actifs

2020

IN 2020, LET'S ACT RESPONSIBLY TOGETHER.
EN 2020, AGISSONS ENSEMBLE POUR UNE FINANCE RESPONSABLE.

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - JANVIER 2020

« CITIUS, ALTIUS, FORTIUS »[1]

L'année dernière je conditionnais, non sans cynisme, l'évolution boursière 2019 à la reprise des activités pour le moins « illicites » de dealer des banques centrales, concluant à raison : « Après une année 2018 aussi intense, la plupart des investisseurs sont exsangues, voire cataleptiques, suspendus aux lèvres de leurs anciens dealers et attendent fébrilement la (plus si) improbable inflexion de politique monétaire ». L'addiction était présente, identifiée, le sevrage entamé mais difficile.

Naïvement, nous rêvions d'un univers plus sain et surtout plus proche des fondamentaux économiques dans lequel les banques centrales joueraient leur rôle sans comprendre qu'au fond « le seul moyen de se délivrer vraiment d'une tentation, c'est d'y céder ». Fort de cette philosophie wildienne, la Fed puis la BCE ont exécuté une volte-face d'une rare souplesse dorsale. Finie la normalisation des taux, finis les retraits de liquidité, le robinet s'est rouvert fortement, écrasant les taux, tirant le crédit et entrainant les marchés actions vers leur meilleure performance du millénaire.

Le mois de décembre s'est inscrit comme la conclusion parfaite de cette année exceptionnelle. Les avancées politiques (trade war, Brexit), couplées à la stabilisation de l'économie nous ont poussés à revoir nos scénarios de marché. Le scénario central anticipe toujours une stabilisation de la croissance dans un cadre politique apaisé. Dans ce contexte, les marchés actions poursuivraient leur hausse et les taux se stabiliseraient sur les niveaux actuels. Notre deuxième scénario de « rebond cyclique » envisage un rebond dans le secteur manufacturier permettant une rotation sectorielle de la croissance vers la value. Les actions US marqueraient le pas au bénéfice des actions japonaises et européennes dans un contexte de remontée mesurée des taux. Enfin notre dernier scénario introduit le risque politique aux États-Unis. Le « risque » d'une répartition des richesses plus saine peut peser sur les valorisations à court terme.

Cyrille Geneslay, Gérant allocataire

1. Devise olympique des Jeux olympiques modernes, elle est composée des trois mots latins « Citius, Altius, Fortius » qui signifient « plus vite, plus haut, plus fort ». Cette devise a été proposée par le Baron Pierre de Coubertin à la création du comité international olympique en 1894 à la Sorbonne.

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

95 % TAUX

SOUS EXPO	85	90	95 (M-1)	100	105	110	115	SUR EXPO

95 % ACTIONS

SOUS EXPO	85	90	95 (M-1)	100	105	110	115	SUR EXPO

DANS CE NUMÉRO

ANALYSE CRÉDIT
BILAN ET PERSPECTIVES 2020
POUR LES BANQUES EUROPÉENNES
Par **Aude Lerivrain**, Responsable de l'Analyse et de la Stratégie Crédit chez CPR AM

GESTION DIVERSIFIÉE
2019, ANNÉE SURPRENANTE MAIS FRUCTUEUSE
Par **Malik Haddouk**, Directeur de la Gestion Diversifiée chez CPR AM et **Cyrille Geneslay**, Gérant Allocataire chez CPR AM

FOCUS DÉVELOPPEMENT DURABLE

LA HAUSSE DES INÉGALITÉS : UN VRAI RISQUE POUR L'ÉCONOMIE
Par **Bastien Drut**, Stratégiste senior chez CPR AM

PROCHAIN RENDEZ-VOUS

DÉJEUNER CONFÉRENCE **14 JAN 2020**

ALLOCATION D'ACTIFS ET GAMME CROISSANCE

cpr asset management

www.cpr-am.com
@CPR_AM
cpr-asset-management
CPR Asset Management

Plus d'information, contactez :
gilles.cutaya@cpr-am.com
client.servicing@cpr-am.com
pauline.marteau@cpr-am.com

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

INDICATEURS CLÉS

COMMENT SE POSITIONNER EN TERMES DE SENSIBILITÉ EN CE DÉBUT D'ANNÉE ?

La diminution des risques politiques (Brexit, guerre commerciale avec la finalisation d'un «trade deal phase 1 ») en fin d'année a stoppé la hausse des actifs risqués, se répercutant sur les taux d'intérêt long terme. Ces derniers ont progressé en décembre de +15 bp en moyenne sur le taux 10 ans allemand et sur le 10 ans américain, terminant l'année 2019 respectivement à -0,18% et à 1,91%.

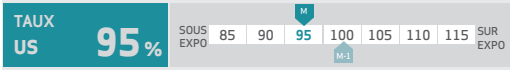
La stabilisation récente des indicateurs macro-économiques a permis d'écarter les craintes de récession, dessinant pour 2020 des perspectives encourageantes, mais ce début d'année a déjà été marqué par un regain de tensions temporaires sur le front géopolitique au Moyen-Orient. D'autres incertitudes pourraient resurgir cette année (risques latents de guerre commerciale, négociations commerciales post-Brexit, élections américaines, ralentissement de la croissance mondiale, ...), entraîner une nouvelle hausse de l'aversion pour le risque et un retour vers les marchés obligataires souverains safe haven américains ou allemands. Par ailleurs, les marchés obligataires souverains devraient rester soutenus par les injections de liquidités des banques centrales cette année (Fed, BCE, ...).

Ainsi, en ce début d'année, nous privilégions les nouvelles émissions corporate pour améliorer le rendement des portefeuilles et capter les primes d'émissions et profitons de la récente remontée des rendements pour sensibiliser les portefeuilles obligataires sur la partie souveraine, en couverture d'une remontée de l'aversion pour le risque.

