



**Perspectives Economiques et
Financières
Covéa Finance
OCTOBRE 2016**



Sommaire

Introduction 3

I. Evolution récente des marchés financiers 4

Pays développés 4

Pays émergents 5

II. Analyse du consensus 6

III. Variables clés et thèmes identifiés 7

Retour sur le parcours heurté de nos trois variables-clés 7

Thèmes identifiés 8

IV. Les thèmes récurrents et structurants de nos Perspectives Economiques et Financières depuis la faillite de Lehman Brothers 10

V. Contexte et environnement 10

VI. Marchés financiers 13

Marchés de taux 13

Marchés Actions 13

Conclusion 15



Introduction

Lors de nos Perspectives Economiques et Financières de juin dernier, notre vision du monde se déployait en 5 grands messages:

- l'environnement économique mondial reste profondément déprimé et marqué par des taux de croissance historiquement faibles, voire négatifs pour des pays comme la Russie ou le Brésil, et par un commerce mondial atone.
- un univers peu favorable à l'expansion des chiffres d'affaires et des bénéfices, obligeant les entreprises à définir des stratégies d'adaptation face à une situation qui dure depuis maintenant 8 ans et qui est appelée à durer.
- une faible inflation généralisée, voire une déflation, en particulier une déflation des revenus, associée à une activité économique molle qui pèse sur des taux d'intérêt à court et long terme anormalement bas et pousse les banques centrales à adopter des politiques monétaires non orthodoxes.
- l'action des banques centrales fausse la valeur des actifs et contribue à la formation de bulles sur certains marchés comme l'immobilier ; les effets bénéfiques sur l'économie réelle restent incertains d'où un risque de crédibilité pour les grands argentiers.
- malgré l'incertitude qui pèse sur les résultats des entreprises et leur capacité de résistance dans un environnement adverse, notre préférence allait toujours aux actions pour deux raisons:
 - Une absence de rémunération couvrant les risques de long terme sur les obligations.
 - L'apparition d'un risque nouveau, le risque de fuite devant la monnaie.

Cinq messages avec en arrière-plan une conscience du risque de crise financière et de fuite devant la monnaie à ne pas écarter et un message fort: la prise de risque devient quasi-impossible.

Notre travail de chaque jour est de décrypter le monde qui nous entoure, le monde dans lequel s'inscrivent nos décisions de gestion et celles des entreprises dans lesquelles nous investissons. Ce décryptage passe par l'identification des grandes tendances sous-jacentes de long terme qui feront le monde de demain.

Les messages que nous vous avons donnés en juin dernier s'inscrivent dans cette démarche de long terme. L'étude qui va suivre portera sur les évolutions de l'été et du début d'automne et leurs éventuelles influences sur les tendances de long terme. Nous reviendrons notamment sur l'évolution des marchés financiers et de leur environnement. Nous nous interrogerons sur la validité des messages délivrés précédemment. Nous nous attacherons à identifier les nouvelles tendances et les messages qui en découlent. Nous terminerons par nos choix d'allocations d'actifs et nos stratégies.

I. Evolution récente des marchés financiers

Dans les lignes qui vont suivre, nous allons extraire et commenter les principaux messages que nous tirons de l'analyse de nos traditionnels tableaux de bord.

Pays développés

Évolution et niveau des principaux indices et indicateurs de l'OCDE

	Niveaux			Variations		Extrêmes		Ecart	
	30/09/2016	PEF - 23/06/16	31/12/2015	Depuis 23/06/16	Depuis 31/12/15	Depuis le 31/12/15		Max - dernier point	Max - début année
						Haut	Bas		
Taux Directeur (%)									
BCE	0,00%	0,00%	0,05%	0,00	-0,05	0,05%	0,00%	0,05	0,00
FED	0,50%	0,50%	0,50%	0,00	0,00	0,50%	0,50%	0,00	0,00
BOE	0,25%	0,50%	0,50%	-0,25	-0,25	0,50%	0,25%	0,25	0,00
BOJ	0,10%	0,10%	0,10%	0,00	0,00	0,10%	0,10%	0,00	0,00
Banque de Corée	1,25%	1,25%	1,50%	0,00	0,00	1,50%	1,25%	0,25	0,00
<i>Ecart (Etats-Unis - Zone Euro)</i>	0,50	<i>0,50</i>	<i>0,45</i>						
Taux 10 ans (%) et Iboxx									
Etats-Unis	1,59%	1,75%	2,27%	-0,15	-0,68	2,27	1,36	0,68	0,00
France OAT	0,19%	0,45%	0,99%	-0,27	-0,80	0,99	0,10	0,80	0,00
Allemagne	-0,12%	0,09%	0,63%	-0,21	-0,75	0,63	-0,19	0,75	0,00
Royaume-Uni	0,75%	1,37%	1,96%	-0,63	-1,21	1,96	0,52	1,21	0,00
Japon	-0,09%	-0,14%	0,27%	0,05	-0,35	0,27	-0,29	0,35	0,00
Corée du Sud	1,49%	1,63%	2,09%	-0,14	-0,60	2,09	1,36	0,60	0,00
<i>Ecart (Etats-Unis - France)</i>	1,47%	<i>1,29%</i>	<i>1,28%</i>						
Indice IBOXX Eur Global	233,6	228,6	220,7	2,2%	5,8%	234,2	220,7	0,64	13,5
Actions									
S&P (\$)	2 168,3	2 113,3	2 043,9	2,6%	6,1%	2190,2	1829,1	21,9	146,2
S&P (€)				3,7%	2,6%				
Nikkei 300 (Yen)	265,4	261,1	311,1	1,6%	-14,7%	311,1	241,8	45,8	0,0
Nikkei 300 (€)				7,1%	-2,2%				
CAC 40	4 448,3	4 465,9	4 637,1	-0,4%	-4,1%	4637,1	3896,7	188,8	0,0
DAX	10 511,0	10 257,0	10 743,0	2,5%	-2,2%	10753,0	8752,9	242,0	10,0
MSPE (€)	1 074,6	1 081,5	1 145,6	-0,6%	-6,2%	1145,6	952,7	71,0	0,0
KOSPI (Won) - Corée du Sud	2 047,1	1 986,7	1 961,3	3,0%	4,4%	2068,7	1835,3	21,6	107,4
KOSPI (€) - Corée du Sud				8,0%	7,6%				
Change									
Euro / \$ (1 Euro = ... \$)	1,1235	1,1353	1,0862	-1,0%	3,4%	1,15	1,07	0,03	0,1
\$ / Yen (1 \$ = ... Yens)	101,35	105,74	120,22	-4,2%	-15,7%	121,1	99,9	19,8	0,9
\$ / Won (1 \$ = ... Wons)	1 101,13	1 143,26	1 175,06	-3,7%	-6,3%	1238,8	1090,0	137,6	63,7
Pétrole									
Pétrole (Brent, \$ par baril)	49,06	50,91	37,28	-3,6%	31,6%	52,5	27,9	3,5	15,2

Source : Covéa Finance, Bloomberg

- Suite aux résultats du référendum britannique en faveur de la sortie du pays de l'Union européenne, la réaction de la banque centrale du Royaume-Uni a été extrêmement rapide et peu attendue. En effet, cette dernière a fait machine arrière en ramenant son taux directeur de 0,50 % à 0,25%. Après avoir longtemps adopté une stratégie monétaire hors normes consécutivement à la faillite de Lehman Brothers, l'institution avait pris l'option de revenir vers une politique monétaire moins expansionniste depuis plusieurs mois à l'instar de la Banque centrale américaine, d'où l'effet de surprise sur les marchés financiers après sa récente décision.

