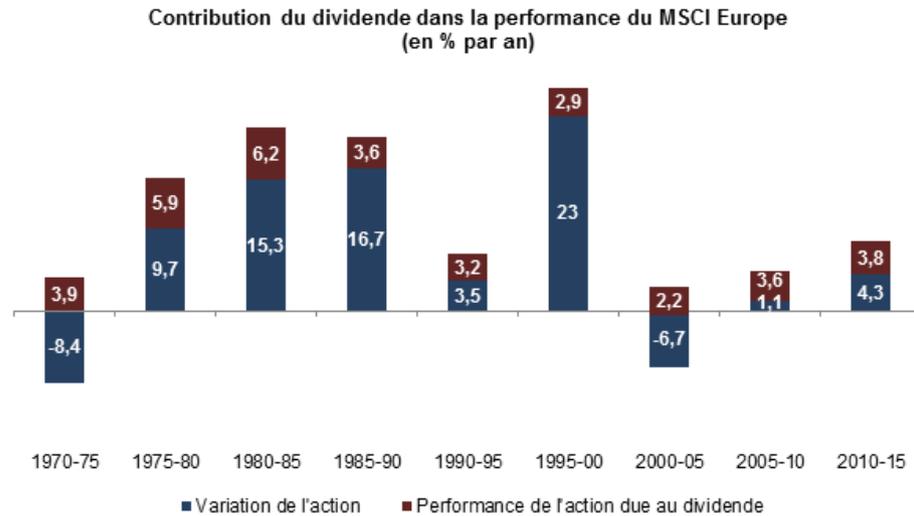
« Des taux de rendement très élevés sont souvent trop beaux pour être vrai »

Nous observons le même phénomène pour le groupe pétrolier américain Exxon Mobil, dont le rendement est de 3,5%.

Suite à la hausse du cours depuis le début d'année, le P/E atteint aujourd'hui 22x. Cette valorisation peut paraître élevée mais elle est justifiée en cas de remontée durable des cours du pétrole, auquel cas le chiffre d'affaires et la marge s'inscriraient en hausse, donnant la possibilité de verser des dividendes encore en hausse.

En conclusion, une sélection fine des valeurs est nécessaire pour trouver des sociétés capables de distribuer de beaux dividendes sur le long terme, afin d'enrichir leurs actionnaires.

« Une sélection fine des valeurs est nécessaire pour trouver des sociétés capables de distribuer de beaux dividendes sur le long terme »



Source : Les Echos

LES DIFFICULTÉS DE L'INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE

Le secteur pharmaceutique a été pendant de nombreuses années l'un des plus rentables de la bourse.

Par exemple, depuis les années 90', les cours de Roche ont progressé de 892%, ceux de Johnson & Johnson de 824%, de Sanofi de 773% ou encore ceux de Novartis de 592%.

Prenons un peu de recul : **le secteur pharmaceutique a connu plusieurs phases de croissance grâce à la sortie d'importants blockbusters¹ dans les années 80' ainsi qu'au développement de la biotechnologie dans les années 2000.**

Puis, à partir de 2005, une vague importante d'expirations de brevets tombe sur le secteur. Les grands Groupes pharmaceutiques sont concurrencés par les fabricants de médicaments génériques.

Enfin, en septembre 2015, la prétendante à l'investiture démocrate pour l'élection présidentielle américaine de 2016, Hillary Clinton, promet à travers un tweet, un bras de fer avec l'industrie pharmaceutique et ainsi un encadrement des profits en renforçant la réglementation sur les prix des médicaments.

Cette annonce crée un mouvement d'incertitude sur le secteur et les cours des sociétés pharmaceutiques dégringolent sans avoir aucune nouvelle saisissante pour rattraper cette chute.

Il faudra attendre le verdict des élections présidentielles au mois de novembre pour dissiper ou non ces inquiétudes.

Vous connaissez sans doute le groupe pharmaceutique Suisse Novartis.

Initialement issu d'une fusion entre le laboratoire Ciba-Geigy et Sandoz, Novartis est aujourd'hui un des leaders mondiaux du secteur pharmaceutique.

En effet le Groupe est numéro 1 mondial en ophtalmologie et numéro 2 derrière Roche en oncologie. Avec une capitalisation boursière supérieure à 190 milliards de dollars, un chiffre d'affaires proche de 50 milliards de dollars en 2015, des marges d'exploitation de l'ordre de 30%, Novartis dégage des cash-flow de 8,5 milliards de dollars en 2015 et pourtant, le Groupe semble moins attirer les investisseurs comme le témoigne son cours de bourse qui a baissé de 21 % depuis 1 an (de même, Roche affiche une performance de -4%, GlaxoSmithKline -7%, Sanofi -18%).

