

NOS
CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - JANVIER 2023

VERS UN NOUVEAU MONDE ?

Pour beaucoup d'entre nous l'année 2022 restera une année historique, une année de transition géopolitique et écologique.

Une transition géopolitique : en attaquant l'Ukraine, la Russie a non seulement ramené la guerre sur le territoire européen, mais, elle a surtout rendu encore plus saillant les clivages mondiaux et, parmi eux, celui entre les États-Unis et la Chine, chacun avançant ses pions pour plus d'hégémonie.

Une transition écologique : 2022 a été marquée par un bilan météorologique désastreux à travers le monde : records de température, tempêtes du siècle, incendies...

La guerre en Ukraine, toujours elle, a également contraint les pays européens à sacrifier leur bilan carbone sur l'autel de la crise énergétique et a aussi permis de mettre en exergue la trop grande dépendance énergétique de l'Union Européenne.

En 2022, la croissance économique mondiale a été révisée plusieurs fois à la baisse mais finalement modérément. Les vents adverses (conflit, inflation, moral des agents économiques au plus bas, situation en Chine...) n'ont pas conduit à la catastrophe. Malgré un moral du consommateur en berne, la consommation a tenu notamment en Europe et aux États-Unis.

En ce qui concerne les marchés financiers, les obligations ont subi un véritable coup de tabac avec des pertes souvent supérieures aux marchés actions, exception faite du Nasdaq qui a chuté de plus de 33 % !

En ce début d'année, notre scénario principal (probabilité de 55 %) penche vers une stabilisation de l'inflation en zone euro et une poursuite de sa décrue aux États-Unis. En 2022, la Réserve fédérale a opéré un resserrement monétaire particulièrement agressif. Cette année nous nous attendons à ce qu'elle confirme son point pivot et ralentisse sa politique de normalisation. La BCE, elle, devrait continuer de relever ses taux courts termes.

Achévé de rédiger le 06/01/2023

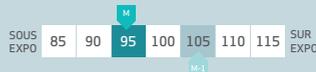
Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF et aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. Les commentaires et analyses expriment la stratégie globale de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Son application est adaptée à chaque portefeuille afin d'optimiser les contrats de gestion qui lui sont spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations données dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une valeur contractuelle. Ces informations ne constituent ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un conseil en investissement et sont susceptibles de modifications sans avis préalable. CPR AM décline toute responsabilité en cas de pertes directes ou indirectes causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM.

POUR LA
PREMIÈRE FOIS
DEPUIS 50 ANSles actions et les obligations
ont baissé l'année dernière

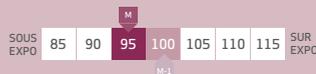
Source Goldam Sachs

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

TAUX 95 %



ACTIONS 95 %



DANS CE NUMÉRO

CONJONCTURE

QUELLES PERSPECTIVES
POUR 2023 ?

ALLOCATION D'ACTIFS

BILAN 2022 &
PERSPECTIVES DES
MARCHÉS 2023

FOCUS PRODUIT

CPR INVEST-HYDROGEN
un an ensemble
pour l'énergie décarbonée de
demain

INDICATEURS CLÉS

LE MARCHÉ DU CRÉDIT COMMENCE L'ANNÉE AVEC UN MOMENTUM POSITIF

Suite à une année 2022 très compliquée pour le marché du crédit - à la fois pour la composante taux et la composante spread - le momentum redevient constructif pour la classe d'actifs. Le portage en effet semble intéressant après le mouvement de hausse des taux que l'on a connu en 2022 et un niveau de spreads qui intègre un certain nombre de mauvaises nouvelles d'après les investisseurs : les spreads de l'indice BOA Euro Corporate ont ainsi fini l'année autour de 90 points de base vs un plus bas de 3 ans à 44 points de base (fin 2021).

Ce regain d'intérêt est ainsi très frappant lorsque l'on regarde les flux entrants et sortants de cette classe d'actifs. Sur l'ensemble de l'année 2022, les fonds crédit EUR sur l'Investment Grade ont accumulé des flux sortants de plus de 12 milliards d'EUR mais l'année a été scindée en 2 : de janvier à juin, la mauvaise performance du sous-jacent crédit a entraîné des outflows importants, d'octobre à décembre, la tendance s'est inversée et les flux entrants ont permis de finir l'année non pas à moins 16 milliards mais à moins 12 milliards.

Nous pensons que ce momentum va se poursuivre sur le segment Investment Grade alors que les perspectives sont plus incertaines pour le segment High Yield qui sera pour sa part en première ligne en cas de récession, les profils de ce segment étant plus cycliques et plus endettés.

ICE Boa Euro Corporate - Spread



Source : Bloomberg

TAUX ÉTATS-UNIS

TAUX TERMINAL ESTIMÉ À 5,10 % FIN 2023

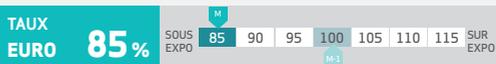
Lors de la dernière réunion du conseil de politique monétaire, les membres de la banque centrale ont décidé de réduire la trajectoire de la hausse des taux à 50 pbs, tout en réitérant des perspectives de nouvelles hausses de taux pour freiner une inflation toujours aussi élevée malgré la décélération récente. M. Powell a clairement indiqué qu'il restait du travail à accomplir. Le taux terminal devrait s'établir à 5,1 % fin 2023. Sur la période sous revue, les taux 10 ans progressent de 13 pbs à 3,73 %.



TAUX EURO

POURSUITE DU RESSERREMENT MONÉTAIRE

La BCE a relevé ses taux directeurs de 50 pbs à 2,5 % pour la quatrième fois depuis juillet. La hausse cumulée s'établit à 250 pb, plus forte progression des taux depuis la création de la zone euro. L'objectif de cette hausse de taux est clairement la lutte contre l'inflation qui ressort en rythme annuel à 10 % en novembre après 10,6 % en octobre. Sur la période sous revue, le 10 ans allemand s'envole de +63 pbs à +2,55 %, le 10 ans italien progresse de plus de 82 pbs à 4,68 % et le taux 10 ans espagnol de +70 pbs à +3,63 %.



