



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



Sommaire

Introduction 3

I. Retour sur l'année 2016 4

Un contexte de déflation 4

Des marchés financiers résistants 4

II. Evolution de l'environnement mondial et montée du thème de la reflation dans un contexte géopolitique tendu 4

Les faiblesses structurelles, handicaps à l'expansion créatrice de richesse 5

Des signaux conjoncturels plus rassurants 5

La montée des incertitudes 6

III. Les banques centrales et les marchés des changes 7

IV. Evolution des marchés financiers 7

Les marchés de taux 7

Les marchés actions 8

Conclusion 12



Introduction

L'année 2016 est venue confirmer de grandes tendances déjà présentes, tout en apportant son lot de surprises tant géopolitiques qu'économiques.

Surprenante et imprévisible, 2016 a été marquée par la faiblesse des économies tant développées qu'émergentes. Avec une croissance du PIB mondial extrêmement limitée et des échanges commerciaux en berne, la persistance de taux d'intérêt historiquement bas associée à une inflation faible demeure la problématique majeure des investisseurs travaillant sur des marchés, des taux d'intérêt largement influencés par les banques centrales.



I. Retour sur l'année 2016

En 2016, la prise de risque s'est une nouvelle fois révélée complexe. La faiblesse des revenus récurrents et la survalorisation des titres de taux souverains et privés, combinées à un risque de défaut désormais non rémunéré, ont pesé sur la prise de risque actions. Le manque de visibilité et l'action des banques centrales perturbent la valorisation des actifs.

Un contexte de déflation

Fin 2015, la situation n'était guère différente. Pourtant, si les analyses optimistes dominaient et soutenaient les marchés financiers, elles n'ont pas anticipé l'effondrement du prix du pétrole en dessous de trente dollars le baril et ses nombreuses conséquences. Au grand désarroi des investisseurs, les indices actions ont baissé brusquement en début d'année, un choc brutal que les mesures de la Banque centrale européenne (BCE) et de la banque du Japon n'ont pas réussi à enrayer au premier trimestre. Le ralentissement avéré de l'économie chinoise et les craintes sur l'affaiblissement de l'économie américaine, cause et conséquence de l'effondrement du prix du pétrole, ont visiblement davantage pesé dans la balance. Les taux d'intérêt à long terme ont, quant à eux, baissé davantage, accentuant les craintes d'une stagnation économique séculaire sur fond de déflation, contexte également défavorable au placement actions.

Des marchés financiers résistants

Dans cet environnement pourtant peu propice, les marchés financiers se sont repris à la fin du printemps en dépit d'une baisse importante de très courte durée (moins d'une demi-journée). Ces derniers ont résisté à l'annonce des résultats du référendum britannique, la chute de la livre sterling se voyant même rapidement enrayer. Pourtant avant et après le référendum britannique, les analyses alarmistes, en particulier pour la Grande-Bretagne, s'étaient multipliées. La Grande-Bretagne était menacée d'un recul économique historique dans les quatre prochaines années. L'Europe et même le monde n'en sortiraient pas indemnes.

Cette résistance s'est maintenue jusqu'à la fin de l'année. Les marchés financiers ont survécu et même rapidement plébiscité l'élection de Donald Trump. Pourtant, la perspective de voir élue Hillary Clinton, portée par des sondages extrêmement favorables, était l'argument régulièrement avancé pour justifier la résistance des marchés, portés

également par les résultats des entreprises. Tout en étant assez révélateurs de l'état de faiblesse de l'économie internationale et de son pendant le commerce, les résultats ont démontré la capacité de résistance des entreprises qui naviguent dans un monde plutôt hostile.

Autre point notable également, les marchés ont bien accueilli la décision de la Banque centrale américaine (FED) de procéder à une hausse de ses taux directeurs, lançant le signal d'un cycle de resserrement monétaire à venir. L'envolée des taux d'intérêt à long terme en fin d'année a ainsi eu lieu dans une relative indifférence.