TAUX ÉTATS-UNIS

STATU QUO

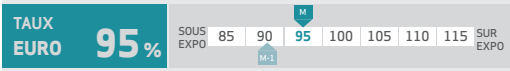
La banque centrale américaine a maintenu ses taux stables pour sa dernière réunion de l'année et a indiqué qu'il était peu probable qu'elle agisse l'année prochaine tout en qualifiant la politique monétaire actuelle d'appropriée. En effet, une hausse des taux ne pourrait intervenir qu'en cas d'accélération notable de l'inflation. Sur la période, les taux 10 ans US rebondissent de 14 points de base à 1,91 % malgré l'atonie des indicateurs d'inflation.



TAUX EURO

LAGARDE À LA MANŒUVRE

La BCE a laissé sa politique monétaire inchangée et réaffirmé qu'elle était toujours disposée à l'assouplir de nouveau en cas de nécessité pour soutenir l'économie de la zone euro. Un examen exhaustif de la stratégie de l'institution a été annoncé par Christine Lagarde, en mettant en avant l'idée de verdir la politique monétaire de la BCE. Le 10 ans allemand progresse de 17 points de base à -0,19 % alors que le 10 ans italien finit en hausse de 8 points de base à 1,4 % et le taux 10 ans espagnol de 5 points de base à 0,46 %.



ANALYSE À SUIVRE

QUEL POSITIONNEMENT ADOPTER EN CE DÉBUT D'ANNÉE SUR LES ACTIONS ?

L'année 2019 a été exceptionnelle en termes de performance sur les marchés actions. Mais elle a aussi coïncidé avec des sorties massives des investisseurs finaux et institutionnels des fonds ouverts, largement compensées par des flux encore plus massifs vers les ETF et des rachats d'actions toujours aussi présents. 2019 en quelques mots : performance exceptionnelle, flux indiciels et rachats d'actions.

Dans ce contexte, un engouement de début d'année par les investisseurs ayant loupé la hausse de 2019 semble probable dans un environnement de règlement progressif de la guerre commerciale, d'accompagnement des banques centrales et de dynamique de révision des bénéfices qui commencent enfin à aller mieux…

Les risques géopolitiques sont toujours présents – tensions au Moyen Orient – mais ne devraient pas perturber les marchés financiers focalisés sur le règlement des « rises » de 2019 : Brexit inclus. Mais au-delà de ça, l'enjeu du début d'année sera l'investiture démocrate en mars. Car un changement de politique intérieure aux États-Unis est bien le plus gros risque qui pèsera sur les marchés actions en 2020 !

Il est toujours tentant, pendant une période de reprise de risque, de privilégier les perdants de l'année précédente : actions émergentes en allocation, style Value (dont financières) en sélection. Néanmoins, un portefeuille équilibré nous parait le meilleur choix de début d'année. L'effet performance absolue à court terme devrait l'emporter sur la performance relative d'un style contre les autres.

ACTIONS ÉTATS-UNIS

ACCORD COMMERCIAL AVEC LA CHINE

La Chine et les États-Unis ont trouvé un accord sur la phase 1 de leurs négociations permettant notamment d'annuler la hausse des 15 % de taxe prévue sur les produits électroniques chinois et de réduire de moitié à 7,5 % les taxes visant 120 milliards d'autres importations. Côté statistiques économiques, le marché du travail est resté bien orienté permettant une légère progression des salaires, alors que les autres publications ont été plus mitigées. Le S&P 500 progresse de 1,14 % en euro, pulvérisant un nouveau record en s'inscrivant au-dessus des 3 200 points en euro.

ACTIONS US **90%**

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
	M-1	M						

ACTIONS EUROPE

L'INDUSTRIE TOUJOURS À LA PEINE

Le secteur industriel européen reste faible, avec un PMI manufacturier qui a continué de faiblir et une production industrielle qui s'est contractée de -0,5 % en novembre. Néanmoins, les indices du climat des affaires se sont inscrits en hausse en France et en Allemagne. Le premier ministre britannique a remporté une victoire sans appel aux élections législatives, ouvrant la voie d'une sortie de l'UE le 1er février prochain. Au cours du mois écoulé l'Eurostoxx a progressé de 1,2 %.

ACTIONS EUROPE **105%**

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
					M-1	M		

ACTIONS ASIE

DES STATISTIQUES MIEUX ORIENTÉES EN CHINE

La croissance de l'activité chinoise a rebondi en décembre avec une production industrielle qui progresse et des ventes au détail qui se redressent. L'inflation, à la surprise générale, a également accéléré. Au Japon, la croissance du troisième trimestre a été révisée à la hausse et les pouvoirs publics ont annoncé un plan de relance de l'équivalent de 2,3 % du PIB sur 15 mois. Le Topix finit la période en hausse de 0,42 % et le MSCI AC Asie Pacifique hors Japon progresse de 3,84 % porté par le fort rebond du marché chinois.

ACTIONS ASIE **105%**

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
					M-1	M		

ANALYSE STRATÉGIE CRÉDIT

BILAN ET PERSPECTIVES 2020 POUR LES BANQUES EUROPÉENNES

Par Aude Lerivrain, Responsable de l'Analyse et de la Stratégie Crédit chez CPR AM

EN QUOI L'ANNÉE 2019 POSE-T-ELLE LES BASES D'UNE NOUVELLE ÈRE POUR LES BANQUES EUROPÉENNES ?

