

# NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - AVRIL 2019

INFO  
DU  
MOIS

## « PLUS ÇA RATE, PLUS ON A DE CHANCE DE RÉUSSIR »

Lorsque « Lucky Dave » a annoncé qu'il allait réaliser un référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Europe, il était persuadé de réussir le coup parfait : obtenir une renégociation avantageuse des accords le liant au vieux continent et couper l'herbe sous le pied du UKIP, le principal parti d'opposition, enterrant pour 20 ans toute velléité de sortie. Pour ce faire, la question devait être à la fois simple et importante, radicale et existentielle : le Royaume-Uni sera-t-il, OUI ou NON, un acteur de l'Europe au sein de l'Union. Dans la tête de David Cameron, la peur de la sortie devait l'emporter et son pouvoir se consolider. Mais la chance est volage et, le referendum fut perdu conduisant le UK vers une sortie prématurée.

Aujourd'hui, près de 3 ans après le vote, aucune réponse n'a été trouvée à cette question pourtant si simple. Theresa May peine à rassembler autour de son projet un parlement britannique particulièrement divisé, qui a successivement refusé le projet d'accord du gouvernement (3 fois), refusé l'idée d'une sortie sans accord, refusé l'idée d'un nouveau référendum et même refusé l'idée d'une quelconque modification de l'accord laissant le gouvernement pour le moins désesparé... Comme souvent dans ces cas-là, le temps ne fait rien à l'affaire et la date limite du 29 mars 2019 vient d'être prolongée... de 3 mois laissant à Theresa May l'opportunité de vérifier l'assertion Shadok : « En essayant continuellement, on finit par réussir, donc plus ça rate, plus on a de chance de réussir ».

Dans nos scénarios, nous devons donc maintenir, pour une durée extensible, notre scénario de « vives tensions politiques européennes dues au Brexit » (15 %). Scénario du pire pour l'Europe, mais qui n'aurait qu'un impact limité pour le reste des zones. Notre scénario central demeure inchangé, il anticipe la « stabilisation de la macro et des marchés avec persistance des incertitudes » (50 %). Dans ce scénario d'attente, les marchés d'actions, de taux et même le dollar se stabilisent sur leurs niveaux actuels. En dépit d'un nouveau mois haussier, nous conservons le scénario de poursuite de la hausse technique (15 %) et craignons toujours un « ralentissement prononcé chinois ou des accords commerciaux décevants » (20 %).

Cyrille Geneslay, Gérant allocataire

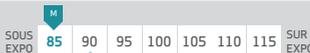
Plus d'information, contactez : [client.servicing@cpr-am.com](mailto:client.servicing@cpr-am.com)  
[gilles.cutaya@cpr-am.com](mailto:gilles.cutaya@cpr-am.com) [karine.gauthier@cpr-am.com](mailto:karine.gauthier@cpr-am.com)

Les taux 10 ans allemands  
sont repassés en  
territoire négatif  
depuis le 22 mars 2019

## NIVEAUX D'EXPOSITION en %

85%

TAUX



90%

ACTIONS



## DANS CE NUMÉRO

### CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

A PEINE PARTIES, LES BANQUES CENTRALES  
SONT DÉJÀ DE RETOUR

Juliette Cohen et Bastien Drut,  
Stratégistes - CPR AM

### GESTION DIVERSIFIÉE

« EN AVRIL, NE TE DÉCOUVRE PAS D'UN FIL »

Noémie Hadjadj-Gomes  
Responsable adjointe de la recherche - CPR AM

Esther Dreyfuss  
Gérante gestion diversifiée - CPR AM

## ACTUALITÉ

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



## 3<sup>È</sup> FORUM ESG & IMPACT INVESTING

9H40 - 10H30

Où en est l'intégration de l'ESG dans les portefeuilles en 2019 ?  
Quels sont les succès ? Quels sont les limites et les freins ?

Arnaud Faller,  
Directeur général délégué en charge des investissements, CPR AM

PARTENAIRE



[www.cpr-am.com](http://www.cpr-am.com)  
[@CPR\\_AM](https://twitter.com/CPR_AM)

[in cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)  
[YouTube CPR Asset Management](https://www.youtube.com/channel/UC...)

