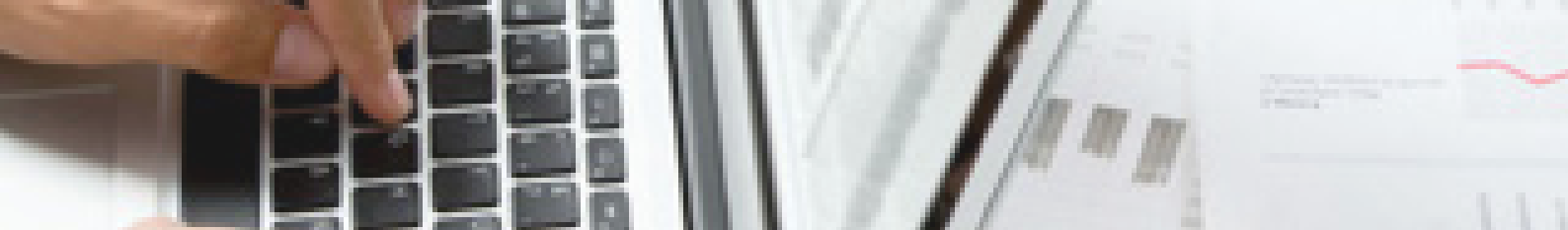




**Perspectives Economiques et  
Financières  
Covéa Finance  
OCTOBRE 2017**



# Sommaire

## **Introduction 3**

### **I. Les grandes tendances depuis le dernier PEF 4**

Un été serein 5

L'impact sur les marchés actions 5

Analyse du consensus 5

### **II. Analyse de l'économie mondiale 6**

L'approche de Covéa Finance 6

La problématique de la précarisation des emplois 6

L'embellie de la conjoncture en Europe et des signaux faibles de progrès structurels 7

### **III. Analyse des marchés financiers 10**

Grandes tendances des marchés financiers depuis 2006 10

Des facteurs de soutien communs aux marchés boursiers 11

Nos positions et notre stratégie 11

## **Conclusion 14**

## **Annexes 15**



## Introduction

Lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières au mois de juin dernier, trois thèmes émergeaient : la reprise conjoncturelle, les freins structurels et les nombreuses inconnues. Nous confirmions alors que la reprise conjoncturelle était toujours présente et qu'elle se diffusait géographiquement tout en notant que les contraintes pesant sur la croissance mondiale demeuraient. Les freins structurels et de nombreuses incertitudes pouvaient rapidement limiter l'ampleur de la reprise économique. Les taux d'intérêt à long terme des pays développés nous semblaient encore trop peu rémunérateurs alors que la hausse des taux, même progressive, est encore devant nous. Au seuil de l'été, le placement actions gardait notre préférence avec un notable élargissement de l'univers d'investissement offrant opportunités et perspectives. L'Europe était privilégiée sans pour autant remettre en cause nos choix de diversification. Aucun retrait sur l'Asie et le Japon n'était préconisé bien que les choix des pays faisait l'objet d'une analyse méticuleuse. Enfin, à la suite de la réduction de notre exposition aux Etats-Unis au printemps, notre volonté était malgré tout de garder une exposition significative sur ce pays.

## I. Les grandes tendances depuis le dernier PEF

### Évolution et niveau des marchés obligataires et des changes

INDICATEURS DE MARCHES (1/2)			31/12/16	15/06/17	06/10/17	depuis le 31/12/16 (% ou pbs)*	depuis le 15/06/17 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,75	1,25	1,25	0,50	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BOJ	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	1,25	1,25	1,25	0,00	0,00
		Brésil	13,75	10,25	8,25	-5,50	-2,00
		Russie	10,00	9,25	8,50	-1,50	-0,75
		Inde	6,25	6,25	6,00	-0,25	-0,25
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	2,44	2,16	2,36	-0,09	0,20
		France OAT	0,69	0,63	0,74	0,05	0,11
		Allemagne	0,21	0,28	0,46	0,25	0,18
		Italie	1,82	1,97	2,15	0,33	0,18
		Royaume-Uni	1,24	1,03	1,36	0,12	0,33
		Japon	0,05	0,05	0,06	0,01	0,00
Corée du Sud		2,09	2,13	2,37	0,28	0,25	
Brésil		11,40	10,64	9,73	-1,67	-0,91	
Russie	8,29	7,68	7,50	-0,79	-0,18		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Global	228,0	228,7	227,9	-0,03	-0,32	
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,05	1,11	1,17	11,5	5,2
		Sterling	0,85	0,87	0,90	5,22	2,79
		Yen	123,0	123,6	132,2	7,5	6,9
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1206	1124	1145	-5,1	1,8
		Real brésilien	3,3	3,3	3,2	-2,9	-3,5
		Rouble	61,5	57,8	58,2	-5,5	0,6
		Roupie indienne	67,9	64,5	65,5	-3,6	1,5
		Yuan	6,9	6,8	6,6	-4,4	-2,5

### Évolution et niveau des marchés actions et des matières premières

INDICATEURS DE MARCHES (2/2)			31/12/16	15/06/17	06/10/17	depuis le 31/12/16 (% ou pbs)*	depuis le 15/06/17 (% ou pbs)*
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	2239	2432	2549	13,9	4,8
		Japon - Nikkei 300	304	316	332	9,3	5,3
		France - CAC 40	4862	5217	5360	10,2	2,7
		Allemagne - DAX	11481	12692	12956	12,8	2,1
		Zone euro - MSCI EMU	115	125	128	11,2	1,9
		Royaume-Uni - FTSE 100	7143	7419	7523	5,3	1,4
		Corée du Sud - KOSPI	2026	2362	2394	18,2	1,4
		Brésil - Bovespa	60227	61923	76055	26,3	22,8
		Russie - MICEX	2233	1818	2094	-6,2	15,2
		Inde - SENSEX	26626	31076	31814	19,5	2,4
		Chine - Shangai	3104	3132	3349	7,9	6,9
		Hong Kong - Hang Seng	22001	25565	28458	29,4	11,3
		MSCI - BRIC	814	934	1095	34,6	17,2
		Euro	S&P (€)				2,1
Nikkei 300 (€)					1,7	-1,4	
FTSE 100 (€)					0,1	-1,4	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	352	380	350	-0,6	-7,8
		Indice CRB**	423	443	430	1,6	-3,0
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	57	47	56	-2,1	18,5
		Prix de l'once d'Or	1152	1252	1275	10,7	1,8
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	5536	5661	6667	20,4	17,8

\*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.

5/06/2017 : date de nos dernières perspectives économiques et financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

## Un été serein

Les banques centrales des pays développés ont conservé leurs taux directeurs y compris la Banque centrale américaine. Seul le Canada, qui a relevé deux fois ses taux directeurs de 25 pb en juillet et en septembre, fait figure d'exception.

