



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

Sommaire

Introduction 1

I. Analyse du consensus 3

II. Banques centrales et marchés financiers 3

III. Notre analyse: notre monde vit une époque charnière 4

Régionalisation, remise en cause de la mondialisation 4

Contestation du multilatéralisme 4

Problématiques des ressources en matières premières et énergétiques 5

Les variations de nos trois clés de lecture: le dollar, le pétrole et les matières premières 5

Vers une poursuite de la convergence entre les pays développés et émergents 6

La nécessité de revenir à une politique monétaire plus orthodoxe 7

Notre position sur les taux 7

Notre position sur les actions: confiance mais aussi lucidité, nos deux points d'ancrage 8

Conclusion 9

Introduction

Le premier semestre de l'année 2018 se clôture sur une note mitigée pour les marchés financiers, malgré une forte résistance aux propos alarmistes de nombre de nos experts notamment en ce qui concerne les prises de position de la nouvelle administration américaine et de son chef de file, le président Trump sur la scène internationale tant politique qu'économique. La volatilité, qui a fait son grand retour en 2017 sur les marchés actions dans le sillage des marchés de taux, reste élevée.

Surpris par la résistance et la dynamique de l'économie américaine, déçus par l'essoufflement de la dynamique européenne, inquiets face à la remontée assurée des taux d'intérêt américains et la hausse significative des cours du pétrole, les marchés ont cherché leur direction, alternant moments d'enthousiasme et moments de doute. Les pays émergents n'ont pas été épargnés. Profitant d'arbitrages massifs de capitaux en leur faveur, ils n'ont guère eu le temps d'en sentir les effets sur leurs économies et ont subi très vite un retournement de situation. La pression de sortie de capitaux a été tout aussi importante, le tout dans un laps de temps très court, en contradiction avec l'idée de long terme que peut suggérer l'investissement misant sur leur rattrapage économique.

L'ensemble de ces facteurs a conduit à une bascule des classements. En effet, d'abord en retrait par rapport à l'Europe, le marché américain revient dans la course depuis quelques semaines dans le sillage du retournement de tendance sur le dollar.

Parmi les quatre thèmes identifiés en début d'année par nos équipes comme facteurs de variation des cours, à savoir la performance de l'économie chinoise, la sortie des politiques monétaires exceptionnelles conduites depuis l'effondrement de l'économie mondiale consécutif à la faillite de Lehman Brothers, l'inflation et la finance non régulée, deux concentrent dorénavant l'attention des investisseurs : la sortie des politiques monétaires accommodantes de la Banque centrale américaine (FED) et de la Banque centrale européenne (BCE) en mode majeur, et plus récemment l'inflation, qui reste en mode mineur pour cette fin de semestre.

Évolution et niveau des marchés obligataires et des changes

INDICATEURS DE MARCHES (1/2)			29/12/17	15/02/18	14/06/18	Variation depuis le 29/12/17 (% ou pbs)*	Variation depuis le 15/02/18 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	1,50	1,50	2,00	0,50	0,50
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		BOJ	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	1,50	1,50	1,50	0,00	0,00
		Brésil	7,00	6,75	6,50	-0,50	-0,25
		Russie	7,75	7,50	7,25	-0,50	-0,25
		Inde	6,00	6,00	6,25	0,25	0,25
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	2,41	2,91	2,94	0,53	0,03
		France OAT	0,79	1,01	0,77	-0,02	-0,24
		Allemagne	0,43	0,76	0,43	0,00	-0,34
		Italie	2,02	2,07	2,74	0,72	0,67
		Royaume-Uni	1,19	1,65	1,33	0,14	-0,31
		Japon	0,05	0,07	0,04	-0,01	-0,02
Corée du Sud		2,47	2,75	2,71	0,24	-0,04	
Brésil		10,32	10,02	12,31	1,99	2,29	
Russie	7,43	6,99	7,43	0,00	0,44		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Global	229,3	227,6	228,6	-0,31	0,47	
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,20	1,25	1,16	-3,6	-7,5
		Sterling	0,89	0,89	0,87	-1,77	-1,66
		Yen	135,3	132,7	128,0	-5,4	-3,6
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1067	1073	1083	1,5	0,9
		Real brésilien	3,3	3,2	3,8	14,9	18,0
		Rouble	57,7	56,4	62,5	8,4	10,9
		Roupie indienne	63,9	64,1	67,6	5,9	5,5
		Yuan	6,5	6,3	6,4	-1,6	0,9