## INDICATEURS CLÉS

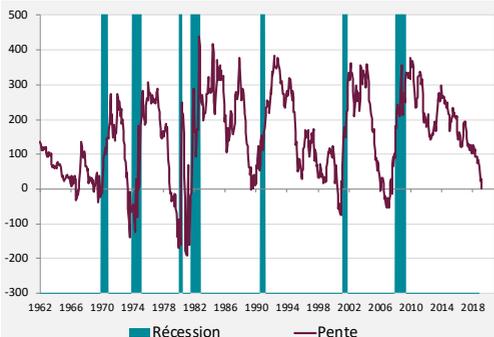
### INVERSION DE LA COURBE DES TAUX US : SIGNE ANNONCIATEUR DE RÉCESSION ?

En 2019, nous assistons à une poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux aux US. L'écart entre le billet du Trésor à 3 mois et le bon du Trésor à 10 ans, tous deux mesurés sur une base d'échéance constante, est revenu début avril autour de 8 points de base après s'être inversé sur la fin mars. Il s'agit de la première inversion de ce type depuis 2007. Historiquement, cette inversion a souvent été annonciatrice de récession : il y a eu trois récessions au cours des trois dernières décennies et la courbe de rendement s'est inversée avant chaque ralentissement économique.

#### États-Unis :

#### penne de la courbe des taux (3 mois / 10 ans) vs récession

Sources : CPRAM, Datastream



L'aplatissement de la courbe des taux aux US (-100 points de base en 2018) est la résultante des remontées des taux Fed Funds par la Réserve fédérale en 2018 pour ralentir l'économie, et la forte hausse de l'aversion pour le risque fin 2018 (protectionnisme, tensions géopolitiques, Italie, ralentissement chinois...) qui s'est concrétisée par un net repli des taux longs (recherche d'actifs sans risque, ici le taux 10 ans). Un certain nombre des risques présents fin 2018 restent en suspens et pourraient peser sur la croissance mondiale. La courbe des taux US semble indiquer qu'une récession serait relativement proche aux États-Unis. Cependant, une levée des incertitudes pourrait entraîner un repricing de la croissance et une pentification de la courbe. Aujourd'hui, les banquiers centraux font preuve d'une plus grande prudence dans la gestion de leur politique monétaire pour ne pas heurter la croissance économique, restant à l'écoute des marchés financiers, et suivent ainsi la pente de la courbe des taux comme un indicateur avancé.

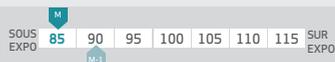
## TAUX ÉTATS-UNIS

### INVERSION DE LA COURBE DES TAUX

L'événement du mois sur les taux américains a été sans conteste l'inversion de la courbe des taux, signal limpide pour certains d'une récession économique à venir. En effet, l'écart de taux de rendement entre l'emprunt d'État à 3 mois et celui à 10 ans s'est inversé, une première depuis 2007, et est passé en territoire négatif. Les investisseurs pensent que la croissance économique va ralentir et que cela pourrait être un signe que la Banque centrale est allée trop loin dans sa politique de resserrement de taux. Sur le mois, les taux d'emprunt d'État 10 ans cèdent 31 pb à 2,40%, retrouvant le niveau de janvier 2018.

TAUX  
US

85%



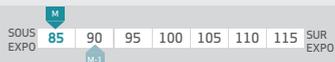
## TAUX EURO

### LE 10 ANS ALLEMAND EN TERRITOIRE NÉGATIF

La Banque centrale européenne prend acte du ralentissement en cours sans pour autant parler de récession ni de crise. Elle repousse à 2020 au plus tôt une éventuelle hausse des taux. Le président de la BCE laisse entendre que des mesures pourraient être prises pour compenser l'impact des taux négatifs appliqués sur les dépôts des banques. Sur le mois, le 10 ans allemand est en baisse de 25 pb à -0,07 % alors que le 10 ans italien baisse de 28 pb à 2,47 % et que le taux 10 ans espagnol finit en baisse de 8 pb à 1,09 %.