II. Evolution de l'environnement mondial et montée du thème de la reflation dans un contexte géopolitique tendu

Ce début d'année est marqué par une prise de conscience à plusieurs niveaux de la part des décideurs.

La croissance économique mondiale reste poussive, loin de sa moyenne précédant la crise financière de 2008. Plus préoccupant encore, le commerce mondial a fortement ralenti et progresse à un rythme inférieur à la croissance mondiale. Celui-ci n'est donc plus le moteur de la croissance économique, comme ce fut le cas avant la faillite de Lehman Brothers. Cette croissance est aujourd'hui grevée par l'excès de dettes et l'absence d'investissement et ses soutiens, en dehors de l'apport de liquidités par les banques centrales, deviennent donc une question centrale.

La faiblesse de l'activité sur le plan mondial est la résultante de l'existence d'ensembles de pays en stagnation ou en récession et d'autres ayant renoué avec la croissance mais sur des rythmes non comparables à la période pré-crise. Cette bipolarisation vient confirmer le retour à une croissance plus régionale, plus nationale. Les prémices de cette situation sont apparues avec la fin de la coopération internationale intense post-crise.

La notion des perdants et des gagnants de la mondialisation est de plus en plus médiatisée. Celle-ci traduit le mal-être qui s'est emparé des classes sociales les plus défavorisées et des classes moyennes des pays développés. Elle permet également aux tenants de la nécessaire mondialisation de l'économie, source de progrès technique et social, d'expliquer la montée des partis dits populistes soutenus par les perdants de l'ouverture des frontières qui s'est intensifiée au début des années quatre-vingt-dix avec la chute de l'URSS.



Le référendum en faveur de la sortie du Royaume Uni de l'Union européenne, l'élection de Donald Trump à la présidence américaine et l'arrivée au pouvoir de personnalités de partis alternatifs à des élections locales ou régionales, notamment en Grèce, en Espagne ou en Italie, ont pris par surprise tant le monde médiatique que le monde économique et financier qui n'avaient pas anticipé les conséquences que pouvaient avoir l'ouverture des frontières et l'intégration de la Chine dans l'OMC en 2001. Ainsi, les premières mesures prises par Donald Trump, notamment la sortie des négociations du traité transpacifique, sont venues renforcer les inquiétudes des tenants de la mondialisation heureuse.

L'ensemble de ces considérations dessine une question centrale : ces éléments sont-ils le signe de la fin du multilatéralisme qui avait fait la force de l'expansion économique au tournant du siècle ? Si oui, au profit de quel modèle ?

La déstabilisation du cadre des affaires sur lequel ont prospéré les grandes multinationales mais aussi les entreprises de taille moins importante et les pays émergents crée une incertitude pour les milieux d'affaires et affecte la stratégie des entreprises. En tant qu'investisseurs, il est indispensable de nous interroger sur l'évolution du monde dans lequel les entreprises pratiquent leurs activités car leur valorisation en dépend.

Les faiblesses structurelles, handicaps à l'expansion créatrice de richesse

Schématiquement, la croissance mondiale, au lendemain de la chute du mur de Berlin, a reposé sur plusieurs moteurs :

- l'intensification de la désindustrialisation d'une majorité des pays développés, autorisée par l'ouverture des frontières, qui a conduit au transfert de capitaux et de capacités de production vers des pays dits à bas coûts. Ce mouvement de délocalisation de la production et des capitaux a favorisé une forte baisse du prix des produits manufacturés.
- la montée inexorable de l'endettement public amorcée dans les années soixante-dix et quatre-vingt. L'ouverture des frontières a également été marquée par une intensification de la concurrence pour la captation des capitaux et des moyens de production. La fiscalité en a été une des facettes. La baisse tendancielle de la base fiscale des entreprises constitue une des tendances majeures des quarante dernières années. Parallèlement, les dépenses des Etats n'ont fait que croître de manière générale.
- la sophistication des marchés financiers

et des métiers de la banque de financement et d'investissement s'est accompagnée d'une ouverture de l'accès aux crédits, en particulier des crédits à la consommation et des crédits aux entreprises. Le recours à l'endettement a permis aux entreprises d'utiliser abondamment les effets de levier de leur bilan.

