



**Perspectives Economiques et
Financières
Covéa Finance
FEVRIER 2018**

Sommaire

Introduction 1

I. Les banques centrales dans un environnement économique plus porteur 3

II. Les marchés financiers 3

Les marchés de taux 3

Les marchés actions 5

Conclusion 9

Introduction

L'année 2017 aura été marquée par la confirmation de la reprise en Europe malgré des événements adverses comme le Brexit et la résistance de l'économie américaine, avec la création de plus de deux millions d'emplois, malgré les craintes liées à l'élection inattendue de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis. À travers le jeu des échanges, la diffusion de la croissance aura également été une des caractéristiques de cette année ce qui est apparu en contradiction avec les discours alarmistes et partisans sur la montée du populisme et du protectionnisme et l'impact néfaste anticipé sur l'économie mondiale.

À l'aube de cette nouvelle année 2018, alors que les marchés financiers subissent un retracement sensible sous la pression des taux à long terme tant américains qu'européens, la question du retour de la croissance et de son partage nous paraît essentielle. Elle s'associe à la question de sa qualité (qualité des sources de croissance, qualité des emplois créés, etc.). La croissance peut-elle encore durer aux États-Unis après sept années de progression du PIB ? La croissance est-elle plus partagée, en interne et à l'extérieur ? La croissance européenne retrouvée est-elle durable ? Avons-nous devant nous une nouvelle crise financière ? La Chine suscite-t-elle toujours des inquiétudes ? Dans quel cadre les économies vont-elles évoluer : une augmentation du multilatéralisme, un pouvoir toujours plus concentré sur quelques institutions ou bien, au contraire, un retour à davantage de relations bilatérales comme le souhaite Donald Trump ?

Autant de questions que nous continuons d'examiner à la lumière de nos trois clés, la parité du dollar, le prix du pétrole, et le prix des matières premières.

| INDICATEURS DE MARCHES (1/2) | | | 29/12/17 | 19/10/17 | 06/02/18 | Variation depuis le 29/12/17 (% ou pbs)* | Variation depuis le 19/10/17 (% ou pbs)* |
|------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|----------|----------|----------|--|--|
| Marchés obligataires | Taux directeurs (%) | Fed | 1,50 | 1,25 | 1,50 | 0,00 | 0,25 |
| | | BCE | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| | | BOE | 0,50 | 0,25 | 0,50 | 0,00 | 0,25 |
| | | BOJ | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,00 | 0,00 |
| | | Banque de Corée | 1,50 | 1,25 | 1,50 | 0,00 | 0,25 |
| | | Brésil | 7,00 | 8,25 | 7,00 | 0,00 | -1,25 |
| | | Russie | 7,75 | 8,50 | 7,75 | 0,00 | -0,75 |
| | | Inde | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 0,00 | 0,00 |
| | | Chine | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 0,00 | 0,00 |
| | Taux souverains 10 ans (%) | Etats-Unis | 2,41 | 2,32 | 2,80 | 0,40 | 0,48 |
| | | France OAT | 0,79 | 0,81 | 0,96 | 0,17 | 0,15 |
| | | Allemagne | 0,43 | 0,40 | 0,69 | 0,27 | 0,30 |
| | | Italie | 2,02 | 2,03 | 1,99 | -0,03 | -0,04 |
| | | Royaume-Uni | 1,19 | 1,28 | 1,52 | 0,33 | 0,24 |
| Japon | | 0,05 | 0,07 | 0,08 | 0,03 | 0,01 | |
| Corée du Sud | | 2,47 | 2,43 | 2,77 | 0,30 | 0,34 | |
| Indice crédit | Brésil | 10,32 | 9,71 | 9,79 | -0,54 | 0,08 | |
| | Russie | 7,43 | 7,41 | 7,09 | -0,34 | -0,32 | |
| Marchés des changes | Contre euro (1 € = ...devises) | Indice IBOXX Eur Global | 229,3 | 229,3 | 228,5 | -0,38 | -0,36 |
| | | Dollar | 1,20 | 1,19 | 1,24 | 3,1 | 4,4 |
| | | Sterling | 0,89 | 0,90 | 0,89 | -0,10 | -1,49 |
| | Contre dollar (1\$ = ... devises) | Yen | 135,3 | 133,4 | 135,6 | 0,2 | 1,7 |
| | | Won | 1067 | 1132 | 1091 | 2,2 | -3,6 |
| | | Real brésilien | 3,3 | 3,2 | 3,2 | -2,3 | 2,0 |
| | | Rouble | 57,7 | 57,3 | 56,9 | -1,4 | -0,7 |
| | | Roupie indienne | 63,9 | 65,0 | 64,3 | 0,6 | -1,2 |
| | | Yuan | 6,5 | 6,6 | 6,3 | -3,3 | -4,9 |