Celles des pays émergents ont été plus actives. La diminution des pressions baissières sur les devises en raison de l'accès de faiblesse du dollar et la baisse tendancielle de l'inflation ont permis de procéder à la baisse des taux directeurs. Le mouvement est particulièrement important sur le Brésil et la Russie avec des baisses de taux respectivement de 5,50 % et de 1,25 %. L'Inde a, quant à elle, conservé une attitude plus modérée en laissant inchangés ses taux directeurs après la baisse de 0,25% du premier semestre. Même constat pour la Chine dont la politique monétaire reste peu restrictive avec des taux à 4,35% comparativement aux autres grands marchés émergents. Ces deux pays ont des rythmes de croissance relativement soutenus même s'ils sont très en retrait en comparaison des rythmes observés dans les années 2000.

Un croisement des politiques monétaires est néanmoins observable. Celles des pays les plus développés sont appelées à se faire moins accommodantes tandis que celles des pays émergents devraient continuer de s'adoucir. Aussi, contrairement à nos observations du premier semestre, les taux d'intérêt à long terme ont pris acte de ces divergences avec une hausse pour les politiques monétaires des pays développés et une baisse pour celles des pays émergents. Quelques particularités sont toutefois visibles : la baisse des taux longs émergents est réelle depuis juin pour les pays d'Europe de l'Est, le Mexique, le Brésil ou la Russie mais pas pour l'Inde et la Chine.

En renonçant à une nouvelle hausse de taux directeur, la FED a amplifié le dérapage du dollar déjà sous pression avec la sortie du radar du risque politique qui pesait sur la monnaie européenne et la convergence des rythmes de croissance économique. L'euro est, pour sa part, fort face à toutes les devises.

## L'impact sur les marchés actions

Le statu quo de la FED et la dépréciation du dollar face à l'euro nous ont été favorables.

En devise locale, le marché américain surperforme ses marchés concurrents mais la palme revient aux pays émergents avec une performance exceptionnelle du Brésil et de la Russie sur la période. Le marché de la zone euro tire son

épingle du jeu grâce à la hausse de l'euro.

Malgré des évolutions en ordre dispersé, les matières premières ont connu d'importantes variations depuis le début de l'année. Au cours de l'été, c'est le pétrole et le cuivre qui ont connu les plus fortes hausses.

## Analyse du consensus<sup>1</sup>

Le consensus délivre plusieurs messages.

- L'ensemble des pays développés ont renoué avec une croissance plus soutenue malgré quelques nuances notamment en Grande Bretagne où l'activité s'essouffle et où l'écart de croissance s'accroît au profit des autres pays développés. Néanmoins, les analystes nous ont rejoints en abandonnant le catastrophisme qu'ils affichaient quelques mois auparavant.
- Le Japon sera le seul pays en 2017 à avoir une croissance supérieure à sa moyenne 1996-2007<sup>2</sup>
- Seuls les Etats-Unis verront en 2018 leur activité accélérer, ce qui sous-entend que l'écart de croissance va de nouveau s'accroître en faveur de ces derniers<sup>2</sup>.

Le consensus table sur une vision non inflationniste de l'accélération de l'activité bien que les indices anticipés d'inflation soient plus forts que ceux observés en 2017. Ces chiffres confirment aussi que la peur de la déflation et de la stagnation séculaire s'éloignent. Le consensus postule également la réduction du niveau de chômage.

Les pays émergents sont aussi touchés par cet univers peu inflationniste sur fond de croissance économique. Le consensus délivre deux messages pour ces derniers :

- La croissance s'accélère encore en 2018 contrairement aux pays développés, à l'exception des Etats-Unis.
- Une prudence renouvelée vis-à-vis de la Chine avec la perspective d'une nouvelle décélération du rythme de croissance.

1. Consensus Forecast - Septembre 2017  
Il s'agit des prévisions économiques publiées chaque mois par Consensus Economics, entreprise spécialisée dans les études macroéconomiques. Consensus Economics se base sur les prévisions économiques (croissance, inflation, emploi, etc.) de 120 à 250 institutions financières ou économiques selon les zones, et publie une moyenne de leurs prévisions.

2 Moyenne 1996-2007 = Covéa Finance a calculé un historique de long terme sur les 10 années précédant le choc de 2008 afin de comparer les rythmes de croissance des pays post crise avec ceux connus auparavant et illustrer ainsi le changement de régime observé.

## II. Analyse de l'économie mondiale

### L'approche de Covéa Finance

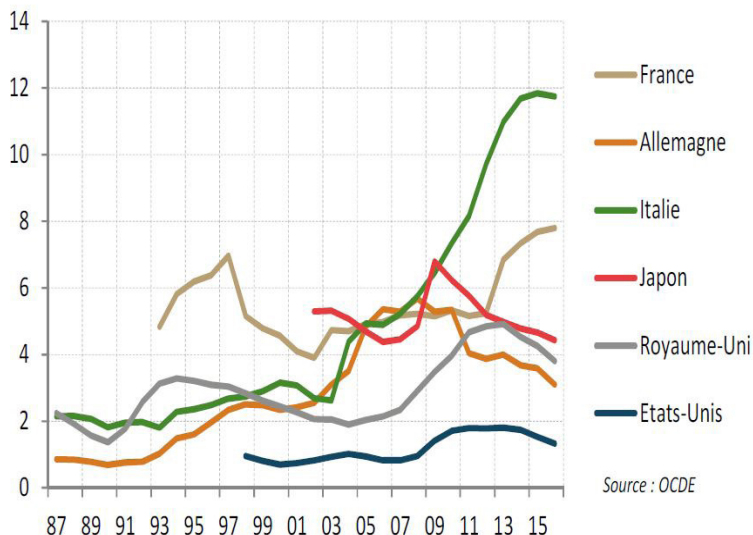
Covéa Finance maintient son analyse fondée sur une double approche : « le structurel » et le « conjoncturel ». Le premier conditionne l'ampleur et la durée du second. Les trois clés de lecture identifiées dans nos Perspectives Economiques et Financières de juin 2016 (le dollar, le pétrole et les matières premières) conservent leur puissance d'explication et donc d'anticipation sur l'état de l'économie mondiale. De nouveaux freins ont fait leur apparition, au-delà des freins à l'expansion économique et des thèmes structurels déjà mis en avant depuis notre PEF d'octobre 2009, tel que l'excès d'endettement public et privé. En effet, notre analyse suivie du marché de l'emploi, de la structure des rémunérations, du partage de la valeur ajoutée, de la démographie des pays, nous a permis d'identifier de nouveaux foyers d'incertitudes mais est également un soutien à la résolution d'un paradoxe non résolu encore : l'explosion des bilans des banques centrales avec simultanément une inflation faible, voire une déflation.