Le développement des pays émergents s'est accompagné de l'amplification de la désindustrialisation de la plupart des pays développés. Celle-ci s'est traduite par la stagnation des revenus du travail dans les pays développés sur fond d'inégalités de revenus et de richesses croissantes. Les pertes d'emplois à valeur ajoutée et le déclassement d'une partie de la classe moyenne sont les symptômes du déraillement du système qui allait mener à la faillite de Lehman Brothers.

Pendant longtemps, la baisse tendancielle des prix des produits, en particulier ceux fabriqués en Chine, a permis de compenser la stagnation des revenus par la progression du pouvoir d'achat des consommateurs. L'accès facilité au crédit à la consommation pour les ménages les plus fragiles a contribué à soutenir une consommation en volume historiquement très élevée devenant le principal moteur de la croissance du produit intérieur brut.

Des signaux conjoncturels plus rassurants

La stabilisation de l'activité est observable un peu partout dans le monde comme le confirment de nombreux indicateurs d'enquête.

La hausse des prix du pétrole et des matières premières aura été l'un des vecteurs du rétablissement de l'activité. Les Etats-Unis ont connu une nette décélération de croissance à la fin de l'année 2015 et sur une grande partie de l'année 2016. Le retour d'un prix du pétrole au-delà de 50 dollars le baril après un dangereux point bas à 28 dollars, a éloigné le spectre d'une faillite en chaîne des producteurs de pétrole, nombreux, endettés auprès des banques et sur le marché des titres à haut rendement, mais aussi de leurs fournisseurs.

Le prix du pétrole et des matières premières a été identifié par Covéa Finance comme une variable clé à suivre dans le cadre de notre compréhension du monde et ses implications en termes de stratégie d'investissement lors des précédents PEF. Nous considérons que la hausse des prix serait une bonne nouvelle pour les pays producteurs avec le retour d'un transfert positif de richesse entre consommateurs et producteurs. L'amélioration conjoncturelle que nous observons depuis quelques mois s'explique d'ailleurs en partie par la



remontée des prix. Le retour à une tendance plus positive s'est traduit aux Etats-Unis, en Europe et au Japon par une accélération, bien que modeste, de la croissance.

Le contexte actuel ne favorise pas le retour de la croissance sur la base de moteurs sains et les contraintes déjà identifiées (excès d'endettement, canaux de financement bridés, etc.) freinent la reprise.

De plus, les tendances démographiques dans les pays développés « vieillissants » et dans les pays en développement avec une explosion de la population jeune sont source d'instabilité. Le vieillissement de la population pèse sur les dépenses de santé et sur le financement des retraites avec le risque de maintenir au travail une population moins productive parce que peu formée aux nouvelles technologies. Il pose aussi la question du potentiel de croissance des pays touchés et la question des flux migratoires, un des facteurs d'incertitudes dans un avenir proche.

La montée des incertitudes

Les difficultés perdurent alors que de nombreux pays ont un besoin vital de renouer avec une croissance, forte et de qualité, créatrice d'emplois à valeur ajoutée et donc offrant de véritables gains de productivité nécessaires à la reprise de la progression des revenus, à la baisse du nombre de personnes sans activité ou en sous-emploi. L'exercice s'avère d'autant plus difficile qu'un grand nombre d'experts annoncent des destructions massives d'emplois avec le déploiement des nouvelles technologies et la robotisation des économies.