2019 était attendue comme l'année de la normalisation de la politique monétaire européenne avec des perspectives de remontée progressive des taux. Il n'en a rien été avec, à l'inverse, une BCE de nouveau accommodante et un ancrage des taux à un niveau très bas pour une durée indéterminée obligeant les banques à revoir en urgence leurs business plans. En effet, si la capitalisation et la liquidité ne sont plus un problème pour les banques européennes - le Common Equity Tier-1 ratio est passé de 12,7 % mi-2015 à 14,3 % fin 2018 et la liquidité a été sécurisée par la BCE via ses opérations de TLTRO - la rentabilité commence à subir les effets des taux négatifs et leurs résultats sont en baisse. Si le coût du capital est estimé aujourd'hui entre 8 % et 10 %, un *Return on Equity* d'environ 6 % devient problématique pour les banques, supportable s'il s'agit d'un problème cyclique mais fatal à terme s'il s'agit d'un problème structurel !

LES BANQUES COMPOSENT AVEC LES TAUX NÉGATIFS DEPUIS QUELQUES ANNÉES DÉJÀ, POURQUOI SONT-ILS PLUS PROBLÉMATIQUES AUJOURD'HUI ?

Dans un premier temps, la politique de taux bas a été plutôt neutre pour les banques car elle a favorisé la hausse des volumes compensant la baisse des marges et a permis de réduire les dotations aux provisions grâce à l'amélioration de la qualité de crédit des portefeuilles. A cela se sont ajoutés les gains *mark-to-market* des obligations gouvernementales au bilan (hausse des prix due à la baisse des taux). Dans un deuxième temps, ces effets positifs se sont atténués et tout repose aujourd'hui sur la croissance économique du fait de son impact sur les volumes et sur l'évolution des créances douteuses. Ainsi, une gestion peu efficiente des coûts opérationnels ne pourra plus être « masquée » et son impact sur les marges n'en sera que plus criant.

DANS CE CONTEXTE, QUELS SERONT LES FACTEURS CLÉS DE SUCCÈS POUR LES BANQUES EN 2020 ?

Elles peuvent apporter différentes réponses pour faire face à cette situation inédite. Tout d'abord, la diversification des revenus vers des activités moins corrélées au niveau des taux d'intérêts (gestion d'actifs, banque d'investissement, services financiers spécialisés comme le *leasing*) ou vers des marchés offrant des taux positifs (Europe de l'Est) est une réponse sur le long terme permettant d'équilibrer le business model. Toutefois elle peut être difficile à mettre en œuvre sans croissance externe. Ensuite, une adaptation de la gestion du passif sera primordiale. Les dépôts, stars d'après-crise car ils représentent un financement stable, sont devenus un poids pour la rentabilité des banques du fait des réticences à passer en territoire négatif pour des particuliers. Certaines banques ont toutefois ouvert la voie à une rémunération négative sur les dépôts : Jyske Bank, la 3ème banque du Danemark, a annoncé l'application d'un taux de -0,75 % sur les dépôts corporates et de particuliers supérieurs à 750 000 DKK (équivalent à 100 000 euros). Au vu de l'importance des dépôts dans le passif des banques européennes, il est probable

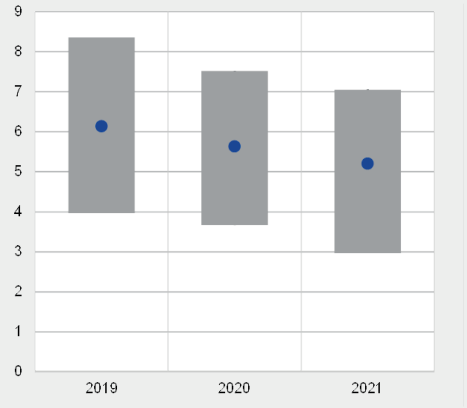
cpr asset management

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.

que d'autres banques suivent cet exemple ou tout du moins réduisent fortement les rémunérations payées aujourd'hui. Enfin, la maîtrise des coûts sera le principal levier à court terme d'autant que les banques européennes bénéficient de marges de manœuvre pour baisser leur coefficient d'exploitation au niveau de leurs concurrents internationaux… La surcapacité du réseau d'agences bancaires (environ une agence pour 2 500 habitants vs. 4 500 habitants pour les marchés hors zone euro) continue d'handicaper les banques européennes et la digitalisation reste à un niveau très hétérogène en Europe. Les banques sont conscientes de la nécessité de réduire leurs coûts opérationnels et les annonces de plans de restructuration incluant souvent des réductions de personnel se multiplient. Quid des opérations de M&A domestiques qui permettraient également de dégager des synergies de coûts ? Elles permettraient indéniablement une rationalisation bienvenue du marché bancaire européen…

Prévisions de la BCE pour le rendement des capitaux propres des banques en 2019-2021 dans le scénario de base

(pourcentages, moyenne pondérée, fourchette interquartile)



Sources : Bloomberg et BCE

QUELLE PLACE AURONT LES BANQUES DANS VOTRE ALLOCATION CRÉDIT EN 2020 ?

Malgré toutes les fragilités que nous avons mentionnées, les banques européennes nous paraissent solides pour s'adapter à cet environnement particulier grâce à leur bon niveau de capitalisation et à la flexibilité financière apportée par la BCE. Leur rentabilité qui sera le point d'attention pour l'année 2020 sera étroitement liée à l'évolution de la croissance économique et restera un point plus prégnant pour les actionnaires que pour les détenteurs obligataires. Même dans l'éventualité d'un ralentissement marqué de la croissance et de la survenance d'une crise économique « plus classique que la crise financière de 2008 ou la crise souveraine de 2012 », nous restons convaincus que les banques subiraient moins de pression que les corporates. Nous allons ainsi surpondérer les banques et privilégier les obligations senior *unsecured* et LT2 (*Lower Tier 2*) de banques offrant une bonne diversification.■

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.