A travers l'exemple de Novartis essayons de comprendre les problématiques de ce secteur

Alors que les années 2000 ont été marquées par une importante vague de fusions et d'acquisitions, nous assistons aujourd'hui, à une phase de recentrage.

En effet, tout comme de nombreuses sociétés pharmaceutiques, Novartis recentre depuis 2015 son activité sur ses métiers les plus rentables.

« *Hillary Clinton, promet à travers un tweet, un bras de fer avec l'industrie pharmaceutique* »

¹ Blockbuster = molécule dont le revenu global est au minimum d'un milliard de dollars

Le chiffre d'affaires de 50 milliards de dollars du groupe se répartit en 3 activités : les produits pharmaceutiques (60% du son chiffre d'affaires), les produits de soin oculaires (20%) à travers Alcon et les médicaments génériques (20%) regroupés au sein de la structure Sandoz.

L'activité Produits Pharmaceutiques subit de plein fouet la tombée dans le domaine public du brevet de son blockbuster phare le Gleevec®.

Ce produit majeur en oncologie qui traite la leucémie myéloïde chronique a généré 4,6 milliards de dollars de chiffre d'affaires en 2015 et ne devrait générer plus que 1,2 milliards de chiffre d'affaires en 2017.

Le modèle économique fondé sur le blockbuster est-il remis en cause ?

Le modèle économique du blockbuster qui tirait la croissance des grands groupes pharmaceutiques **s'essouffle**.

D'une part, il devient de plus en plus difficile d'identifier une pathologie qui serait partagée par des millions de patients car les blockbusters ont déjà couvert un grand nombre de maladies globales.

D'autre part, on assiste à un durcissement réglementaire de la part des autorités qui gèrent les soins de santé, des régulateurs (FDA², EMA³ ...) et des régimes de couverture de santé entraînant de plus en plus de difficultés à obtenir une autorisation de mise sur le marché.

Auparavant, pour obtenir cette autorisation, il suffisait de démontrer que la nouvelle molécule avait un effet bénéfique.

² FDA = Food and Drug Administration

³ EMA = European Medicines Agency ou Agence Européenne des Médicaments

« Le modèle économique du blockbuster qui tirait la croissance des grands groupes pharmaceutiques s'essouffle »

Aujourd'hui, il faut que les nouvelles molécules présentent des effets bénéfiques supérieurs aux autres molécules déjà présentes sur le marché. A partir de là, le nombre de molécules qui ont été autorisées à être mises sur le marché a chuté de façon considérable.

Dans ce contexte, il est de plus en plus difficile pour les sociétés pharmaceutiques de garder un portefeuille de

nouveaux produits bien solide pour prendre le relais lorsqu'un médicament phare tombe dans le domaine public. Malgré des dépenses en R&D soutenues, la productivité s'affaiblit.

Les sociétés pharmaceutiques réagissent en adoptant des stratégies différentes. Ainsi Roche a pris le virage des acquisitions dans le domaine des biotechnologies en acquérant en deux temps le laboratoire Genentech pour près de 110 milliards de dollars. A l'inverse Novartis s'est spécialisée dans la production de médicaments génériques et bio-similaires en développant sa division Sandoz qui réalise un chiffre d'affaires total de 9,2 milliards de dollars.

Novartis aurait-il dû prendre le virage des biotechnologies comme ses concurrents ?

Novartis maintient cependant d'importants investissements en R&D (18% du chiffre d'affaires). Ces investissements lui permettent le lancement de nouveaux médicaments

« Les sociétés pharmaceutiques réagissent en adoptant des stratégies différentes »

« Les laboratoires pharmaceutiques ripostent avec toujours plus d'innovation en lançant de nouveaux traitements qui sont un moteur de croissance »

prometteurs. Le dernier en date est l'Entresto®, un traitement révolutionnaire contre l'insuffisance cardiaque. Mais sa sortie a fortement déçu car les assureurs préfèrent observer l'efficacité et l'utilisation réelle des nouveaux produits avant de statuer sur le prix de remboursement ce qui a décalé le remboursement de ce traitement de 6 mois.

D'autre part, Novartis parvient tout de même à mettre sur le marché des produits qui traitent des pathologies avec une demande importante. Par exemple, le Cosentyx®, le nouveau traitement du psoriasis aux résultats surprenants a été approuvé en février 2015 aux Etats-Unis et en Europe.

Les ventes estimées sont de l'ordre de 4,2 milliards de dollars d'ici 2020. La menace des génériques, la R&D qui s'essouffle, l'augmentation de la réglementation des organismes de régulations et la pression sur les prix des médicaments remboursés sont autant de facteurs qui fragilisent le secteur.

