

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - MARS 2019

INFO
DU
MOIS

LA RÉCESSION DE 2018 N'AURA PAS LIEU !

Ne voyez pas, dans ce titre aguicheur, la tentative maladroite d'un éditorialiste en manque d'inspiration de recycler un vieil édito pour le moins périmé. Voyez-y plutôt la mise en perspective du travail difficile de nos collègues, les stratégestes, qui lorsqu'ils ne sont pas de simples commentateurs de l'actualité doivent réussir l'impossible : combiner l'analyse des fondamentaux économiques de long terme avec les perspectives financières plus court-termistes, pour se forger de véritables convictions et nous livrer leurs brillantes analyses prédictives, matière première indispensable à toute décision de gestion.

La promesse est forte, les attentes élevées et les risques d'erreurs importants. Ainsi ils étaient 75% en 2016 à prophétiser une récession pour 2018 et sont encore 77% aujourd'hui à l'annoncer pour 2021...

Dans nos scénarios nous nous bornons à une analyse plus courte, limitant à 3 mois nos anticipations de marché et réduisant *de facto* les risques d'erreurs et de mésinterprétations d'une actualité en perpétuelle mutation. Notre scénario central anticipe, avec 50% de probabilité, la « stabilisation des marchés avec persistance des incertitudes ». Dans ce scénario d'attente, les principales échéances qu'elles soient politiques ou commerciales sont repoussées dans le temps. Les marchés d'actions et de taux se stabilisent sur leurs niveaux actuels et le dollar se déprécie lentement. La première alternative à ce scénario viendrait d'« accords commerciaux décevants » (15% de probabilité d'occurrence). Ce scénario catastrophe entrainerait les marchés d'actions à la baisse (entre -7,5% et -12,5%) et une détente sur les taux d'intérêt. L'optique d'un retour de « vives tensions politiques européennes dues au *Hard Brexit* et aux inquiétudes sur l'Italie » ne peut encore être écartée (20%). L'impact négatif serait alors circonscrit aux actifs européens. Enfin, constatant que le formidable rallye de début d'année s'est réalisé dans des volumes relativement faibles, nous ajoutons un nouveau scénario de « poursuite de la hausse technique » qui anticipe la capitulation des plus pessimistes des investisseurs venant alimenter la hausse des marchés actions sur les prochaines semaines.

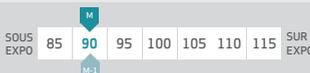
Cyrille Geneslay, Gérant allocataire



NIVEAUX D'EXPOSITION en %

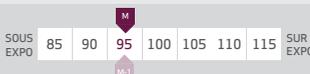
90%

TAUX



95%

ACTIONS



DANS CE NUMÉRO

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE UN DÉBUT D'ANNÉE EN FANFARE... MAIS POUR COMBIEN DE TEMPS ?

Laetitia Baldeschi,

Responsable des Études et de la Stratégie

MARCHÉS ACTIONS ÉMERGENTES CPR INVEST - GEAR EMERGING NOTRE APPROCHE MULTIFACTORIELLE SUR LES ACTIONS ÉMERGENTES

Seiha Lok - Gérant Actions Internationales,

Rodolphe Taquet - Responsable Gestion Actions Internationales

PROCHAINS RENDEZ-VOUS

14 & 19 MARS 2019

CONFÉRENCES PETITS DÉJEUNERS INVESTISSEURS

INDICATEURS CLÉS

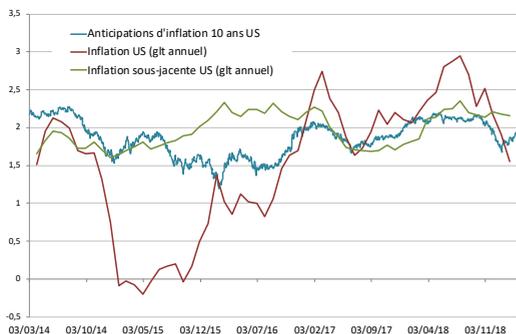
LES POINTS MORTS INFLATION : STOP OU ENCORE ?