Évolution et niveau des marchés actions et des matières premières

INDICATEURS DE MARCHES (2/2)			29/12/17	15/02/18	14/06/18	Variation depuis le 29/12/17 (% ou pbs)*	Variation depuis le 15/02/18 (% ou pbs)*
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	2674	2731	2782	4,1	1,9
		Japon - Nikkei 300	357	339	350	-2,1	3,3
		France - CAC 40	5313	5223	5528	4,1	5,9
		Allemagne - DAX	12918	12346	13107	1,5	6,2
		Zone euro - MSCI EMU	126	123	128	1,8	4,1
		Royaume-Uni - FTSE 100	7688	7235	7766	1,0	7,3
		Corée du Sud - KOSPI	2437	2422	2423	-0,5	0,1
		Brésil - Bovespa	76073	83543	71421	-6,1	-14,5
		Russie - MICEX	2103	2265	2253	7,2	-0,5
		Inde - SENSEX	34057	34297	35600	4,5	3,8
		Chine - Shanghai	3307	3199	3044	-8,0	-4,8
		Hong Kong - Hang Seng	29919	31115	30440	1,7	-2,2
		MSCI - BRIC	1128	1190	1123	-0,4	-5,6
	Euro	S&P (€)				8,0	10,1
Nikkei 300 (€)					3,5	7,1	
FTSE 100 (€)					2,8	9,1	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	351	368	363	3,5	-1,3
		Indice CRB**	432	441	451	4,3	2,3
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	67	64	76	13,8	18,0
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1309	1352	1304	-0,4	-3,6
		Prix de la tonne de cuivre	7247	7182	7177	-1,0	-0,1

*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.

15/02/2018 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

I. Analyse du consensus¹

Le consensus « forecast », que nous consultons régulièrement pour prendre le pouls de nos économies et de nos marchés, confirme en cette fin de semestre les tendances de fond déjà observées.

Les économies développées conservent une belle résistance malgré un environnement international incertain sur fond de remise en cause des fondements de la libéralisation des marchés, phénomène qui n'a cessé de s'accroître depuis l'effondrement de l'Empire soviétique. Cependant, le consensus reste plus confiant sur les États-Unis que sur les autres pays développés. Les croissances résilientes de nos économies ne sont pas associées à de réelles anticipations en ce qui concerne l'inflation.

Celle-ci reste contenue quelle que soit la zone considérée. Résistance de l'activité et absence d'inflation ne suffisent pas à assurer une nouvelle décrue du taux de chômage.

Pour les pays émergents, les anticipations aboutissent au même constat que précédemment. Les experts reconnaissent que les pays émergents relèvent d'une grande diversité et évoluent en ordre dispersé. Si la croissance est forte en Chine et en Inde en relatif par rapport aux autres pays émergents avec un taux attendu de 6,6% et 7,4% respectivement, les analystes penchent pour un essoufflement de la dynamique chinoise face à une ré-accélération de la dynamique indienne. Du côté du Brésil et de la Russie, autres grandes économies émergentes, la normalisation s'installe avec des taux de croissance en phase avec les taux affichés par les économies développées après la longue période de récession qu'ont vécu ces deux pays.

Globalement, le consensus confirme sa convergence avec nos vues sur les grandes économies du Monde. Des économies résistantes qui expliquent la résilience des marchés financiers évoquée plus haut.

II. Banques centrales et marchés financiers

Les banques centrales ont maintenu leurs taux directeurs sur la période à l'exclusion de quatre pays.