La « reflation » de l'économie mondiale avec une reprise économique de meilleure qualité et le retour d'une inflation plus soutenue, attendue avec l'embellie conjoncturelle, est un thème qui ne pourra pas prospérer durablement en raison des contraintes actuelles et à venir. Elles pourraient confirmer rapidement la tendance déflationniste d'une partie conséquente des revenus accompagnée d'un renforcement de la bipolarisation des sociétés. « Ubérisation », chômage et sous-emploi de masse anticipés pour cause de robotisation des économies accentuent le poids des emplois faiblement qualifiés dans le secteur des services et tirent vers le bas les gains de productivité.

Les déséquilibres mondiaux des comptes courants sont sources de tensions de plus en plus vives entre les pays. Depuis la création de l'OMC (organisation mondial du commerce), le déficit des Etats-Unis n'a cessé de s'aggraver.

La crise financière partie des Etats-Unis a évolué vers une crise proprement européenne : crise sur les dettes souveraines, crise bancaire européenne avec une réponse budgétaire d'austérité. Malgré la crise et ses conséquences en matière d'emplois, l'Allemagne affiche un record historique de son excédent courant dont la plus grande partie vient de l'excédent commercial. Il s'est considérablement accru vis-à-vis des Etats-Unis. La croissance allemande a atteint 2% par an en moyenne entre 2010 et 2016. Sans la contribution positive du commerce extérieur, le pays aurait affiché une croissance de seulement 1,5%. Du côté des Etats-Unis, la contribution négative du commerce extérieur leur a coûté 0,2% de croissance annuelle sur la même période.

L'effondrement du secteur de l'acier en Europe où les intérêts américains dans la filière sont très présents, victimes des surcapacités chinoises, renforce le sentiment de manque de maîtrise des accords multilatéraux. La Chine a en effet inondé le marché mondial de l'acier avec des prix artificiellement bas, un épisode particulièrement marquant des faiblesses générées par l'organisation multilatérale des échanges.

Aggravation des déficits des uns et explosion des excédents des autres menacent les équilibres géopolitiques et mettent la suprématie américaine sous pression ; désindustrialisation des uns au profit des autres fourbissent les armes des tenants d'un arrêt de la mondialisation des économies.

Donald Trump, récemment élu, opposé à l'OMC et au multilatéralisme, en est un exemple probant.

Il est difficile de dire aujourd'hui sur quelles bases se feront les échanges de demain, d'anticiper les options stratégiques que vont prendre les entreprises sur des marchés peut être moins ouverts.