GESTION DIVERSIFIÉE

2019, ANNÉE SURPRENANTE MAIS FRUCTUEUSE

Par Malik Haddouk, Directeur de la Gestion Diversifiée chez CPR AM et Cyrille Geneslay, Gérant Allocataire chez CPR AM

2019 AURA ÉTÉ UNE ANNÉE SURPRENANTE MAIS FRUCTUEUSE POUR LES MARCHÉS FINANCIERS. COMMENT EXPLIQUER UNE TELLE PERFORMANCE BOURSIÈRE OBTENUE SUR L'ENSEMBLE DES CLASSES D'ACTIFS DANS UN CONTEXTE OÙ LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE S'EFFRITAIT, LES TENSIONS COMMERCIALES S'EXACERBAIENT ET LES BÉNÉFICES ATTENDUS DES ENTREPRISES S'ÉVAPORAIENT ?

Le climat en cette fin d'année 2019 était au beau fixe et il faut remonter à 1997 pour trouver des performances aussi positives. Les marchés actions progressent de plus de 25 % en moyenne quelle que soit la zone géographique considérée, les taux d'emprunt d'État finissent en hausse de près de 10 % sur l'année, le crédit High Yield établit de nouveaux records et même les valeurs refuges comme l'or affichent des progressions substantielles.

Paradoxalement, alors que pas mal d'incertitudes ont été présentes tout au long de l'année (tensions commerciales, Brexit, risques géopolitiques, soulèvements populaires,...) les corrections sur les marchés sont restées très mesurées tout comme la volatilité.

Le grand déterminant de la performance des actions en 2019 aura été sans nul doute le contexte monétaire. Il y a un an, la Fed réduisait son bilan et augmentait ses taux directeurs au cours des deux dernières années tandis que la BCE préparait le marché à une normalisation de sa politique monétaire caractérisée par l'arrêt des achats d'actifs. Depuis 2019, la Fed, craignant les effets de la forte baisse des actifs fin 2018, a très vite changé son fusil d'épaule en abaissant son taux directeur à trois reprises pour agir préventivement sur le ralentissement économique. La BCE lui emboitaît le pas, entraînant pour la première fois depuis 2008 une action coordonnée des banques centrales. Celle-ci a entraîné un reflux marqué des taux d'emprunt d'État et redonné un attrait considérable à la détention d'actions, les taux de dividende redevenant supérieurs aux taux sans risque.

Les marchés actions ont par ailleurs bénéficié d'un montant record de rachats d'actions de la part des entreprises aux États-Unis, l'absence de rendement sur les actifs sans risque faisant des sociétés cotées un choix par défaut. Si le revirement des banques centrales a constitué l'élément majeur pour les marchés en 2019, d'autres facteurs ont contribué positivement à l'évolution des actifs dans la seconde partie de l'année comme la stabilisation avec espoir d'amélioration de l'activité économique et l'atténuation des risques politiques.

Ces progressions obtenues en 2019 sur les marchés des actions ont entraîné une hausse des multiples de valorisation compte tenu de la stagnation voire du recul des bénéfices des entreprises en 2019. Pour autant, la hausse des marchés actions hors US reste modeste sur les deux dernières années (autour de 7-10 %).

Face à l'euphorie boursière nous avons positionné CPR Croissance Réactive prudemment, les risques politiques nous semblant prédominants dans un contexte de ralentissement économique. Néanmoins la présence d'actions chinoises pour le tiers de notre exposition

cpr asset management

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.

actions a permis au portefeuille de capter une bonne partie de la hausse des mois de février à avril.

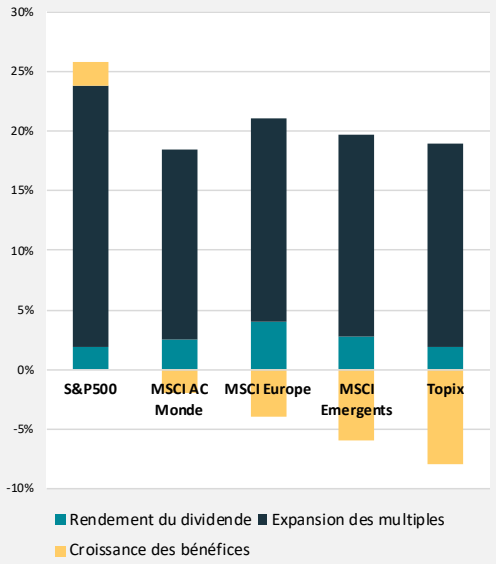
L'incapacité réelle des États-Unis et de la Chine à s'entendre au cours du mois de mai a cependant validé notre positionnement. Mais la baisse a été de courte durée. Les banques centrales, marquées par l'effondrement de décembre, ont promptement réagi en transformant la normalisation en nouvel assouplissement. Les marchés n'en demandaient pas tant, reprenant en deux semaines ce qu'ils avaient perdu en un mois. Le fonds ne participera bien évidemment pas à ce retournement. En effet, rien n'est réglé, le Brexit s'enlise, la macro ralentit et les deux superpuissances campent sur leur position. Les chocs du mois d'août et d'octobre auront quant à eux peu d'impact.

Les marchés montent, tirés par les banques centrales et les rachats d'actions, mais sans le concours des investisseurs traditionnels. Les flux sont faibles, voire négatifs, les perspectives peu amènes et pourtant, les marchés poursuivent leur formidable rallye. Dans le portefeuille, nous remontons progressivement notre exposition actions. L'option de gestion, qui reste patrimoniale, ne nous encourage pas à remonter drastiquement notre exposition après plus de 20 % de hausse.

Et pourtant… il faudra l'annonce d'un accord de phase 1 entre les États-Unis et la Chine combinée à la victoire de Boris Johnson aux élections générales britanniques pour que nous dépassions les 40 % d'exposition actions. Sur l'obligataire, nous avons maintenu un biais rendement, allant chercher des obligations émergentes au détriment des obligations européennes.