### La problématique de la précarisation des emplois

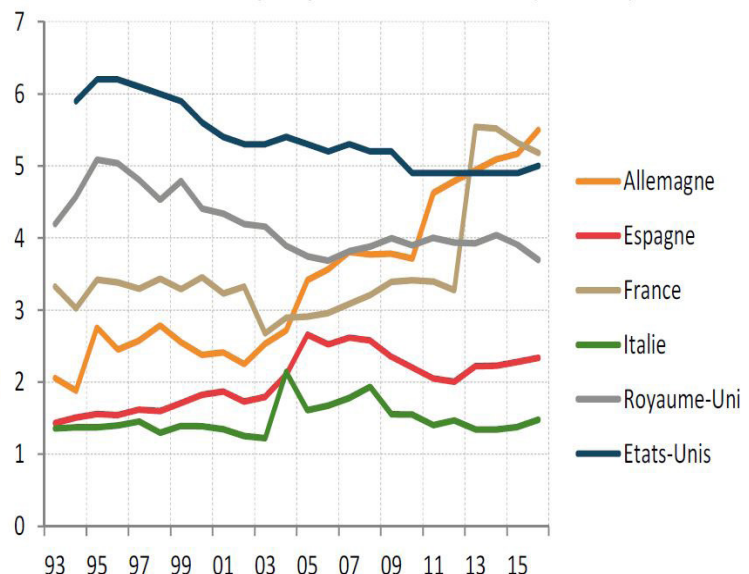
Précarisation, ubérisation des emplois constituent des tendances de fond. La montée de la précarité est un processus long. Ce processus a débuté dans les années 90 par la mise en place de mesures de flexibilité du travail, notamment au Japon où le gouvernement a relâché les contraintes autour du CDD.

Il s'est ensuite propagé, justifié par la nécessité de s'adapter rapidement à des cycles économiques et financiers plus heurtés avec l'extension de la mondialisation des économies et la mobilité accrue des capitaux. Précarité et salarié considéré comme une « variable d'ajustement » impliquent des rémunérations plus faibles et des modes de consommation et de crédit adaptés. La précarité s'est intensifiée au lendemain de la crise financière de 2008 mais ses effets sur la qualité de la croissance et l'évolution des prix finaux ont été renforcés en raison de la nature des emplois créés à la place des emplois détruits dans la crise économique postérieure à la crise financière. Ainsi peut-on avoir un marché de l'emploi tendu avec un faible taux de chômage comme aux Etats-Unis ou en Allemagne, sans tensions salariales sensibles. Le remplacement d'emplois à haute valeur ajoutée par des emplois à plus faible valeur ajoutée explique également la baisse continue de la productivité du travail. Aux Etats-Unis, le secteur manufacturier a détruit 1 087 027 emplois<sup>1</sup> en 2016. Ces emplois offraient un salaire moyen de 64 860\$ en 2016. Au cours de la même période, le secteur du tourisme et des loisirs a créé 2 442 717 emplois nets. Dans ce secteur, le salaire moyen annuel s'élevait à 22 431\$ en 2016. En zone euro, l'industrie a détruit, sur la période 2009-2016, 2 668 900 emplois. Le salaire moyen annuel en 2014 (dernière date connue) était de 40 675€. Le secteur « hébergement et restauration » a été créateur net d'emplois avec 664 200 emplois créés sur la période. Le salaire annuel moyen en 2014 s'élevait à 22 564€.

Part de l'emploi à temps partiel subi dans l'emploi Total (en %)



Personnes en emploi ayant un deuxième travail (% du total)



1 Source: Bureau of Labour Statistics

Au Japon, l'industrie manufacturière a détruit 1 061 700 emplois, entre 2009 et 2016. Le salaire moyen mensuel de ce secteur était de 378 000 yens. Dans l'hôtellerie et la restauration, 188 300 postes ont été créés durant cette période. Le salaire mensuel moyen s'élevait à 126 600 yens en 2016.

### L'embellie de la conjoncture en Europe et des signaux faibles de progrès structurels

Un redressement général de la production industrielle dans le monde est aujourd'hui visible et la trajectoire du commerce mondial devient plus favorable.

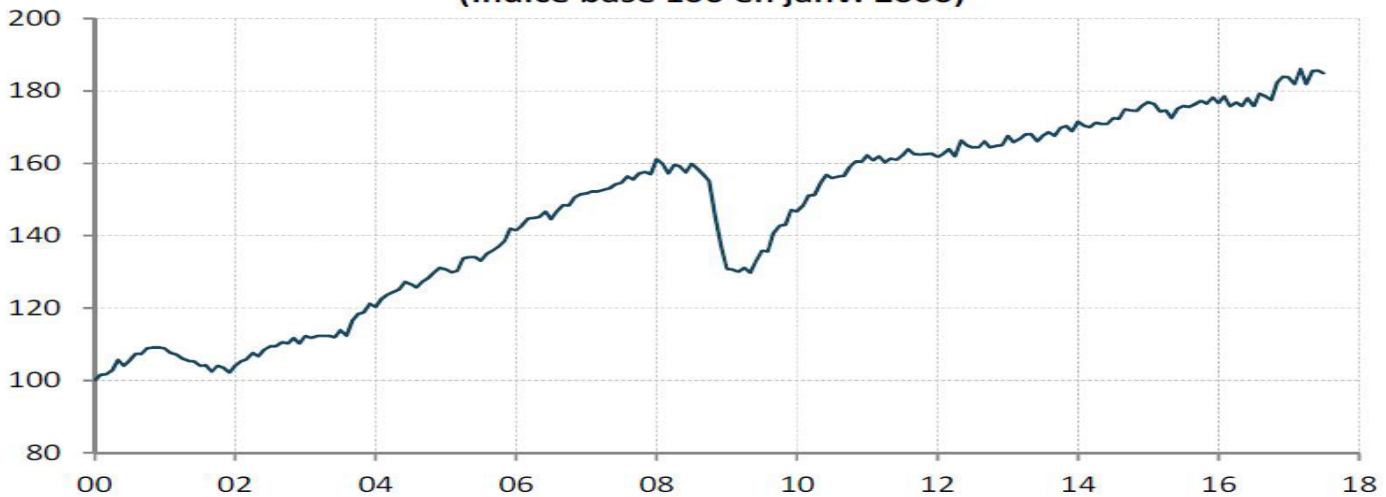
La plupart des secteurs sont concernés par l'embellie à l'exclusion des secteurs « Agriculture et pêche », « construction et immobilier », « finance et assurance » et de façon plus surprenante de l'activité scientifique et technologique.

La convergence des pays émergents et des pays développés reste d'actualité tant en termes de croissance que d'inflation. Nous vivons à l'heure d'une normalisation de la mondialisation.

Aux Etats-Unis, la situation conjoncturelle se révèle meilleure qu'attendue malgré la politique économique proche du point mort menée par la nouvelle administration Trump avec, de surcroît, un parti républicain divisé au congrès :