- Les taux d'intérêt à long terme ont à nou

veau décliné à l'exception des taux japonais.

- L'évolution d'une devise par rapport à une autre peut jouer considérablement sur la performance boursière d'un pays et donc sur l'intérêt ou non d'un investisseur à se diversifier sur des marchés hors de sa devise d'origine. Ainsi, le Japon a-t-il connu une contreperformance particulièrement désastreuse en monnaie locale mais la devise a totalement comblé la contreperformance en progressant face aux autres monnaies de manière tout aussi significative, sauvant ainsi la mise de l'investisseur américain ou européen qui se serait hasardé sur la bourse japonaise. Dans la même logique, on observe la performance du marché coréen soutenue par l'appréciation de sa devise face à l'euro ou face au dollar. Parallèlement, on note que la bourse



américaine, qui a été le meilleur choix d'investissement depuis le début d'année avec une performance de + 6,1% au 30 septembre, voit sa performance érodée par la dépréciation du dollar face à l'euro.

- La Corée et le Japon restent des zones de diversification à la marge compte tenu de la nature des fonds que nous gérons. Les principaux marchés alternatifs aux bourses européennes libellés en euros restent le marché britannique et le marché américain. Depuis le début de l'année, le placement américain a été une nouvelle fois le meilleur investissement malgré le repli du dollar, une situation qui démontre une fois de plus que l'environnement économique ne peut à lui seul expliquer les évolutions boursières d'un pays ou d'un continent. L'économie américaine n'a cessé de ralentir depuis des mois alors que l'économie européenne entrait dans une phase de stabilisation. Les taux de croissance des deux zones ont convergé autour de 1,5%, un taux très en deçà des moyennes historiques.

- Une partie des contre-performances du début d'année s'est résorbée en Europe. Le rattrapage de l'Allemagne a été plus rapide que celui de la France ou de l'Europe. Comme pour les Etats-Unis, nous sommes face à un paradoxe. L'Allemagne, de par son modèle économique, est extrêmement dépendante du commerce international et de la croissance américaine, les Etats-Unis étant un des débouchés majeurs pour les produits allemands. Or le commerce mondial est au plus bas et l'économie américaine a subi un ralentissement significatif de son activité.

- Sur le plan des devises, principal point notable : le dollar ne parvient plus à s'apprécier et reste à l'intérieur d'un couloir relativement étroit et ce malgré un écart de taux important alors que la moitié de la dette souveraine des pays développés offre des rémunérations négatives aux investisseurs.

- Le marché pétrolier semble avoir retrouvé un peu de sérénité avec un prix évoluant entre 40 et 52 dollars le baril loin des 26 dollars touchés en début d'année. Il affiche une hausse moyenne de près de 40 % depuis le début d'année.

Il est important de noter que ces photographies entre trois dates masquent la très grande volatilité observée depuis le début de l'année sur l'ensemble des marchés. Nous rappelons que la volatilité, si elle peut être source d'opportunités,

constitue une difficulté pour les stratégies des investisseurs.

Pays émergents

Les pays émergents sont marqués par des disparités confirmées mois après mois et qui font oublier que les investisseurs ont longtemps eu un comportement indifférencié à l'égard de ces pays perçus alors comme une classe d'actifs en soi. Cette période est aujourd'hui révolue et nous devons intégrer ces éléments dans nos réflexions et stratégies.

Les divergences se manifestent sur plusieurs points :

- Tout d'abord, elles se matérialisent à travers les politiques monétaires et le grand écart entre la Chine et le Brésil. Le premier affiche un taux directeur fixé par sa banque centrale à 4,35 % loin du 14,25 % imposé par la banque centrale du second.

- Ensuite, elles apparaissent dans l'évolution des parités de change. Le rouble et le réal ont connu un net redressement de leur valeur face au dollar tandis que la roupie parvenait à se stabiliser et que le yuan poursuivait sa glissade.

- Enfin, des écarts très significatifs dans les performances boursières ont été observés, entre la très forte performance de la bourse brésilienne, celle plus modeste de l'indice indien et la contreperformance chinoise. Ainsi, le Brésil affiche des gains de 34,6 % entre le début de l'année et fin septembre auquel il convient pour les non-résidents d'ajouter un gain sur le réal de près de 18%. Sur la même période, l'indice de Shanghai perd lui près de 16%, perte à laquelle il convient d'ajouter la dépréciation de la devise chinoise qui a perdu 2,8 %. Orientés à la baisse sous l'influence des taux d'intérêt dans les pays développés, les taux d'intérêt des obligations souveraines à long terme conservent néanmoins des primes de risque importantes.

Au vu de ces données, la diversification boursière vers les pays émergents s'est révélée payante sur la période étudiée, à condition d'avoir été sélectif dans le choix pays et d'avoir tenu compte du marché boursier et de celui des changes. On retrouve dans cette dernière condition deux thèmes qui nous sont chers sur les pays développés comme sur les pays émergents : être sélectif sur les marchés est insuffisant. Il est impératif de doubler une bonne analyse boursière d'une bonne analyse devise pour identifier les bons points d'entrée sur les deux marchés.