L'année 2020 promet d'être riche en évènements. Entre les élections américaines, le ralentissement continu de l'économie, les plans de relance chinois, la mise en place du Brexit et les accords de phase 2-3 voire 4 qui portent sur les points de désaccord les plus marqués, nous risquons de vivre une année particulière. Nous resterons investis, au moins à court terme, et toujours flexibles dans notre gestion.■

La hausse des marchés actions s'explique avant tout par l'expansion des multiples de valorisation



Source : Thomson Reuters Datastream

CPR CROISSANCE RÉACTIVE - PROFIL DE RISQUE[1]

Risque de contrepartie : oui	Oui
Risque de perte en capital	Oui
Risque lié au marché actions	Oui
Risque de taux et crédit	Oui
Risque pays émergents	Oui
Risque de change	Oui
Durée minimum de placement recommandée	> 5 ans

Profil de risque de rendement (SRII)[2]

1 2 3 4 **5** 6 7

A risque plus faible, Rendement potentiellement plus faible ← → A risque plus élevé, Rendement potentiellement plus élevé

[1] Toute souscription dans un OPC doit se faire sur la base du Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICI). Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement et de vous reporter notamment aux rubriques « Objectifs et politique d'investissement », « profil de risque et de rendement» et « frais » du DICI.

[2] Le SRRI correspond au profil de risque et de rendement présent dans le Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICI). La catégorie la plus faible ne signifie pas « sans risque ». Il n'est pas garanti et pourra évoluer dans le temps.

Le prospectus est disponible sur le site www.cpr-am.com ou sur simple demande auprès de CPR AM. L'OPC cité n'offre pas de garantie de performance et présente un risque de perte en capital. **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.**

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.

LA HAUSSE DES INÉGALITÉS : UN VRAI RISQUE POUR L'ÉCONOMIE

Par Bastien Drut, Stratégiste senior chez CPR AM

Il est désormais connu de tous que les inégalités de revenus ont progressé dans les pays développés depuis les années 1980, à des degrés divers. La hausse a été particulièrement spectaculaire aux Etats-Unis et au Japon mais aussi dans des pays réputés très égalitaires comme la Suède.

LA HAUSSE DES INÉGALITÉS DE REVENUS DANS CES PAYS DEPUIS LES ANNÉES 1980 A REMIS EN CAUSE LA THÉORIE DE LA « COURBE DE KUZNETS », LA THÉORIE ÉCONOMIQUE DE RÉFÉRENCE EN MATIÈRE D'INÉGALITÉS[1].

Selon cette théorie, proposée par l'économiste Simon Kuznets dans les années 1950, les inégalités de revenus seraient censées monter dans la 1ère phase de développement économique d'un pays (quand un pays passe de revenus faibles à des revenus moyens) avant de baisser dans une 2ème phase (quand un pays passe à des revenus élevés).

Cette théorie est clairement mise en défaut sur les dernières décennies pour les pays développés et c'est pour cette raison que l'économiste Branko Milanovic[2], sans doute le meilleur connaisseur du sujet des inégalités, a développé le concept de « vagues de Kuznets » : l'évolution des inégalités économiques ne seraient pas uniquement une fonction du niveau de développement d'un pays, mais dépendraient d'une conjonction de facteurs politico-économiques et connaîtraient des développements par « vagues ».

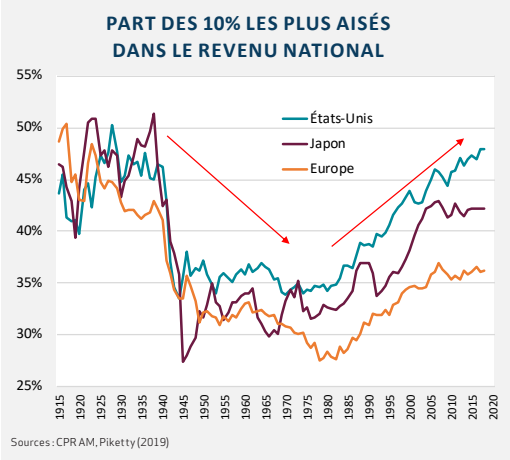
Branko Milanovic lie la hausse des inégalités de revenus dans les pays développés sur les dernières décennies à un ensemble de facteurs ne s'excluant pas entre eux :

- Le transfert de la main d'œuvre de l'industrie vers les services ; les services sont plus hétérogènes en termes de professions et de qualifications et la main d'œuvre est plus dispersée, ce qui rend plus difficile de s'organiser.
- La robotisation des emplois routiniers facilitée par l'abaissement du coût des machines, lui-même lié à la mondialisation.
- La création de rentes dans certains secteurs (télécommunications par exemple) liés aux révolutions technologiques.
- La pression à la baisse des salaires pour les travailleurs les moins qualifiés avec la forte hausse de l'offre de travail liée à la mondialisation : en particulier parce que la population mondiale a augmenté de deux tiers depuis 1980 et parce que la Chine et les anciens pays communistes ont intégré le marché du travail mondial.
- La baisse des taux d'imposition marginaux sur les hauts revenus et baisse des impôts sur le capital ; la fonction redistributive des pays développés s'est affaiblie.

En particulier, Branko Milanovic insiste sur le fait qu'il est difficile de mesurer les effets respectifs des changements technologiques et de la mondialisation sur les inégalités, tant ces phénomènes sont imbriqués.

cpr asset management

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.



Sources : CPR AM, Piketty (2019)

LES DERNIÈRES DÉCENNIES ONT ÉTÉ MARQUÉES PAR LA DISPARITION DES EMPLOIS MOYENNEMENT QUALIFIÉS DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS.

Pour les États-Unis, le spécialiste du marché du travail David Autor[3] (MIT) a montré qu'en 1980, 42 % des personnes n'ayant pas de diplôme universitaire occupaient un emploi peu qualifié, 43 % un emploi moyennement qualifié et 15 % un emploi très qualifié alors que ces proportions étaient respectivement de 54 %, 29 % et 17 % en 2017.