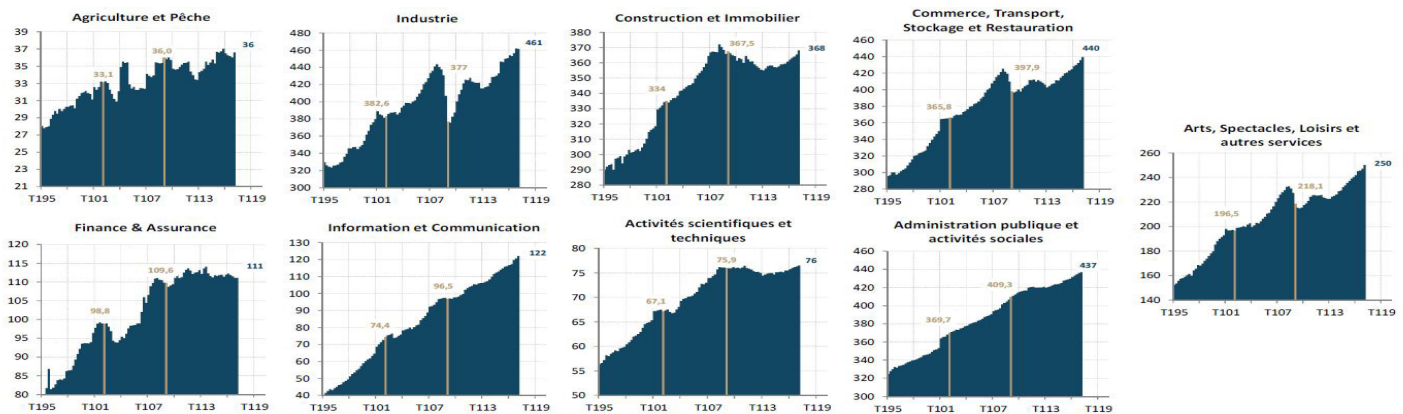
- La réforme d'Obamacare n'a pas encore obtenu d'accord malgré la révision du projet à plusieurs reprises.
- La réforme fiscale, très attendue par les entreprises, n'est pas encore connue et validée dans sa forme définitive.
- Un des grands thèmes phares de la campagne électorale, les infrastructures, a été repoussé jusqu'en 2018.

### Monde : Commerce mondial de biens en volume (Indice base 100 en janv. 2000)



Sources : Thomson Reuters, CPB, Covéa Finance

### Zone euro – Valeur ajoutée brute par secteur en Mds€ par trimestre





Sur le plan structurel, des évolutions plus favorables viennent en soutien de l'embellie conjoncturelle malgré un endettement public et privé encore élevé et des foyers de risques financiers majeurs persistants. Les progrès restent donc ténus et demandent à être confirmés dans le temps. Les évolutions favorables sont les suivantes :

- La nature des emplois créés commence à évoluer avec davantage d'emplois à rémunération supérieure, notamment aux Etats-Unis.
- L'introduction d'un salaire minimum ou la révision à la hausse de l'existant dénotent une prise de conscience des effets pervers de rémunérations trop basses.
- La reprise plus solide de la production industrielle de manière générale se traduit dans les prix des matières premières et du pétrole. Le rééquilibrage des prix plus favorables aux pays producteurs laisse espérer une consolidation du cercle vertueux qui s'est enclenché et qui permet un retour du commerce mondial comme vecteur de croissance, sans oublier les effets multiplicateurs sur l'aval de la chaîne, très profitables aux pays producteurs d'équipements à haute valeur ajoutée.
- Le prix du pétrole a retrouvé un niveau plus acceptable pour l'ensemble des acteurs de ce marché.
- Donald Trump et son administration avancent sur la dérégulation bancaire et financière.

Notre optimisme relatif n'ignore cependant pas les embûches auxquelles l'économie devra faire face. Les incertitudes, développées ci-dessous, sont nombreuses mais inégales dans leur impact :

Le Brexit en est une dans la mesure où les conditions de retrait restent confuses.

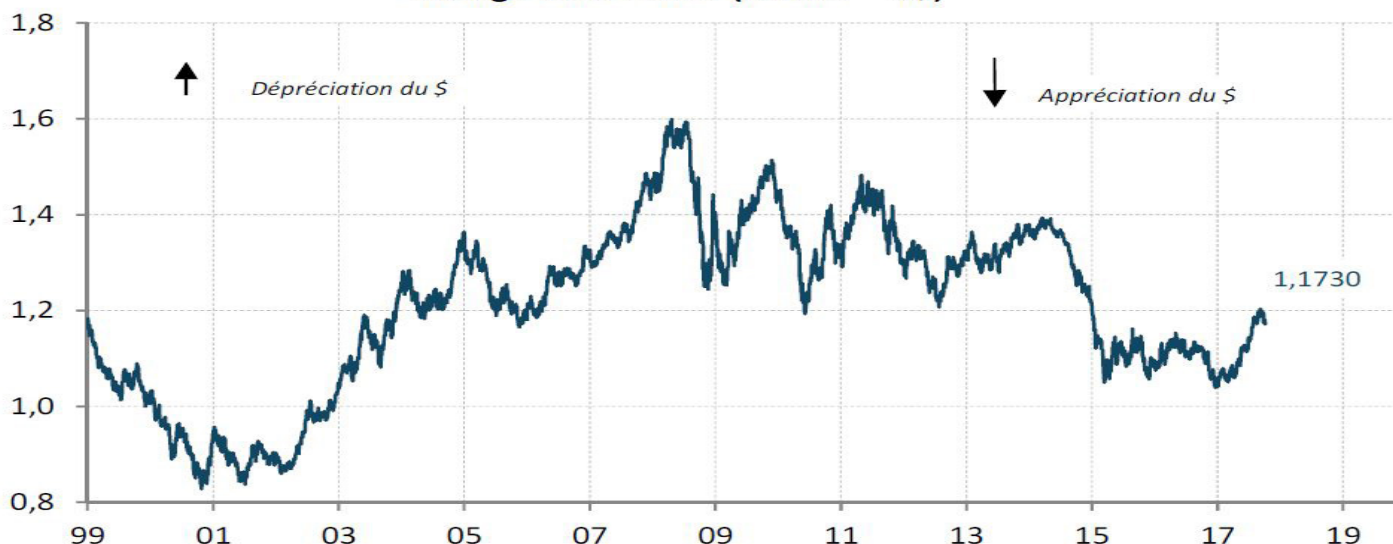
Trois points de crispation affleurent dans les négociations :

- La facture du désengagement estimé entre 60 et 100 milliards d'euros.
- Un accord temporaire qui reprendrait les composants de l'actuelle union douanière, tout en laissant la Grande-Bretagne libre de négocier des accords avec des tiers.
- Le problème d'une frontière physique entre l'Irlande et l'Irlande du Nord.

Les deux derniers sujets sont épineux et constituent une nouvelle menace pour le marché intérieur européen déjà peu protégé. Les dirigeants des capitales européennes et la Commission européenne ont saisi la portée de ces derniers tant sur le plan économique que politique et ne sont pas prêts à accorder à la Grande-Bretagne ce qu'elle demande en matière d'union douanière.

L'évolution des parités de change en particulier l'euro-dollar en est une seconde et dépend également de deux inconnues : l'évolution de l'inflation et les politiques monétaires des banques centrales.

**Change Euro Dollar (1 Euro = ...\$)**



Sources : Covea Finance, Bloomberg



Pour contrer l'effondrement de l'économie dite réelle à partir de 2009, les banques centrales des pays développés ont fait exploser la taille de leur bilan, procédant à une création monétaire hors normes. Pourtant, l'afflux de liquidités ne s'est pas traduit dans des indices de prix, un paradoxe que nous expliquons à travers la structure de l'emploi et des rémunérations. L'action des banques centrales est aujourd'hui contestée. On leur reproche d'avoir favorisé la revalorisation des actifs financiers et immobiliers. Il est légitime de s'interroger sur les biais induits dans les valorisations, un élément de fragilité pour les valeurs financières et immobilières. Beaucoup appellent de ce fait à une normalisation des pratiques et une réduction des bilans. De nouvelles équipes dirigeantes sont appelées à se mettre en place dans les prochaines années au sein des principales banques centrales et elles devront assurer la sortie de ces politiques monétaires non conventionnelles avec, en toile de fond, une interrogation : un retour à la normale en matière monétaire peut-il se faire sans heurt pour la croissance et les marchés ?