Évolution et niveau des principaux indices et indicateurs des BRIC's

	Niveaux			Variations		Extrêmes		Ecart	
	30/09/2016	PEF - 23/06/16	31/12/2015	Depuis 23/06/16	Depuis le 31/12/15	Depuis le 31/12/15 Haut	Bas	Max - dernier point	Max - début année
Taux directeur (%)									
Brésil	14,25%	14,25%	14,25%	0,00	0,00	14,25	14,25	0,00	0,00
Russie	10,00%	10,50%	11,00%	-0,50	-1,00	11,00	10,00	1,00	0,00
Inde	6,50%	6,50%	6,75%	0,00	-0,25	6,75	6,50	0,25	0,00
Chine	4,35%	4,35%	4,35%	0,00	0,00	4,35	4,35	0,00	0,00
Taux 10 ans									
Brésil	11,52	12,42	16,39	-0,90	-4,87	16,68	11,49	5,2	0,3
Russie	7,90	8,23	9,39	-0,33	-1,49	10,63	7,69	2,7	1,2
Change contre \$ *									
Real (1 \$=...Réal)	3,26	3,37	3,96	-3,3%	-17,6%	4,16	3,13	0,89	0,19
Rouble (1 \$=...Rouble)	62,9	64,0	72,5	-1,8%	-13,3%	82,4	62,8	19,57	9,93
Roupie (1 \$=...Roupie)	66,6	67,3	66,2	-1,0%	0,7%	68,7	66,1	2,10	2,56
Yuan (1 \$=...Yuan)	6,68	6,57	6,49	1,6%	2,8%	6,70	6,45	0,03	0,21
Actions									
Brésil - <i>Bovespa</i>	58367,1	50156,3	43350,0	16,4%	34,6%	60231,7	37497,5	1864,6	16881,7
Russie - <i>MICEX</i>	1978,0	1919,3	1761,4	3,1%	12,3%	2053,8	1608,4	75,8	292,4
Inde - <i>SENSEX</i>	27866,0	26765,7	26117,5	4,1%	6,7%	29045,3	22951,8	1179,3	2927,7
Chine - <i>Shanghai</i>	2987,9	2892,0	3539,2	3,3%	-15,6%	3539,2	2655,7	551,3	0,0
Hong Kong - <i>Hang Seng</i>	23619,7	20868,3	21914,4	13,2%	7,8%	24099,7	18319,6	480,0	2185,3
MSCI - BRIC*	849,0	759,1	751,7	11,8%	13,0%	874,5	627,2	25,5	122,9

Source: Covéa Finance, Bloomberg

Notes sur les indices actions : 1/Brésil Bovespa - indice non sectoriel, l'unique du Brésil ; 2/Russie Micex - indice non sectoriel, le plus représentatif ; 3/Inde Sensex - indice non sectoriel 30 entreprises ; 4/Chine Shanghai Composite - indice sectoriel (Immobilier, Matières premières, Utilities, Industriels, "Conglomérats") le plus utilisé pour refléter la performance du marché de la bourse de Shanghai ; 5/Hong Kong Hang Seng - indice sectoriel (Matières premières, Utilities, Industriels, Financiers), l'unique de Hong Kong ;

* Une variation négative du change indique une appréciation de la devise du pays, ie une dépréciation du \$

II. Analyse du consensus

Quelle que soit la zone considérée, zone émergente ou développée, c'est une nouvelle déception sur le front de la croissance en 2016 pour les analystes interrogés par l'institut Consensus Economics Forecasts¹. La zone euro semble pouvoir franchir la barre des 1 % de croissance, voire des 1,5 % rejoignant l'espérance de croissance attendue pour les Etats-Unis. La convergence des Etats-Unis vers l'Europe ne constitue pas une excellente nouvelle pour l'économie mondiale. Elle confirme un certain manque d'optimisme de la part des prévisionnistes.

Du côté des pays développés, l'année 2017 sera une année de différenciation, avec une stabilisation pour les uns, voire une amélioration, et un décrochage pour les autres, en l'occurrence la Grande-Bretagne et la zone euro, choc du Brexit oblige. L'effet anticipé est violent pour les britanniques et plus tempéré pour la zone euro. Le risque d'une sur-réaction des prévisionnistes sur

la Grande-Bretagne, au moins à court terme, n'est pas nul. A contrario, il y a un risque de sous-estimation des conséquences pour la zone euro dont le moteur est l'Allemagne, source des formidables excédents extérieurs de la zone dont une partie s'explique largement par la dynamique de l'économie britannique, débouché important pour les produits allemands ces dernières années.

La différenciation des prévisions des analystes touche également les pays émergents. Si 2017 devrait confirmer la stabilisation, éventuellement l'amélioration sur le plan économique de la Russie et du Brésil, les performances restent très faibles et proches de celles des pays développés. En revanche, celles de l'Inde et de la Chine vont rester nettement supérieures avec une croissance moyenne attendue au-delà de 7,5% pour la première et supérieure à 6 % pour la seconde. Les analystes confirment toutefois un nouveau ralentissement d'activité en Chine l'année prochaine.

Globalement l'année 2017 sera encore une année de croissance molle généralisée à quelques exceptions près, et plus grave, d'inflation basse.

1. Consensus Economics : Institut qui publie chaque mois le consensus Forecasts, enquête réalisée auprès de plus de 250 professionnels de la prévision économique et financière.



III. Variables clés et thèmes identifiés

L'observation des marchés financiers depuis de nombreux mois, quelle que soit la classe d'actifs, nous a conduit à identifier trois variables-clés :

- le dollar
- le pétrole
- les matières premières.

La crise boursière du début d'année, dont la zone euro ne s'est pas encore totalement remise, nous a confortés dans le choix de nos variables pour cinq raisons:

- Les variations à la hausse ou à la baisse de l'une de ces variables déclenchent immédiatement des anticipations des opérateurs de marchés sur les réponses que vont apporter les politiques monétaires et donc les banques centrales ;
- Quel que soit le sens de la variation, dans une économie mondiale affaiblie, surendettée, en panne de croissance, les impacts négatifs l'emportent sur les impacts positifs à court et moyen terme.
- Ces trois variables ont connu des évolutions extrêmes entre la phase d'accélération du mouvement de mondialisation marquée par l'entrée de la Chine en 2001 dans l'OMC et aujourd'hui.
- Elles sont intimement liées à l'environnement géopolitique qui s'est considérablement modifié depuis la chute du mur de Berlin en 1989 et sont une des composantes fondamentales des stratégies développées par les Etats en réponse aux nouvelles conditions économiques et politiques de la planète.
- Elles ont joué un rôle majeur dans les stratégies des entreprises qui ont dû s'adapter à un formidable changement des conditions de la concurrence.

[Retour sur le parcours heurté de nos trois variables-clés](#)

Le dollar

Cette devise nous intéresse plus particulièrement car elle est devenue une préoccupation majeure de la FED en raison de son impact sur la compétitivité des entreprises américaines. La forte appréciation du billet vert bride la politique de la

Banque centrale américaine qui subit les effets de l'action de la Banque centrale européenne sur sa devise. Son appréciation présente un risque majeur pour les devises des pays émergents.

En 1999, avant son élargissement à l'ensemble des agents économiques, la monnaie unique européenne devient l'outil monétaire des marchés financiers européens. Elle est introduite au taux de 1,1667 dollar pour un euro. Pendant les trois années précédant l'utilisation élargie de l'euro, la monnaie unique va se déprécier inexorablement pour toucher un point bas à 0,8272 en octobre 2000. Elle connaîtra ensuite une remontée spectaculaire. De 2002 à 2008, le dollar va subir un effondrement de sa valeur tout aussi exceptionnel pour flirter avec le 1,60 dollar pour un euro. Tout en se reprenant en 2009 pour rebondir autour de 1,25, le dollar oscillera plusieurs années entre 1,20 et 1,40 avant de résolument franchir la barre de 1,20 dollar pour un euro. La devise américaine semblait alors armée pour renouer avec les taux de change du début des années 2000. Elle sera stoppée à 1,05 en mars 2015 et refluera au-delà de 1,10. Oscillant entre 1,09 et 1,15, le dollar ne parviendra plus à reprendre la courbe haussière anticipée malgré des éléments fondamentaux plus favorables.