ANALYSE À SUIVRE

LES THÈMES D' INVESTISSEMENTS EN 2023

La vision consensuelle de 2023 est assez classique pour les marchés actions : on souffre au premier semestre et ensuite cela va beaucoup mieux, une sorte de revival de 2022 qui ne s'est finalement pas passé comme cela...

Si on rentre un peu dans le détail des prévisions des brokers on obtient ce mélange :

TAUX D'INTÉRÊT - fin de la hausse des taux : les actions de "valeur cyclique" surperforment donc l'Europe, la Chine et les Emergents plus attractifs que les Etats-Unis.

CHINE – reprise de la consommation après 3 années « covid », baisse du risque financier des entreprises chinoises.

VALEURS TECHNOLOGIQUES (40 % USA, 19 % EM, 13 % au Japon, 7 % en Europe au quatrième trimestre) - Moins de valeurs technos, donc moins d'exposition aux Etats-Unis

RACHATS D' ACTIONS - 7,5 Mds \$ de rachats d'actions depuis 2008, la mise en place d'une taxe de 1% devrait réduire le phénomène (en direct ou par endettement).

ÉNERGIE - La baisse des prix du pétrole signifie des "importateurs de pétrole", par ex. Le Japon, la Chine, l'Inde, l'Europe surperforment (balance commerciale allemande).

GUERRE ET DOLLAR AMÉRICAIN - Le dollar chute en 2023 avec moins de tensions internationales et plus de tensions américaines.

POSITIONNEMENT - 160 Mds \$ d'entrées d'actions américaines contre 107 Mds \$ de sorties européennes en 2022 doivent se détendre. Les États-Unis ont atteint un niveau record (63 %) en tant que part du marché mondial en 2022.

Que l'on peut traduire dans les positions suivantes :

Long 30 ans du Trésor américain / Sort \$ / Long EM / Long Chine / Long or et cuivre / Long valeurs industrielles et petites capitalisations / Short valeurs technologiques américaines / short de capital-investissement américain / Long banques européens / short banques du Canada / Australie / Nouvelle-Zélande / Suède.

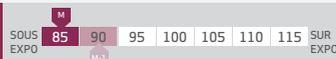
ACTIONS ÉTATS-UNIS

QUELLE RÉCESSION ?

Les indicateurs économiques continuent de perdre du terrain avec un indice ISM manufacturier qui touche 49 fin novembre son plus bas niveau depuis mai 2020. Alors que l'indice des services a surpris le marché en progressant de 54,4 à 56,6 en novembre. Le nombre total d'emplois a de nouveau augmenté et le taux de chômage est resté stable à 3,7 % avec en parallèle une poursuite de la progression des salaires. Le S&P 500 finit le mois en forte baisse cédant plus de -9,12 % en euro fragilisé par la dépréciation du dollar face à l'euro de plus de 3 % à 1,07.

ACTIONS
US

85%



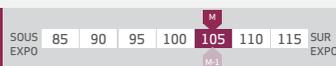
ACTIONS EUROPE

LES INDICES PMI SE REDRESSENT

Les indices PMI de la zone euro ont progressé en décembre à la fois sur la composante manufacturière et de celle des services. Sur le mois écoulé, le ralentissement des prix de l'énergie est en partie responsable du recul de l'inflation. Les mesures de soutien gouvernementales dans plusieurs pays de la zone euro ont également permis d'obtenir ces premiers résultats encourageants. Sur le mois, l'Euro Stoxx 50 cède du terrain en baissant de -4,27 %.

ACTIONS
EUROPE

105%



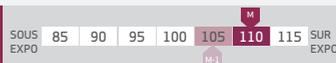
ACTIONS ASIE

LA BOJ MODIFIE SA POLITIQUE

En Chine, les mesures liées à la politique Covid zéro pèsent sur l'économie et le ralentissement de la demande mondiale ont fortement freiné la dynamique des exportations. Finalement les autorités ont mis un terme à cette politique au profit d'une transition vers « vivre avec le Covid ». Au Japon, malgré une conjoncture qui se détériore, la banque centrale a surpris tout le monde en élargissant de +/-2,5 pbs la marge de fluctuation autorisée pour les taux à 10 ans des obligations japonaises. Ce remaniement partiel de la courbe des taux devrait avoir des effets positifs. Le Topix finit le mois en hausse +5,27 % et le MSCI AC Asie Pacifique hors Japon s'envole de 12,88 %.

ACTIONS
ASIE

110%



QUELLES PERSPECTIVES POUR 2023 ?

QUELLES PERSPECTIVES POUR 2023 ?

UNE ANNÉE 2022 MARQUÉE PAR UNE INFLATION ÉLEVÉE

L'année 2022 a été extraordinaire par bien des aspects mais elle s'est surtout distinguée par la résurgence de l'inflation élevée, qui n'avait plus été observée dans ces proportions depuis le début des années 1980. Cette accélération de l'inflation (qui a même dépassé 10 % en zone euro) s'explique par une conjonction de facteurs :

- La crise énergétique, qui avait commencé à l'été 2021, a été exacerbée par la guerre en Ukraine. Les prix du gaz naturel et de l'électricité en Europe ont été multipliés par 5, 6 ou 7 fois par rapport à la moyenne des 20 dernières années.
- Les tensions sur le marché du travail ont perduré, à cause du phénomène de « grande démission » mais aussi de l'accélération de la baisse de la population en âge de travailler dans certaines zones.
- Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement (pénurie de semi-conducteurs perturbant la production automobile, encombrement du transport maritime).