Cela s'explique en bonne partie par la perte d'emplois de production routiniers. Cela a exacerbé les inégalités de revenus en fonction du niveau de diplôme : les individus plus diplômés ont pu migrer vers des emplois à haute valeur ajoutée alors que les individus les moins diplômés se sont davantage reportés vers des emplois à faible valeur ajoutée.

LA DISPARITION DES EMPLOIS MOYENNEMENT QUALIFIÉS ET LA MIGRATION DES INDIVIDUS LES MOINS DIPLÔMÉS VERS DES EMPLOIS MOINS QUALIFIÉS A EU DES RÉPERCUSSIONS SOCIO-GÉOGRAPHIQUES IMPORTANTES.

David Autor a montré qu'aux États-Unis, les individus à hauts salaires se sont concentrés dans les grandes villes lors des dernières décennies et le lien entre la proportion d'individus disposant d'un diplôme universitaire et la taille des villes s'est considérablement renforcé. Un document de travail récent du FMI[4] montre que « les inégalités régionales dans les pays de l'OCDE sont importantes et augmentent avec le temps », notamment à cause de la baisse de la mobilité des ménages à bas revenus.

Cette fragmentation géographique entre les grandes villes et le reste du pays se retrouve notamment en France et au Royaume-Uni, ce qui nourrit le sentiment que certains territoires sont abandonnés.

LA COMPRÉHENSION DES MÉCANISMES D'AUGMENTATION DES INÉGALITÉS AU SEIN DES ENTREPRISES ET ENTRE ENTREPRISES FAIT ENCORE L'OBJET DE RECHERCHES ET DE DÉBATS ACADÉMIQUES.

Un papier publié au Quarterly Journal of Economics en 2018[5] se focalisant sur les Etats-Unis a montré que l'augmentation de la dispersion des rémunérations sur la période 1978-2013 résultait aux 2/3 de l'augmentation de la dispersion entre entreprises et à 1/3 de l'augmentation de la dispersion au sein des entreprises.

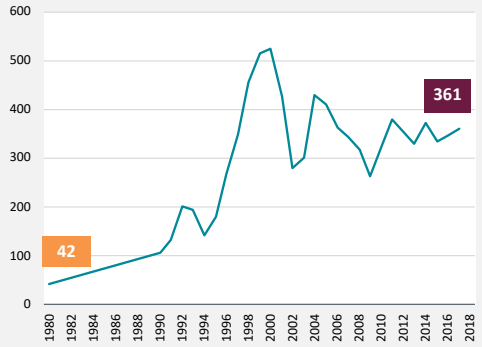
Toutefois, les chercheurs montrent que les réalités sur le marché du travail diffèrent grandement en fonction de la taille des entreprises : ils concluent que pour les grandes entreprises (plus de 10 000 employés), 42 % de l'augmentation de la variance des rémunérations entre 1978 et 2013 a eu lieu au sein des entreprises, car les rémunérations médianes y ont baissé[6] et les rémunérations des 10 % d'employés les mieux payés ont fortement augmenté.

Par ailleurs, la rémunération réelle des 1 % les mieux payés a monté de 137 % dans les grandes entreprises mais seulement de 45 % dans les petites entreprises. Dit autrement,

AUX ÉTATS-UNIS, LES INÉGALITÉS DE RÉMUNÉRATIONS ONT BEAUCOUP PLUS MONTÉ AU SEIN DES GRANDS GROUPES QU'AU SEIN DES PETITES ENTREPRISES DEPUIS 1978.

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.

S&P 500 : RATIO DE LA RÉMUNÉRATION MOYENNE DES PDG ET DE CELLE DES EMPLOYÉS



Sources : CPR AM, inequality.org

LA MONTÉE DES INÉGALITÉS POSE UN CERTAIN NOMBRE DE PROBLÈMES POUR L'ÉCONOMIE ET POUR LA CROISSANCE DE LONG TERME.

Un pan de la littérature économique indique que les inégalités de revenus représentent un frein pour la croissance économique. Se focalisant sur les pays riches, un document de travail de l'OCDE publié en 2014[7] est parvenu à la conclusion que « les inégalités de revenus ont un impact négatif et significatif statistiquement sur la croissance ».

Ces travaux indiquent que « le principal mécanisme à travers lequel les inégalités affectent la croissance est le fait qu'elles nuisent aux opportunités d'éducation pour les enfants des milieux défavorisés sur le plan socio-économique, qu'elles réduisent la mobilité sociale et qu'elles entravent le développement des compétences. »

Pour le papier, une baisse de 1 point de l'indice de Gini (un indicateur d'inégalité valant 0 quand tous les individus perçoivent le même revenu et 100 quand un individu perçoit la totalité des revenus d'un pays) se traduit par une hausse cumulée du PIB de 0,8 point sur les cinq ans qui suivent (soit 0,15 point de croissance par an). Un document de travail du FMI de 2017[8] intitulé *Inequality Overhang* a montré que les effets des inégalités de revenus sur la croissance étaient non-linéaires : une hausse des inégalités a un impact d'autant plus négatif sur la croissance que les inégalités sont déjà élevées.

AU PASSAGE, CET IMPACT NÉGATIF DES INÉGALITÉS SUR LA CROISSANCE POTENTIELLE COMPLIQUE LA TÂCHE DES BANQUES CENTRALES.

Plusieurs banques centrales des pays développés (BCE[9] [10], Banque du Canada[11], Banque centrale australienne[12]) ont indiqué récemment que la montée des inégalités de revenus était l'une des causes de la baisse des taux neutres (taux d'intérêt réels d'équilibre). En effet, un certain nombre de banques centrales ont connu et/ou connaissent encore des difficultés à normaliser leurs politiques monétaires.

Sur ce point, le serpent se mord la queue car les politiques ultra-accommodantes des banques centrales ont été accusées par certains de favoriser l'essor des inégalités de patrimoine, notamment en poussant à la hausse la valeur des actifs financiers.