L'excédent commercial de la zone euro handicape la remontée de la devise américaine. L'excédent courant européen était au plus haut depuis 1999 en mai dernier. 56 % de cet excédent est expliqué par l'Allemagne, puissance exportatrice. L'absence de croissance de la zone, qui a conduit au recul des importations dans plusieurs pays, contribue aussi largement à l'ampleur de l'excédent.

2016 aura été jusqu'à présent une année de forte volatilité de la devise, élément perturbateur des marchés de taux et des marchés actions.

Le pétrole

L'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001 et l'accélération de ses échanges avec le reste du monde marquent un tournant dans l'équilibre du marché pétrolier. Le prix du pétrole WTI, référence américaine, touche un point bas dans les années 90, et va osciller entre 18 et 20 dollars durant toute la période. Il engagera une trajectoire résolument haussière à partir de 2002.

Devenue usine du Monde, la Chine devient un acteur majeur du commerce international et de la croissance mondiale au cours des années 2000. Plus important consommateur de produits pétroliers après les Etats-Unis, la Chine influence désor-



mais l'équilibre de l'offre et de la demande.

Or, les anticipations de croissance et de performance économiques sur ce vaste empire émergent sont à cette époque extrêmement fortes, au moment où marchés pétroliers et marchés de matières premières accentuent leur financiarisation. Alors que de nouveaux acteurs apparaissent, des fonds d'investissement spécialisés en matières premières, gérés par des financiers, sont offerts aux investisseurs institutionnels, attirés par des espérances de gain supérieures à celles de leurs placements traditionnels.

En 2008, le prix du pétrole franchit la barre des 140 dollars le baril, loin des 20 dollars qui prévalaient encore six à sept ans plus tôt, avant de refluer sous l'effet du ralentissement de la croissance mondiale, du commerce, mais aussi de la Chine. Le prix de WTI oscillera dans une fourchette de 80\$ – 110\$ pendant de longs mois avant de s'effondrer à moins de 30\$ le baril en janvier 2016.

Rattrapé par une demande attendue inférieure aux espérances qui prévalaient dans les années 2000, le marché des produits pétroliers est également rattrapé par l'offre supplémentaire, notamment américaine.

Jusqu'à présent, l'année 2016 est donc marquée par une grande volatilité du prix du pétrole, ce qui constitue une double menace :

- Pour l'économie américaine, son secteur financier et une partie de son secteur bancaire
- Pour la stabilité du Moyen-Orient fragilisé depuis la chute de régimes autoritaires de certains pays de la zone.

Les matières premières

La hausse significative des cours du prix des matières premières dans les années 2000 a suscité une vague d'investissements dans le secteur sur anticipation de la poursuite de la hausse des prix en raison de la pression constante d'une demande toujours plus forte en provenance des économies émergentes en plein boom économique. La faillite de Lehman Brothers et la crise économique et financière qui en ont résulté se sont traduites par un effondrement généralisé de la croissance et du commerce. La demande n'a pas été à la hauteur des espérances. Excès d'offre en raison d'excès d'investissement et recul ou fort ralentissement de la demande en raison de la crise ont provoqué des surcapacités de production pour nombre de matières premières dont les prix n'ont cessé de baisser jusqu'en 2016.

Au premier trimestre, les prix ont atteint des niveaux historiquement bas intégrant enfin une grande partie du déséquilibre offre-demande. La hausse des prix observée dans la période de forte croissance entre le début des années 90 et 2009 s'était traduit par un effet de transfert de richesse entre pays consommateurs et pays producteurs, généralement des pays émergents comme le Brésil. Ce transfert de richesse s'est traduit par un transfert de pouvoir d'achat qui a favorisé les échanges mondiaux entre pays émergents producteurs de matières et pays développés. Ces derniers ont ainsi trouvé de nouveaux débouchés pour leurs biens d'équipement et leurs services à haute valeur ajoutée profitant de la vague d'investissements suscitée par la hausse des prix.

Ainsi, suivre avec attention l'évolution des marchés des matières premières est essentiel pour anticiper le point de retournement de la conjoncture mondiale et le retour du cycle vertueux gagnant-gagnant que nous avait laissé entrevoir la mondialisation post-guerre froide. C'est ainsi se donner les moyens d'anticiper les ajustements de politique économique, en particulier les ajustements de politique monétaire, l'évolution des taux d'intérêt et d'adapter nos portefeuilles d'actifs à une nouvelle donne en ciblant secteurs et entreprises les plus à même de profiter d'une reprise de l'économie mondiale.

Thèmes identifiés

Au-delà des variables clés identifiées pour la compréhension à moyen terme de notre environnement économique, nous avons relevé au cours des mois précédents des thèmes spécifiques dont la meilleure maîtrise nous est apparue indispensable pour approfondir notre analyse et améliorer la compréhension de l'environnement de nos marchés financiers. Ainsi, au cours de l'automne 2015, nous avons travaillé les thèmes suivants en vue de nos Perspectives Economiques et Financières de février dernier :

- Les ressorts d'une croissance de long terme de qualité : les résultats des entreprises depuis 2007 confirment l'ampleur des chocs successifs subis par l'économie mondiale. L'Europe a particulièrement été frappée avec des résultats nets annuels en recul de plus de 37 % entre 2007 et 2015¹. Excès d'endettement

1. Les dettes des entreprises du MSCI EMU hors financières ont augmenté de : 1600 Md€ en 2007 à 2500 Md€ fin 2015 soit une hausse de 56,2%. Les dépenses d'investissement du MSCI EMU hors financières ont baissé de 682 Md€ en 2007 à 588 Md€ fin 2015 soit une baisse de -13,5%.



et panne d'investissement ne favorisent pas le retour d'une croissance de qualité.