Cette accélération spectaculaire a amené un durcissement non moins spectaculaire de la politique monétaire de la Fed et de la BCE en 2022 (respectivement +425 pbs et +250 pbs de hausse de taux directeurs sur l'année), qui a lourdement pesé sur les marchés obligataires et sur les marchés actions.

Inflation dans les pays du G7



Source: CPR AM, Datastream.

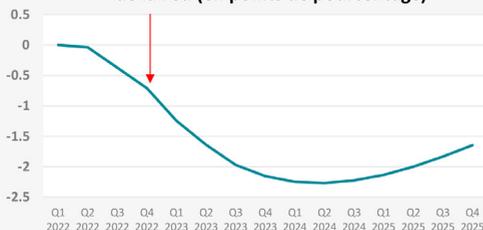
LES CONSÉQUENCES EN 2023 DU RESSERREMENT MONÉTAIRE DE 2022

A l'exception notable de la Banque du Japon, les banques centrales des pays développés ont entrepris un durcissement significatif de leur politique monétaire, or les banquiers centraux rappellent régulièrement que cette dernière produit ses effets sur l'économie avec retard (selon le modèle FRB de la Fed, l'effet maximal d'une hausse de taux directeur sur le PIB intervient avec 4 ou 5 trimestres de retard). En réalité, la plus grande partie de l'effet du resserrement monétaire de 2022 se fera sentir en 2023. Cet effet pourrait être amplifié par le fait que les banques centrales ont agi de manière coordonnée^[1].

L'un des marchés qui va subir le plus rapidement et le plus fortement l'effet du resserrement monétaire est le marché immobilier. Aux États-Unis, le nombre de transactions et le nombre de demandes de crédits immobiliers se sont littéralement effondrés... et les prix

ont commencé à baisser. Le même type de tendances a été observé dans certains pays de la zone euro (Allemagne), en Suède, en Australie ou encore en Nouvelle-Zélande. Les taux directeurs devant probablement rester élevés en 2023, cette tendance négative sur les marchés immobiliers (faibles transactions, baisse des prix) devrait se prolonger. Cela donnera probablement naissance à des « effets richesse » car l'essentiel du patrimoine d'une grande partie de la population est un patrimoine immobilier.

Impact cumulé sur le PIB US du resserrement de la Fed (en points de pourcentage)



Source: CPR AM, Fed. NB : selon l'une des spécifications du modèle FRB.

LA CRISE ÉNERGÉTIQUE NE DISPARAITRA PAS EN 2023

La plupart des causes de la crise énergétique entamée en 2021 et accentuée en 2022 par la guerre en Ukraine ne vont pas disparaître à court terme et il est probable que les tensions sur les prix de l'énergie perdurent sur les prochaines années.

Tout d'abord, la plupart des grands pays développés se sont engagés dans une transition énergétique qui implique de sortir progressivement des énergies fossiles et d'augmenter la part des énergies renouvelables (ENR) ou du nucléaire. Cela s'est traduit dans un 1^{er} temps par une baisse de la consommation de charbon au profit du gaz. Le rythme de progression des ENR n'a pas été aussi rapide que prévu du fait d'un manque d'investissement et de la longueur des procédures d'autorisation des nouveaux projets. Par ailleurs, le nucléaire fait également face à des problèmes de maintenance comme c'est le cas en France et les nouveaux projets d'EPR mettent beaucoup plus de temps à être finalisés que prévu. Enfin, les conditions météorologiques extrêmes (chaleur, sécheresses, inondations, manque de vent...) rendent la production d'ENR moins prévisible.

Tous ces éléments expliquent que l'offre d'énergie est aujourd'hui très contrainte alors que la demande ne baisse pas nécessairement aussi rapidement que souhaité. A cela, il faut rajouter le facteur géopolitique qui joue un rôle important dans la formation des prix de l'énergie. La guerre en Ukraine s'installe dans la durée et la très forte baisse des approvisionnements en gaz et en pétrole russes depuis le début d'année va perdurer et constitue un facteur supplémentaire de tensions sur les prix de l'énergie. Il est vraisemblable que pour les zones importatrices d'énergie comme l'Asie et l'Europe et notamment celles qui appliquent les sanctions contre la Russie, il faudra composer avec des prix de l'énergie durablement plus élevés que ce qui a été observé depuis de nombreuses années.

LA REPRISE EUROPÉENNE EN 2022, PERCUTÉE PAR LA GUERRE EN UKRAINE

Après une forte croissance en 2021, +5,2 %, grâce à la réouverture des économies et une campagne de vaccination réussie, l'économie européenne devrait connaître une croissance de l'ordre de 3 % en 2022, encore supérieure à son potentiel grâce notamment aux plans de relance soutenant l'investissement privé et public, et à une demande accrue de consommation de services par les ménages. L'emploi qui a dépassé son niveau d'avant crise covid et un taux de chômage au plus bas historique en zone euro (6,5 %) ont constitué des facteurs de soutien important à la consommation des ménages en 2022. En revanche, le commerce extérieur a contribué très négativement à la croissance, le déficit énergétique de la zone euro s'étant très fortement accru sur l'année et les exportations vers la Chine souffrant du manque de dynamisme de la croissance dans le pays.

Eurozone: monthly trade balance (€bn)



Source: CPR AM, Datastream.