| INDICATEURS DE MARCHES (2/2) | | | 29/12/17 | 19/10/17 | 06/02/18 | Variation depuis le 29/12/17 (% ou pbs)* | Variation depuis le 19/10/17 (% ou pbs)* |
|------------------------------|-----------------|--|----------|----------|----------|--|--|
| Marchés actions | Devises locales | Etats-Unis - S&P | 2674 | 2562 | 2695 | 0,8 | 5,2 |
| | | Japon - Nikkei 300 | 357 | 342 | 344 | -3,9 | 0,6 |
| | | France - CAC 40 | 5313 | 5368 | 5162 | -2,8 | -3,8 |
| | | Allemagne - DAX | 12918 | 12990 | 12393 | -4,1 | -4,6 |
| | | Zone euro - MSCI EMU | 126 | 128 | 123 | -2,6 | -3,8 |
| | | Royaume-Uni - FTSE 100 | 7688 | 7523 | 7141 | -7,1 | -5,1 |
| | | Corée du Sud - KOSPI | 2437 | 2473 | 2453 | 0,7 | -0,8 |
| | | Brésil - Bovespa | 76073 | 76591 | 83894 | 10,3 | 9,5 |
| | | Russie - MICEX | 2103 | 2073 | 2238 | 6,4 | 8,0 |
| | | Inde - SENSEX | 34057 | 32390 | 34196 | 0,4 | 5,6 |
| | | Chine - Shanghai | 3307 | 3370 | 3371 | 1,9 | 0,0 |
| | | Hong Kong - Hang Seng | 29919 | 28159 | 30595 | 2,3 | 8,7 |
| | MSCI - BRIC | 1128 | 1092 | 1164 | 3,2 | 6,6 | |
| | Euro | S&P (€) | | | | -2,2 | 0,7 |
| Nikkei 300 (€) | | | | | -4,1 | -1,1 | |
| FTSE 100 (€) | | | | | -7,0 | -3,6 | |
| Matières premières | Agricoles | Mais (centimes de dollar par boisseau) | 351 | 349 | 364 | 3,6 | 4,2 |
| | | Indice CRB** | 432 | 429 | 443 | 2,5 | 3,4 |
| | Energétiques | Pétrole (Brent, \$ par baril) | 67 | 57 | 67 | 0,2 | 16,8 |
| | | Prix de l'once d'Or | 1309 | 1287 | 1326 | 1,3 | 3,0 |
| | Métaux précieux | Prix de la tonne de cuivre | 7247 | 6967 | 7076 | -2,4 | 1,6 |

*Variations en points de base (pbs) pour les taux souverains et les taux directeurs

**CRB : indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie.

19/10/2017 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

I. Les banques centrales dans un environnement économique plus porteur

Il va être de plus en plus difficile pour les banques centrales de maintenir leur attitude extrêmement prudente en matière de politique monétaire, en particulier aux Etats-Unis. Après avoir donné la priorité au sauvetage de son système financier puis de son encadrement, la Banque centrale américaine s'est focalisée sur l'emploi pour expliquer et justifier le maintien de mesures extraordinaires en termes d'approche monétaire. Aujourd'hui, le taux de chômage est au plus bas et les salaires frémissent. On aurait pu s'attendre à une banque centrale plus « agressive » et pourtant la FED a choisi de mettre davantage l'accent sur l'inflation et sa surprise devant l'inertie relative des salaires. Ces hésitations corroborent le sentiment plutôt frileux des intervenants financiers sur les perspectives de croissance en 2019 pour les Etats-Unis.

C'est également sur le thème de l'inflation que les Banques centrales européenne et du Japon justifient le maintien d'une politique « agressive » même si la BCE a déjà franchi les premières étapes d'une sortie progressive de ses pratiques monétaires hors normes.

A. Greenspan, président de la FED jusqu'en 2006, considère que le marché américain alimente deux bulles, une bulle sur les taux à long terme et une bulle sur les actions¹. Si ses affirmations se confirment, l'enjeu sera de dégonfler les bulles, sans explosion dommageable à la croissance américaine et mondiale. Si ses considérations sont justes, il faut s'interroger sur la question de l'Europe.

La bulle sur les taux existe, elle semble moins évidente sur les actions. Cependant, il existe très certainement une bulle sur le marché immobilier et une bulle sur les marchés de la dette privée, directement alimentées par la banque centrale elle-même via ses programmes d'achat de titre et sa pratique des taux négatifs.