- La démographie et l'impact du vieillissement sur le PIB et plus largement sur l'ensemble de l'économie (marché du travail, poids de la santé dans le PIB, etc.)
- La constitution et l'évolution des salaires aux Etats-Unis, en Europe et au Japon.
- L'endettement mondial et plus spécifiquement « l'obésité » des dettes publiques. Celle de la France est passée de 55,8 % du PIB en 1995 à plus de 96 % en 2015. Quasiment aucun des pays développés que nous suivons n'échappe à la règle. Alors que la crise financière de 2008 attribuée à un excès d'endettement n'a pas été suivie d'une réduction des dettes, on observe le même phénomène dans le secteur privé. Ainsi, la dette des entreprises de la zone euro s'est elle aussi accrue. Malgré cette hausse, les investissements publics comme privés restent faibles, seuls les Etats-Unis connaissent une reprise de l'investissement mais que les difficultés de l'industrie pétrolière et gazière mettent sous pression.
- Le commerce mondial dont le ralentissement est violent ne tire plus la croissance. Pour la première fois depuis longtemps le rythme de croissance des échanges passe en dessous de celui du PIB mondial.
- Les grands plans d'investissement et en particulier le plan Juncker pour l'Europe avec la question de son efficacité sur la relance économique européenne.
- L'évolution de l'inflation et plus spécifiquement le risque déflationniste.
L'inflation s'est effondrée dans certains pays développés et tend à ralentir dans les pays émergents. L'absence de croissance et l'absence d'inflation font craindre l'apparition d'une spirale déflationniste très dangereuse.
- Les parités de change avec un travail spécifique sur le yuan et le fonctionnement de son double marché, le « on-shore » et le « off-shore »².

2. Le Yuan onshore est utilisé pour le règlement de transactions qui ont lieu seulement en Chine territoriale, tandis que le yuan offshore est échangeable librement dans le reste du monde. Ce mécanisme permet à la Chine de lentement libéraliser son compte financier : elle lève progressivement certains contrôles de ses capitaux, en autorisant par exemple à travers certains programmes l'entrée de yuans offshore en

Au cours du premier semestre 2016, nous avons davantage travaillé sur la déflation des revenus observée sous l'angle de la qualité des emplois créés aux Etats-Unis, en Europe et au Japon, une étude qui a conduit à aborder la question lancinante de l'inégalité des revenus aux Etats-Unis et plus largement dans les pays développés, et la faiblesse généralisée des gains de productivité perçue par les économistes comme cause majeure du ralentissement global de la croissance. Nous avons pu ainsi analyser la dynamique de l'emploi par secteur aux Etats-Unis, travaux que nous avons également poursuivis sur l'Europe. Nous avons également réfléchi aux conséquences d'une éventuelle sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Nous avons amplifié notre réflexion sur l'endettement mondial à travers un travail qui a porté sur une photographie de l'endettement des agents économiques et la trajectoire des dettes privées et publiques. Dans ce cadre, nous avons abordé plus spécifiquement la question des stratégies budgétaires des pays développés et des stratégies des entreprises.

Les entreprises ont continué de s'endetter davantage pour satisfaire l'appétit des actionnaires. Elles l'ont fait pour racheter leurs propres actions ce qui réduit la base de capital à rémunérer mais aussi pour verser des dividendes aux actionnaires et acheter des parts de marchés via des acquisitions. Or, elles n'ont pas pour autant investi.

Etant donné l'importance du rôle des banques centrales, nous avons persévéré dans nos travaux concernant la question de la crédibilité de la politique monétaire en l'abordant sous l'angle des balances des paiements et donc des flux de capitaux dont les flux d'investissement de portefeuille.

On constatera que bon nombre des thèmes identifiés depuis un an comme devant faire l'objet d'analyses approfondies appartiennent aux thèmes structurants qui nourrissent le fil conducteur de notre réflexion et de nos stratégies qui en sont issues.

Chine territoriale (de ce fait, ce dernier devient une fois rentré en Chine du yuan onshore)



IV. Les thèmes récurrents et structurants de nos Perspectives Economiques et Financières depuis la faillite de Lehman Brothers

- Croissance durablement faible
- Arrêt ou ralentissement des transferts de richesse entre pays développés et pays émergents
- Excès d'endettement
- Faiblesse de l'investissement
- Inflation faible
- Faiblesse voire déflation des revenus
- Crédibilité des banques centrales
- Déformation des flux de capitaux : outre le fait qu'elles influencent la valorisation des actifs en créant des flux artificiels sur les actifs les plus risqués, les banques centrales influencent les mouvements de capitaux entre pays.

V. Contexte et environnement

Les thèmes structurants énumérés ci-dessus restent vrais et constituent la trame de fond de notre vision du Monde à long terme et ce, depuis la faillite de Lehman Brothers.

Même s'il ne s'est pas encore matérialisé, le risque chinois reste latent. Les symptômes d'une matérialisation se multiplient au point d'inquiéter, rapport après rapport, les institutions internationales comme l'OCDE, le FMI ou la BRI.

Parmi les inquiétudes relatives à ce vaste pays, trois retiennent particulièrement notre attention :

- Le risque financier avec une explosion de la finance non régulée assise sur d'importants montages financiers adossés à l'immobilier impliquant les gouvernements provinciaux et un secteur bancaire exposé à un stock de créances douteuses pour le moins conséquent.
- Des entreprises publiques de faible rentabilité qui tirent la croissance pour contrecarrer les effets du ralentissement venu du secteur privé.
- Des pans entiers de l'industrie chinoise en surcapacités, phénomène auquel même le secteur automobile n'échapperait pas.

Des thèmes nouveaux sont apparus en filigrane au fil des mois dont la montée en puissance se confirme :

- la fiscalité des entreprises et la remise en cause par les Etats, en premier lieu les Etats-Unis, des pratiques d'optimisation fiscale des

multinationales. La lutte contre une optimisation fiscale via des pratiques à l'éthique discutée est associée à celle contre la fraude fiscale des entreprises mais aussi des particuliers avec la mise en cause du secret bancaire et la mise à l'index des Etats favorisant la fraude. De manière contradictoire, si de nombreux Etats cherchent à lutter contre des pratiques discutables des entreprises en matière de fiscalité, ils sont de plus en plus nombreux à envisager de recourir à la concurrence fiscale, si ce n'est déjà fait, pour attirer capitaux et entreprises sur leur territoire.

- la montée de ce que la pensée dominante appelle « populisme » et de la mondialisation malheureuse. L'évolution récente de l'économie mondiale et du commerce inquiète toujours plus les élites dirigeantes. Les publications du FMI, de l'OCDE ou en encore les déclarations du G20 et des élites nationales sont marquées par la montée de l'inquiétude devant le mécontentement généralisé supposé responsable de la montée des partis qualifiés de « populistes ». Les exhortations à la relance économique via les politiques budgétaires et fiscales se multiplient. La mondialisation n'est plus perçue collectivement comme la meilleure voie de développement possible et nous observons une plus grande visibilité médiatique des esprits critiques à l'égard de la mondialisation qui posent ouvertement la question du cadre de l'économie, nationale et internationale mais aussi la question du rôle de l'Etat. La remise en cause de la mondialisation donne lieu à une nouvelle terminologie, celle de la « mondialisation heureuse » et de la « mondialisation malheureuse » qui s'appuie sur la montée en puissance du thème des inégalités de revenus et de patrimoine ces dernières années. De plus en plus, les pays occidentaux tendent à reconnaître que la mondialisation, qui a favorisé la sortie de la pauvreté d'une partie de la population des pays émergents ou en voie de développement, a aussi conduit à la création de poches de pauvreté dans leurs propres pays.