TAUX  
EURO

85%



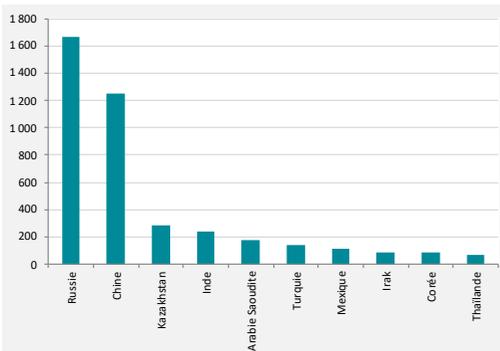
## ANALYSE À SUIVRE

## DÉ-DOLLARISATION : ACCÉLÉRATION DES ACHATS D'OR PAR LES BANQUES CENTRALES

Les banques centrales émergentes sont restées très actives sur le marché de l'or, accélérant même leurs achats. Il en est ainsi de la Chine qui a accumulé 32 tonnes d'or ces trois derniers mois, dépassant sur la période la Russie, 1er acheteur en 2018. Rappelons que les banques centrales, dans leur ensemble, ont acheté 651,5 tonnes d'or en 2018, soit la plus importante quantité depuis un demi-siècle. Pour autant, si la Chine est aujourd'hui le 1er producteur d'or au Monde, ses réserves (-1 874 tonnes) ne représentent qu'à peine 3 % de ses réserves de change, contre 19 % pour la Russie, et très loin derrière les États-Unis.

Les banques centrales demeurent des intervenants majeurs du marché aurifère, allouant en moyenne près de 10,5 % de leurs réserves officielles en or. Cela semble indiquer que la diversification de leur exposition n'est pas leur seule motivation. La « dé-dollarisation » progressive de l'économie en est sans doute une autre. En effet, si près de 40 % des échanges mondiaux demeurent encore libellés en USD, la tendance est à la baisse. Certes, le dollar US demeure, et de loin, leur principal actif (représentant encore 62 % de leurs réserves), mais il perd du terrain au profit d'autres devises et aussi de l'or. La Russie, peut-être pour des raisons politiques, a été particulièrement active en ce sens, avec notamment une chute de ses réserves de change en USD passant de 46 % du total en 2017 à seulement 22 % l'année dernière. A suivre...

## Évolution des réserves officielles (banques centrales) 2008 - 2018 en tonnes - 10 principaux acheteurs

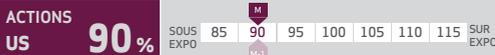


Source : World gold Council - BofA Merrill Lynch Global Research

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## SOUTENUES PAR LES ESPOIRS D'UN ACCORD COMMERCIAL

De nouvelles séries de négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine se sont ouvertes et devraient se poursuivre jusqu'à la fin du mois d'avril. Les déclarations des deux camps font état d'avancées significatives. Les données macroéconomiques témoignent quant à elles du ralentissement de l'activité économique au cours du premier trimestre de l'année. Celui-ci s'est concrétisé par un ralentissement des ventes au détail et une baisse de l'indice manufacturier. Le S&P 500 progresse de 3,34 % sur le mois à 2 834 points.



## ACTIONS EUROPE

## LA MACROÉCONOMIE TOUJOURS DÉCEVANTE

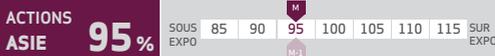
En zone euro, la contraction de l'industrie se confirme au mois de mars. Ce sont les plus mauvais chiffres depuis 6 ans. L'indice des directeurs d'achat dans l'industrie a subi sa huitième contraction d'affilée, ressortant à 45,5 et le sentiment vis-à-vis de l'année à venir s'est nettement dégradé. Néanmoins, les opérateurs tablent toujours sur un redressement de l'activité au cours du second semestre. Sur la période sous revue, le MSCI Emu progresse de 1,32 % malgré l'appréciation du dollar face à l'euro à 1,1210.



## ACTIONS ASIE

## REDRESSEMENT DU PMI CHINOIS

En Chine, l'indice manufacturier ressort au-delà des attentes, repassant au-dessus des 50 à 50,5 contre 49,2 en février, une première depuis 4 mois. L'amélioration provient en grande partie d'une accélération de la demande domestique. Au Japon, le dernier Tankan publié indique que le climat des affaires a été affecté par les incertitudes sur l'évolution de l'économie mondiale. Néanmoins, la vigueur de l'économie intérieure a probablement servi de soutien et un véritable ralentissement, imputable à des facteurs extérieurs, ne s'est probablement pas concrétisé. Sur le mois, le Topix progresse de +2,07 % alors que le MSCI AC Asia Pacifique Ex-Japon est en hausse de +2,98 %.