Le contexte géopolitique et militaire tendu en est une troisième.

L'extrait d'une analyse de la CIA est révélateur à cet égard :

« L'avenir proche :  
Les tensions augmentent.

Ces tendances mondiales remettant en question la gouvernance et modifiant la nature du pouvoir, vont avoir des conséquences notables au cours des cinq prochaines années. Elles entraîneront partout, et quel que soit le type de gouvernement, une augmentation des tensions, à l'intérieur du pays mais aussi entre eux. A court terme, cette situation contribuera à intensifier la menace terroriste et déstabiliser le futur ordre mondial »<sup>1</sup>.

## Dans un monde qui cherche à créer de nouvelles formes de liens commerciaux et militaires.

<p><b>ASIE</b></p> <p><b>Politique internationale</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Tensions entre la Corée du Nord, la Corée du Sud et les Etats-Unis</li> <li>Tensions territoriales en Mer de Chine</li> </ul>	<p><b>Politique économique et commerciale</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Projet des nouvelles routes de la soie (Asie, M. O., Afrique)</li> <li>Création de l'AIB (Banque Asiatique pour les investissements en infrastructures), à l'initiative de la Chine</li> <li>Les négociations commerciales pour la création du TPP (Partenariat Trans-Pacifique, hors Chine) se poursuivent sans les Etats-Unis</li> </ul>	<p><b>Echéances politiques</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Chine : réunion du Congrès du Parti communiste à la mi octobre</li> <li>Japon : élection législative en octobre</li> <li>Japon : projet de révision de la Constitution pour remilitariser le pays</li> </ul>
--	---	--

**EUROPE**

**Politique internationale**

- Sanctions diplomatiques et commerciales avec la Russie jusqu'en mars 2018 liées à la crise en Ukraine
- Négociations autour de la sortie du Royaume-Uni de l'UE
- Gestion de la crise des réfugiés et tensions avec la Turquie

**Politique économique et commerciale**

- Signature d'un nouvel accord commercial avec le Canada (sept 17)
- Négociations en cours sur un accord commercial avec le Japon et un autre avec le Mercosur
- Suspension des négociations sur l'accord commercial avec les Etats-Unis (TTIP)
- Propositions en débat sur l'intégration politique, économique et budgétaire en Europe

**Echéances politiques**

- Election législative en Italie (T1 18)
- Conseil Européen (déc. 17)

**MOYEN-ORIENT**

<p><b>Politique internationale</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Tensions entre l'Arabie saoudite et l'Iran</li> <li>Conflit international et guerre civile en Syrie</li> <li>Opérations militaires contre Daech en Syrie, Irak et Afghanistan</li> </ul>	<p><b>Politique économique et commerciale</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Embargo de l'Arabie Saoudite, de l'Egypte, du Yémen et des Emirats Arabes Unis à l'encontre du Qatar depuis juin 2017</li> <li>Prochaine réunion de l'OPEP le 30 novembre 17</li> </ul>
--	--

**ETATS-UNIS**

**Politique internationale**

- Menace de conflit armé avec la Corée du Nord
- Tensions diplomatiques avec la Russie
- Critique de l'accord nucléaire iranien
- Evocation d'une intervention armée au Venezuela
- Volonté de construction d'un mur à la frontière mexicaine

**Politique économique et commerciale**

- Renégociation de l'ALENA
- Retrait du Partenariat Trans-Pacifique (TPP)
- Droits de douanes sur les importations de bois de construction canadiennes.

**Echéances politiques**

- Election de mi-mandat au Congrès en novembre 2018

**Légende de la carte**

- Foyer de tensions
- Echéances politiques

1 Le Monde en 2035 vu par la CIA, éd. Equateurs Documents.

### III. Analyse des marchés financiers

#### Grandes tendances des marchés financiers depuis 2006

En 2006, la FED procède à un resserrement des conditions d'accès à l'argent à court terme. En décembre de cette même année, le secteur immobilier américain touche un point record. L'année suivante, les premiers toussotements du secteur bancaire se font entendre, les bourses se replient fortement dès le mois de juillet 2007, six mois après le retournement du secteur immobilier, un mouvement qui va s'amplifier avec la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers en septembre 2008 et l'effondrement de l'économie mondiale qui a suivi.

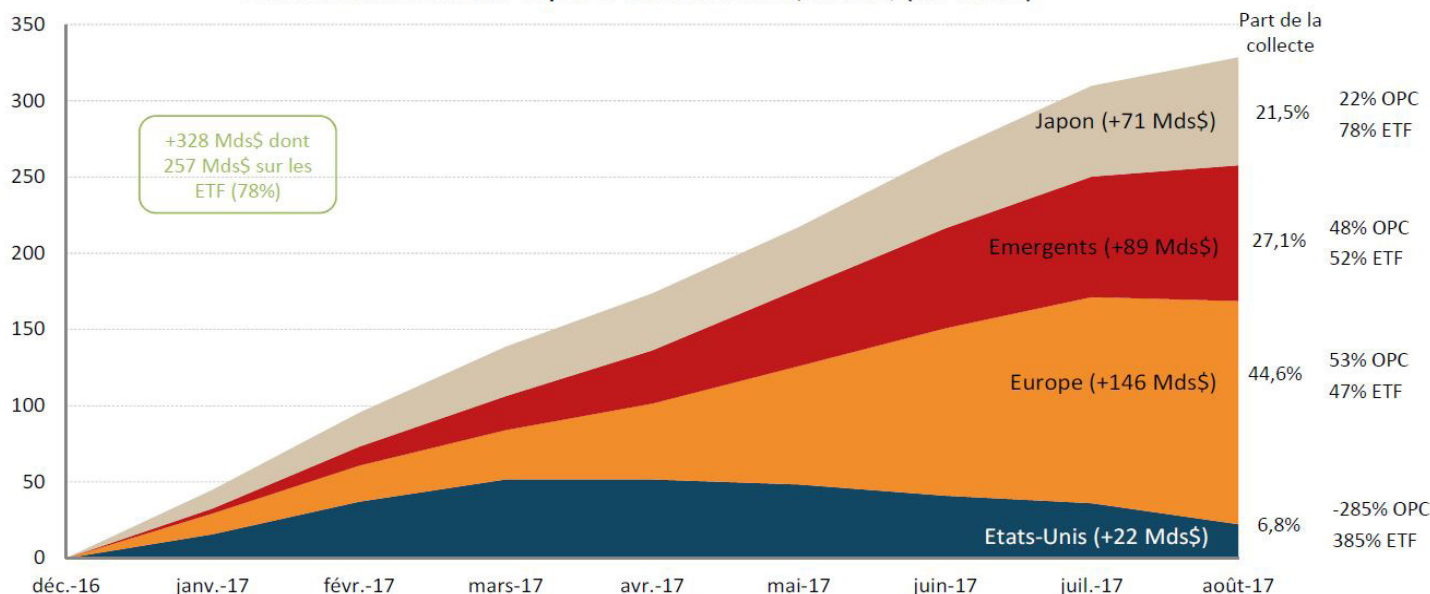
Entre 2006 et 2008, les bourses mondiales vont baisser de concert, avec une baisse particulièrement forte pour les marchés asiatiques mais la reprise au cours des huit années suivantes sera inégale. La crise financière et son pendant, la crise économique, partie des Etats-Unis, pénaliseront davantage les bourses non américaines, en euros comme en devises locales. Ainsi, le S&P500 a progressé de 100% (en euros) entre le 31 décembre 2006 et le 6 octobre 2017. En dollars, la performance américaine reste forte à plus de 80%.