Si ces derniers reconnaissent la montée de la pauvreté et le déclassement d'une partie de la population, peu la relient avec le processus de désindustrialisation qui frappe une grande partie des pays développés et ses nombreuses conséquences parmi lesquelles la destruction d'emplois qualifiés et leur remplacement par des emplois à faible valeur ajoutée et aux gains de productivité faibles.

Au-delà de l'impact sur les populations, la mon-



dialisation est aujourd'hui entrée dans une phase de doute et d'incertitude en raison de la déstabilisation de l'économie mondiale, mesurée notamment à travers le fort ralentissement des échanges économiques. Si la faillite de Lehman Brothers a constitué le détonateur de la crise, la déstabilisation de l'économie mondiale est la résultante à la fois des excès économiques et financiers qui suivent la chute du mur de Berlin, des multi-crisis européennes qui frappent notre continent depuis 2008 mais aussi des réponses apportées par les Etats, les banques centrales et les régulateurs.

Ces réponses commencent déjà à redessiner le paysage dans lequel les agents économiques agissent sans apporter encore d'effets réellement positifs et visibles. Il semble même que les effets négatifs l'emportent davantage. On citera à titre d'exemple le rôle des banques centrales dans l'accroissement des inégalités de richesse et de revenus. La stratégie de taux anormalement bas a poussé à la survalorisation des actifs détenus par les classes aisées et à la baisse des revenus des épargnants, souvent retraités et dont l'épargne est un complément à leur pension. On citera aussi l'effondrement de la rentabilité bancaire et sa conséquence sur la capacité du système à distribuer des crédits nouveaux.

Ce nouveau cadre de la vie économique et sociale s'articule autour d'un certain nombre de thèmes plus présents.

- Sur le plan social avec la montée de l'acceptation du « précaire », certains n'hésitant plus à prédire la fin du salariat et prônant la disparition d'un certain modèle social

Face aux tenants de ce discours apparaissent les questions de la revalorisation du travail et de l'effondrement des gains de productivité, une entrave à la hausse de la rémunération du travail. La question de la déflation des revenus est bien au cœur des discussions. Certains y voient une nécessité, d'autres s'en inquiètent légitimement puisque que c'est l'équilibre épargne-consommation qui est en jeu et donc la croissance future, sans même aborder la question de la cohésion sociale.

- Sur le plan économique, les réponses apportées à la faillite de Lehman Brothers ont conduit à un important mouvement de balancier du financement de l'économie au profit des marchés financiers, plus particulièrement aux marchés des dettes, et au détriment de l'intermédiation bancaire. Les multiples crises qui ont frappé l'Europe, associées aux politiques d'austérité, ont favorisé la montée des créances douteuses dans les bilans. Pour

l'Europe à 28, le taux de créances douteuses¹ a augmenté passant de 1,76% à 4,23% entre 2008 et juin 2015, Cette moyenne cache de grandes disparités comme illustré dans l'exemple ci-dessous :

- L'Allemagne est passée de 1,89% à 2,29%.
- L'Italie de 4,97% à 16,08%.
- Le Portugal de 1,65% à 13,58%.

Régulateurs, banquiers centraux et politiques d'austérité en Europe ont mis à mal la rentabilité bancaire. Les exigences de fonds propres suivant la nature de risque pris par la banque sont aujourd'hui dissuasives, d'autant que la politique des banques centrales appuie sur le prix du risque, anormalement peu rémunéré.

Autrement dit, le risque lié au financement de l'économie a été transféré aux investisseurs finaux pris dans l'étau des taux d'intérêt faibles et même rendus négatifs par une politique monétaire agressive et adepte de pratiques jusque-là inconnues. Derrière l'investisseur final se retrouve indirectement le contribuable qui est aussi un retraité, un épargnant futur retraité et un assuré.

Nous y voyons quatre conséquences :

- le financement de l'économie reste insuffisant pour renouer avec des taux de croissance plus élevés. La transition entre financement par intermédiation bancaire et financement par les marchés financiers ne fait que commencer et nécessite du temps pour faire sentir ses effets. Le financement par les marchés financiers n'est pas de même nature que le financement bancaire car il n'a pas le même levier. Enfin, le recours aux marchés financiers génère le recours aux produits de couverture à la variation de cours, de taux d'intérêt, de change, du risque de contrepartie etc. Il génère donc une complexité supplémentaire qui rend difficile l'analyse des marchés financiers.
- la régulation bancaire a été renforcée pour garantir aux régulateurs et aux Etats qu'ils n'auront plus jamais à demander aux contribuables de payer la facture des banques en faillite et pour éviter le risque systémique et donc le risque de propagation d'une faillite bancaire sur l'ensemble du système financier.
- la montée de la finance non régulée et ses nombreux dangers pour la stabilité financière internationale.
- le financement par les marchés financiers

1. Taux de créances douteuses : créances douteuses / le total des prêts et créances.

complexifie le financement du tissu local, notamment des PME.

Les effets collatéraux de la mondialisation vont au-delà de l'aspect social et ont profondément modifié les relations entre entreprises et Etats et entre les Etats eux-mêmes. On constate le passage de la coopération à la concurrence avec, pour conséquences, l'appauvrissement des Etats au profit des multinationales adeptes de l'optimisation fiscale, la pratique d'une concurrence fiscale entre Etats pour attirer lesdites multinationales. Les pratiques de l'Irlande et des multinationales américaines constituent deux exemples éclairants. La première offre un taux d'imposition de 12,5 % sur les bénéfices des sociétés, les secondes pratiquent la fusion acquisition avec des entreprises européennes afin de pouvoir transférer le siège social du nouvel ensemble en Irlande, au détriment du fisc américain et du citoyen mais aussi du pays siège d'origine de la société européenne visée.

Les excès de la mondialisation conduisent à des premiers durcissements. Les Etats-Unis ont bloqué un certain nombre de fusions-acquisitions entre entreprises américaine et européenne dans le seul but de bloquer le transfert du siège social.

De même, ils ont également bloqué la main mise d'intérêts chinois dans des entreprises américaines, autant de symptômes de la réponse d'Etat à des stratégies d'entreprises moralement discutables.