Juliette Cohen  
Stratégiste



Bastien Drut  
Stratégiste

## CONJONCTURE ÉCONOMIQUE A PEINE PARTIES, LES BANQUES CENTRALES SONT DÉJÀ DE RETOUR

### LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE JUSTIFIE-T-IL LE RETOUR DES BANQUES CENTRALES ?

Alors que la plupart des économies développées connaissaient une accélération de leur croissance en 2017, l'année 2018 a marqué un tournant. Le ralentissement de la croissance est apparu dès le début de l'année en Europe et s'est amplifié à compter de l'été, avec le ralentissement du commerce mondial, le Brexit et un certain nombre de difficultés sectorielles (automobile, chimie). La décélération de la croissance s'est confirmée en 2019 et touche désormais les États-Unis. Les risques pesant sur les perspectives de croissance se sont accrues et l'incertitude reste élevée dans de nombreux dossiers (Brexit, géopolitique, efficacité de la relance chinoise, extension de la guerre commerciale à d'autres zones).

L'horizon s'obscurcissant, les principales banques centrales ont revu à la baisse leurs prévisions de croissance 2019 pour leurs zones respectives : de 2,4 % à 2 % pour la Fed et de 1,7 % à 1,1 % pour la BCE. Sur le front de l'inflation, la tendance est similaire. Les effets positifs des prix de l'énergie sur l'inflation s'estompent et les prix des biens et services n'accélèrent pas, voire ralentissent. Pour la zone euro, l'inflation sous-jacente est retombée à 0,8 % en mars après plusieurs mois autour de 1 %. La BCE a même revu ses prévisions d'inflation sous-jacente massivement à la baisse, sur tous les horizons. La prévision pour 2021 passe ainsi de 1,8 % à 1,6 %, ce qui peut être interprété comme une perte de confiance dans les perspectives d'inflation.

Même si, à ce stade elles ne remettent pas en cause la pérennité du cycle, les banques centrales actent d'un retour à la croissance potentielle aux États-Unis et légèrement en dessous en Europe et de la difficulté de

consolider les trajectoires d'inflation. En l'absence de pressions inflationnistes visibles, elles ont pris la décision de jouer la prudence.

### QUELLES DÉCISIONS LA FED A-T-ELLE PRISES ?

La Fed a acté le statu quo pour les taux directeurs en 2019. Alors que les « dots » de décembre indiquaient 2 hausses de taux en 2019 et une en 2020, les nouvelles projections indiquent zéro hausse en 2019 et une hausse en 2020 (il s'en fallait d'ailleurs de peu pour que la médiane des projections tombe sur zéro hausse en 2020).

De plus, la Fed a précisé le timing de la fin de la réduction du bilan : alors que son stock de titres du Trésor baisse depuis octobre 2017, la taille du bilan de la Fed sera stable à partir d'octobre 2019. Cependant, la composition du bilan de la Fed va changer puisque les MBS qu'elle détient et qui arrivent à maturité seront réinvestis en titres du Trésor.

### QUELLES DÉCISIONS LA BCE A-T-ELLE PRISES ?

La BCE a modifié sa *forward guidance*, en indiquant qu'elle gardera ses taux directeurs aux niveaux actuels jusqu'à « au moins la fin 2019 » (auparavant, la *forward guidance* mentionnait « jusqu'à au moins l'été 2019 »). En conférence de presse, Mario Draghi a indiqué que certains gouverneurs étaient même favorables à une extension de la *forward guidance* à mars 2020. La BCE a également annoncé une nouvelle série de prêts de long terme aux banques (TLTRO 3, prêts aux banques d'une durée de 2 ans).

Depuis le Conseil des gouverneurs de mars, des rumeurs de marché ont fait état récemment d'un possible établissement

d'un système de rémunération des réserves excédentaires (actuellement d'environ 1 900 Mds €) sur plusieurs niveaux, ce qui crédibiliserait l'idée de taux directeurs qui resteront bas plus longtemps.