Le marché de la zone euro, évalué à travers l'indice MSCI EMU, a affiché la plus mauvaise performance. Au 6 octobre 2017, la bourse européenne était toujours dans le rouge à -17%. Néanmoins, si le rattrapage de la bourse européenne est loin d'être garanti, celle-ci devrait être en mesure de combler une partie de son retard. Depuis le début de l'année, l'Europe surperforme ses consœurs japonaise et américaine en euros sans toutefois réussir à se hisser au niveau des marchés asiatiques. Les flux sont un facteur de soutien majeur. L'Europe en est le plus gros bénéficiaire depuis le début de l'année, loin devant les Etats-Unis avec respectivement 147 milliards et 22 milliards de dollars collectés. Les ETF représentent toujours une part essentielle de cette collecte. En Europe, ils pèsent pour 47% des flux. Aux Etats-Unis, ils permettent même de compenser les sorties sur les OPC (-63 Md de dollars, +85Md de dollars de collecte ETF).

L'année 2017, malgré ces fortes disparités en termes de flux et de performance, est clairement marquée par le plébiscite des actions. Tous les marchés boursiers que nous suivons sont en collecte positive. De janvier à août, les actions ont ainsi bénéficié d'un afflux net de 328 milliards de dollars, à comparer avec des retraits de 88 milliards subis sur la même période en 2016.

#### Des flux sur l'ensemble des zones d'investissement « actions » alimentent cette hausse...

Cumul des flux mondiaux\* depuis le début de l'année, en Mds\$ (ETF et OPC)



\* Les fonds « Monde » sont répartis par zone en transparence.

- 328 Mds\$ collectés de janvier à août sur les actions contre une décollecte de 88 Mds\$ sur la même période en 2016.



## Des facteurs de soutien communs aux marchés boursiers

L'année 2017 est marquée par la résistance des marchés boursiers malgré une période de pause relativement longue au cours de l'été. Cette résistance doit nous interpeller. Avons-nous affaire à une sorte de myopie générale ou au contraire faisons-nous face au retour d'un optimisme étayé par des faits et des données suffisamment solides justifiant un retour en grâce des placements actions ? La réponse est complexe. Des facteurs adverses et des facteurs favorables s'opposent.

Concernant les facteurs adverses, on distingue :

- Un contexte géopolitique qui ne cesse de se tendre depuis l'explosion du « Printemps arabe » de 2011.
- Une sortie annoncée des politiques monétaires exceptionnelles des banques centrales et principalement des deux plus importantes, la FED et la BCE.
- Des valorisations tendues sur le marché américain.
- Un contexte politique européen complexe que les élections allemandes n'ont pas éclairé. La chancelière Angela Merkel devrait se retrouver prisonnière d'une nouvelle coalition si le SPD persiste dans son refus de participer au gouvernement.
- Un contexte politique américain perturbé avec un Président en difficulté dans la validation de son projet économique.
- Un contexte international marqué par la contestation du multilatéralisme.

Concernant les facteurs favorables, sont à noter :

- L'embellie conjoncturelle, désormais sensible en zone euro, est suffisamment partagée dans le monde et se traduit pour les entreprises de toutes zones par la hausse des chiffres d'affaires et des résultats. La politique de dividendes reste généreuse.
- Le marché actions tant en termes de rendement présent que d'espérance de rentabilité, reste attractif par rapport aux marchés obligataires, dettes souveraines ou crédit. Cette attractivité en termes de risque en capital reste importante, particulièrement vis-à-vis des obligations du secteur privé. C'est particulièrement

vrai pour un marché en retard comme le marché européen.



- Les opérateurs sont très sensibles aux anticipations des analystes sur l'évolution attendue des bénéfiques. Or, ces derniers soutiennent que la hausse et l'accélération de la croissance des bénéfiques vont se poursuivre, portées à la fois par un environnement mondial nettement plus porteur que celui des dix dernières années mais aussi par les effets positifs sur les résultats des efforts d'adaptation des entreprises qui ont survécu à dix ans de crise financière et économique à multiples facettes et ont dû s'adapter à des ruptures technologiques majeures simultanément.

## Nos positions et notre stratégie

Ainsi, nous maintenons notre préférence pour le placement en actions. Cela se traduit dans nos portefeuilles par une allocation importante sur cette classe d'actifs. Néanmoins, nous restons vigilants sur l'environnement de ces marchés car les risques sont importants. Nous envisageons un nouveau programme d'investissement conséquent sur un équivalent CAC40 de 4800 afin de renforcer nos positions cœur et d'investir dans des valeurs appelées à devenir des leaders de la cote dans les prochaines années. Nous maintenons notre hiérarchie favorable à l'euro, l'Europe, le Japon et les Etats-Unis. Des facteurs spécifiques, propres à chaque marché, expliquent notre préférence pour les marchés européens, et en particulier pour les bourses de la zone euro. Le premier concerne le marché américain qui a eu nos faveurs jusqu'en 2013. Celui-ci a encore progressé de près de 14% au 6 octobre 2017 depuis le début d'année en devise locale. Aujourd'hui, les valeurs américaines, de manière générale, offrent des valorisations boursières tendues, un risque alors que la sortie de la politique monétaire non conventionnelle s'accélère. La politique monétaire de la FED soutient notre préférence européenne pour deux autres raisons :

- La FED est très en avance par rapport à la BCE dans la normalisation de sa politique.
- L'incertitude sur la parité dollar-euro. Actuellement, le dollar américain réagit à une anticipation d'écrasement du différentiel de croissance entre les deux zones. L'écart de rendement très favorable au dollar n'a guère d'influence, le contexte géopolitique non plus. Alors que la FED alloue du dollar entre 1 et 1.25%, la BCE alloue de l'euro à un taux de 0%.