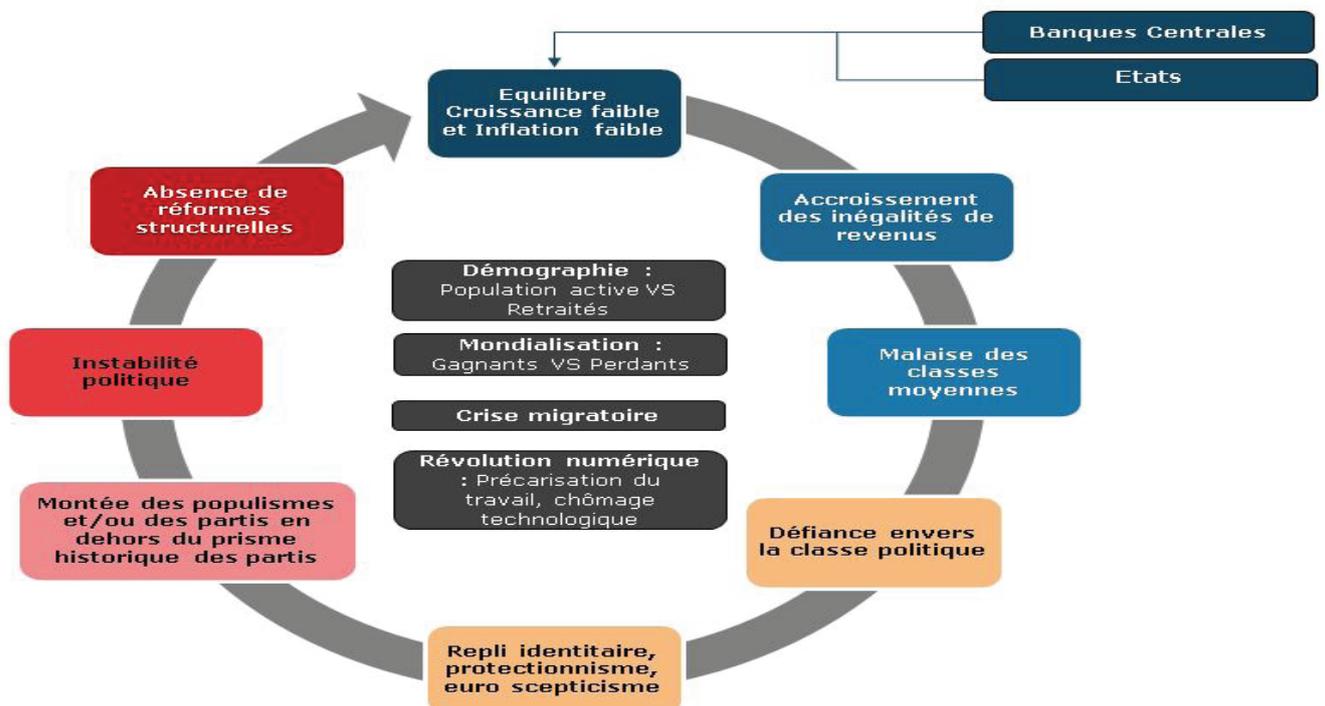
L'Europe n'a pas vraiment réagi mais l'Allemagne cherche déjà des stratégies afin de préserver les intérêts allemands.

La réponse à laquelle appellent de plus en plus les organismes internationaux, réponse budgétaire, fiscale par la relance de l'investissement public, avec une forte insistance sur les infrastructures, est déconcertante au regard des analyses qui sont apparues autour de la crise issue de la faillite de la Lehman Brothers.

Alors que l'on accuse l'excès d'endettement comme source de la crise financière, le constat aujourd'hui est sans appel. Les agents publics et privés dans beaucoup de pays restent plus endettés qu'en 2008 à l'exception des pays comme la Grèce, l'Espagne, le Portugal ou l'Italie qui poursuivent une politique d'ajustement par la réduction de l'endettement tout en subissant les effets négatifs immédiats de cette politique exigée par l'Europe, sur l'activité et sur les revenus et la richesse des ménages.

Ainsi, l'environnement mondial déprime. Les banques centrales en difficulté appellent à la mobilisation des politiques fiscales et budgétaires et donc à un nouvel accroissement de la dette, un fardeau pour les générations futures et un risque certain pour les créanciers. Par cet appel, elles reconnaissent les limites d'une politique monétaire non conventionnelle.

Les crises successives et multiformes depuis Lehman Brothers engendrent des modifications structurelles qui impactent les rythmes de croissance...





VI. Marchés financiers

L'augmentation du recours aux marchés financiers dans le financement de l'économie a considérablement modifié le paysage existant sans que nous ayons le recul suffisant pour en évaluer toutes les implications.

Marchés de taux

Les marchés financiers restent profondément influencés par les banques centrales et en particulier la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon. Pratiquant toutes deux une politique monétaire extrêmement agressive, les investisseurs sont sous pression, poussés à prendre du risque et incités à arbitrer les dettes souveraines entre elles.

Malgré des messages toujours plus favorables à une hausse des taux d'intérêt de la part de la FED, les taux d'intérêt à long terme sur la dette américaine se sont encore repliés ces dernières semaines. Les investisseurs sont attirés par des taux d'intérêt à long terme positifs quand une grande partie de la dette souveraine mondiale bien notée et liquide offre des rendements négatifs.

Une hausse des taux de la Réserve Fédérale est attendue en décembre prochain, et plébiscitée par plusieurs membres du FOMC. Les élections américaines seront derrière nous. Les données du marché de l'emploi suggèrent des tensions à venir sur l'appareil de production avec des risques inflationnistes à craindre.

Pour Covéa Finance, les deux questions essentielles concernent la réaction des taux d'intérêt à long terme sur les principaux marchés obligataires et celle des marchés actions.

Nous estimons l'impact de la FED limité en ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme. La quête de rendement reste trop vive. Les flux devraient maintenir une demande importante sur les emprunts américains de long terme.

En Europe, Brexit, fragilité du secteur bancaire, absence d'accélération de la croissance conjuguée à une inflation qui va rester faible, militent pour le maintien de taux d'intérêt à long terme extrêmement faibles. L'influence américaine devrait rester limitée. Néanmoins il est d'ores et déjà nécessaire de s'interroger sur la durée. Plusieurs facteurs doivent nous interpeller.

- La BCE s'est donnée comme objectif de redresser le taux d'inflation, notamment en améliorant la transmission de la politique monétaire via la relance du crédit aux entreprises. Le maintien d'une inflation basse est un échec

patent de la BCE qui appelle à des réformes structurelles mais aussi à davantage de cohérence budgétaire avec sa politique monétaire.

- Malgré une politique ambitieuse d'achats d'actifs, y compris d'entreprise, de la part de la BCE, les investisseurs institutionnels ne sont plus prêts à investir sur la dette privée offrant une prime de risque jugée trop faible. Plusieurs émissions d'entreprises de renom comme Lufthansa ont dû être annulées ces dernières semaines.

- La Banque du Japon commence à s'inquiéter des effets de sa politique monétaire sur son secteur bancaire et cherche à agir sur la pente de la courbe de taux afin de maintenir une marge positive suffisante entre taux à court terme et à long terme.