La FED a procédé à une seconde hausse de 0,25 % de son taux directeur. Le pas de variation reste modeste et manifeste sa volonté de procéder avec prudence dans le resserrement des conditions monétaires.

L'Inde, après une longue phase de réduction de son taux directeur, a mis un terme à sa politique accommodante en procédant à une première hausse de son taux.

La Russie et le Brésil ont préféré accentuer la détente des conditions monétaires prévalant dans leur économie malgré la fragilité de leur devise.

Peu de réactions ont été observées au mouvement de la FED sur les obligations souveraines à long terme. Après la poussée de fièvre qui avait poussé les taux à dix ans américains à plus de 3%, entraînant dans son sillage l'ensemble des taux de long terme dans le reste du monde, nous avons assisté à un repli général des taux, là encore sauf au Brésil et en Russie.

Sur le marché des changes, on constate une faiblesse généralisée de l'euro face aux devises des pays développés, emportées par le retournement de tendance du dollar. Les devises émergentes se sont, elles aussi, fortement dépréciées face à la monnaie américaine.

Sur le plan des actions, deux faits notables ressortent au cours de la période si l'on examine les performances en devises locales :

- la résistance des marchés actions des pays développés,
- une évolution en ordre dispersé des marchés émergents.

Ainsi, le Brésil et la Russie, qui ont connu des évolutions similaires, bien que d'ampleur différente, de leurs taux d'intérêt à court et à long terme, connaissent des destins opposés. Le marché actions brésilien ressort en baisse, alors que le marché russe reste dans une dynamique positive.

1. Consensus Forecast au 31/05/2018

Un troisième fait est notable et concerne la performance comparée des marchés développés ramenée en euros. Celle des pays développés hors de la zone euro a été supérieure. La diversification géographique se révèle donc payante.

Du côté des marchés de matières premières, la tendance reste à la hausse des cours même si ceux de l'or et du cuivre semblent davantage en phase de consolidation.

III. Notre analyse: notre monde vit une époque charnière

La ligne de force de notre vision et de nos stratégies reste articulée autour du même thème que les mois et années précédentes.

Régionalisation, remise en cause de la mondialisation

Le monde change avec une organisation plus régionale, une contestation croissante de la mondialisation et de ses effets pervers, l'accentuation des inégalités de richesse et de revenus, entre pays mais aussi au sein même des pays, une croissance économique qui ne retrouvera pas avant longtemps les rythmes de croissance des années fastes quatre-vingt-dix et deux mille. Les origines de la crise financière, puis de la crise économique et de la crise européenne qui ont suivi, ont entraîné une « normalisation » des pays émergents et la fin des taux de croissance à deux chiffres.

Excès d'endettement, excès de complexité des produits financiers censés atomiser les risques et donc les réduire, modèles économiques déséquilibrés, des agences de notation oublieuses de leurs obligations ont constitué un cocktail explosif.

Régulation, austérité, politiques monétaires non orthodoxes en réponse, se sont accompagnées de deux mouvements contraires. Nous avons d'abord connu un mouvement de coopération internationale avec, entre autres, la création du G20 ainsi que des rencontres, très suivies par la communauté financière, des grands argentiers de la planète, puis un grand mouvement de non coopération associé à la priorité donnée aux intérêts nationaux.

Ces deux mouvements ont néanmoins la même origine et les mêmes causes : la domination de l'économie sur le politique. Le désastre provoqué par la faillite du système financier a été une occasion pour la sphère politique de tenter de reprendre la main sur l'organisation financière et économique du monde.

La dureté et la longueur des crises protéiformes que nous avons vécues ont été ressenties par les électeurs comme une trahison des élites. Ils portent au pouvoir des partis à peine nés et très orientés sur la priorité aux nationaux, soutenus par des discours qualifiés de populistes, une tendance à laquelle n'ont pas échappé les États-Unis avec l'arrivée au pouvoir, à la surprise même de son propre camp, d'un républicain qualifié, lui aussi, de populiste.