Il nous semble que, aujourd'hui, la préoccupation réelle d'une banque centrale dans les pays développés relève plus de l'inégale répartition de l'inflation et de l'existence de poches de déflation que de l'indice général des prix lui-même.

Quelles que soient les raisons pour lesquelles les banques centrales vont agir, la période de l'argent pas cher et abondant est derrière nous. Quelle que soit la zone, pays développés ou pays émergents, la tendance générale est à un resserrement des politiques monétaires. Elle se traduit dans les anticipations de taux à long terme mais aussi de croissance et de parités de change.

L'enjeu pour Covéa Finance sera la vitesse et l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt à long terme et l'évolution de la pente des courbes de taux. Entre la gestion des bulles, le risque de taux embarqué dans leur bilan, et la gestion de la croissance, les banques centrales ne manquent pas d'arguments pour adopter une politique monétaire très graduellement restrictive.

II. les marchés financiers

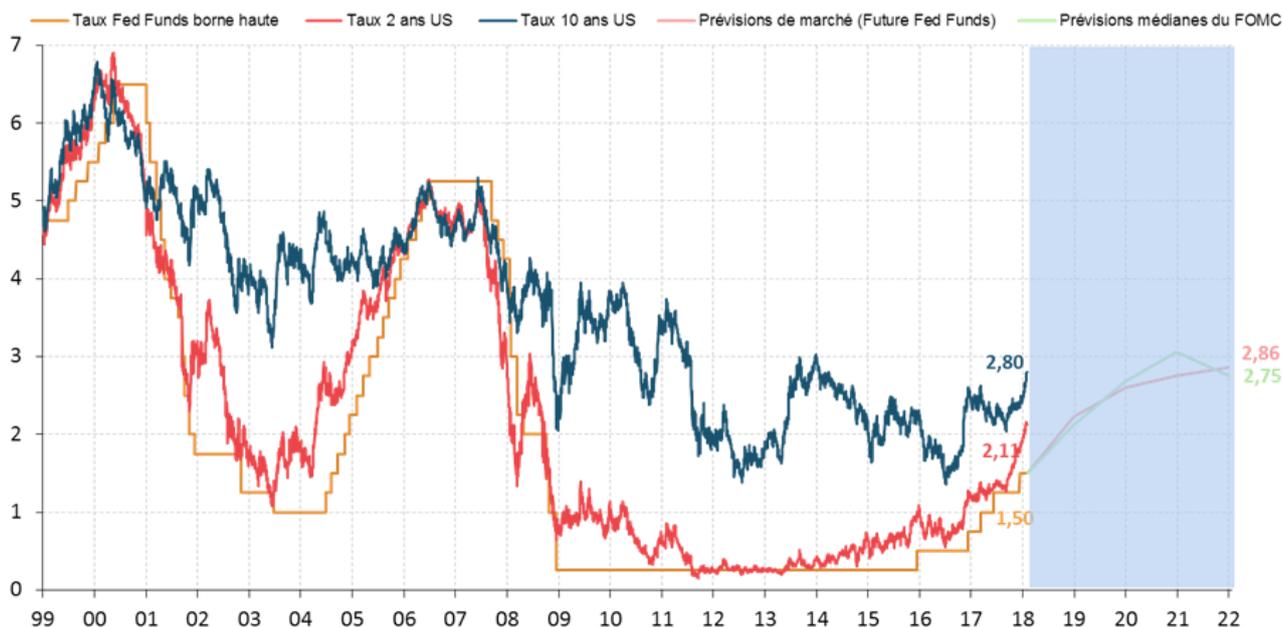
Les marchés de taux

Depuis le début de l'année, les taux d'intérêt à long terme sont orientés à la hausse et cette hausse est logique. Les experts insistent depuis longtemps sur le rôle des banques centrales dans les excès de valorisation de plusieurs classes d'actifs en raison d'un déversement extraordinaire de liquidités. Les investisseurs, confrontés à la réalité à venir d'une liquidité moins abondante et plus chère, deviennent plus exigeants sur le prix des actifs au moment de placer les fonds confiés. Le vendeur d'un titre action trouve plus difficilement preneur au prix voulu, il en va de même pour le vendeur d'une obligation sur le marché secondaire ou pour l'émetteur qui cherche à lever de la dette. Les investisseurs anticipent déjà la perte du soutien des banquiers centraux aux marchés et ils l'anticipent d'autant plus que les annonces en matière de hausse salariale se multiplient aux Etats-Unis, que la création d'emplois y reste dynamique et que le plan fiscal de Donald Trump devrait entraîner une nouvelle dérive de la dette publique. Ils anticipent aussi la diffusion généralisée de pressions inflationnistes dans le monde en raison de la synchronisation de la croissance tant dans les zones développées que dans les pays émergents, des anticipations qui accompagnent le resserrement monétaire assez partagé par les banquiers centraux des plus grandes économies développées et émergentes.