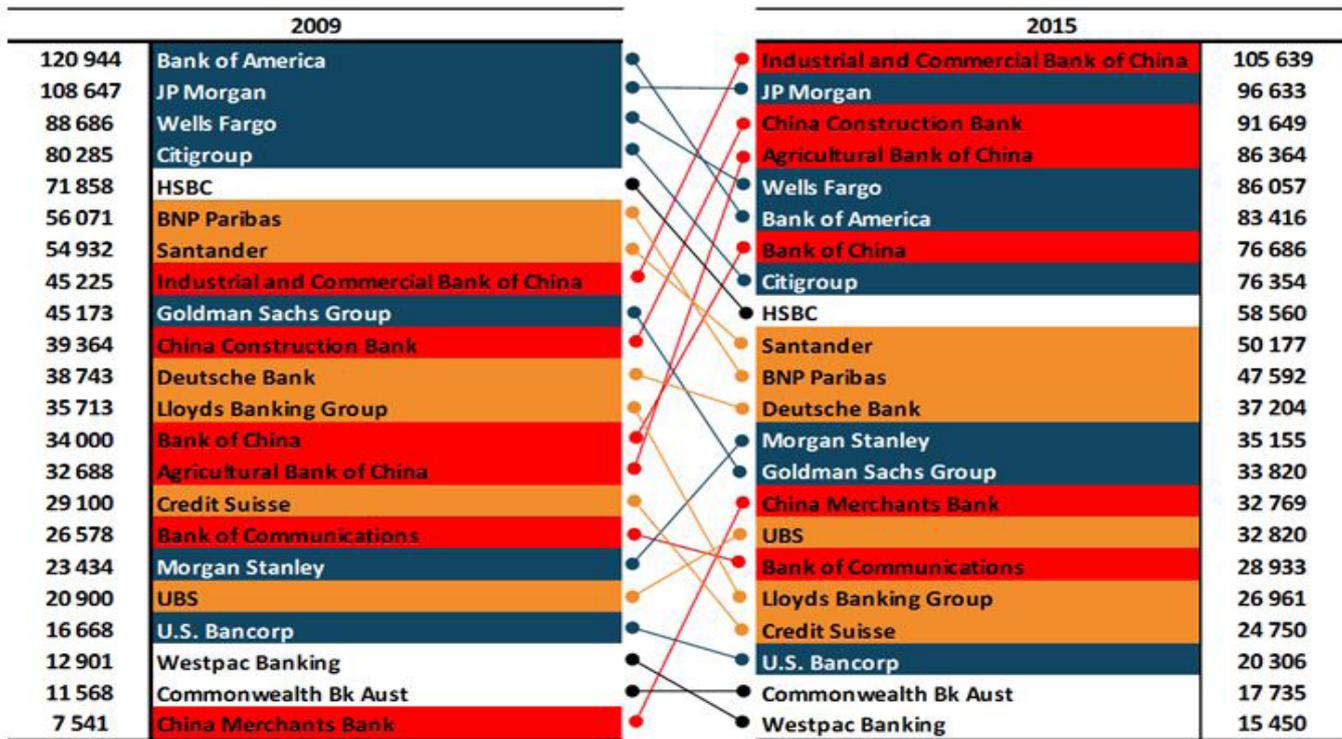
L'évolution du classement des 20 premières banques mondiales est une illustration supplémentaire de la montée en puissance de la Chine au détriment des Etats-Unis.

Comprendre et prévoir les conséquences d'une hiérarchie bancaire bouleversée sur le financement de l'économie mondiale est aujourd'hui compliqué.

Les incertitudes sont également géopolitiques. De nombreuses élections risquent de transformer le paysage politique de l'Europe. Le Moyen-Orient reste un foyer de conflits et une source d'instabilité, notamment pour le marché pétrolier. Enfin, la

hausse généralisée des dépenses militaires constitue un signe évident des tensions géopolitiques appelées à s'amplifier.

Classement mondial des 20 plus grandes banques en 2015 et leur évolution depuis 2009 (par PNB en millions de dollars)



Source : Covéa Finance



III. Les banques centrales et les marchés des changes

L'amélioration conjoncturelle réelle, mais toujours à la merci des faiblesses structurelles qui entravent l'accélération de l'activité aux Etats-Unis comme dans le reste du monde, plaide pour une sortie toujours progressive de la politique monétaire d'exception de la Banque centrale américaine (FED). Cette sortie se fera par le biais de hausse des taux d'intérêt à court terme et donc par une augmentation du coût de l'argent. Cependant, la normalisation de la politique monétaire ne sera complète que lorsque la FED cessera de maintenir ses investissements en emprunts du Trésor américain. Tant qu'elle maintient ses interventions sur le marché obligataire, elle continuera d'influencer l'orientation des taux d'intérêt à long terme et sa devise. Le dollar devrait continuer de s'apprécier porté par le différentiel de taux entre les Etats-Unis et l'Europe.

IV. Evolution des marchés financiers

Les marchés de taux

La hausse des taux est générale. Même l'Allemagne n'a pas été épargnée. L'écart très élevé des taux à long terme entre les emprunts de l'Etat fédéral américain et les emprunts de l'Allemagne, marché directeur de la zone euro, a servi de corde de rappel. La hausse des taux américains s'est rapidement stabilisée. Officiellement pourtant, les politiques monétaires de la FED et de la BCE divergent. Cette dernière reste l'investisseur le plus important de la zone. Les marchés de taux anticipent non sans raison un arrêt de la politique d'expansion du bilan de la BCE en raison de son appel répété à un passage de relais aux gouvernants de la zone.