La fin d'année 2018 a été marquée par les tensions commerciales sino-américaines, par les inquiétudes sur le Brexit et sur le budget italien, mais également par les révisions à la baisse des perspectives de croissance en Europe, en Chine et aux États-Unis où le shutdown a perturbé la fin d'année. Ces baisses de perspectives de croissance et la hausse de production de pétrole américain, russe et arabe envisagée pour compenser la baisse des exportations de brut iranien (sous sanctions américaines) ont entraîné une chute de 40% des prix du pétrole sur le dernier trimestre 2018. Cet excès de pessimisme a provoqué le repli marqué des anticipations d'inflation en Europe et aux États-Unis sur la période.

Depuis le début 2019, les anticipations d'inflation rebondissent aux États-Unis, mais baissent en Europe en raison des inquiétudes latentes. A moyen terme, ces anticipations d'inflation pourraient être malmenées par les phases *risk-off* sur les marchés et par les effets de base de la baisse des prix du baril fin 2018, entraînant un repli des chiffres d'inflation en Europe et aux États-Unis.

Néanmoins, les niveaux actuels des anticipations d'inflation à 10 ans aux États-Unis (à 1,93%) et en Europe (à 0,90%), inférieures aux inflations sous-jacentes, devraient progresser, aidés par des données économiques solides aux États-Unis, par la hausse des prix du pétrole et grâce aux banques centrales dont les politiques monétaires restent accommodantes.

**Points morts d'inflation :
STOP en phase *risk-off* et ENCORE en phase *risk-on***



Sources : BLOOMBERG, CPRAM

TAUX ÉTATS-UNIS

CONFIRMATION DU MESSAGE DE PRUDENCE

La Fed a réaffirmé son message prudent lors de la publication des dernières minutes en janvier. Elle confirme un statu quo jusqu'en milieu d'année et qu'une éventuelle dernière hausse de taux pourrait intervenir au second semestre si la croissance mondiale et les conditions financières se stabilisent et que les risques politiques ne se matérialisent pas. Elle indique également qu'elle cesserait la réduction de son bilan au cours du dernier semestre. Sur le mois, les taux 10 ans progressent de 8 pb à 2,71%.

TAUX US	90%	M						SUR EXPO
		SOUS EXPO	85	90	95	100	105	
		M-1						

TAUX EURO

NOUVEAUX TLTRO EN VUE

La banque centrale européenne distille elle aussi un discours de plus en plus prudent en s'inquiétant du ralentissement actuel constaté et des faibles anticipations d'inflation. Les conditions cycliques affaiblies couplées aux tensions politiques incitent la BCE à continuer de fournir des lignes de liquidité supplémentaires pour soutenir le système bancaire. Sur le mois, le taux 10 ans allemand est en hausse de 3 pb à 0,18% alors que le taux 10 ans italien progresse de 17 pb à 2,75% et que le taux 10 ans espagnol finit en baisse de 2 pb à 1,173%.

TAUX EURO	90%	M						SUR EXPO
		SOUS EXPO	85	90	95	100	105	
		M-1						

ANALYSE À SUIVRE

DÉGRADATION DES BÉNÉFICES ET MARCHÉS ACTIONS. QUEL LIEN AUJOURD'HUI ?

Poser la question du lien entre dynamique de révision des bénéfices et performances des marchés actions c'est un peu comme s'interroger sur la poule et l'œuf, non ?