Les bouleversements politiques n'ont pas entravé la progression de l'économie ces derniers mois. Synchrone, elle reste tirée par l'économie américaine avec une Europe qui ne déçoit pas.

Notre analyse va plus loin aujourd'hui. Le Monde non seulement change mais vit aussi une époque charnière dont le décryptage économique s'articule autour de trois clés de lecture : le dollar, le pétrole et les matières premières, caisses de résonance des inquiétudes et des émotions que ce monde en devenir génère.

Contestation du multilatéralisme

La remise en cause de l'organisation de l'économie mondiale et des relations commerciales telles qu'elles prévalaient depuis la fin de la guerre froide avec la mise en place d'une nouvelle institution, l'Organisation mondiale du commerce² (OMC), constitue un des premiers symptômes.

La contestation du multilatéralisme plonge les financiers dans l'incertitude car elle émane de la première puissance mondiale, les États-Unis. Elle les inquiète car il a été longtemps expliqué que le multilatéralisme est un facteur favorable à l'échange et à la croissance de l'ensemble des économies, qu'il favorise

2. L'OMC est créée en 1994 et entre en vigueur au 1er janvier 1995.

le rattrapage des économies les moins riches et ce faisant est un facteur de paix.

Par définition, sa contestation menace les bienfaits du commerce libre et ouvert, menace l'ensemble des économies, pèse sur les plus pauvres d'entre elles, favorise la montée des égoïsmes nationaux, source des tensions internationales et de conflits.

La montée en puissance de deux pays qui pèsent à eux seuls près de la moitié de la population mondiale, à savoir l'Inde et la Chine, pose la question de la suprématie américaine et plus largement occidentale dans le futur. Cela est particulièrement sensible avec la Chine qui affiche sa volonté de challenger les États-Unis à travers plusieurs axes dont deux sont essentiels : l'internationalisation du yuan et le développement de son marché financier. Il suffit de quelques chiffres pour s'en convaincre³, sans parler de l'accroissement et la sophistication de l'arsenal militaire.

La poussée démographique du continent africain ne peut qu'influencer le Monde de demain. La crise migratoire qui frappe l'Europe et en menace l'unité confirme la pression que le continent est appelé à exercer.

Problématiques des ressources en matières premières et énergétiques

La charnière est également visible sur un seul planisphère. L'Europe, de superficie modeste, encerclée de mastodontes, est pauvre en matières premières et énergétiques. Elle a pourtant fait des choix radicaux. En Allemagne comme dans une partie des pays de l'Union européenne, le désengagement du nucléaire et le refus de recours au pétrole et gaz de schiste sont actes de religion au profit du déploiement de sources énergétiques alternatives, renouvelables tout en créant une nouvelle dépendance aux équipements des pays producteurs des éoliennes et des panneaux solaires.

L'incertitude dans laquelle nous avons plongé n'est pas explicable par la seule arrivée d'une nouvelle administration américaine issue de l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis.

Les variations de nos trois clés de lecture: le dollar, le pétrole et les matières premières

Notre évaluation de la situation économique au travers de nos trois clés de lecture

	Pétrole	Matières premières	Dollar
			
Etats-Unis	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Canada	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Mexique	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Brésil	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Chili	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Zone Euro	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Royaume-Uni	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Pologne	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
République Tchèque	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Russie	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Turquie	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Japon	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Chine	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Corée du Sud	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Inde	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Indonésie	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Malaisie	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Australie	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Nouvelle Zélande	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif
Afrique du Sud	Impact positif	Impact négatif	Impact négatif

■ Impact positif
■ Impact négatif



La hausse du prix du pétrole reste un facteur favorable pour les pays producteurs. Pour les pays importateurs et consommateurs, cette hausse des prix rogne le pouvoir d'achat des ménages et pourrait impacter la consommation de produits manufacturés.