Du côté de l'évolution du niveau général des prix, la stabilisation de la zone euro et l'amélioration certes fragile de la conjoncture européenne, as-

sociétés à la hausse du prix de l'énergie et des matières premières, laissent espérer une accélération de l'inflation, objectif de la BCE.

Le climat politique européen avec des enjeux électoraux majeurs fait monter les incertitudes, c'est un facteur de hausse des taux.

De plus, l'écartement des rendements entre les emprunts allemand et français déjà en place depuis quelques semaines est une manifestation tangible du prix de l'incertitude politique.

Malgré ce contexte, la hausse des taux devrait rester gérable pour les investisseurs de long terme que nous sommes.

La croissance des zones concernées reste sous contraintes et la croissance mondiale très modérée : deux éléments qui concourent à limiter le risque de flambée des prix des matières premières. C'est particulièrement vrai pour le marché du pétrole, déstabilisé par l'explosion de la production américaine ces dernières années.

La hausse des taux devrait également être plafonnée par les politiques d'achats de titres des banques centrales. La FED reste un acteur majeur sur le marché de la dette publique américaine. En effet, bien qu'elle ait stabilisé la taille de son bilan, celui-ci n'a toujours pas été réduit.

Les remboursements de titres arrivés à échéance sont réinvestis sur de nouveaux titres de même nature. La BCE, quant à elle, est toujours en phase d'expansion de son bilan et on peut s'attendre à ce qu'elle sorte de cette phase avec un objectif de stabilisation de la taille de son bilan et non de sa réduction. L'écart des taux entre les obligations à 10 ans et à 30 ans le confirme. La pente de la courbe des taux est au plus haut historique mais se stabilise depuis plusieurs mois autour de 100 points de base.

Les marchés actions

Covéa Finance a identifié deux catalyseurs de la hausse des marchés en 2016 et en ce début de l'année 2017 : le Brexit et l'élection de Donald Trump.

Ces deux événements, présentés par les institutions internationales et nationales comme source de risques pour la croissance mondiale et désastreuses pour l'économie britannique, ont été plébiscités par les marchés financiers pourtant intéressés à une organisation économique mondiale forte et dont les acteurs sont souvent acquis aux bienfaits de la mondialisation fondée sur l'OMC et les accords multilatéraux. En outre, ils interviennent dans un contexte d'amélioration conjoncturelle des économies. Les marchés en attendent visiblement une impulsion de croissance supplémentaire.

Cette vision globale est confortée par les choix sectoriels. Les marchés ont systématiquement joué les mêmes secteurs à la hausse (la finance par exemple) et à la baisse (la consommation non cyclique).

Malgré la tendance positive générale, les flux sont restés plutôt portés sur le marché américain au détriment de l'ensemble des autres zones. Cependant, l'analyse des données microéconomiques de secteurs sensibles aux cycles économiques, comme le transport, est venue conforter le diagnostic porté sur la macroéconomie, à savoir une amélioration conjoncturelle réelle en Europe comme aux Etats-Unis.

La diversification au sein de la classe Actions reste un thème d'investissement.

	Taux 10 ans (%) au			Ecart contre France (en pb) au 28/02/17	Δ (en pb) des taux à 10 ans depuis le	
	23/09/16	30/12/16	28/02/17		23/09/16	30/12/16
Allemagne	-0,08	0,20	0,21	-68	29	1
France	0,21	0,68	0,89		68	21
Espagne	0,97	1,38	1,64	75	67	26
Italie	1,21	1,81	2,08	119	87	27
Portugal	3,36	3,75	3,85	296	49	10
US	1,62	2,45	2,39	150	77	-6
UK	0,73	1,24	1,15	26	42	-9
Japon	-0,05	0,04	0,05	-84	10	1



Le marché américain

Les entreprises américaines sont-elles à un tournant ?