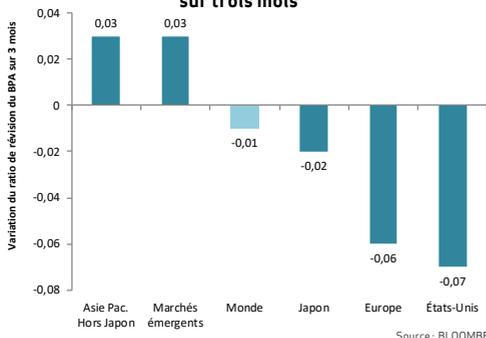
On n'imagine pas des marchés actions progresser sans dynamique positive sur les bénéfices et l'inverse en cas de révision négative. Sauf qu'au milieu de cette idylle il y a un galant : la valorisation des marchés elle-même en ménage avec le niveau des taux d'intérêt long terme.

Ces deux couples font parfois des échanges et du coup produisent des « résultats » pas forcément lisibles pour une analyse restreinte à la vie du couple ...

Bref, après un exercice fiscal 2018 « extraordinaire » sous perfusion fiscale aux États-Unis, la dynamique de révision des bénéfices est négative partout dans le monde depuis de nombreux mois : mais la baisse des marchés actions de fin 2018 et le rebond de début 2019 sont liés à la guerre commerciale (qui pèse sur les révisions de bénéfices aussi), aux anticipations de la politique de la Fed (qui favorise à nouveau une extension des multiples de valorisation) et à la création par la Fed d'un actif sans risque au rendement annuel de 2% (T-bills) en attendant que les nuages se dispersent au-dessus des marchés financiers.

Depuis un mois, les révisions de bénéfices se stabilisent dans les pays développés voire redeviennent positives en Asie ex-Japon et dans les pays émergents. Beaucoup d'analystes (souvent sur la base de prévisions macro-économiques) considèrent qu'un redémarrage macro et micro aura lieu au deuxième semestre 2019. Mais comme souvent, les marchés actions ont « déjà » intégré une partie de cette information dans la belle performance réalisée depuis le 1er janvier : tout ou partie ? Telle sera la question de fin d'année...

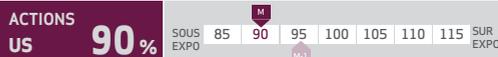
Variation mensuelle du ratio de révision des revenus sur trois mois



ACTIONS ÉTATS-UNIS

LE S&P 500 BUTE SUR LES 2 800 POINTS

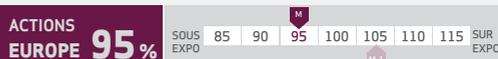
Les informations du mois portent sur la fin du *shutdown* mais également sur la décision du président américain de surseoir aux hausses tarifaires sur les importations chinoises dans l'attente d'une signature d'un accord définitif au cours du mois de mars. Sur le plan microéconomique, la saison de publication des résultats d'entreprises touche à sa fin avec un bilan contrasté : 71% des entreprises ont battu le consensus il est vrai, mais sur des niveaux fortement révisés à la baisse en fin d'année dernière. Le S&P 500 progresse de 3,93% sur le mois à 2 785 points.



ACTIONS EUROPE

LE PMI MANUFACTURIER PASSE EN-DESSOUS DES 50

En zone euro, la publication des indicateurs est mitigée. En effet le secteur des services a rassuré avec une progression à 52,3 contre 51,5 attendu alors que celui de l'industrie inquiète en chutant en territoire de contraction de l'activité à 49,2 contre 50,3 attendu. Le désaccord commercial entre les États-Unis et la Chine ainsi que les incertitudes politiques pèsent sur le sentiment des directeurs d'achats même si la confiance des consommateurs semble s'être stabilisée après la baisse des derniers mois. Le MSCI EMU progresse de 3,94% sur le mois.



ACTIONS ASIE

APAISEMENT DES TENSIONS COMMERCIALES

En Asie, le report annoncé de la hausse des droits de douane américains a fait grimper l'indice large des actions chinoises. La probabilité d'un accord pérenne constitue une nouvelle positive pour les échanges internationaux alors que le PMI manufacturier chinois a une nouvelle fois reculé à 49,2 en janvier. Au Japon nous avons assisté à une contraction à 48,5 du PMI manufacturier en février pour la première fois depuis 2 ans ainsi qu'à une détérioration de la confiance des grandes entreprises industrielles. Sur le mois, le Topix progresse de 1,07% alors que le MSCI AC Asie Pacifique ex-Japan est en hausse de 3,1%.