1 Interview donnée à Bloomberg Télévision le 31 janvier dernier.

La hausse des taux est conforme à nos attentes et elle devrait être limitée par les anticipations de la remontée des taux à court terme de la FED, attendue au nombre de trois pour 2018, avec des taux FED funds autour de 2.125% en fin d'année.

Le marché est positionné comme la Fed sur 3 nouvelles hausses de taux cette année mais les risques sont orientés à la hausse



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Les investisseurs y verront probablement une accalmie sur les pressions inflationnistes en raison des effets récessifs supposés de la hausse du taux banque centrale. La pente de la courbe avec un écart entre le taux au jour le jour et le taux d'intérêt à dix ans proche de ses plus hauts historiques constitue une force de rappel importante.

Tout au long de l'année, les indicateurs économiques permettant de percevoir la réponse des agents à l'argent banque centrale plus cher devront faire l'objet d'un suivi minutieux (renoncement à l'investissement, renoncement à la consommation, prudence sur les leviers dans les bilans, etc.). De plus, dans la remontée actuelle des taux d'intérêt à long terme, il reste un phénomène difficile à mesurer : la responsabilité des marchés de dérivés. Les couvertures via l'achat de contrats de protection peuvent être en partie responsables du mouvement. En effet, les banques centrales, notamment la FED et la BCE, restent des intervenants majeurs sur le marché des dettes souveraines et sur le marché du crédit pour la BCE. Elles exercent ainsi des pressions baissières sur les taux et elles sont aussi détentrices de portefeuilles d'obligations considérables. Une hausse des taux violente et durable les amènerait à constater des moins-values latentes, voire des pertes, pour la BCE sur son portefeuille de crédit.

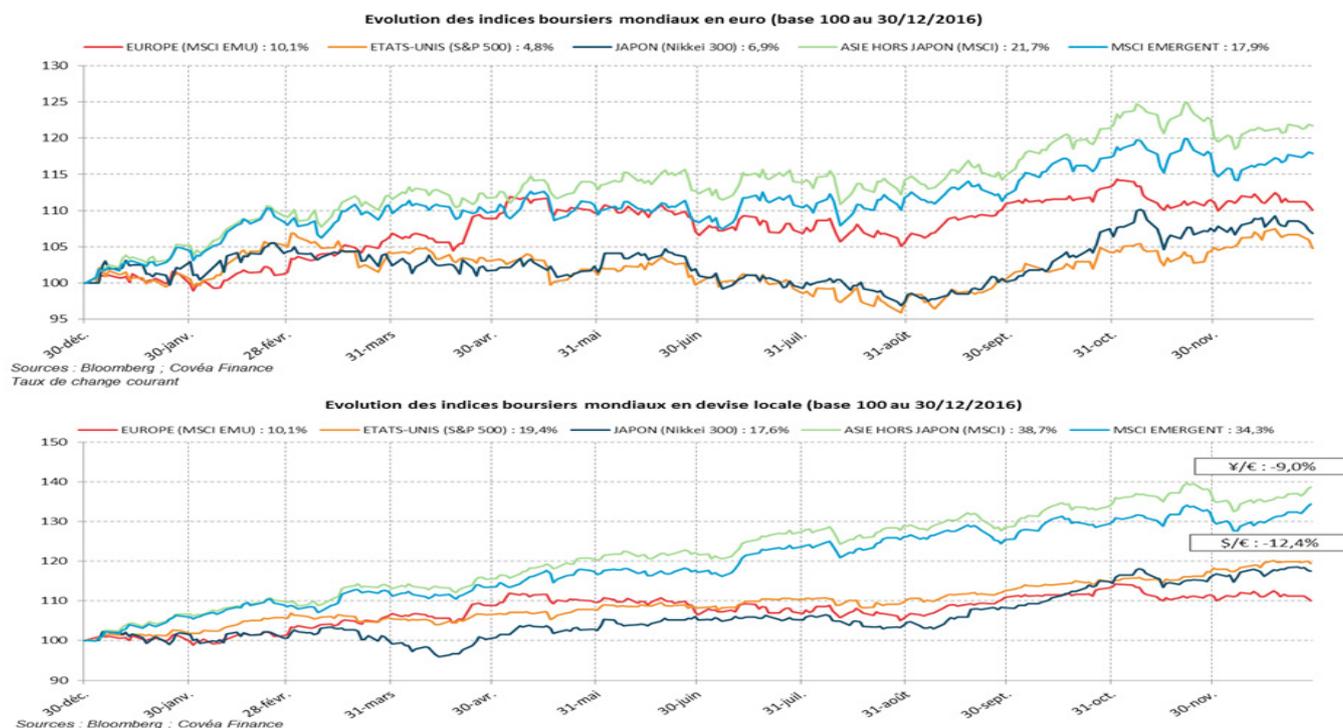
Enfin, les messages que nous envoient les différents marchés sont brouillés. Dans le retournement des cycles de politique monétaire, la Banque centrale américaine est déjà bien installée dans un nouveau cycle et donc en avance par rapport à ses consœurs. La remontée des taux, orchestrée depuis décembre 2015, ne cesse de s'accroître face à sa consœur, la BCE. Pourtant, le dollar n'en profite pas et ne cesse de reculer. Les anticipations de croissance sont plus favorables à la zone euro qu'aux Etats-Unis. La croissance que pourrait insuffler le plan fiscal de Donald Trump est perçue comme de piètre qualité car elle pourrait porter essentiellement sur la consommation. Les investisseurs parient sur une nouvelle détérioration de la situation financière des Etats-Unis tant sur le plan budgétaire que sur le plan extérieur.