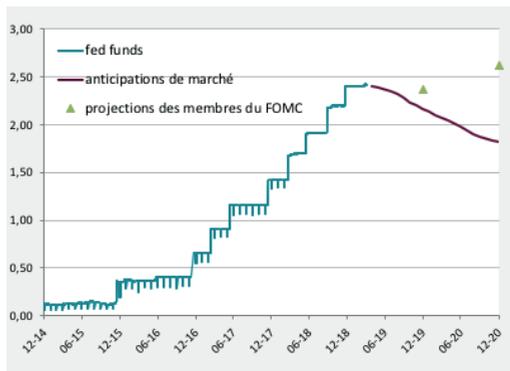
### QUEL IMPACT POUR LES TAUX LONGS ?

La réponse rapide est : « bas pour plus longtemps. » Aux États-Unis, le changement de politique de bilan de la Fed modifie substantiellement l'équilibre offre/demande de titres du Trésor pour les trimestres à venir. Avec les règles qui prévalaient jusqu'à maintenant, le stock de titres du Trésor détenu par la Fed aurait dû atteindre environ 1 800 Mds \$ vers la fin de l'année 2020 alors qu'avec les nouvelles règles, il pourrait atteindre 2 300 Mds \$ à cette date. Le changement de politique de bilan implique un changement de demande anticipée de titres de la part de la Fed de l'ordre d'environ 500 Mds \$ sur les deux prochaines années (rappelons-le, le déficit annuel tourne autour de 900 Mds \$).

De plus, le message « dovish » de la Fed a été perçu comme un signal très négatif sur l'état de l'économie et les marchés se sont mis à anticiper plusieurs baisses des Fed funds sur les prochains trimestres. Cela a pesé fortement sur les taux longs et provoqué une inversion de la courbe sur le segment 3 mois - 10 ans.

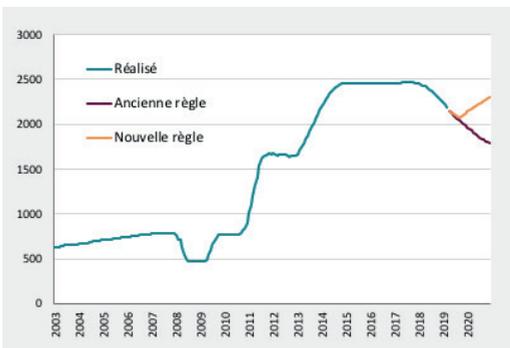
En zone euro, le fait que la BCE ait balayé toute idée de remontée de taux pour 2019 a également pesé sur les taux longs et a induit un aplatissement de la courbe. Pour le moment, les marchés n'anticipent pas un retour du taux Euribor 3 mois en territoire positif avant la fin de l'année 2021... Et le 10 ans allemand a renoué avec les taux négatifs comme en 2016.

### Fed funds : le réalisé et les anticipations



Sources : CPRAM, Datastream

### Fed : détentions de titres du Trésor (Mds\$)



Sources : CPRAM, Datastream



**Noémie Hadjadj-Gomes**  
Responsable adjointe  
de la recherche



**Esther Dreyfuss**  
Gérante gestion  
diversifiée

## GESTION DIVERSIFIÉE

### « EN AVRIL, NE TE DÉCOUVRE PAS D'UN FIL »

Dans l'environnement de taux durablement bas encore récemment conforté par la BCE et la Fed, la thématique de la recherche de rendement est encore et toujours d'actualité. Les investisseurs sont contraints de se tourner vers des classes d'actifs plus risquées pour espérer générer de la performance, ce qui place la gestion du risque au cœur de leurs préoccupations. Cette problématique de gestion du risque, soutenue par des réglementations prudentielles de plus en plus contraignantes depuis quelques années (Solvabilité 2, IFRS 9), est aujourd'hui encore renforcée par la montée des incertitudes de marché, et notamment la prédominance du risque politique en Europe. Dans ce contexte, les solutions actions défensives, à l'image de CPR Euroland Premium, permettent de profiter du potentiel de performance des actions sur le long-terme, avec un niveau de risque et des coûts réglementaires inférieurs.