## Chronologie de la sortie progressive de la politique monétaire quantitative (Réserve fédérale et BCE)

Légende		2012		2013		2014					2015	2016	2017			
		Assouplissement		Resserrement												
 Programme d'achat d'actifs (QE)		13/09/12 achat de MBS pour 40 Mds\$ par mois sans mention de date de fin	12/12/12 achat de 85Mds\$ par mois sans mention de date de fin	01/05/13 Première mention d'une possible réduction du rythme des achats d'actifs	22/05/13 Bemanke devant le Congrès : "nous pourrions réduire les achats d'ici quelques réunions"	18/12/13 Première réduction des achats mensuels d'actif du QE3: 75 Mds\$ par mois	29/01	19/03	30/04	18/06	30/07	17/09	29/10/14 Fin du programme d'achat QE3. Poursuite des réinvestissements		05/04/17 Première mention d'une future modification de la politique de réinvestissement	20/09/17 Décision du FOMC de réduire la cadence des réinvestissements à partir d'octobre
						6 mois		10 mois								
Taux directeurs (%)												16/12/15 hausse du taux directeur à [0,25% ; 0,5%]	14/12/16 hausse du taux directeur à [0,5% ; 0,75%]	15/03/17 hausse du taux directeur à [0,75% ; 1%]	14/06/17 hausse du taux directeur à [1% ; 1,25%]	
		2015		2016		2017		2018								
 Programme d'achat d'actifs (PSPP)		22/01/15 Annonce du programme d'achat d'obligation souveraine PSPP 60Mds€/mois. Fin initiale PSPP : fin septembre	10/03/16 Prolongation et extension des achats mensuels du PSPP 80Mds€/mois. Fin annoncée PSPP : fin mars 2017	08/12/16 Prolongation et réduction des achats mensuels du PSPP 60Mds€/mois (incluant ABSPP et CBPP3). Fin annoncée PSPP : fin décembre 17	27/06/17 Discours de M. Draghi à Sintra perçu comme une inflexion vers une réduction des achats mensuels du programme PSPP	26/10/17 Réunion de politique monétaire durant laquelle la BCE devrait annoncer une réduction de ses achats mensuels à partir de 2018	6 mois : janvier 2018					10 mois : fin 2018				
	Taux directeurs (%)	09/12/15 Baisse du taux sur la facilité de dépôt de -0,2% à -0,3%	16/03/16 Baisse du taux sur la facilité de dépôt de -0,3% à -0,4% et du taux de refi de 0,05% à 0%													

Source : Covéa Finance, Fed, BCE

\* La date de départ retenue pour chaque frise chronologique correspond à l'annonce du programme d'achat d'actifs (QE3 pour la Fed et PSPP pour la BCE)

Néanmoins, nous restons actifs et opportunistes sur les thèmes structurels qui ont notre faveur et nous pourrions être amenés à revoir notre hiérarchie si le marché européen venait à s'essouffler.

Deux risques à l'origine d'une potentielle révision de nos choix :

- Le retour du risque euro en cas de nouvelles discordes ou d'absence d'avancées de la construction européenne dans le sens attendu par les marchés.
- Un plafonnement plus rapide du rebond conjoncturel de l'économie parallèlement à des anticipations plus favorables sur les Etats-Unis en cas de succès de l'administration actuelle sur la réforme fiscale.

Le retard de performance historique entre certains marchés européens et les Etats-Unis plaident aussi pour une préférence européenne. Les déboires successifs de l'Union européenne depuis la création de l'euro ont eu tendance à occulter un fait majeur : l'Europe est un rouage essentiel de la croissance mondiale et du commerce en raison

de la taille de son marché et du poids de sa classe moyenne, plus homogène que dans les pays anglo-saxons ou les pays émergents. L'amélioration quasi simultanée de la conjoncture européenne et de l'économie mondiale se traduit dans les bénéfices des entreprises, dont la croissance est supérieure à celle des bénéfices des entreprises américaines en dehors des financières et des services aux collectivités et favorise une revitalisation de nos marchés boursiers. Taux d'intérêt faibles et résultats positifs poussent les entreprises, restructurées, à se mettre en ordre de marche et à se tourner vers l'avenir. Introduction en bourse, fusion-acquisition, dynamisme du private equity européen sont autant de stimulants boursiers.

Des points d'intervention bien identifiés restent d'excellents contributeurs à la performance de long terme actions. Mais, comme nous le soulignons déjà ces mois derniers, la sélection de valeurs va rester également une source de performance et de protection dans les phases de baisse.

Trois raisons justifient la sélectivité :

- Les ETF occupent une place grandissante dans la gestion d'actifs.

Rapidité de mouvements et taille viennent perturber la valorisation des indices, d'où l'importance d'anticiper les risques de réallocation qui affectent en premier les plus grosses capitalisations. Cette configuration se traduit par une prime à la performance sur les petites et moyennes valeurs. Elles attirent toujours plus les gérants de long terme qui travaillent sur des titres aux fondamentaux et perspectives lisibles et attractifs dans un monde extrêmement changeant.

- La parité euro-dollar.

Les fluctuations de celle-ci n'ont pas les mêmes effets suivant que l'entreprise est exportatrice et concurrente à l'international des entreprises américaines, ou qu'elle réalise une partie de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis.

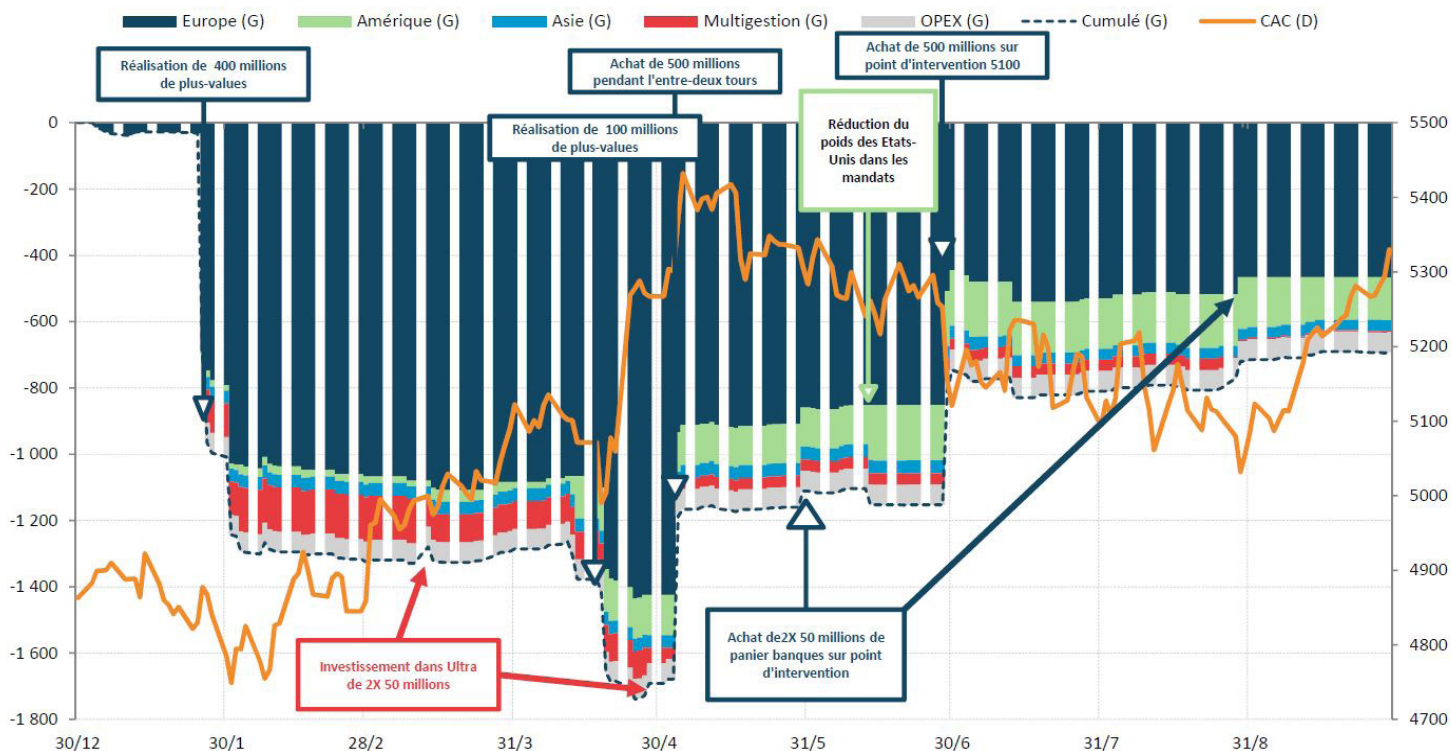
- Le monde de rupture dans lequel nous nous sommes installés.