Sur le même schéma, la hausse observée sur certaines matières premières, principalement les métaux industriels, en phase avec la dynamique de croissance de 2017, bénéficie aux pays producteurs via des transferts de richesse



Enfin la hausse du dollar est un facteur de compétitivité favorable pour les pays développés concurrents des produits américains, mais un facteur de fragilité potentiel pour les pays ayant contracté une partie de leur endettement dans la devise américaine.

3 Passage du yuan de la 35e à la 9e devise la plus traitée entre 2001 et 2017 ; capitalisation boursière de la Chine passant de 448Md\$ en 2001 à 8711Md\$ en 2017

Nous avons, pour l'instant, à peine esquissé les symptômes et origines de l'évolution de notre monde. Cela se traduit sur les variations de nos trois clés de lecture :

- Retour en force de la devise américaine,
- Hausse importante du cours du pétrole,
- Reprise des cours de la plupart des matières premières, en lien avec le caractère synchrone de l'activité sur le plan mondial mais à la faveur aussi des bouleversements technologiques.

Le développement suivant illustre cela. Nous attendions de la hausse des cours le soutien à la reprise des économies via le retour des effets positifs de transfert de richesses entre pays consommateurs et pays producteurs de matières premières, suivis des effets bienvenus de ces transferts sur les pays dépendant de la consommation de biens manufacturés.

Cependant, la position du monde à une époque charnière implique une limite aux effets des transferts de richesse en comparaison de la période pré-crise financière :

- Les Etats-Unis sont redevenus une grande nation productrice de pétrole, voire de matières premières plus largement,
- Les écarts de coûts, notamment salariaux, entre pays développés et pays émergents ont diminué, ce qui est un facteur de compétitivité en moins pour les seconds,
- La consommation des pays développés reste contrainte : réduction de l'accès au crédit à la consommation, pressions sur des revenus parfois encore en baisse ou stables,
- La reprise de l'investissement dans les pays développés dont on perçoit les effets multiplicateurs.

Vers une poursuite de la convergence entre les pays développés et émergents

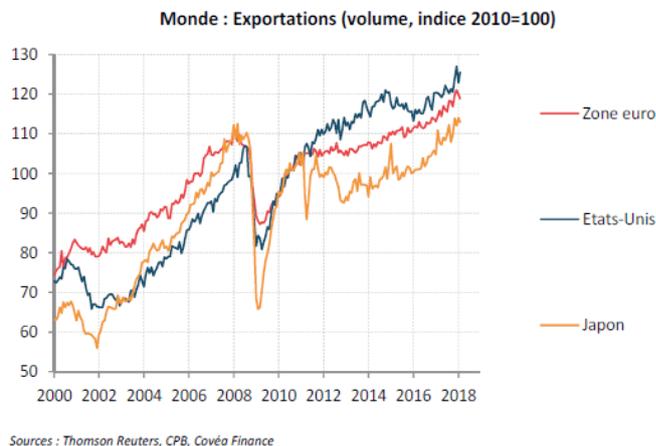
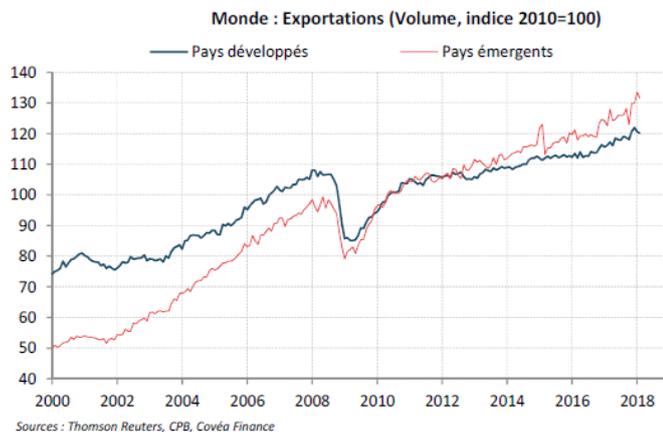
Dans ce contexte, nous estimons que la convergence entre les pays développés et pays émergents va se poursuivre notamment en raison des effets des mesures d'accompagnement prises dans bon nombre de pays développés qui visent à restaurer la compétitivité des pays en question, des mesures fiscales, favorables à la fiscalité des entreprises, à l'investissement sur le territoire. Les mesures jouent sur l'impôt, la protection sociale, l'investissement, la fiscalité sur les biens échangés, la formation, etc.