L'offensive russe contre l'Ukraine en février 2022, est venue amplifier une crise énergétique qui avait démarrée mi 2021, provoquant une très forte accélération de l'inflation dans la zone euro (+10,0 % sur un an en novembre 2022), un mouvement agressif de normalisation de la politique monétaire de la BCE (+250 pbs sur l'année 2022) et la mise en place de mesures de soutien budgétaire de grande ampleur à destination des ménages et des entreprises (plus de 500 Mds €). Après une relative résistance de la croissance européenne sur les 3 premiers trimestres 2022, les enquêtes de conjoncture se sont sensiblement dégradées en fin d'année 2022, notamment dans les secteurs industriels intensifs en énergie mais aussi dans les services. Il est probable que l'Europe entrera dans une phase de récession modérée fin 2022-début 2023 d'autant plus que le soutien budgétaire apporté en 2022 ne pourra être maintenu à ce niveau en 2023. L'inflation devrait atteindre son pic au 1^{er} trimestre 2023 puis décélérer mais à un rythme lent. Même si l'énergie est le principal contributeur à la forte hausse de l'inflation, plus des 2/3 des composantes de l'inflation sous-jacente étaient encore en hausse en fin d'année 2022, traduisant la diffusion de la hausse des prix énergétiques aux autres secteurs. Dans ses prévisions de décembre 2022, la BCE estimait que l'inflation totale et l'inflation sous-jacente seraient encore supérieures à son objectif de 2 % en 2025 L'année 2023 s'annonce compliquée pour l'économie européenne et le rythme de décélération de l'inflation sera clé pour déterminer l'ampleur du resserrement monétaire qui reste à venir et les risques qui pèsent sur la croissance.

L'ASIE EN 2022 A ENCORE ÉTÉ LARGEMENT AFFECTÉE PAR LES EFFETS DE LA PANDÉMIE ET LA GESTION POLITIQUE DE CELLE-CI

Au Japon, la réouverture de l'économie a été très progressive en 2022, et les frontières n'ont été définitivement ouvertes qu'à l'été. Cela explique sans aucun doute un profil de reprise de la croissance bien plus modéré que dans la plupart des grandes économies. Le retour des touristes est un élément de soutien, même si l'absence des touristes chinois ne permet toujours pas le retour à la situation de 2019. La faible dynamique observée en Chine est aussi un élément négatif pour l'industrie japonaise, qui a particulièrement

souffert au premier semestre de retards dans les chaînes d'approvisionnement, affectant notamment le secteur automobile. Les tensions inflationnistes ont été plus lentes à se matérialiser au Japon, restant sur tout le début de l'année très concentrées dans l'énergie et plus généralement les matières premières, puis l'alimentation. Le maintien d'une politique monétaire ultra accommodante avec un contrôle de la courbe des taux alors que les États-Unis et l'Europe relevaient agressivement leurs taux directeurs s'est traduit par un effondrement du yen, atteignant 150 contre dollar, justifiant une intervention de la BoJ sur le marché des changes. L'affaiblissement du yen est venu renchérir le coût des biens manufacturés et accroître la pression de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages depuis l'automne, entraînant une baisse de leur confiance et une modération de leur consommation. En revanche, les entreprises semblent jusque-là maintenir leurs programmes de dépenses en investissement, ce qui est un élément favorable pour la croissance de long terme. 2023 pourrait être l'année au Japon d'une certaine normalisation monétaire, même si cette dernière devrait être très limitée, compte tenu de la contrainte pour la BoJ exercée par une dette publique très importante.

La Chine a vécu une année 2022 extrêmement difficile, entre une lutte « quoi qu'il en coûte » contre la pandémie, l'éclatement de la bulle immobilière et une situation diplomatique schizophrénique (avec à la fois la sauvegarde d'une place de leader mondial et « l'amitié » avec la Russie). La politique du 0 covid a empêché toute reprise efficace de l'activité, entravant la production industrielle, la consommation des ménages et contribuant à l'augmentation du chômage, en particulier des jeunes (18 % de la population active). Face au ralentissement sans précédent de la croissance, les autorités ont multiplié les mesures de relance en s'appuyant sur un assouplissement monétaire et des dépenses publiques, afin notamment de relancer l'investissement en infrastructures, mais cela n'a pas permis pas de compenser la chute de la consommation et de l'immobilier et le ralentissement des exportations. La faiblesse des infrastructures sanitaires, le peu d'efficacité des vaccins nationaux, et la faible couverture vaccinale des plus fragiles ont été autant de raisons pour les autorités de maintenir une politique de contrôle particulièrement stricte. Mais le coût social, notamment

chez les jeunes et l'effondrement de l'économie ont poussé les autorités à lever début décembre les mesures les plus contraignantes, alors même que le Président Xi, reconduit pour 5 ans à la tête du Parti à l'issue du XX^{ème} Congrès du PCC en avait fait une fierté nationale. A court terme, cet assouplissement tardif des restrictions sanitaires ne devrait pas permettre de relancer la consommation... à cause d'une recrudescence des contaminations. La croissance du PIB pour 2022 est attendue inférieure à 3 %, ce qui sera un plus bas historique, exception faite de 2020 (+2,2 %). Le rebond de 2023 devra s'appuyer sur des politiques économiques particulièrement accommodantes, et sur une stabilisation dans l'immobilier. Un soutien à l'emploi et au revenu des ménages serait une solution afin de relancer la demande domestique alors même que l'affaiblissement de la demande mondiale ne permettra pas à la Chine de s'appuyer sur sa dynamique exportatrice traditionnelle. Les incertitudes quant aux prochains arbitrages idéologiques du Parti et de son secrétaire général devront aussi être prises en compte par les investisseurs.

Équipe Stratégie CPR AM
Publié le 5 janvier 2023

[1] Voir par exemple Fed, 2022, « [International spillovers of tighter monetary policy](#) ».

Information :

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. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpram.fr ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

BILAN 2022 & PERSPECTIVES DES MARCHÉS 2023



Malik Haddouk,
Directeur de la Gestion Diversifiée
de CPR AM

BILAN 2022

En 2022, le marché boursier a été impacté par 3 événements majeurs : la guerre en Ukraine, la fin de l'assouplissement monétaire et la lutte contre l'inflation. Sans surprise, les performances de l'ensemble des classes d'actifs sont négatives cette année, malgré plusieurs rebonds.