La rupture dans les modes de consommation et de distribution menace les grands distributeurs. Aux Etats-Unis, les faillites s'enchaînent avec plus d'une vingtaine de chaînes de distribution, au premier rang desquelles Toys R Us. Le secteur automobile est également touché et doit faire face aux ruptures technologiques et à la pression accrue pour une automobile « propre ».

Plus largement, le développement rapide des technologies autour du concept d' « intelligence artificielle » a des impacts forts tant sur le niveau d'investissement exigé que sur les politiques de ressources humaines, le défi du recrutement de compétences rares et la gestion des fins de carrière aux compétences passées, mais plus largement sur les modèles économiques futurs.

Notre préférence pour les actions européennes ne remet pas en cause la poursuite de la diversification en termes de classes d'actifs et de zones géographiques. Ces diversifications sont pensées dans la logique économique et financière à la base de notre stratégie d'investissement. Ainsi, l'Asie et le Japon restent des zones d'investissement pour nos économies. Dans une phase d'expansion économique, sans préjugé de sa durée et de son ampleur, et dans un monde de ruptures technologiques, les champions mondiaux asiatiques sont des valeurs cœur de nos portefeuilles. Dans un monde plus régional que multilatéral, l'Asie offre des possibilités de diversification sur des champions régionaux pertinents également. Nous considérons plus largement que les champions mondiaux asiatiques, assurément à la pointe des défis structurels et des ruptures technologiques, constituent une source d'inspiration dans notre approche des valeurs Nord-Américaines et Européennes et notre compréhension du monde de demain.

Evolution des investissements nets depuis le début de l'année sur les Mandats actions  
Europe - Amérique - Asie - Multigestion



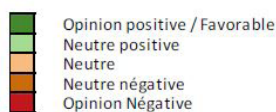
Sources : Covéa Finance ; Reuters

## Conclusion

Nous sommes face à un monde en convalescence sur le plan économique et un monde sous tensions sur le plan géopolitique avec des embûches à déjouer, des incertitudes nombreuses. Le choix de nos placements reste complexe. Pourtant, Covéa Finance milite encore pour le placement actions face à des marchés de taux peu rémunérateurs au regard du risque. Il nous paraît judicieux de se renforcer sur un repli des marchés de 7 à 10 %.

### L'évolution de notre positionnement sur l'environnement économique à Octobre 2017

	Bilan Juin17	Positionnement structurel	Baromètre conjoncturel	Bilan Oct17	Octobre 2017
Etats-Unis	Orange			Vert	Au-delà de l'amélioration conjoncturelle que nous décrivons depuis fin 2016, certains freins structurels semblent progressivement se desserrer (hausse du revenu médian, qualité des emplois créés), ce qui nous conduit à relever notre appréciation structurelle de l'économie américaine à neutre.
Canada	Orange			Vert	Le Canada connaît une amélioration notable de sa situation économique en 2017, après 2 années marquées par les effets de la baisse du prix du pétrole. La dynamique positive concerne autant la consommation et l'investissement des entreprises que le commerce extérieur.
Royaume-Uni	Orange			Orange	L'économie britannique fait face à un ralentissement domestique en lien avec la dégradation de la consommation (hausse de l'inflation, baisse de l'épargne). Les négociations sur le Brexit progressent lentement et restent source d'incertitudes pour les entreprises.
Zone Euro	Orange			Vert	La conjoncture très favorable donne de la visibilité et éclipe quelque peu les défis structurels, notamment l'endettement public. La question du maintien d'une politique monétaire aussi stimulante se pose. Le projet européen pourrait s'étendre dans certains domaines : budget, défense et institutions.
Japon	Orange			Orange	La transmission de la reprise des échanges commerciaux à l'industrie et à l'investissement se poursuit. La consommation profite de cet environnement mais son amélioration pourrait être contenue car les salaires n'accroissent pas. L'inflation est de ce fait toujours faible. Les faiblesses structurelles demeurent.
Chine	Rouge			Rouge	Malgré une stabilité des données conjoncturelles, ainsi qu'une stabilité de la devise et des réserves de change, nous restons vigilants sur l'économie chinoise où les risques financiers restent présents. Un ralentissement brutal n'est toujours pas à écarter.
Autres Asie	Orange			Orange	La zone profite de l'amélioration conjoncturelle globale. La situation structurelle des économies est hétérogène (endettement élevé pour certains, dette extérieure sensible pour d'autres, exposition matières premières pour certains, etc.), mais la plupart bénéficient d'excédents courants importants.
Brésil	Orange			Orange	La sortie de récession est tirée par la consommation, dans un contexte de reflux des tensions inflationnistes et d'assouplissement de la politique monétaire. L'investissement reste en retrait, malgré des signaux de redressement de l'industrie. Sur le plan politique la situation reste instable et les comptes publics dégradés.
Mexique	Orange			Orange	Les incertitudes sont fortes pour l'économie mexicaine dans le contexte des négociations de l'ALENA. Malgré une stabilisation de la devise, les tensions inflationnistes persistent et pénalisent la consommation des ménages. Les effets de la politique monétaire restrictive se diffusent progressivement.
Inde	Orange			Orange	Les effets négatifs à court terme de la démonétisation semblent être derrière nous et les éléments positifs de long terme devraient se mettre en place. La baisse de l'inflation permet à la banque centrale de poursuivre l'assouplissement monétaire. L'Inde doit faire face à de nombreux défis structurels.
Russie	Orange			Orange	L'économie russe sort lentement de récession sous l'effet d'une reprise de la consommation. Le régime de croissance semble plus contraint que par le passé en l'absence de reprise de l'investissement. La banque centrale russe dispose de marges de manoeuvre pour soutenir l'activité avec la décade de l'inflation.
Australie	Orange			Orange	L'investissement des entreprises se reprend, la consommation également. L'endettement élevé des agents économiques privés et la taille de la dette extérieure constituent des éléments de faiblesse. Le lien fort avec la Chine constitue également une source de fragilité.
Nouvelle Zélande	Vert			Vert	Le pays profite de l'amélioration des échanges commerciaux et de son positionnement attractif pour les entreprises. Les prix de l'immobilier et l'endettement des ménages sont des éléments à surveiller.





*Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.*

*Il contient des opinions et analyses conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier.*

*Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.*

*Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.*