Conclusion

La remontée des taux à long terme reste progressive, ce qui n'exclura pas de brèves périodes d'excès que nous mettrons à profit, par exemple notre premier point d'intervention est fixé à 1,20% sur le taux 10 ans français. Les banques centrales et les États n'ont pas intérêt à une hausse brutale, forte et durable des taux, les premières pour des problèmes de valorisation, les seconds pour des problèmes de charges d'intérêt sur dette publique. Les banques centrales n'ont pas non plus intérêt à casser la croissance après des années de mesures non orthodoxes pour sortir de la crise financière de 2007-2009, d'autant que l'excès d'endettement public et privé est toujours d'actualité. Les années suivant la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers n'ont pas conduit à une résorption de l'endettement, bien au contraire. Les pays émergents, frappés par l'effondrement des économies occidentales, se sont eux aussi massivement endettés après la crise pour soutenir leur économie.

Les marchés actions

En fin d'année dernière, la plupart des indices boursiers ont retrouvé le point haut de 2008, année de la débâcle financière mais la combinaison gagnante n'a pas été la même pour tous les investisseurs de la planète. En devise locale, les écarts de richesse que recèlent les valorisations peuvent être impressionnants. Le grand perdant est l'investisseur européen qui n'aurait pas diversifié géographiquement ses placements. À fin 2017, l'indice européen des principales capitalisations boursières restait toujours en territoire négatif avec une contre-performance à - 2,7 %. De manière contre-intuitive, l'investisseur américain a été le grand gagnant de la période. Depuis 2008, le Standard & Poors a progressé de + 89,7%. L'investisseur asiatique hors Japon n'était pas en reste avec des marchés qui ont réalisé une performance de + 58,4%.



Dernier point au 29/12/17

Il y a bien un lien entre l'environnement économique et financier et les performances boursières des grandes régions du Monde. Néanmoins, les performances d'indice ne disent rien des bouleversements enregistrés dans les indices eux-mêmes. Par exemple, le secteur de la technologie pèse davantage dans les indices américains aujourd'hui qu'en 2008.

L'année 2017 aurait pu être l'année du rattrapage des bourses européennes avec le renforcement incontestable de l'activité économique. Pourtant, là encore, les marchés européens sont à la traîne avec une performance de 10,6% contre une performance boursière américaine qui s'établit à 21,2% en dollar. 2017 a surtout été faste pour les pays émergents avec un MSCI émergents qui ressort à + 37,3 % tiré par l'Asie hors Japon dont la valorisation progresse fortement à + 41,7%. Le MSCI EMU, quant à lui, n'a tiré son épingle du jeu que grâce à la force retrouvée de l'euro lui permettant de «battre» les indices concurrents américains et japonais. Malgré l'hétérogénéité des valorisations des marchés, on observe des constantes entre les grands marchés développés dans les choix sectoriels, avec un intérêt partagé pour la technologie et l'énergie et un désamour pour le secteur des télécommunications, mais aussi dans les chiffres d'affaires et les résultats nets en hausse qui soutiennent les valorisations. L'analyse des flux OPC et ETF ne permet pas d'expliquer l'écart entre les États-Unis et l'Europe. Les flux de souscriptions ont été largement positifs sur l'Europe contrairement aux flux sur les marchés américains. Les flux contribuent à expliquer la surperformance de l'Asie et des émergents avec des souscriptions deux fois supérieures à ce que nous avons observé sur l'Europe.