Dans un contexte anxieux quant aux bases des échanges mondiaux de demain, le marché américain apparaît protecteur malgré son avance considérable en termes de performance.

En effet, l'exposition domestique des entreprises américaines reste importante alors même que les marges restent très élevées comparées à leurs homologues étrangers, notamment européens. Il convient de rappeler également la modification de profil américain qui est redevenu producteur et exportateur de pétrole, un profil qui devrait profiter des ambitions économiques des Etats-Unis portées par la nouvelle administration américaine.

Le marché américain semble avoir retrouvé de l'attractivité et nous le considérons moins comme un marché par défaut.

Trois points sont néanmoins à surveiller :

- Le niveau du dollar : un retour au-dessus de 1,08 n'est pas à exclure.
- L'endettement important des entreprises.
- Un reflux d'une petite dizaine de pour cent du marché nous apparaît possible.

Le marché européen

L'amélioration conjoncturelle se traduit dans le redressement des résultats des entreprises européennes qui maintiennent des taux de dividendes attractifs au regard des taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat. Le reflux de l'euro face au dollar sera un soutien pour les résultats des entreprises dont une partie du chiffre d'affaire est réalisée aux Etats-Unis tandis que l'euro redonne de la compétitivité « prix » aux entreprises fabriquant en Europe.

Les marchés européens devraient aussi bénéficier de l'inflexion de la régulation sur certains secteurs, comme ceux des télécoms et des services aux collectivités, dont les performances boursières ont été durablement sous pression en raison d'un contexte réglementaire qui a fortement pesé sur leur rentabilité.

Dividendes, résultats et devises sont des soutiens importants au marché mais une mécanique de flux positive doit s'enclencher pour retrouver un élan puissant de hausse. Par ailleurs, les stratégies des entreprises pourraient être bousculées

par un environnement commercial moins propice au libre-échange et le risque politique reste un autre danger de court terme.

Il nous semble néanmoins judicieux de se constituer un programme d'investissement en actions européennes à 4600 points sur le CAC 40 dans une logique de long terme mais il est encore trop tôt pour parier sur une performance du marché européen sur les autres marchés, c'est pourquoi la diversification internationale reste intéressante.

Les marchés japonais et asiatiques

Plus régional, le continent asiatique reste un point de diversification à la marge. Ses entreprises sont exposées à un double risque :

- le renforcement du protectionnisme américain
- le ralentissement chinois sur fond de crise financière.

Face au ralentissement de la demande en provenance du reste du monde, la Chine soutient sa croissance depuis de nombreuses années via l'endettement au risque de l'éclatement d'une crise financière.

Dans un tel contexte, Covéa Finance opte pour le déploiement d'une stratégie déjà expérimentée au Japon, consistant à investir sur des champions mondiaux ou régionaux.

Notre intérêt pour les champions japonais est soutenu par la nette amélioration des bilans, la baisse de l'endettement et la hausse des marges mais aussi par l'accroissement de leur exposition à l'Asie, confortant l'idée d'une intensification de la régionalisation de l'économie mondiale.

En Asie, c'est bien souvent le caractère incontournable en tant que fournisseur qui motive notre investissement. Sans leur fournisseur asiatique, de nombreuses entreprises occidentales, en particulier américaines, peineraient à produire.