Si certaines mesures paraissent spectaculaires et même angoissantes en raison de leur caractère conflictuel, elles ont été prises alors que les choses bougeaient déjà sur le terrain. Aussi sommes-nous relativement confiants en ce qui concerne les économies avancées et leurs entreprises. Les changements structurels sensibles en Amérique du Nord, avec notamment le retour du revenu médian sur son point haut de 2000, et la reprise de la création d'emplois à valeur ajoutée affichant des rémunérations nettement au-dessus de la moyenne, commencent à devenir sensibles en Europe avec des signaux similaires.

Des économies en croissance, des cours de matières premières en hausse, parfois en très forte hausse, des pressions salariales dans certains secteurs et/ou certains pays ne représentent pas encore une menace pour la stabilité des prix.

La concurrence qui a touché les pays développés dans le domaine du social avec les nouveaux entrants dans la course à l'enrichissement, s'est solutionnée par le rattrapage des coûts des pays émergents mais aussi par le nivellement vers le bas de nombreux métiers et savoir-faire des travailleurs des pays développés. Le bouleversement des modes de production, de distribution et de consommation associé à des lois sociales adéquates a fait le reste. Des poches de déflation de revenus se sont créées dans les pays. Si les travailleurs ont vu un certain déclassement dans certaines structures économiques, les entreprises n'ont pas échappé à la pression concurrentielle. Celle-ci limite la capacité à répercuter sur les prix finaux la hausse des coûts intermédiaires qui pèsent sur nombre d'industries.

Pays développés et pays émergents ont profité de ce dynamisme, la diffusion crée une certaine forme de synchronisation



La nécessité de revenir à une politique monétaire plus orthodoxe

Cependant, l'absence de menaces inflationnistes ne signifie pas renoncement à retrouver un niveau du coût de l'argent « plus normal » et une politique monétaire plus orthodoxe, une nécessité pour les industries dépendantes des marges d'intérêt comme l'industrie bancaire, une nécessité quand les effets négatifs d'une politique de faible taux l'emportent sur les effets positifs.

Il nous semble donc que la longue période de taux bas, historique, est derrière nous. La BCE devra commencer à procéder comme la FED avec une incertitude quant au rythme en raison de la fin de mandat de Mario Draghi, Président de la BCE, en novembre 2019 et de son possible remplacement par l'actuel gouverneur de la Bundesbank, qui n'a jamais été avare de critiques publiques. La banque d'Angleterre ne devrait pas échapper au mouvement tout comme beaucoup de banques centrales des pays émergents en raison de leur fragilité financière extérieure et la pression exercée par le retournement de la devise américaine sur leur devise. Néanmoins, la remontée des taux d'intérêt à long terme qu'implique un resserrement monétaire relativement partagé devrait s'opérer progressivement, les taux d'inflation restant relativement bien maîtrisés à l'exception de quelques pays émergents pour des raisons qui leur sont propres. Les poches de déflation restent importantes, notamment du côté des revenus des ménages. La progression des salaires demeure modeste malgré des spécificités sectorielles ou nationales comme on a pu le voir lors des grandes négociations salariales qui se sont déroulées ce printemps en Allemagne. Enfin, dans un monde très endetté, en mutation, aux moteurs de croissance sous contraintes, la fragilité de l'économie mondiale pousse à la prudence. Les anticipations modérées des investisseurs se retrouvent dans des hausses de taux d'intérêt à long terme modestes.