Des fragilités intrinsèques apparaissent comme l'écart entre le taux d'intérêt de long terme et le taux de dividende. Celui-ci avait été un facteur de soutien mais ne l'est plus depuis l'an dernier. Des perspectives de croissance des bénéfices en retrait pour 2018 et 2019, la baisse des fusions-acquisitions ou encore un interventionnisme des Etats plus important devraient également peser sur la tendance des marchés. La baisse des fusions-acquisitions fait face à une montée en puissance des investissements. Ceci n'est qu'un symptôme de plus d'un nouveau Monde qui se met en place avec plus d'interventionnisme d'Etat, soit pour soutenir l'investissement notamment par le biais de la fiscalité, soit pour stopper la mainmise de groupes étrangers sur des intérêts nationaux considérés comme stratégiques. On citera à titre d'exemple Genworth aux États-Unis et Osram en Allemagne. C'est aussi le symptôme d'une adaptation de l'entreprise à un environnement en mutation avec la recherche de croissance organique plutôt que de croissance externe avec des acquisitions coûteuses de parts de marché.

Ces constantes communes aux marchés financiers des pays développés rendent les choix géographiques compliqués mais chacun d'entre eux recèle des points d'ancrage spécifiques. Alors que le marché des actions américaines se distingue par les avancées structurelles comme dans le secteur de l'énergie et de l'industrie, les marchés européens sont portés par une embellie conjoncturelle réelle tout en devant relever de nombreux défis structurels. À titre d'exemple, on évoquera la charge de l'endettement public et la déformation de la structure du marché du travail.

Quant au marché japonais, il profite pleinement de la reprise de la croissance mondiale sur fond d'investissements industriels, notamment à visée d'automation et de robotisation, grâce à son offre «produits» et au soutien de la Banque centrale qui a déjà acquis 3,5% de la capitalisation boursière japonaise du Nikkei 300.

L'élection de Donald Trump et le marché américain: des orientations structurelles se dessinent.

Perçu comme protectionniste et présenté comme tel, le président américain nouvellement élu a rapidement soutenu le marché des valeurs plutôt orientées sur le marché intérieur. Néanmoins, la fin du premier trimestre 2017 est marquée par un retournement de situation avec l'envolée des valeurs technologiques et la large surperformance des valeurs opérant de manière significative sur les grands marchés internationaux. Les valeurs domestiques progressent de près de 19%, largement dépassées par les valeurs internationales à plus de 26 %, elles-mêmes largement «battues» par le seul secteur des technologies dont la performance s'établit à plus de 40%. La reprise confirmée de l'économie européenne, sa synchronisation avec l'économie mondiale est venue perturber les premières analyses post-élections américaines. Malgré cela, nous restons positifs sur l'économie américaine et son marché actions en raison de l'émergence de phénomènes structurels qui viennent soutenir les thèmes d'investissement que nous privilégions.

- L'indépendance énergétique : les États-Unis sont devenus exportateurs de pétrole avec environ 15% de la production acheminée à l'étranger.
- La réforme fiscale qui aura un effet sur le résultat net des entreprises, en particulier pour les valeurs ayant réalisé des bénéfices à l'étranger, sur l'investissement avec la réintroduction d'une dépréciation accélérée des investissements mais aussi par le dégagement de liquidités procuré par la baisse d'impôts. Cette baisse d'impôts aura aussi un effet positif sur les rémunérations. Depuis la validation du projet fiscal, les annonces des entreprises allant dans ce sens se sont multipliées. De nombreuses entreprises s'engagent sur les fonds de pension et les investissements en Recherche et Développement.
- La dérégulation bancaire, qui redonne de l'air à la capacité de prêts des banques.
- Le plan d'infrastructures.