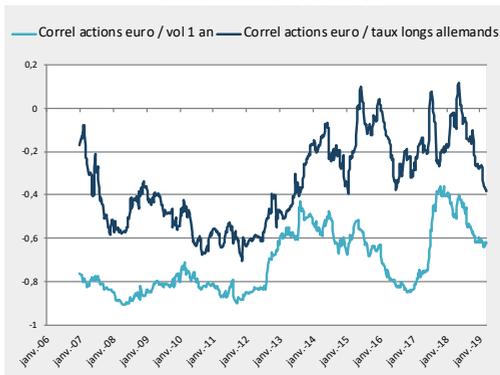
### LE CONTEXTE ACTUEL EST-IL VRAIMENT FAVORABLE AUX STRATÉGIES D'ACTIONS PROTÉGÉES ?

Après la chute des marchés fin 2018, les investisseurs sont restés en ce début d'année à l'écart ou tout du moins sous-pondérés sur les marchés actions et particulièrement sur la zone euro. Les incertitudes macroéconomiques avec un ralentissement de la croissance mondiale, les tensions géopolitiques et les négociations interminables sur le Brexit les ont poussés en ce sens. Or, le revirement des banques centrales, aux États-Unis comme en Europe, a provoqué une forte hausse des marchés actions. Dans ce contexte, avec un DJ stox600 qui a progressé de +12,3 %, il est donc très difficile de réinvestir sur les marchés actions et ce, d'autant plus que les marchés taux et actions envoient des signaux contradictoires... Tout le monde semble attendre un retour avant de se repositionner. Pourquoi dans ce cas-là attendre et ne pas investir dans les

actions protégées qui permettraient d'amortir la baisse en cas de ralentissement avéré ?

Le timing est d'autant plus intéressant que les niveaux de volatilité implicite des options 1 an ne sont pas surévalués. Elles ont certes rebondi depuis la mi-février où elles avaient atteint des points bas historiques mais restent à des niveaux corrects (autour de 15 % sur la volatilité 1 an prix d'exercice 90 %). De plus, la baisse de liquidité constatée depuis le début de l'année peut être un facteur d'augmentation de la volatilité, avec des mouvements qui pourront être plus violents dans un sens comme dans l'autre. De plus, alors que les classes d'actifs classiques montrent leurs limites en termes de diversification, les stratégies d'actions protégées via options bénéficient d'une exposition inhérente à la volatilité implicite long-terme, ce qui réduit leur corrélation avec les investissements actions classiques.

### Corrélations 52 semaines



Source : Recherche CPR AM

## POUVEZ-VOUS NOUS RAPPELER COMMENT EST CONSTRUITE VOTRE STRATÉGIE CPR EUROLAND PREMIUM ? A-T-ELLE FAIT L'OBJET D'ÉVOLUTIONS RÉCENTES ?

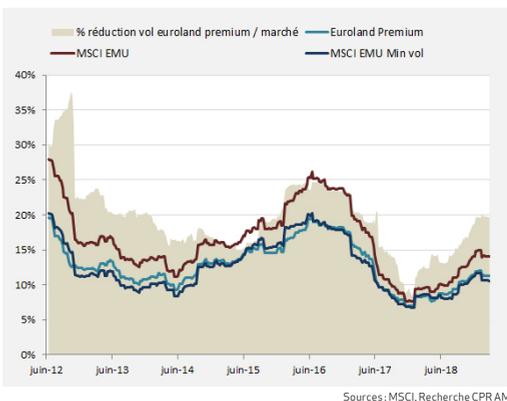
Notre stratégie CPR Euroland Premium se base sur un investissement en actions, géré par l'équipe de gestion quantitative actions, et sur une couverture des risques extrêmes via options, pilotée dynamiquement par l'équipe de gestion diversifiée. La couverture est présente de manière permanente en portefeuille. Son calibrage dépend des conditions de marché pour optimiser la participation à la performance, la réactivité en cas de choc sur les marchés, la réduction des risques, le coût de la couverture et la réduction du capital réglementaire pour les assureurs soumis à Solvabilité 2. En fonction des conditions de marché, des stratégies de vente d'options sont également mises en place pour réduire le coût de la couverture. Des études récentes, menées conjointement par la Recherche et la gestion diversifiée, nous ont permis d'enrichir notre palette de stratégies. En fonction de ses anticipations de marché, mais aussi du niveau de volatilité implicite, la gestion pourra mettre en place différentes combinaisons de stratégies de couvertures optionnelles (put ou put spread) basées sur des niveaux de strikes différents, des maturités différentes, pour une couverture totale ou partielle du nominal, etc. A noter que, aussi bien pour les stratégies de couverture que pour les stratégies de financement, nous attachons une grande importance à la réduction du risque de timing en diversifiant les points d'entrée et les maturités des stratégies. Nous restons également vigilants face aux récentes évolutions réglementaires pour combiner au mieux couverture financière et éligibilité sous Solvabilité 2. L'amendement du règlement délégué publié début mars par la Commission Européenne assouplit notamment la partie « techniques d'atténuation du risque » en réduisant la maturité des couvertures, comme détaillé dans le tableau ci-dessous.