Laetitia Baldeschi
Responsable des Études
et de la Stratégie

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE UN DÉBUT D'ANNÉE EN FANFARE... MAIS POUR COMBIEN DE TEMPS ?

LES FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES PEUVENT-ILS EXPLIQUER L'ENVOLÉE DES MARCHÉS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE ?

Si l'on regarde les données macroéconomiques dans les grandes zones, les choses n'ont pas fondamentalement changé entre la fin 2018 et maintenant. Certes, le shutdown a pris fin aux États-Unis et son impact négatif sur la confiance s'estompe très rapidement, mais au-delà, les données ne sont pas fondamentalement différentes. L'activité reste soutenue si l'on en croit les enquêtes d'activités et seules les ventes de détail de la fin décembre, particulièrement faibles, ont jeté le trouble sur une situation conjoncturelle encore favorable. L'inflation s'est repliée sous l'impact de la baisse du prix du baril de pétrole comme cela était attendu. En zone euro, les données d'enquêtes sont moins bien orientées et le panorama global est plutôt plus négatif que ce que l'on craignait fin 2018, notamment avec la forte dégradation dans le secteur manufacturier allemand et plus généralement l'étiollement observé en Italie. Plus loin les inquiétudes sur la croissance chinoise persistent avec les perturbations habituelles liées au Nouvel An et une mise en œuvre encore partielle des mesures de soutien décidées par les autorités. Pour autant, les statistiques de financement de l'économie publiées par la PBOC concernant le mois de janvier sont encourageantes et soulignent que l'assouplissement monétaire est en œuvre.

MAIS ALORS QUEL ÉLÉMENT DÉCLENCHÉUR EXPLIQUE LE RETOURNEMENT DES MARCHÉS ?

Le retournement repose finalement quasi uniquement encore une fois sur le retour dans la partie des banques centrales ! En effet, un revirement très rapide a été effectué par la Réserve fédérale américaine qui a retiré de son

communiqué post réunion de janvier la mention de futures hausses de taux, notamment à cause de la détérioration des perspectives économiques (ralentissement chinois, shutdown, Brexit, etc.). De plus, en conférence de presse, Jerome Powell a refusé de préciser si le prochain mouvement de taux serait une hausse ou une baisse, en indiquant que la politique de la banque centrale dépendrait des données.

Hausse anticipée des fed funds pour chaque année (en bps)



La BCE de son côté a rejoint la Fed dans son discours Dovish en janvier également, une fois le processus de réduction des achats de titres arrivé à son terme. Le ralentissement économique jugé temporaire en fin d'année 2018 est bien plus important aujourd'hui, et les marchés n'anticipant plus de hausse de taux pour 2019 déchiffrent correctement la fonction de réaction de la banque centrale ! Plus loin encore, la Banque du Japon évoque de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire possibles constatant le non-respect attendu de l'objectif d'inflation tant pour l'année fiscale 2019 que pour la suivante !

EST-IL ALORS POSSIBLE D'ENVISAGER LA POURSUITE DE CE REBOND TECHNIQUE ?

Il est vrai que la progression des marchés depuis le point bas de décembre dernier a été impressionnante dans un contexte macroéconomique loin d'être aussi euphorique. Les résultats publiés sur les dernières semaines ne sont pas de nature à soutenir, nous semble-t-il de telles performances dans le temps. Notre scénario central (50%) intègre donc une stabilisation des principaux marchés actions sur des niveaux très légèrement supérieurs à ceux que nous connaissons actuellement. Pour autant, les jours se suivent et les mauvaises nouvelles sont systématiquement balayées contrairement à ce que l'on observait fin 2018. Aussi, pourrait-on observer une poursuite de cette tendance, alimentée par un retour des flux sur les actifs risqués pendant quelques semaines ; c'est un scénario dont nous évaluons la probabilité d'occurrence à 15%.