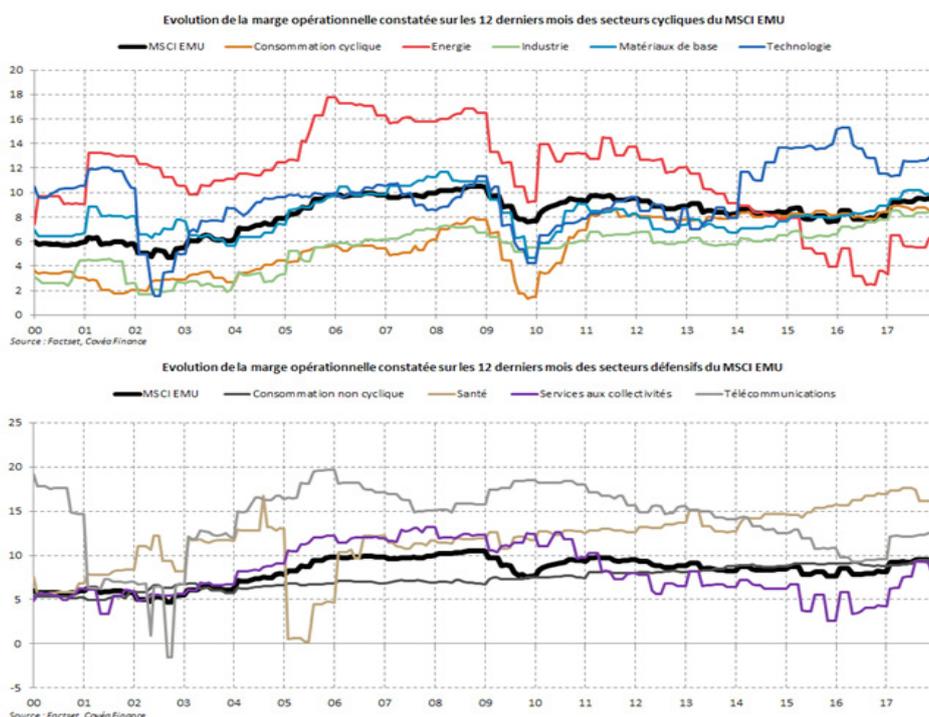
Les dangers auxquels le marché américain est particulièrement exposé font cependant l'objet de toute notre attention :

- Un écart de performance considérable avec les bourses des pays développés.
- Une déformation de l'indice alimentée par les performances exceptionnelles des valeurs technologiques et l'expansion de la commercialisation de la gestion d'actifs indicielle via les ETF.
- La faiblesse de la main d'œuvre disponible, la croissance amplifiée par une politique budgétaire volontaire et les hausses de salaires annoncées soutiennent les craintes d'un retour de pressions inflationnistes qui pourraient peser sur les marges des entreprises.

Europe: des marchés encore à la traîne

Malgré des marchés encore en retrait, la rentabilité des entreprises s'améliore. Point positif : cette amélioration ne provient pas de l'effet de levier que procure l'endettement mais de l'amélioration des marges opérationnelles (hors secteur de la santé). L'observation de la marge nette et la mesure de l'efficacité de l'investissement révèlent une croissance solide fondée sur une structure de financement plus pérenne. Les entreprises affichent des taux de croissance aussi dynamiques que ceux des entreprises des pays émergents pour les secteurs liés à l'investissement, confirmant l'homogénéité de la croissance mondiale pour les secteurs industriels et technologiques. Cela est moins vrai pour les entreprises des secteurs liés à la consommation où l'Asie reste en tête. Le stress bancaire qui a longtemps pesé sur les économies et les marchés européens s'est éloigné.

En effet, les marchés de la zone euro ont comblé l'écart de performance engagé depuis la crise bancaire européenne de 2011. Un point noir néanmoins, l'endettement des entreprises reste élevé.



Les marges opérationnelles progressent sur tous les secteurs depuis 1 an, à l'exception de la santé

Les marchés asiatiques

Comme aux États-Unis, des changements structurels sont déjà à l'œuvre et soutiennent les valorisations. Ceux-ci sont principalement perceptibles au Japon où ils sont visibles tant sur l'environnement macroéconomique que sur le plan microéconomique. Des mesures d'encouragement à l'investissement devraient favoriser la remontée de la rentabilité des capitaux propres et renforcer l'attractivité du marché japonais, alors que l'efficacité opérationnelle des entreprises nippones s'est nettement redressée.

Evolution du Nikkei 300 en euros et en devise locale depuis fin 2011



Dernier point: 06/02/2018

Les risques

Dans un monde multipolaire et interdépendant, le risque premier est l'effet domino dans la sphère financière comme dans l'économie réelle. Que les Etats-Unis ou la Chine s'enrhument et c'est toute la planète qui tousse !

Il faut apprendre à cibler et faire des choix dans un monde par nature instable : raccourcissement des horizons, rapidité de transmission, d'analyse et de traitement des informations, rapidité des mouvements de capitaux, rapidité de l'obsolescence, etc.