Au début de l'année, l'invasion de l'Ukraine par la Russie fin février a provoqué un choc mondial. Les implications humaines se sont répercutées sur les marchés, avec une baisse des actions et une hausse des rendements obligataires. L'invasion a amplifié les inquiétudes existantes concernant les pressions inflationnistes, notamment par le biais de l'alimentation et de l'énergie, avec un indice des prix à la consommation de 7,9 % en février aux États-Unis et de 7,5 % en mars en Europe, des niveaux jamais atteints depuis des décennies.

Le deuxième trimestre a été marqué par de nouvelles baisses des actions et des obligations dans le monde entier, les marchés ayant « pricé » de nouvelles hausses des taux d'intérêt et un risque accru de récession. Les tensions géopolitiques ont continué à inquiéter les investisseurs, perturbant les marchés de l'énergie et alimentant l'inflation. Cette dernière a entraîné de nouvelles réponses politiques de la part des banques centrales, augmentant le risque de récession dans l'esprit des investisseurs. Les baisses ont touché tous les secteurs, à l'exception des biens de consommation de base, qui ont bien résisté au cours du trimestre.

Au sein des styles actions, les valeurs de rendement ont surpassé les valeurs de croissance, mais toutes deux ont connu de fortes baisses.

Après un rallye en juillet suite à une saison de bénéfices meilleurs que prévu, les actions et les obligations ont baissé et ont enregistré des rendements négatifs au troisième trimestre. Tout espoir de baisse des taux d'intérêt à court terme a été écarté par les banques centrales, qui ont réaffirmé leur engagement à lutter contre l'inflation. Un resserrement agressif a entraîné une nouvelle baisse et une plus grande volatilité des marchés. Les matières premières ont enregistré une performance négative, entraînée à la baisse par les prix de l'énergie, des produits industriels et des métaux précieux, alors que l'économie commençait à ralentir.

Performance des principales classes d'actifs depuis le début de l'année



L'atténuation des pressions inflationnistes vers la fin de l'année a alimenté une reprise des actions et des obligations au début du dernier trimestre de l'année. Toutefois, les orientations « hawkish » de la Fed, les données économiques décevantes et les bénéfices négatifs ont confirmé le ralentissement de l'économie, ce qui a entraîné une correction en décembre.

Sur l'année le MSCI world finit en baisse très nette de -13,11 %. Toutes les zones géographiques finissent en territoire négatif à l'exception de l'Amérique latine qui progresse de +16 %. A noter quand même, la surperformance de la zone euro sur les États-Unis avec un Eurostoxx qui finit en baisse de -9,45 % contre -13,1 % pour le S&P 500 et -28 % pour le Nasdaq. Les marchés obligataires, quant à eux ont reculé de plus de 12 %.

PERSPECTIVES 2023

En 2022 La diversification n'a pas été au rendez-vous, étant donné que les obligations et les actions ont été fortement corrélées et ont chuté ensemble au même moment. La principale question, qui pour nous, caractérisera l'année 2023, sera celle de savoir à quelle vitesse l'inflation pourrait-elle être ramenée vers sa cible officielle de 2 % et à quels niveaux les banques centrales devront-elles relever leurs taux directeurs pour y parvenir ? La récession serait-elle un scénario envisageable et si oui avec quelle violence et sur quelle durée ? L'un des grands enjeux sera donc de pouvoir apprécier l'impact du resserrement de la politique monétaire sur l'économie à plus ou moins brève échéance.

La volatilité des marchés devrait donc persister en ce début d'année. Les perspectives de l'économie mondiale pour l'année à venir sont inégales. L'inflation devrait atteindre un pic en 2023 à mesure que l'année avance, ce qui soulagera le marché obligataire, sauf augmentation substantielle des prix de l'énergie. Quoi qu'il en soit, les taux n'atteindront pas un sommet avant que l'inflation ne passe sous les taux directeurs. Pour autant une baisse devra attendre jusqu'à ce que l'inflation se modère de manière significative. La récession semble inévitable en Europe mais l'économie américaine pourrait l'éviter. Cette éventuelle récession pourrait être bien différente

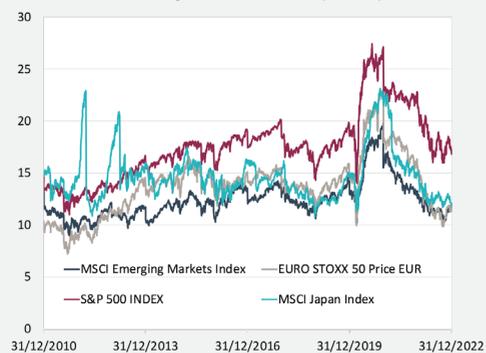
des précédentes. En effet, la solidité des marchés de l'emploi et les déficits démographiques pourraient permettre aux consommateurs de traverser cette période incertaine avec des revenus stables. Même si le discours reste pour le moment agressif les banques centrales pourraient devenir de plus en plus « dovish » pour lutter contre une récession éventuelle ou un effondrement de la croissance l'année prochaine. Le marché du travail en détient les clés.

L'inversion profonde de la courbe des rendements laissent envisager un affaiblissement de l'économie mondiale. Les autres grandes banques centrales notamment la BCE seront probablement à la traine de la FED en matière d'assouplissement monétaire. Si le pic d'inflation est sans doute derrière nous, la trajectoire des taux reste pour le moment en ce début d'année toujours orientée à la hausse. Néanmoins, les actifs obligataires devraient retrouver leur pouvoir de diversification en 2023. Des rendements nominaux de 4 % sur les obligations américaines à 10 ans sont désormais suffisamment élevés pour attirer des investisseurs en quête de revenus et offrir une certaine appréciation du capital sans risque dans un environnement où les rendements réels sont positifs aux États-Unis. Côté crédit, cette classe d'actif pourrait retrouver également de l'intérêt avec des rendements qui se sont fortement redressés. Les obligations d'entreprise bénéficient des niveaux de rendements pas entrevus depuis plus de 10 ans. Les perspectives pour cette classe d'actifs seront tributaires de l'évolution de la situation économique et de la hausse des taux de défaut qui devraient dans ce contexte incertain remonter de leurs niveaux historiquement bas. Pour autant la hausse attendue devrait se faire de manière moins forte que lors des phases précédentes de ralentissement. Au final Le portage global offre un cousin de protection contre une correction haussière des taux sur cette classe d'actifs.