POUR AUTANT LES RISQUES QUI EXISTAIENT FIN 2018 SONT-ILS ENCORE PRÉSENTS ?

Oui ! Et c'est bien la raison qui nous fait douter de la durabilité d'une telle progression des marchés ! Certes, si on considère les derniers événements, notamment le report de la date butoir du 1er mars pour la mise en place de droits de douane supplémentaires sur les importations chinoises, il est possible d'adopter un regard plus positif. Il semble que les négociations commerciales s'orientent vers la conclusion d'un accord entre la Chine et les États-Unis, dont les lignes restent encore incertaines. Il nous semble qu'un accord limité aux sujets les plus « aisés » comme la hausse des importations chinoises de produits américains, un accord sur la stabilité du renminbi, quelques mesures de renforcement de la protection de la propriété intellectuelle et une promesse d'ouverture accrue du marché chinois, est possible. Mais celui-ci semble d'ores et déjà largement anticipé par les marchés. Le risque est finalement assez réel que ces derniers soient déçus par le texte final ! Et puis, il ne faut pas perdre de vue la discussion concernant les droits de douanes sur les importations d'automobiles encore loin d'être terminée, et qui fait peser une épée de Damoclès sur l'industrie européenne. Nous accordons encore une probabilité de 15% d'occurrence à ce scénario de durcissement et de déception sur les négociations commerciales. Le dernier risque que nous prenons en compte dans notre analyse est centré sur l'Europe, risque dont la probabilité d'occurrence reste à 20% ; la tension politique y demeure présente à la veille des élections

parlementaires. L'Italie fait face à un fort ralentissement conjoncturel qui va remettre en cause à n'en pas douter ses objectifs budgétaires, ce qui ne manquera pas d'inquiéter marchés et agences de notation. Plus proche dans le temps, la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne reste une question ouverte, même si le dernier calendrier proposé par Mme May diminue la probabilité d'une sortie sans accord le 29 mars.

DANS CE CONTEXTE, QUELLE ATTITUDE ADOPTER ?

On le voit, l'environnement est toujours aussi difficile à décrypter et les risques nombreux. Si la forte baisse des marchés en fin d'année nous a semblé excessive compte tenu des fondamentaux, la hausse impressionnante observée depuis le début 2019 l'est tout autant. Ce positionnement prudent nous incite à maintenir une sous-exposition sur l'actif risqué de référence, les actions, en privilégiant des positions de couverture. L'exposition géographique nous conduit à garder une surexposition relative aux émergents (actions mais aussi dette en devise locale) qui bénéficient de cet environnement plutôt favorable de plafonnement des taux. Quelques positions de recherche de rendement sur le crédit sont maintenues alors que la sensibilité taux est abaissée.

MARCHÉ ACTIONS ÉMERGENTES CPR INVEST - GEAR EMERGING NOTRE APPROCHE MULTIFACTORIELLE SUR LES ACTIONS ÉMERGENTES



Seiha Lok
Gérant Actions
Internationales



Rodolphe Taquet
Responsable Gestion
Actions Internationales

POUVEZ-VOUS NOUS PRÉSENTER EN QUELQUES MOTS CPR INVEST - GEAR EMERGING ?

CPR Invest - GEAR Emerging est un fonds multifactoriel investi en actions émergentes qui vise à surperformer le MSCI Emerging Markets sur le long terme. La philosophie du fonds consiste à appliquer la stratégie d'investissement la plus adaptée en fonction du régime de marché identifié.

Une analyse en termes de risque macro/micro pays faite avec l'équipe Stratégie vient compléter le processus et limite les bornes de sur/sous-expositions pays.