	Version initiale	Amendement de mars 2019
Maturité minimale	12 mois	1 mois
Fréquence de réajustement dans le cadre d'un programme de roll	3 mois	1 semaine (*)
Motifs de réajustement dans le cadre d'un programme de roll	Expiration de la couverture	Expiration de la couverture Changement d'exposition à l'actif sous-jacent
Champ d'application	Chaque instrument utilisé en couverture doit vérifier l'ensemble des critères d'éligibilité	Possibilité de combiner plusieurs contrats pour construire une stratégie de couverture. Dans ce cas l'appréciation du risque de base porte sur la combinaison d'instruments.

(\*) Le remplacement de la couverture ne peut pas avoir lieu plus d'une fois par semaine, avec dérogation possible si cas particulier de risque matériel de solvabilité.

En conclusion, la volatilité des marchés actions n'est pas très élevée à l'heure actuelle mais pourrait augmenter à moyen terme : investir dans un fonds à volatilité réduite prend alors tout son sens. Grâce à la protection apportée par les stratégies optionnelles, notre solution CPR Euroland Premium offre une participation à la performance du marché actions zone euro sur le long-terme, couplée à une réduction de volatilité comparable avec celle des fonds de type « min-vol », soit une réduction moyenne de 20 % par rapport au marché.

### Volatilités 52 semaines du fonds CPR Euroland Premium et des indices MSCI EMU et MSCI EMU Minvol



Cette stratégie peut aisément être mise en place « en overlay » et calibrée sur-mesure en fonction de la poche actions et surtout des contraintes et objectifs spécifiques à chaque investisseur.

#### PROFIL DE RISQUE\* CPR EUROLAND PREMIUM

Risque de perte en capital : oui  
Risque actions : oui  
Risque de change : oui  
Échelle de risque selon DICI\*\* : 5/7  
Durée minimum de placement recommandée : supérieur à 5 ans

#### Profil de risque et de rendement (SRRRI)\*

A risque plus faible, Rendement potentiellement plus faible

A risque plus élevé, Rendement potentiellement plus élevé



#### LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

\* Ces informations doivent être complétées par le prospectus disponible sur le site [cpr-am.com](http://cpr-am.com) ou sur simple demande auprès de CPR AM. \*\* dont 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 commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.

### LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN MARS 2019

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

#### 50% SCÉNARIO CENTRAL: STABILISATION DE LA MACRO ET DES MARCHÉS AVEC PERSISTANCE DES INCERTITUDES

Les négociations US-Chine sont en bonne voie. Un accord est trouvé pour le Brexit. Ces bonnes nouvelles maintiennent l'optimisme sur les marchés financiers. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : légère remontée aux États-Unis (2,50%), au Japon (0%) et en zone euro (0,05%). Actions : 0% aux États-Unis, +2,5% au Japon, en Europe et dans les pays émergents. La parité EUR-USD reste stable sur le niveau de 1,13.

#### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 1: RALENTISSEMENT PRONONCÉ CHINOIS ET/OU ACCORDS COMMERCIAUX DÉCEVANTS

Échec des négociations commerciales. Aggravation du ralentissement économique chinois. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : baisse aux États-Unis (2,15%), au Japon (-0,15%) et en zone euro (-0,20%). Actions : -15% dans les pays émergents, -12,5% au Japon et en zone euro, -10% aux États-Unis. 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 (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : hausse aux États-Unis (2,60%), au Japon (0,05%) et en zone euro (0,15%). Actions : 5% aux États-Unis, +7,5% au Japon et en Europe, +10% et dans les pays émergents asiatiques. La parité EUR-USD remonte légèrement sur le niveau de 1,15.