Les marchés d'actions quant à eux seront confrontés après la forte hausse des taux à l'évolution des bénéfices des entreprises qui sera à notre avis déterminante dans la performance finale. L'un des grands sujets de l'année, alors que les valorisations risquent d'être contraintes, sera la trajectoire des bénéfices par actions et donc celle des marges. La désynchronisation de la croissance

mondiale entre États-Unis, Europe et Chine militent très clairement cette année pour une hausse des expositions aux marchés internationaux hors US. Plusieurs éléments concourent à cette prise de position. La première est que le marché américain des actions est beaucoup plus cher que les autres, que le dollar va continuer à s'affaiblir en 2023 accroissant l'attractivité des marchés internationaux. La décote de 31 % des actions européennes par rapport aux actions américaines n'a jamais été aussi importante qu'aujourd'hui.

Bloomberg PE Ratio Estimation (12 mois)



L'hypothèse d'une récession en Europe a déjà été en partie intégrée par le marché européen à ces niveaux de valorisation. Par ailleurs, la réouverture de l'économie chinoise et l'assouplissement de sa politique covid seront favorables aux prix des matières premières et aux marchés liés à ces dernières. Les actions internationales hors US et notamment les actions émergentes à travers les actions chinoises dans un premier temps et asiatiques émergentes ont le potentiel à notre avis d'offrir des rendements supérieurs à la moyenne même si ces derniers pourraient être à nouveau secoués par la résurgence de tensions sino-américaines.

Dans l'ensemble, nous estimons prudent de surpondérer légèrement les obligations au premier trimestre 2023. Si l'inflation continue de baisser, les banques centrales pourraient accélérer la mise en place du pivot ce qui stimulera les prévisions de croissance et donc les bénéfiques. Il faudra alors rehausser l'exposition aux actions. Au final il faudra une nouvelle fois faire preuve d'agilité et de flexibilité tout au long de l'année.

Information :

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. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpram.fr ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

CPR INVEST-HYDROGEN

un an ensemble

pour l'énergie décarbonée de demain



Vers une économie net zéro carbone

Une approche durable

Une exposition à la filière hydrogène dans son ensemble

Un appétit marqué des investisseurs internationaux



Lancement
30 novembre 2021



935 millions \$
d'encours sous gestion
au 31/12/2022

Une gestion de convictions



Alexandre Cornu
Gérant du fonds

Une équipe de gestion thématique qui bénéficie des nombreuses synergies et interactions avec les analystes actions et la recherche au sein de CPR AM et les équipes ESG du groupe Amundi



Évolution des encours
en millions \$

X3.7
depuis le
lancement



Des pratiques extra-financières meilleures que son univers d'investissement*



Note ESG¹



Exposition aux technologies vertes²



Emissions carbone par million de dollars investis³



Une empreinte carbone de 60% inférieure à son univers d'investissement

1. Les critères extra-financiers sont utilisés pour évaluer les pratiques Environnementales, Sociales et de Gouvernance des entreprises.
Source : Amundi - L'échelle de notation du Groupe Amundi classe les émetteurs de A à G, A étant les meilleurs émetteurs et G les moins bons.

2. Part du chiffre d'affaires réalisée dans le développement des «technologies vertes» : énergies renouvelables, biomasse, efficacité énergétique, services environnementaux, gestion de l'eau, gestion des déchets. L'exposition est une moyenne pondérée du % du chiffre d'affaires dans les technologies vertes par le poids de chaque titre en portefeuille.
Source : Trucost

3. Cet indicateur mesure les émissions du portefeuille en tonnes de CO2 équivalent (tCO2e) par million de dollars investis. Il est un indicateur des émissions induites par l'investissement dans ce portefeuille.
Source : Trucost

Données au 31/12/2022.

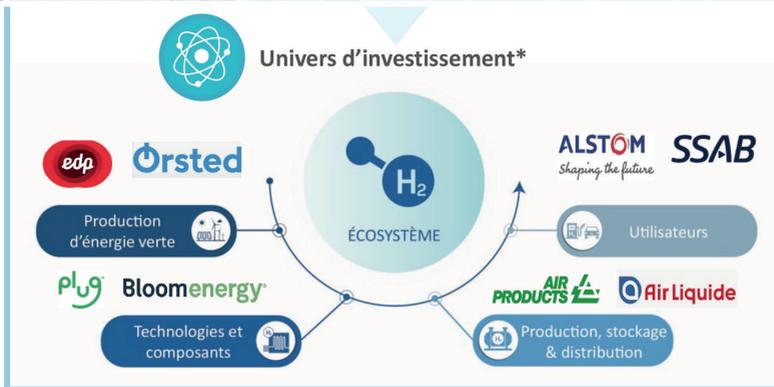
CPR INVEST-HYDROGEN en un clin d'œil

Une stratégie innovante en phase avec les engagements sur la transition énergétique

Une approche responsable exigeante et complémentaire

Une gestion active et de convictions

Une exposition à toute la filière hydrogène couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur



*Le fonds investit dans toute la chaîne de valeur de l'hydrogène, de l'amont vers l'aval, avec une approche responsable. L'univers d'investissement est axé principalement sur les services publics, l'énergie, l'industrie, les matériaux et la consommation cyclique. Certaines sociétés appartenant à ces secteurs n'ont pas pour activité principale de produire de l'hydrogène à ce stade et peuvent afficher une mauvaise intensité carbone, mais elles sont en train de jouer ou joueront un rôle clé dans le développement de l'industrie de l'hydrogène.