QUEL EST L'INTÉRÊT DE COMBINER UNE TELLE APPROCHE SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS ?

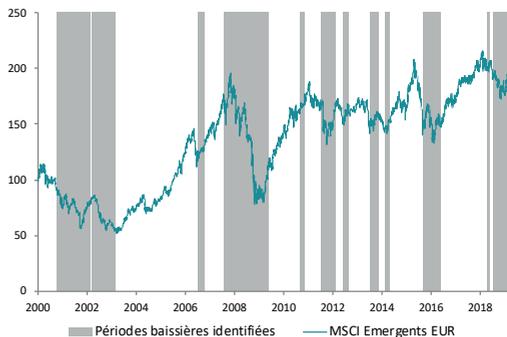
2018 nous rappelle encore une fois que les ruptures de tendances (hausnières/baissières) sont de plus en plus brutales et rapides et pénalisent les approches classiques à moyen-terme. Par exemple, au plus fort de la baisse du mois de juin dernier, le marché chinois avait perdu près de 12%. Ces forts mouvements accompagnés de hausses violentes de la volatilité ont justifié le développement des stratégies de minimum ou faible volatilité ces dernières années. Bien qu'efficaces dans les phases baissières des marchés actions, ces stratégies ont tendance à sous-performer dans les phases de hausse, plus largement encore sur les marchés émergents et justifient la nécessité d'une gestion dynamique.

Lancé en septembre 2015, CPR Invest - GEAR Emerging vise à adapter la stratégie d'investissement en fonction des régimes de marché, que nous détectons à travers nos indicateurs, afin de bénéficier des phases haussières et d'être plus protecteur durant les phases baissières.

Le graphique ci-dessous est une illustration des grandes phases baissières détectées par notre indicateur, fusible

« crédit-actions », élaboré avec l'équipe Recherche de CPR AM en 2011.

Périodes baissières identifiées par l'indicateur crédit-actions



Source: CPR AM

Au-delà de notre approche dynamique, il est également important d'effectuer une analyse pays en termes de risque car chacun a sa spécificité économique (ex : exportateurs/importateurs nets de matières premières, fournisseurs mondiaux de composants électroniques, etc.) et sont donc plus ou moins sensibles aux retournements conjoncturels ou à la vigueur du dollar américain. L'analyse macro/micro, que nous effectuons conjointement avec notre équipe de stratégie, est une partie intégrante de notre processus d'investissement car elle permet de définir notre limite de sur/sous expositions pays.

QUELS RÉGIMES DE MARCHÉS AVEZ-VOUS IDENTIFIÉS ET QUELLES STRATÉGIES APPLIQUEZ-VOUS ?

Nous identifions 2 régimes différents : baissier ou haussier.

Dans les phases haussières détectées, nous appliquons une stratégie multi-factorielle offensive, qui favorise les titres décotés, à fort beta ou de croissance ; cette expertise éprouvée sur les actions globales a été affinée sur les actions émergentes.

Inversement, dans les phases baissières, nous appliquons une stratégie multi-factorielle défensive qui favorise les titres de grande qualité, faiblement volatils, leaders sur leurs marchés respectifs.

QUEL EST LE PROFIL ACTUEL DU PORTEFEUILLE ET COMMENT S'EST-IL COMPORTÉ DEPUIS LE LANCEMENT IL Y A TROIS ANS ?

Notre approche a plutôt bien fonctionné sur les trois dernières années calendaires puisque par rapport à nos concurrents, nous sommes classés dans le premier quartile de performance.

Depuis juillet 2018, le fusible crédit-actions est positionné en phase baissière et a permis de préserver de l'avance jusqu'à octobre. La fin d'année a été en revanche plus difficile du fait de l'inhabituelle sous-performance du facteur momentum et des révisions des bénéfices des analystes sur ce genre de période.