Marchés Actions

Si la Banque centrale américaine procède enfin à une hausse des taux d'intérêt, les marchés actions devraient réagir dans un premier temps négativement. Néanmoins, l'impact de la mesure sera perçu comme positif sur les secteurs bancaires. Le redressement de leurs performances pourrait contenir la baisse. Si celle-ci se matérialisait, ce pourrait être une opportunité d'investissement, surtout en Europe.

Les marchés actions demeurent sous l'influence des banques centrales tout comme les investisseurs en quête de rendement, pénalisés par des taux négatifs en Europe et au Japon. De même, les entreprises en panne de croissance préfèrent le retour à l'actionnaire à toute autre stratégie d'investissement.

En conséquence, le marché américain affiche de nouveaux records historiques en dollar mais aussi en euro. Pourtant, depuis près de deux ans, ce ne sont pas les résultats qui soutiennent les valorisations. Les entreprises américaines utilisent volontiers l'argent bon marché pour s'endetter et servir des dividendes généreux au regard de la rémunération des emprunts d'Etat à long terme. Elles recourent également au rachat de leurs propres actions par le même procédé, réduisant ainsi la base de capital à rémunérer, une stratégie qui soutient le cours de leurs actions.

Les marchés européens demeurent fragiles en raison même des supports d'investissements. De nombreux investisseurs ont eu recours aux ETF indiciels pour investir plutôt qu'à des fonds d'investissement à la gestion plus active.



Ils s'abstiennent d'investir dans des entreprises choisies pour leur valeur intrinsèque et leur stratégie et veulent garder la possibilité de sortir rapidement d'un marché, opération normalement facile via des ETF.

Souvent perçues comme très exposées au cycle mondial, les entreprises européennes souffrent du manque de tonus de la croissance et du commerce mondial mais cela ne suffit pas à expliquer la difficulté de rattrapage des niveaux d'indices antérieurs à la crise financière de 2008, les entreprises de la zone euro n'ayant globalement pas récupéré leur taux de marge de l'époque.



Conclusion

L'observation des grandes données macroéconomiques suggère que de grands changements dans l'ordonnement du monde sont à l'œuvre. Ceux-ci trouvent leur source dans les conséquences de la crise financière de 2008. Comme tout système, les économies cherchent à s'adapter à un monde plus adverse et il nous faut compter avec ce changement progressif dans nos stratégies d'investissement. La fin de l'empire soviétique et de la guerre froide s'est traduite par une ouverture sans précédent des économies et des marchés de capitaux. Cette période d'exaltation et de confiance dans le progrès économique, social et démocratique a duré plus de 25 ans. La chute de Lehman Brothers en 2008 a bien failli avoir raison du système financier international. La mondialisation est aujourd'hui soumise à rude épreuve. Il en résulte une croissance économique mondiale et des échanges commerciaux tournant au ralenti.

Nous maintenons notre préférence pour les actions pour les mêmes raisons que les mois précédents :

- le taux de rendement des obligations privées et publiques des grands marchés développés est trop bas pour rémunérer les risques liés à ces investissements (le risque de défaut, le risque d'inflation mais aussi celui de remontée des taux d'intérêt qui n'est pas à exclure notamment si la FED augmente son taux directeur).
- l'infléchissement qui s'opère dans les discours officiels sur la nécessité d'accompagner la politique monétaire par des politiques budgétaire et fiscale adéquates pourrait se traduire par de nouvelles orientations plus favorables à la croissance économique et donc aux entreprises.

Notre stratégie reste en faveur des marchés européens qui n'ont pas bénéficié pleinement de la stabilisation des économies européennes ni de la politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE. Les incertitudes sur l'avenir de l'Union européenne et le retour des inquiétudes quant au devenir de la monnaie unique ont poussé les non-résidents, en particulier américains à quitter les marchés de la zone euro. Manifestement préoccupés par les évolutions économiques et politiques en Europe, amplifiées par le résultat du référendum britannique en faveur de la sortie de l'Union, les investisseurs américains se sont retirés de manière significative. Nous n'ignorons pas les risques redoutés par les investisseurs américains. C'est pourquoi nous réitérons trois messages essentiels :

- En premier lieu, l'investissement dans les actions européennes doit se faire sous certaines conditions notamment :
 - o en restant très exigeants sur le point d'entrée et en privilégiant le choix de titres plutôt que l'investissement dans la totalité des indices considérés (CAC40, DAX30, MSCI EMU, etc).
 - o en étant prêt à investir en actions avec une vision de long terme (au-delà de 5 ans) et donc à accepter la volatilité des valorisations des portefeuilles.
 - o en introduisant de la réactivité dans les portefeuilles pour être en capacité de se prémunir contre des fortes baisses de marché qui ne sont pas exclues dans un contexte de croissance molle où tout repose sur les banques centrales. La réactivité est permise par l'introduction de valeurs pesant lourd dans les indices, comme par exemple Honeywell, Microsoft, BASF, Siemens ou Telefonica.
- En deuxième lieu, nous considérons que la diversification devant tant d'inconnues devient une nécessité notamment pour protéger une partie des portefeuilles des risques qui pèsent sur l'existence même de la monnaie unique.

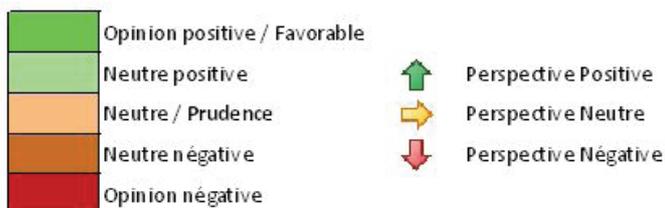
Nous maintenons les investissements déjà réalisés dans les actions américaines par défaut. Le marché américain surperforme très largement les autres marchés développés et est sur ses plus hauts historiques alors que chiffres d'affaire et résultats restent décevants, que l'économie ralentit et que la Banque centrale américaine doit normalement procéder à une hausse de ses taux directeurs en décembre prochain.

- Nous estimons également qu'il faut poursuivre les investissements sur les actions japonaises et asiatiques en maintenant notre triple exigence :
 - o des actions d'entreprises qui sont des champions mondiaux ou régionaux,
 - o des valorisations attractives
 - o des points d'entrée raisonnables sur la devise.



L'évolution de notre positionnement sur l'environnement économique à Octobre 2016

	févr-15	juin-15	oct-15	févr-16	juin-16	Octobre
Etats-Unis	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative
Royaume-Uni	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative
Zone Euro	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative
Japon	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative
Autres Asie	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative
Chine	Opinion négative					
Brésil	Opinion négative					
Inde	Perspective Négative	Perspective Négative	Perspective Négative	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable
Russie	Opinion négative					



NB: Le tableau ne représente pas l'évolution de notre positionnement sur les marchés financiers.