L'interdépendance crée des enjeux nationaux, sources de tensions géopolitiques et porteurs d'instabilité et donc d'incertitude.

Les croissances américaine, européenne et des émergents comme la Chine ou l'Inde peuvent très rapidement buter sur des contraintes structurelles notamment l'excès de dettes, et faire échouer l'ensemble de la reprise mondiale.

La Chine constitue toujours un risque majeur de par la nature du financement de son économie depuis de nombreuses années (menaces d'une bulle immobilière et du shadow banking). Le risque est financier mais aussi économique, la croissance mondiale ne pouvant aujourd'hui sortir indemne d'un ralentissement significatif de l'économie chinoise. L'envolée de l'inflation est également un risque qui inquiète les marchés mais il nous paraît surestimé. Le dernier risque relève d'une erreur de pilotage dans la conduite des politiques monétaires.

CONCLUSION

Nos analyses des données macroéconomiques de l'ensemble des pays pesant sur l'orientation de l'économie mondiale confirment la diffusion de la reprise conjoncturelle de l'Europe au reste du Monde et la résistance de l'économie américaine. Elle s'inscrit dans un processus durable et de qualité avec des inflexions sur les freins structurels.

Une homogénéité de la croissance à l'échelle mondiale sur les secteurs industriels et de la technologie, en phase avec l'investissement privé, est observable, tout comme un retour manifeste de l'attractivité des pays développés face à des pays émergents qui doivent relever des défis structurels majeurs après les années fastes.

Nous évoluons donc dans un environnement économique porteur, synchrone avec reprise du transfert de richesses au travers des balances commerciales mais dans un Monde qui a changé et qui prend un nouveau tournant avec deux traits marquants, l'indépendance énergétique des Etats-Unis dorénavant exportateur de pétrole et la remise en cause des fondements de la mondialisation, à savoir le multilatéralisme orchestré par l'OMC (Organisation mondiale du commerce) et d'autres institutions internationales. Les signes d'un interventionnisme plus actif de nombreux États se multiplient.

Malgré l'embellie conjoncturelle, il est trop tôt pour s'inquiéter d'un emballement inflationniste des prix, ce que l'action des banques centrales des pays développés confirme. Aucun signe d'accélération du processus de sortie des politiques monétaires exceptionnelles n'est observé et des forces désinflationnistes restent présentes. La croissance retrouvée de l'économie s'appuie sur l'investissement privé sur une large partie des participants à l'économie mondiale, ce qui augure d'une croissance de qualité.

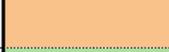
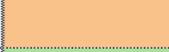
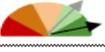
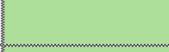
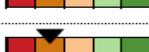
En soutien à notre regard positif figure également la synchronisation des données macroéconomiques des Etats et microéconomiques diffusées par les entreprises.

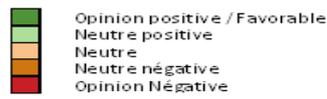
Si une baisse des marchés intervient, les craintes d'une crise financière ou la peur d'une accélération non maîtrisée de l'inflation en sera l'origine. La hausse des marchés actions est nourrie par celle des chiffres d'affaires et des bénéfices.

La peur des marchés et la hausse des taux d'intérêt à long terme si elle devait aller au-delà des points atteints ces derniers jours seront des occasions d'investissement sur les deux classes d'actifs.

Les marchés actions gardent notre préférence plus particulièrement ceux des grandes zones développées que sont l'Amérique du Nord, l'Europe et le Japon sur lesquelles nous augmenterons nos volumes d'investissement sur un repli de 6 à 10 %. Plus réservés, nous maintenons nos positions sur les marchés émergents avec une sélection titres et pays en fonction de leur capacité à profiter de la reprise économique mondiale tirée par les pays développés.

L'évolution de notre positionnement sur l'environnement économique à Février 2018

| | Bilan Oct17 | Positionnement structurel | Baromètre conjoncturel | Bilan Fév18 |
|-------------|---|---|--|---|
| Etats-Unis |  |  |  |  |
| Royaume-Uni |  |  |  |  |
| Zone Euro |  |  |  |  |
| Japon |  |  |  |  |
| Chine |  |  |  |  |
| Autres Asie |  |  |  |  |
| Brésil |  |  |  |  |
| Mexique |  |  |  |  |
| Inde |  |  |  |  |
| Russie |  |  |  |  |



Les flèches grisées illustrent notre positionnement lors de nos précédentes perspectives.