Dans ce contexte, il est légitime de se demander pourquoi investir dans la santé ?

Ce secteur peut-il encore être profitable malgré les difficultés rencontrées ?

Le secteur de la santé **profite du phénomène de l'augmentation et du vieillissement de la population mondiale mais aussi de l'amélioration du niveau de vie dans les pays émergents inévitablement liés à l'accroissement des dépenses de santé.**

De plus, sur un marché mondial confronté aux pertes de brevets de médicaments, avec 190 milliards de dollars de chiffre d'affaires concernés dans les cinq ans, selon IMS Health, les laboratoires pharmaceutiques ripostent avec toujours plus d'innovation en lançant de nouveaux traitements qui sont un moteur de croissance, en particulier dans les domaines de l'oncologie (un marché estimé à 90 milliards de dollars avec une croissance de 10% par an), du diabète (un marché estimé à 50 milliards de dollars avec une croissance de 13% par an en moyenne depuis 10 ans), et des maladies rares (34 milliards de dollars).

Ces nouveaux traitements très prometteurs pourraient encore dynamiser le secteur.

La création de valeur reste donc importante, l'innovation est forte, et les tendances démographiques mondiales portent le marché.

Cependant le niveau de risque et de visibilité évolue, de même que la volatilité des titres du secteur.

Il est surprenant qu'un simple tweet d'Hillary Clinton fustigeant les marges pharamineuses de certaines biotechs puisse avoir un fort impact sur les cours bourse du secteur comme cela a été le cas en septembre.

C'est un sujet très sensible.

L'environnement est mouvant, le potentiel de création de valeur reste important, mais pour assurer un bon niveau de retour sur investissement, la prise de risque est devenue supérieure du fait de la complexité à gérer tous les enjeux aussi bien internes aux sociétés que d'ordre public.

NOUVELLES MESURES EN FAVEUR DES PEA/PME

Le succès du PEA/PME n'a pas été au rendez-vous lors de son lancement. Créé le 1er janvier 2014, le PEA PME très semblable au PEA «classique» dans son fonctionnement et sa fiscalité, diffère par le montant maximum d'apport, 75 000.00 € au lieu de 150 000.00 € et des valeurs éligibles différentes. Seuls les titres émis par des PME et ETI (entreprise de taille intermédiaire) européennes cotées ou non peuvent figurer dans le PEA/PME¹. Ce produit n'a pas rencontré le succès escompté pour plusieurs raisons :

- un grand nombre de PEA «classiques» non encore remplis
- le risque plus important pris sur les PME
- la difficulté de savoir si une entreprise est éligible

Le législateur a donc imaginé des évolutions en facilitant l'éligibilité de nouveaux titres et en octroyant des avantages fiscaux :

1/ Les nouveaux titres éligibles : pourront désormais figurer dans le PEA/PME des obligations convertibles ou remboursables en actions lorsqu'elles sont négociables sur un marché réglementé à condition de figurer dans une liste de valeurs éligibles.

2/ Les avantages fiscaux : à partir du 1er avril 2016 et jusqu'au 31 mars 2017 les gains réalisés sur des Sicav ou fonds monétaires seront exonérés d'impôt sur les plus-values en cas de réinvestissement dans un PEA/PME.

Pour bénéficier de cette exonération des conditions sont à respecter :

- Les sicav ou fonds doivent appartenir à la classe « monétaire » ou à la classe « monétaire à court terme ».

1 Sont éligibles au PEA/PME les entreprises de moins de 5000 personnes avec un chiffre d'affaires n'excédant pas 1.5 milliard € ou un total de bilan n'excédant pas 2 milliards € et seuls sont admises les entreprises qui se déclarent remplir les conditions auprès d'Euronext. Les seuils sont valables le jour de l'acquisition des titres. S'il y a un dépassement les titres peuvent rester en portefeuille.

- Le versement des sommes dans le PEA / PME devra être effectué dans le délai d'un mois à compter de la date de cession.

- La plus-value sera exonérée à l'expiration d'un délai de 5 ans suivant la date du versement, quelle que soit la date d'ouverture du PEA/PME.

- Le contribuable devra demander un report d'imposition dans sa déclaration annuelle 2074 sous la mention « plus-value en report d'imposition ». Toutefois les prélèvements sociaux (15,50 %) restent dûs et les versements effectués dans le PEA PME seront nets de prélèvements sociaux.

Un avantage fiscal attire toujours notre attention, toutefois il est important dans notre cas de le mettre en perspective.

Le PEA/PME tout comme son grand frère le PEA classique permet une exonération d'impôt sur le revenu et les plus-values si aucun retrait n'est effectué dans les cinq premières années suivant sa création. Il y a donc un intérêt à en ouvrir un avec une somme symbolique pour prendre date.