Notre position sur les taux

Les éléments évoqués ci-dessus se traduisent par un manque d'appétit en ce qui concerne Covéa Finance pour les obligations de long terme car si l'inflation demeure aujourd'hui quasi absente, nous avons une inconnue sur son niveau dans les prochaines années. Il en est de même pour le marché des obligations privées. La prime de risque offerte par rapport aux emprunts d'Etat reste sous-évaluée. Le risque en capital est mal rémunéré dans une phase de resserrement monétaire qui signifie des enjeux de financement et de refinancement plus élevés pour les entreprises et donc des risques de défaut plus élevés. Cette baisse de la prime de risque trouve certes son origine dans la situation difficilement tenable des investisseurs institutionnels en quête de préservation des revenus récurrents après des années de rendements faibles mais elle est également en lien avec l'accroissement notable d'émissions de CLO (« Collateralized Loan Obligation »), structures qui ont mis la pression sur les taux offerts par le marché du crédit sous l'effet de l'afflux de souscriptions.

Notre position sur les actions: confiance mais aussi lucidité, nos deux points d'ancrage

Confiance mais aussi lucidité restent les deux points d'ancrage de notre analyse. Notre lucidité s'articule autour de plusieurs points :

- Nous ne pensons pas que l'économie occidentale et les pays émergents retrouvent durablement des rythmes de croissance élevés comparables à la période de forte expansion que nous situons sur une période comprise entre 1996-2008,
- Les transferts de richesse sont sous contraintes,
- L'endettement est plus élevé que jamais et les pays émergents n'y ont pas échappé. Ceux-ci y ont eu recours massivement après la faillite de Lehman Brothers pour tenter d'endiguer les effets dévastateurs de la crise financière sur leurs économies et leurs populations,
- Les atouts des Etats-Unis restent forts,
- Les bulles qui se sont créées à la faveur de l'effondrement des taux de rendements constituent une menace réelle alors que la FED amorce le recentrage de sa politique monétaire, recentrage dont elle semble désirer l'accélération du tempo.
- Les alertes répétées par de nombreuses institutions nationales et internationales portant sur les risques accumulés dans cette phase exceptionnellement longue de taux d'intérêt bas à l'image de la Banque de France dans son dernier rapport.

Nous avons apporté certaines inflexions à notre analyse de début d'année notamment sur les points suivants :

Notre premier point d'inflexion concerne les économies émergentes et leur capacité à renouer avec une croissance soutenable à moyen terme, d'où une sélection renforcée des pays et des titres susceptibles de figurer dans nos investissements et un accroissement des placements liquides des portefeuilles exposés aux thèmes émergents. Notre position restrictive concernant les pays émergents porte également sur les entreprises occidentales dont la dépendance à la capacité économique et financière de ces pays, est forte.

Notre second point d'inflexion concerne les Etats-Unis qui nous paraissent disposer de nombreux leviers pour faire durer le cycle économique. Les actions américaines retrouvent une forte attractivité.

Dans les mois à venir, une forte volatilité est prévisible sur les marchés financiers avec des replis potentiels de 10 à 15 %. Ces replis seront de bonnes occasions de renforcer l'exposition aux marchés actions et de préférence aux marchés développés.

Enfin, les risques géopolitiques sont toujours présents. Les contours s'en dessinent très bien avec, au centre, la maîtrise des matières premières, l'amitié des pays (routes de la soie), la maîtrise des circuits financiers et de la recherche & développement. L'apaisement apporté dans les relations entre les Etats-Unis et la Corée du Nord n'est qu'un épiphénomène dans un monde lourd de menaces.

CONCLUSION

Le nouveau monde qui s'organise n'est pas celui de l'ère Clinton des années quatre-vingt-dix et ni celui de la montée en puissance extrêmement rapide des pays émergents et surtout de la Chine de la décennie suivante.

A la veille de la troisième décennie du 21^e siècle, à l'est comme à l'ouest, la mondialisation post guerre froide entre les deux géants qu'étaient les Etats-Unis et l'Union soviétique, n'a pas apporté pour tous le bonheur espéré et annoncé.