Depuis le début de l'année, le fonds est en léger repli du fait de son profil défensif et de la forte hausse des marchés émergents. Notre indicateur est repassé en régime haussier depuis la fin du mois et nous sommes désormais repassés en mode offensif.

LE MARCHÉ ÉMERGENT A FORTEMENT REBONDI DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE. LE MOUVEMENT PEUT-IL SE POURSUIVRE ?

Le marché a effacé quasiment l'ensemble des pertes de 2018. La croissance chinoise et les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine continueront à donner la tendance sur les prochaines semaines. Les dernières discussions laissent en tout cas penser à une issue positive. Pour le 1^{er}, les autorités ont annoncé de nombreuses mesures depuis la fin d'année dernière notamment le soutien au financement du secteur privé. L'impact sur la croissance devrait être mesurable à partir du 2^{ème} trimestre.

Avec un ratio prix sur bénéfices à 12 mois qui se situe légèrement en-dessous de sa médiane historique (13x), le marché reste attractif. En revanche la croissance attendue des bénéfices 2019 (+6%) reste dégradée (-3 points par rapport au début d'année), à cause notamment du secteur des semi-conducteurs qui a souffert de forts réajustements d'inventaires. Les résultats financiers du secteur au T4 très décevants ont été contrebalancés par de meilleures perspectives sur le second semestre. L'idée d'un « re-rating » et d'une révision à la hausse est donc possible.

Prix/Bénéfices à 12 mois du marché émergent



Source : CPR AM

PROFIL DE RISQUE CPR INVEST - GEAR EMERGING

Risque de perte en capital : oui
 Risque actions : oui**
 Risque de crédit / taux : oui
 Risque de change : oui
 Risque de contrepartie : oui
 Risque lié aux marchés émergents : oui
 Échelle de risque selon DICI^{***} : 6/7
 Durée minimum de placement recommandée : supérieur à 5 ans



LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

* Ces informations doivent être complétées par le prospectus disponible sur le site cpr-am.com ou sur simple demande auprès de CPR AM. ** dont pays émergents et petites / moyennes capitalisations.*** Le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur) comporte les informations essentielles sur l'OPCVM, et doit être remis à l'investisseur avant toute souscription.

LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN FÉVRIER 2019

RAPPEL À FIN JANV. 2019 1 > 50% 2 > 25% 3 > 25%

50% SCÉNARIO CENTRAL: STABILISATION DES MARCHÉS AVEC PERSISTANCE DES INCERTITUDES

Les négociations États-Unis-Chine sont en bonne voie. Un accord est trouvé pour le Brexit. Ces bonnes nouvelles entraînent à court terme un retour de la confiance sur les marchés financiers. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : stabilité aux États-Unis (2,70%), au Japon (0%) et en zone euro (0,15%). Actions : 0% aux États-Unis, en zone euro et en Amérique latine, +2,5% au Japon et 5% dans les pays émergents asiatiques. La parité EUR-USD reste stable sur le niveau de 1,14.

15% SCÉNARIO ALTERNATIF 1: ACCORDS COMMERCIAUX DÉCEVANTS

Les négociations commerciales se tendent fortement. Les accords déçoivent. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : baisse aux États-Unis (2,40%), au Japon (-0,05%) et en zone euro (-0,10%). Actions : -12,5% dans les pays émergents asiatiques, -10% aux États-Unis et au Japon, -7,50% en Europe et en Amérique latine. La parité EUR-USD baisse à 1,11.

15% SCÉNARIO ALTERNATIF 2: POURSUITE DE LA HAUSSE TECHNIQUE

Les marchés continuent à être bien orientés. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : hausse aux États-Unis (2,80%), au Japon (0,05%) et en zone euro (0,2%). Actions : 5% aux États-Unis, en zone euro et en Amérique latine, +7,5% au Japon et dans les pays émergents asiatiques. La parité EUR-USD reste stable sur le niveau de 1,15.