DE PLUS EN PLUS DE TRAVAUX UNIVERSITAIRES PARVIENNENT À LA CONCLUSION QUE LES INÉGALITÉS ÉCONOMIQUES SONT L'UN DES PHÉNOMÈNES À L'ORIGINE DES MOUVEMENTS POPULISTES DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS.

Le sujet est épineux car il n'existe pas de définition uniformément acceptée du populisme. L'intellectuel Francis Fukuyama, par exemple, qualifie de populistes « les politiciens qui revendiquent avoir une connexion charismatique directe avec le peuple, ce qui leur confèrerait une légitimité spéciale lorsqu'ils travaillent dans l'intérêt « du peuple ». »

Pour Fukuyama, « cela pose un défi pour la démocratie car ce type de leaders tend à se dresser contre les institutions : ils s'opposent aux tribunaux, aux médias, aux technocrates et aux institutions de contrôle qui se trouvent sur leur chemin. » Selon lui, les leaders populistes promeuvent des politiques économiques populaires à

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.

court terme mais désastreuses à long terme[13]. Alors que le populisme avait d'abord fait référence aux gouvernements d'Amérique latine dans les années 1980, puis à certains pays post-communistes des années 1990 et 2000, le fait nouveau de ces dernières années a été l'émergence d'une nouvelle vague de populisme dans des pays occidentaux où la démocratie est solidement installée.

On aurait pu s'attendre à ce que la hausse des inégalités économiques favorise les partis de gauche mais, comme le montre l'économiste Thomas Piketty[14] en se focalisant sur les États-Unis, la France et le Royaume-Uni sur la période 1948-2017, les partis de gauche ont perdu au fil du temps le soutien des électorats les moins diplômés, qui ont été les perdants des grandes évolutions économiques de ces dernières décennies, et sont progressivement devenus des partis d'élites.

Piketty et Fukuyama pointent par exemple du doigt que le parti démocrate américain a perdu le contact avec la classe ouvrière blanche, qui avait été le cœur de sa base électorale lors du 20ème siècle. Globalement, la hausse des inégalités a donc poussé les partis/mouvements/idées populistes.

En se focalisant sur les pays européens entre 2000 et 2017, des économistes ont montré qu'une hausse de 1 point de pourcentage du taux de chômage impliquait une hausse de 1 point de pourcentage du vote pour les partis populistes[15].

LES CONSÉQUENCES DE MARCHÉ LORS DE L'ARRIVÉE AU POUVOIR DE GOUVERNEMENTS POPULISTES PEUVENT ÊTRE EXTRÊMES.

Cela a notamment été perceptible lors de la formation d'un gouvernement de coalition Ligue/5 étoiles en Italie au printemps 2018 (le spread 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne était directement monté bien au-delà de 200 points de base) ou encore lors des mouvements de contestation sociale au Chili en octobre/novembre 2019 (très forte dépréciation de la devise et forte baisse des marchés actions).

EN CONCLUSION, LA FORTE MONTÉE DES INÉGALITÉS ÉCONOMIQUES DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS REPRÉSENTE UN VRAI RISQUE DE LONG TERME POUR L'ÉCONOMIE. ELLE COMMENCE À AFFECTER NÉGATIVEMENT LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE, AGGRAVE LES INÉGALITÉS ENTRE TERRITOIRES ET VIENT, AVEC D'AUTRES FACTEURS, ALIMENTER LES MOUVEMENTS POPULISTES. IL EST URGENT DE S'ATTAQUER AU PROBLÈME. ■

1. Au passage, il est intéressant de noter que les inégalités de revenu au niveau mondial (c'est-à-dire lorsque l'on compare les revenus de tous les individus de la planète) ont plutôt décru ces dernières années avec la hausse des revenus en Chine, en Inde et dans un certain nombre de pays émergents.
2. « Global inequality: a new approach for the age of globalization », Branko Milanovic, 2016, Harvard University Press.
3. Autor D., 2019, "Work of the past, work of the future"
4. IMF working paper, 2019, "The Great Divide: Regional Inequality and Fiscal Policy".
5. Song G., D. Price, F. Guvenen, N. Bloom & T. von Wachter, 2018, "Firming up inequality", Quarterly Journal of Economics.
6. Dans les entreprises de 100 à 1 000 entreprises, la rémunération réelle médiane a monté de 31% alors qu'elle a baissé de 7% pour les entreprises de plus de 10 000 employés.
7. "Trends in income inequality and its impact on economic growth", 2014, OECD Social, Employment and Migration working papers.
8. "Inequality overhang", 2017, IMF working paper.
9. "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", 2018, ECB Occasional Paper.
10. "Determinants of the real interest rate", 2019, Philip Lane.
11. "An update on the neutral rate of interest", 2017, Bank of Canada.
12. "The neutral interest rate", 2017, Reserve Bank of Australia.
13. Fukuyama F., 2019, "The new identity politics: Rightwing ppulism and the demand for dignity".
14. Piketty T., 2018, « Brahmin Left vs Merchant Right: Rising Inequality & the Changing Structure of Political Conflict », WID.world working paper.
15. Algan Y., S. Guriev, E. Papaioannou et E. Passari, 2017, « The European Trust Crisis and the rise of Populism », Brookings Papers on Economic Activity.

cpr asset management

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.

SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS

AU 19 DÉCEMBRE 2019 | RAPPEL À FIN NOVEMBRE 2019 1 > 75 % 2 > 25 %

BULLETIN MENSUEL – JANVIER 2020

65% PROBA.
CENTRAL

BAISSE DES TENSIONS, RETOUR DE LA CONFIANCE À COURT TERME

Les États-Unis et la Chine concluent un accord de phase 1, abaissant ainsi l'inquiétude des investisseurs. La croissance mondiale se stabilise à un niveau faible.