Après la crise financière, le monde est allé de crise en crise : économique, financière ou politique. Plus endetté que jamais, il va devoir affronter le resserrement de la politique monétaire de la FED. Remontée de taux et décroissance du bilan de la Banque centrale américaine constituent le plus grand risque pour les marchés financiers en raison des fatales réactions en chaîne que peut générer la moindre accessibilité à la devise américaine.

Leviers d'endettement et prises de risques n'ont cessé de s'amplifier dans un monde très endetté à faible rendement, constituant de nombreuses bulles sur plusieurs classes d'actifs et donc de nombreux maillons faibles que le renchérissement de l'accès en dollar peut briser. Néanmoins le pire n'est jamais certain.

Un recentrage s'opère sur les économies développées à la faveur du retour de l'investissement des entreprises moins centrées sur leur montée en puissance dans les pays émergents. Les incitations à l'investissement par des mesures de politique économique remanient les conditions de la concurrence fiscale et de la captation de l'épargne. Associées à la réduction des écarts de coûts entre économies développées et pays émergents, elles devraient permettre une consolidation de l'économie mondiale. Ce recentrage s'effectue dans le cadre d'un retour sensible de la volonté politique de peser sur la sphère économique. Ce n'est pas nouveau. Depuis la crise, la tentation était là mais il y a eu plus d'une tentative avortée dans ce domaine.

L'agilité et la lucidité restent déterminantes pour naviguer dans des marchés financiers qui devraient être mis à rude épreuve dans les prochains mois, ce que la remontée de la volatilité traduit déjà. Compte tenu de notre grille de lecture, les marchés actions conservent notre préférence avec de gros points d'entrée assez conservateurs afin de mettre à profit l'ampleur de la volatilité des indices. Des retracements d'indices de 10 à 15% sont des opportunités à saisir pour prendre des positions sur les entreprises plutôt orientées pays développés tant que les facteurs de risques identifiés ne se matérialisent pas. Nous restons prudents sur les marchés émergents fragilisés par la force du dollar et la fin de dix ans de « quantitative easing » de la part des banques centrales.

Le positionnement de l'Europe dans la nouvelle donne internationale est bien plus fragile que celui des Etats-Unis. Ces derniers disposent d'atouts sérieux dans un monde qui semble moins coopératif : facilité de financement car disposant de la monnaie internationale, réduction rapide de la fiscalité, disponibilité des matières premières et énergétiques sur leur territoire, secteur technologique puissant techniquement, financièrement et mondialement, sont des atouts qui soutiennent la compétitivité et l'attrait des marchés américains.

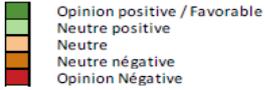
A l'heure où les avancées technologiques remettent en cause les schémas traditionnels de modes de production, de consommation et de distribution, il nous paraît raisonnable de se montrer opportunistes sur des creux de marchés pour renforcer son exposition aux actions américaines. Nous conservons notre biais positif sur l'Asie, mais surtout sur le Japon et les pays de la région très exposés à la croissance américaine et plus largement la croissance des pays développés.

Le resserrement de la politique monétaire de la FED et son impact sur les conditions économiques et financières de l'économie mondiale constituent le danger le plus important que devront affronter les marchés. En corollaire, une autre menace existe : la réaction des marchés financiers qui aujourd'hui ne semblent pas anticiper les conséquences de l'action de la FED sur la liquidité mondiale et donc sur le financement de l'économie et du commerce ainsi que sur les bulles créées.

Notre positionnement de juin confirme celui de février

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

	Bilan Fev 18	Positionnement structurel	Baromètre conjoncturel	Bilan Juin 18
Etats-Unis				
Royaume-Uni				
Zone Euro				
Japon				
Chine				
Autres Asie				
Brésil				
Mexique				
Inde				
Russie				



- Opinion positive / Favorable
- Neutre positive
- Neutre
- Neutre négative
- Opinion Négative

Lecture : les positionnements structurels et conjoncturels sont élaborés sur l'analyse des dynamiques propres à chaque pays. Ces positionnements ne donnent pas d'information comparative entre les pays étudiés