20% SCÉNARIO ALTERNATIF 3: VIVES TENSIONS POLITIQUES EUROPÉENNES DUES AU HARD BREXIT ET AUX INQUIÉTUDES SUR L'ITALIE

La probabilité d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE sans accord est très élevée. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : baisse aux États-Unis (2,50%), au Japon (-0,05%) et en zone euro (-0,20%). Actions : 0% dans les pays émergents, -2,5% aux États-Unis, -5% au Japon et -10% en zone euro. La parité EUR-USD baisse à 1,05.



PERFORMANCES AU 20.02.2019

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

	Depuis le 31.12.18			Niveau au 20.02.19		PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %							
	sur 1 an	sur 5 ans				CENTRAL 50% de proba.	ALTERNATIF 1 15% de proba.	ALTERNATIF 2 15% de proba.	ALTERNATIF 3 20% de proba.				
États-Unis	0,35 %	2,09 %	4,50 %	2,50 %	Taux directeur	2,50 %	▶	2,50 %	▶	2,50 %	▶	2,50 %	▶
	0,86 %	4,80 %	13,06 %	2,67 %	Taux 10 ans	2,70 %	▲	2,40 %	▼	2,80 %	▲	2,50 %	▼
	5,60 %	4,03 %	25,17 %	339	High Yield US	330	▲	420	▲	315	▲	400	▲
	-0,72 %	-8,04 %	-17,24 %	1,13	Euro/dollar	1,14	▲	1,11	▲	1,15	▲	1,05	▲
	11,08 %	2,52 %	51,36 %	2785	S&P 500	0,00 %	▶	-10,00 %	▼	5,00 %	▲	-2,50 %	▼
Europe	0,00 %	0,00 %	0,19 %	0,00 %	Taux directeur	0,00 %	▶	0,00 %	▶	0,00 %	▶	0,00 %	▶
	1,94 %	7,80 %	25,15 %	0,10 %	Taux 10 ans	0,15 %	▲	-0,10 %	▼	0,20 %	▲	-0,20 %	▼
	3,55 %	0,53 %	22,77 %	404	High Yield Europe	400	▲	480	▲	375	▲	500	▲
	8,60 %	-5,11 %	4,42 %	3259	DJ EuroStoxx 50	0,00 %	▶	-7,50 %	▼	5,00 %	▲	-10,00 %	▼
Japon	7,08 %	-2,25 %	48,32 %	21 431	Nikkei 225	2,50 %	▲	-10,00 %	▼	7,50 %	▲	-5,00 %	▼

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Les marchés sont restés en mode *risk-on*, principalement soutenus par le fait que les différents risques présents (négociations commerciales, Brexit, Italie) se sont estompés tandis que les banques centrales confirmaient leur rhétorique prudente. Le mouvement actuel de retour de l'appétit pour le risque est en totale contradiction avec les statistiques décevantes publiées au cours des dernières semaines. La plupart des indicateurs manufacturiers montrent que le ralentissement industriel s'est poursuivi en février. Pour autant cette dynamique devient néanmoins de moins en moins tenable au fur et à mesure que les valorisations ne cessent de progresser, que les spreads de crédit se resserrent, que les taux d'emprunt d'Etat continuent de baisser et que la volatilité de l'ensemble des classes d'actifs se tasse. Sur le mois, le MSCI World progresse de 3,85%, de façon ininterrompue depuis le point bas du 24 décembre 2018. Un prolongement durable de ce mouvement haussier nécessite une amélioration certaine des données économiques ainsi qu'un accord commercial très fort entre les États-Unis et la Chine. En tout état de cause, les primes de risque et les valorisations sont plus en phase avec les fondamentaux sur la plupart des marchés. C'est la raison pour laquelle nous maintenons une opinion réservée sur les actifs risqués et privilégions de protéger nos portefeuilles contre une correction à venir en réduisant nos expositions actions tout en maintenant une préférence pour les actions émergentes.