Taux directeurs :	Taux longs :	Actions :	Devises :
États-Unis (1,75 %) ▶	États-Unis (1,90 %) ▶	États-Unis (2,5 %) ▲	EUR-USD (1,13) ▶
Japon (-0,10 %) ▼	Japon (0 %) ▶	Japon (2,5 %) ▲	
Zone euro (-0,50 %) ▼	Zone euro (-0,30 %) ▼	Europe (5 %) ▲	
		Pays émergents (5 %) ▲	

15% PROBA.
ALTERNATIF 1

REBOND CYCLIQUE

Un rebond se dessine dans le secteur manufacturier aux États-Unis. Ceci se traduit par une rotation des marchés vers les valeurs *value*.

Taux directeurs :	Taux longs :	Actions :	Devises :
États-Unis (1,75 %) ▶	États-Unis (2,15 %) ▲	États-Unis (-2,5 %) ▼	EUR-USD (1,14) ▲
Japon (-0,10 %) ▼	Japon (0,10 %) ▲	Japon (2,5 %) ▲	
Zone euro (-0,50 %) ▼	Zone euro (0 %) ▶	Europe 2,5 %) ▲	
		Pays émergents (5 %) ▲	

20% PROBA.
ALTERNATIF 2

VIRAGE POLITIQUE AUX ÉTATS-UNIS

La campagne des primaires démocrates fait émerger des thèses plus « socialistes ». Les résultats du Super Tuesday pourraient ainsi provoquer un mouvement d'inquiétude des marchés américains.

Taux directeurs :	Taux longs :	Actions :	Devises :
États-Unis (1,75 %) ▶	États-Unis (1,65 %) ▼	États-Unis (-7,5 %) ▼	EUR-USD (1,15) ▲
Japon (-0,10 %) ▼	Japon (-0,10 %) ▼	Japon (-5 %) ▼	
Zone euro (-0,50 %) ▼	Zone euro (-0,45 %) ▼	Europe (-5 %) ▼	
		Pays émergents (-2,5 %) ▼	

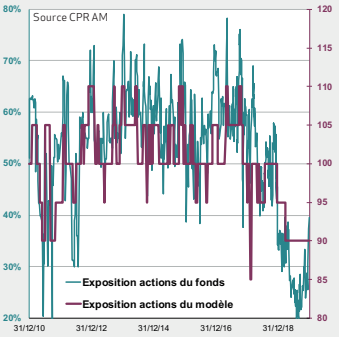
PERFORMANCES AU 19.12.2019

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

	Depuis le 31.12.18	sur 1 an	sur 5 ans	Niveau au 19.12.19		PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en % CENTRAL 65 % de proba.	ALTERNATIF 1 15 % de proba.	ALTERNATIF 2 20 % de proba.
États-Unis	2,28 %	2,37 %	6,28 %	1,75%	Taux directeur	1,75 % ▶	1,75 % ▶	1,75 % ▶
	9,61 %	10,95 %	14,15 %	1,91%	Taux 10 ans	1,90 % ▼	2,15 % ▲	1,65 % ▼
	14,93 %	13,62 %	35,11 %	266	High Yield US	260 ▼	220 ▼	305 ▲
	-2,76 %	-2,67 %	-9,35 %	1,11	Euro/dollar	1,13 ▲	1,14 ▲	1,15 ▲
	27,86 %	27,86 %	54,80 %	3 205	S&P 500	2,50 % ▲	-2,50 % ▼	-7,50 % ▼
Europe	-0,42 %	-0,43 %	-1,81 %	-0,50%	Taux directeur	-0,50 % ▶	-0,50 % ▶	-0,50 % ▶
	5,45 %	5,42 %	15,09 %	-0,24%	Taux 10 ans	-0,30 % ▼	0,00 % ▲	-0,45 % ▲
	11,59 %	11,42 %	26,15 %	286	High Yield Europe	275 ▼	260 ▼	315 ▲
	24,58 %	22,54 %	19,03 %	3 739	DJ EuroStoxx 50	5,00 % ▲	2,50 % ▲	-5,00 % ▼
Japon	19,24 %	13,71 %	35,43 %	23 865	Nikkei 225	2,50 % ▲	2,50 % ▲	-5,00 % ▼

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Le mois de décembre a confirmé l'embellie enregistrée sur les marches financières. Les indices actions ont bénéficié, de nombreux facteurs favorables comme la confirmation de la signature prochaine d'un accord commercial, avec suspension de certains droits de douane sur les produits chinois importés dont notamment les composantes électroniques, ainsi que de la victoire écrasante des conservateurs aux élections législatives britanniques qui ouvrent la voie à une sortie de l'UE le 1er février prochain. La dissipation de ces incertitudes économiques et politiques a soutenu la progression des actions internationales et permis un léger rebond des taux d'emprunt d'État. Le MSCI World progresse de 1,20 % alors que dans le même temps les indices émergents signent un de leur meilleur mois de l'année, avec des hausses supérieures à 5 %. Ce retour de l'optimisme a entrainé une rotation sectorielle de grande ampleur avec une progression marquée des bancaires et des matières premières. L'exposition actions a été relevée pour prendre acte d'une atmosphère sensiblement plus favorable, en privilégiant les marchés émergents et les stratégies *value*. Sur la partie obligataire, nous avons accru notre exposition à la dette émergente et réintroduit des positions marquées sur les points morts d'inflation, tout en maintenant nos expositions sur le crédit high yield.



cpr asset management

Responsable de publication : Gilles Cutaya
Rédacteur en chef : Arnaud Faller
Crédits Photos : Shutterstock.com
Prochaine édition : Février 2020

CPR ASSET MANAGEMENT
Société Anonyme au Capital de 53 445 705 EUR
399 392 141 RCS Paris - Société de gestion de portefeuille agréée AMF n° GP01-056

90 boulevard Pasteur - CS 61595
75730 Paris Cedex 15
Tél. : 01.53.15.70.00
www.cpr-am.com