Toutes les marques et logos utilisés à des fins d'illustration ci-dessus sont la propriété de leurs propriétaires respectifs. Ces sociétés sont présentées à titre indicatif, ce qui ne garantit pas qu'elles seront toujours détenues en portefeuille.

Caractéristiques techniques de CPR Invest – Hydrogen – A EUR – Acc**

Actions internationales – Compartiment de SICAV de droit luxembourgeois

Code ISIN : LU2389405080

Date de lancement : 30/11/2021

Objectif de gestion : surperformer les marchés actions mondiaux sur le long terme (au minimum cinq ans) en investissant dans des actions de sociétés positionnées tout au long de la chaîne de valeur de l'hydrogène, de l'amont vers aval. Ces sociétés peuvent être de tout secteur, pays ou capitalisation.

Indicateur de référence : aucun. L'indice MSCI ACWI NR est l'indice utilisé a posteriori à titre de comparaison et pour calculer la commission de surperformance.

Durée de placement recommandée : > 5 ans

Frais de gestion annuels max. : 2%

Frais administratifs max. : 0,30%

Commission de surperformance*** : 15 % max. TTC de la performance au-dessus de celle de l'indice MSCI ACWI NR

Frais d'entrée / de sortie max. : 5% / Aucion

PROFIL DE RISQUE**

- Risque de perte en capital : oui**
- Risque lié au marché actions : oui**
- Risque de change : oui**
- Risque de contrepartie : oui**
- Risque de performance par rapport à un indice de marché boursier: oui**

Echelle de risqué SRRI**** :



** Ces informations doivent être complétées par le DICI ou le prospectus disponible sur le site internet www.cpr-am.com ou sur simple demande auprès de CPR AM.

*** La comparaison des actifs nets de la part avec l'Actif de Référence (tel que défini dans le prospectus) est effectuée sur une période d'observation maximale de cinq ans. La commission de surperformance est perçue même si la performance de la part sur la période d'observation est négative, tout en restant supérieure à la performance de l'actif de référence.

**** Le SRRI correspond au profil de risque et de rendement présent dans le DICI. La catégorie la plus faible ne signifie pas « sans risque ». Il n'est pas garanti et pourra évoluer dans le temps.

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

Informations promotionnelles non contractuelles destinées au public, ne constituant ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre de contrat. Avant tout investissement, il appartient à toute personne intéressée par un OPC, de s'assurer de la compatibilité de son investissement avec les lois dont il relève ainsi que de ses conséquences fiscales et de prendre connaissance du Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI) en vigueur et relatif à cet OPC et plus particulièrement les sections sur les risques, les frais et les principales caractéristiques.

Les OPC cités n'offrent pas de garantie de performance et présentent un risque de perte en capital, notamment en raison des fluctuations de marché. Les performances passées ne sont pas constantes dans le temps, ne font l'objet d'aucune garantie et ne sont donc pas un indicateur fiable des performances futures. Toute souscription dans un OPC se fait sur la base du DICI et de sa documentation réglementaire. Toutes les informations présentées sont réputées exactes à fin décembre 2022. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la «Regulation S» de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933 et reprise dans le Prospectus des OPC cités dans ce document.

L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpr-am.com ou sur simple demande au siège social de la société de gestion. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM, CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 – 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris

PRÉVISIONS AU 16 DÉCEMBRE 2022

RAPPEL AU 25 NOVEMBRE 2022 1 > 65% 2 > 20% 3 > 15%



SCÉNARIO CENTRAL

PIVOT FED CONFIRMÉ

Le durcissement monétaire déjà engagé, les effets de base et l'absence de boucle prix salaire permettent d'envisager une stabilisation de l'inflation en zone euro et la poursuite de la décline aux États-Unis.

Les anticipations d'inflation baissent nettement.

La BCE continue de relever ses taux à court terme et la Fed ralentit son pas de normalisation, en lien avec les anticipations de marché. Les anticipations sur le pivot de la Fed se confirment. Les marchés anticipent un soft landing aux États-Unis. La situation européenne reste plus complexe compte tenu de la crise de l'énergie.

La Chine ne rebondit pas.

Les taux longs américains baissent, les taux euro se stabilisent.

	Taux directeurs	Taux longs	Actions
États-Unis	5,00 % ▲	3,20 % ▼	7,50 % ▲
Japon	-0,10 % ►	0,20 % ▼	5,00 % ▲
Zone euro	3,00 % ▲	2,10 % ►	5,00 % ▲
Actions pays émergents :		Devises :	
Amérique latine	5,00 % ▲	EUR-USD	1,10 ▲
Asie	10,00 % ▲		



SCÉNARIO ALTERNATIF 1

PERSISTANCE DE L'INFLATION

La crise énergétique est majeure et continue de peser sur l'inflation totale. L'inflation euro accélère toujours alors que l'inflation américaine ralentit moins vite qu'anticipé.

Les marchés immobiliers ralentissent brutalement.

La hausse du prix des matières premières, énergie (gaz, électricité) et agricoles impacte négativement la demande surtout en zone euro mais...

Les banques centrales toujours inquiètes vis-à-vis du risque inflationniste, conservent un discours «hawkish», surprennent les marchés en allant au-delà de leurs anticipations. Leur objectif prioritaire est la stabilité des prix. Le taux terminal est revu en hausse.

Le niveau d'inflation élevé et prolongé et le durcissement monétaire pèsent sur les perspectives de croissance mondiale.

La croissance chinoise ralentit encore malgré des mesures de soutien du gouvernement.

Les marchés anticipent une récession profonde, qui entraîne une rechute des matières premières. La hausse des taux sur la partie courte de la courbe est violente. La volatilité reste élevée.