#### 15% SCÉNARIO ALTERNATIF 3: VIVES TENSIONS POLITIQUES EUROPÉENNES DUES AU BREXIT

Sortie du Royaume-Uni de l'UE sans accord. Taux directeurs : stabilité aux États-Unis (2,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : stabilité aux États-Unis (2,40%), au Japon (-0,05%). Baisse en zone euro (-0,20%). Actions : -2,5% aux États-Unis et dans les pays émergents, -5% au Japon et -15% en Europe. La parité EUR-USD baisse à 1,08.



### PERFORMANCES AU 27.03.2019

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

	Depuis le 31.12.18	sur 1 an	sur 5 ans	Niveau au 27.03.19	
États-Unis	0,60 %	2,19 %	4,72 %	2,50 %	Taux directeur
	3,39 %	6,36 %	14,79 %	2,37 %	Taux 10 ans
	7,05 %	6,03 %	25,88 %	338	High Yield US
	-1,57 %	-9,22 %	-18,10 %	1,13	Euro/dollar
	11,91 %	7,38 %	51,72 %	2 805	S&P 500
Europe	0,00 %	0,00 %	0,17 %	0,00 %	Taux directeur
	3,78 %	7,27 %	25,39 %	-0,08 %	Taux 10 ans
	5,64 %	2,64 %	23,96 %	371	High Yield Europe
	10,68 %	0,15 %	6,01 %	3 322	DJ EuroStoxx 50
Japon	6,81 %	0,29 %	46,20 %	21 379	Nikkei 225

### PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 50% de proba.	ALTERNATIF 1 20% de proba.	ALTERNATIF 2 15% de proba.	ALTERNATIF 3 15% de proba.
Taux directeur	2,50 % ▶	2,50 % ▶	2,50 % ▶	2,50 % ▶
Taux 10 ans	2,50 % ▲	2,15 % ▼	2,60 % ▲	2,40 % ▲
High Yield US	330 ▶	400 ▲	315 ▼	400 ▲
Euro/dollar	1,13 ▼	1,10 ▲	1,15 ▼	1,08 ▼
S&P 500	0,00 % ▶	-10,00 % ▼	5,00 % ▲	-2,50 % ▼
Taux directeur	0,00 % ▶	0,00 % ▶	0,00 % ▶	0,00 % ▶
Taux 10 ans	0,05 % ▲	-0,20 % ▼	0,15 % ▲	-0,20 % ▼
High Yield Europe	360 ▼	425 ▲	340 ▼	500 ▲
DJ EuroStoxx 50	2,50 % ▲	-12,50 % ▼	5,00 % ▲	-15,00 % ▼
Nikkei 225	2,50 % ▲	-12,50 % ▼	7,50 % ▲	-5,00 % ▼

### ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

L'évolution la plus marquante sur les marchés d'actifs au cours du trimestre écoulé aura été la forte baisse des taux d'emprunts d'État qui a entraîné une inversion de la courbe des taux aux États-Unis. Ces derniers étant depuis longtemps le meilleur indicateur avancé des récessions à venir, cette évolution soulève naturellement des questions quant à la longévité de ce cycle. Toutefois, le fait que les marchés actions se maintiennent jusqu'à présent laisse à penser que les investisseurs semblent attribuer la récente évolution des marchés obligataires davantage à un assouplissement perçu de la politique monétaire des banques centrales qu'à la crainte d'un ralentissement marqué de l'économie mondiale. Sur le mois, les actions progressent de 2,81%, les taux d'emprunt d'État cèdent 31 pb aux États-Unis et le 10 ans allemand repasse en territoire négatif à -0,08%, une première depuis octobre 2016. Nous gardons un positionnement défensif : les actifs risqués ont fortement progressé, poussant les valorisations sur des niveaux élevés en l'absence de redressement des perspectives de croissance attendue des entreprises. Dans nos allocations, nous préférons les actions émergentes aux japonaises et privilégions un retour sur les actions européennes, au détriment des américaines richement valorisées, que nous continuons d'alléger. Sur la partie obligataire, nous maintenons une faible sensibilité des fonds et privilégions les emprunts d'État américains aux obligations core européennes, ainsi que le crédit européen au crédit US.