Si vous avez des Sicav Monétaires avec de fortes plus-values latentes vous pouvez vous poser la question de l'opportunité de les céder et d'en verser le produit dans un PEA/PME pour défiscaliser la plus-value mais dans ce cas il faudra savoir :

- le risque est beaucoup plus élevé sur les valeurs éligibles au PEA/PME, il faudra bien les choisir,
- les marchés des valeurs PME/ETI sont souvent étroits ce qui complique les transactions et augmente la volatilité,
- les nouvelles mesures fiscales vont inciter beaucoup d'investisseurs à céder leurs sicav monétaires et acheter des valeurs éligibles ce qui les fera monter artificiellement dans un premier temps en créant un goulot d'étranglement. Il ne faudra pas les payer trop cher.

Il y a une réflexion à mener sur chaque situation particulière et votre conseiller gérant pourra vous éclairer sur ce point.

PERFORMANCES EN %

	2016	2015	2014	2013	2012
Brongniart Monétaire <i>EONIA capitalisé</i>	0,00 -0,06	0,07 -0,11	0,27 0,10	0,26 0,09	0,83 0,23
Brongniart Varifonds <i>Euro MTS 3-5 ans</i>	0,88 0,93	0,36 1,39	4,87 6,00	1,89 2,28	4,70 8,64
Cipec Obligations <i>EuroMTS 1-3 ans</i>	-3,31 0,15	-0,02 0,72	1,26 1,88	0,54 1,72	5,97 4,48
Brongniart Patrimoine (C) <i>50% Euro MTS + 3-5 ans + 35% Eurostoxx 50 + 15% Dow Jones Industrial Average</i>	-4,68 -2,63	3,68 5,11	7,39 8,18	10,34 12,24	7,00 -2,68
Brongniart Rendement <i>Euro Stoxx 50 (dividendes réinvestis)</i>	-7,42 -7,79	12,14 6,42	5,46 1,85	14,01 17,95	7,05 13,79
Cipec Diversifié Inter Dynamique <i>70% MSCI World en € + 30% EONIA Capitalisé</i>	-7,80 -3,51	12,46 7,49	11,42 13,68	18,60 13,14	9,76 7,88
Brongniart Monde <i>MSCI World en € (dividendes réinvestis)</i>	-5,19 -5,01	7,23 10,42	12,71 15,77	19,41 17,49	6,84 10,75
Euromutuel Brongniart Valeurs Européennes <i>70% Eurostoxx 50 + 30% CAC 40</i>	-7,87 -6,84	14,25 6,11	4,59 0,68	20,93 17,96	11,97 14,22
Brongniart Avenir <i>75% Eurostoxx Mid + 25% Stoxx Europe Mid 200</i>	-8,63 -5,79	16,56 18,58	5,34 5,99	18,72 28,15	17,70 15,94
Brongniart PME Diversifié <i>80% MSCI EUROPE MICRO CAP Index + 20% de l'EONIA capitalisé</i>	-8,71 -4,64	16,26 15,79	-6,88* -3,36*	- -	- -

Source Transatlantique Gestion au 31 mars 2016. * Depuis le 27/02/2014

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Investir dans un OPCVM comporte des risques, notamment de ne pas récupérer les sommes investies. Retrouvez toutes les informations sur nos fonds sur www.transatlantiquegestion.com

TRANSATLANTIQUE GESTION

| A MEMBER OF CIC PRIVATE BANKING |

26, avenue Franklin Delano Roosevelt - 75372 Paris Cedex 08 - T +33 1 56 88 76 00 F + 33 1 56 88 76 99 - www.transatlantiquegestion.com - Société de Gestion de Portefeuilles agréée par l'AMF N° GP90069 en application de l'article L.532-9 du Code monétaire et financier - SA au capital de 13 000 000 euros - 314 222 076 RCS Paris - APE 6630Z - N° TVA intracommunautaire FR 64 314 222 076 - Teneur de compte conservateur : Banque Transatlantique. Source : Transatlantique Gestion à défaut d'autres indications. Document d'information non contractuel. Pour plus d'information veuillez vous référer à la documentation légale, DICI, note détaillée, règlement ou statuts disponibles en français sur le site www.transatlantiquegestion.com. Les informations contenues dans ce document ne constituent en aucune façon un conseil en investissement et leur consultation est effectuée sous votre entière responsabilité. Pour les opérations effectuées en sa qualité d'intermédiaire en opérations d'assurances : N° ORIAS 07.025.637. Contrat(s) d'assurance souscrit(s) auprès des ACM Vie SA, ACM IARD, SERENIS Vie et distribué(s) sous la marque ACM Assurances.