	Taux directeurs	Taux longs	Actions
États-Unis	5,50 % ▲	4,25 % ▲	-12,50 % ▼
Japon	-0,10 % ►	0,25 % ►	-7,50 % ▼
Zone euro	3,25 % ▲	2,50 % ▲	-10,00 % ▼
Actions pays émergents :		Devises :	
Amérique latine	-5,00 % ▼	EUR-USD	1,05 ►
Asie	-7,50 % ▼		



SCÉNARIO ALTERNATIF 2

CRAINTES DE RÉCESSION SÈVÈRE

La demande mondiale faiblit rapidement, sous l'effet de l'inflation et du durcissement monétaire déjà engagé.

Les surprises sont très négatives sur la macro-économie.

Les banques centrales arrivent à la fin de leur normalisation monétaire et les marchés anticipent une baisse des taux directeurs pour le 2^{ème} semestre 2023.

Les faillites d'entreprises se multiplient et les perspectives de croissance des entreprises s'effondrent.

Les marchés actions baissent indépendamment de la baisse des taux d'intérêt.

	Taux directeurs	Taux longs	Actions
États-Unis	4,75 % ▲	2,75 % ▼	-10,00 % ▼
Japon	-0,10 % ►	0,00 % ▼	-7,50 % ▼
Zone euro	2,75 % ▲	1,50 % ▼	-10,00 % ▼
Actions pays émergents :		Devises :	
Amérique latine	-15,00 % ▼	EUR-USD	1,00 ▼
Asie	-10,00 % ▼		

PERFORMANCES AU 14.12.2022

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

	Depuis le 31.12.21	sur 1 an	sur 5 ans	Niveau au 14.12.22	
États-Unis	1,68 %	1,69 %	7,02 %	4,00 %	Taux directeur
	-14,92 %	-15,06 %	1,80 %	3,50 %	Taux 10 ans
	-8,44 %	-7,59 %	14,91 %	361	High Yield US
	-6,37 %	-5,55 %	-9,58 %	1,06	Euro/dollar
	-16,17 %	-13,78 %	50,65 %	3 995	S&P 500
Europe	-0,01 %	-0,04 %	-1,87 %	1,50 %	Taux directeur
	-16,35 %	-17,82 %	-9,66 %	1,94 %	Taux 10 ans
	-10,48 %	-10,29 %	2,22 %	466	High Yield Europe
	-7,52 %	-4,08 %	11,78 %	3 975	DJ EuroStoxx 50
Japon	-2,21 %	-0,97 %	24,07 %	28 156	Nikkei 225

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

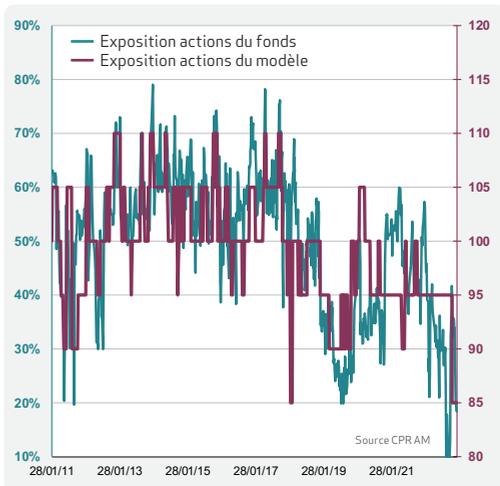
	CENTRAL 55 % de proba.	ALTERNATIF 1 20 % de proba.	ALTERNATIF 2 25 % de proba.
Taux directeur	5,00 % ▲	5,50 % ▲	4,75 % ▲
Taux 10 ans	3,20 % ▲	4,25 % ▲	2,75 % ▼
High Yield US	350 ▼	460 ▲	500 ▲
Euro/dollar	1,10 ▲	1,05 ▼	1,00 ▼
S&P 500	7,50 % ▼	-12,50 % ▼	-10,00 % ▼
Taux directeur	3,00 % ▲	3,25 % ▲	2,75 % ▲
Taux 10 ans	2,10 % ▲	2,50 % ▲	1,50 % ▼
High Yield Europe	450 ▼	530 ▲	560 ▲
DJ EuroStoxx 50	5,00 % ▲	-10,00 % ▼	-10,00 % ▼
Nikkei 225	5,00 % ▲	-7,50 % ▼	-7,50 % ▼

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Les marchés financiers ont clôturé ce dernier mois de l'année en territoire négatif. Les banques centrales ont poursuivi la hausse de leurs taux directeurs malgré la tendance baissière de l'inflation avec des hausses ramenées à 50 pbs. Les craintes de récession se sont également accentuées mais les indicateurs économiques récemment publiés témoignent encore d'une certaine résilience. Seul la Chine, en raison de la politique zéro Covid menée, voit sa croissance flancher. Cela a conduit d'ailleurs les autorités à mettre fin à cette politique et à annoncer une nouvelle stratégie de « vivre avec le Covid ».

Dans ce contexte, les indices actions ont souffert de la forte hausse des taux nominaux, le MSCI World baissant de -7,42 % en raison d'une forte correction du S&P 500 qui cède -9,12 % sur le mois et d'une baisse de -4,12 % de l'Euro stoxx. Seuls les actions chinoises terminent le mois en territoire positif avec les actions émergents d'Europe Centrale. Au niveau sectoriel, le secteur bancaire finit le mois flat en bénéficiant de l'environnement de hausse des taux alors que le secteur de la technologie, secteur le plus cher de la cote a une nouvelle fois corrigé. Les emprunts d'État se sont envolés notamment en Europe avec de progressions de plus de 60 pbs sur le mois, alors qu'outre Atlantique et au Japon les taux se sont également orientés à la hausse.

Le portefeuille a été assez flexible au cours du mois écoulé. Des protections ont été implémentées sur le marché américain des actions et nous avons entamé des achats à bon compte sur les actions chinoises et émergentes asiatiques, positions qui sont amenées à être renforcées dans les semaines à venir. Sur la durée, des allègements ont été pratiqués sur la zone euro et maintenu sur la zone US entraînant une baisse de la durée globale du portefeuille autour de 2,8.



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 performances passées ne préjugent pas des performances à venir.