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

	Niveaux			Variations		Extrêmes		Ecart	
	28/02/2017	PEF - 13/10/16	31/12/2016	Depuis 13/10/16	Depuis 31/12/16	Depuis le 31/12/16		Max - dernier point	Max - début année
						Haut	Bas		
Taux Directeur (%)									
BCE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00
FED	0,75%	0,50%	0,75%	0,25	0,00	0,75%	0,75%	0,00	0,00
BOE	0,25%	0,25%	0,25%	0,00	0,00	0,25%	0,25%	0,00	0,00
BCU	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%	1,25%	0,00	0,00	1,25%	1,25%	0,00	0,00
<i>Ecart (Etats-Unis - Zone Euro)</i>	0,75	0,50	0,75						
Taux 10 ans (%) et Iboxxx									
Etats-Unis	2,39%	1,74%	2,44%	0,65	-0,05	2,51	2,31	0,12	0,07
France OAT	0,89%	0,33%	0,69%	0,56	0,20	1,14	0,67	0,25	0,45
Allemagne	0,21%	0,04%	0,21%	0,17	0,00	0,48	0,19	0,28	0,28
Royaume-Uni	1,15%	1,02%	1,24%	0,13	-0,09	1,52	1,08	0,36	0,28
Japon	0,06%	-0,06%	0,05%	0,11	0,01	0,12	0,04	0,06	0,07
Corée du Sud	2,16%	1,54%	2,09%	0,62	0,06	2,24	2,05	0,09	0,15
<i>Ecart (Etats-Unis - France)</i>	1,50%	1,41%	1,76%						
Indice IBOXX Eur Global	226,8	231,6	228,0	-2,1%	-0,5%	228,2	223,9	1,33	0,2
Actions									
S&P(\$)	2 363,6	2 132,6	2 238,8	10,8%	5,6%	2369,8	2238,8	6,1	130,9
S&P(€)				15,7%	5,0%				
CAC 40	4 858,6	4 405,2	4 862,3	10,3%	-0,1%	4924,9	4748,9	66,3	62,5
DAX	11 834,4	10 414,1	11 481,1	13,6%	3,1%	11998,6	11481,1	164,2	517,5
MSPE(€)	1 164,1	1 056,7	1 143,2	10,2%	1,8%	1175,0	1134,6	10,9	31,9
Footsie 100 (£)	7 263,4	6 977,7	7 142,8	4,1%	1,7%	7337,8	7099,2	74,4	195,0
Footsie 100 (€)				9,8%	1,6%				
Nikkei 300 (Yen)	306,3	268,8	304,1	14,0%	0,7%	311,4	301,2	5,2	7,3
Nikkei 300 (€)				9,3%	3,9%				
KOSPI(Won) - Corée du Sud	2 091,6	2 015,4	2 026,5	3,8%	3,2%	2107,6	2026,2	16,0	81,2
KOSPI(€) - Corée du Sud				8,6%	9,5%				
Change									
Euro / \$ (1 Euro = ... \$)	1,058	1,104	1,052	-4,2%	0,6%	1,08	1,04	0,02	0,0
Euro / £ (1 Euro = ... £)	0,854	0,901	0,854	-5,2%	0,1%	0,88	0,84	0,03	0,0
\$ / Yen (1 \$ = ... Yens)	112,77	103,63	116,96	8,8%	-3,6%	117,8	111,7	5,0	0,8
\$ / Won (1 \$ = ... Wons)	1 130,3	1 133,0	1 205,8	-0,2%	-6,3%	1208,3	1130,3	78,0	2,5
Pétrole									
Pétrole (Brent, \$ par baril)	55,69	52,03	56,82	6,8%	-2,2%	57,1	53,6	1,5	0,3

Source : Covéa Finance, Bloomberg



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

	Niveaux			Variations		Extrêmes		Ecart	
	28/02/2017	PEF - 13/10/16	31/12/2016	Depuis 13/10/16	Depuis le 31/12/16	Depuis le 31/12/16 Haut	Bas	Max - dernier point	Max - début année
Taux directeur (%)									
Brésil	12,25%	14,25%	13,75%	-2,00	-1,50	13,75	12,25	1,50	0,00
Russie	10,00%	10,00%	10,00%	0,00	0,00	10,00	10,00	0,00	0,00
Inde	6,25%	6,25%	6,25%	0,00	0,00	6,25	6,25	0,00	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	10,21	11,42	11,43	-1,21	-1,22	11,49	10,08	1,3	0,1
Russie	8,19	8,10	8,29	0,10	-0,09	8,29	7,93	0,1	0,0
Change contre \$ *									
Real (1 \$=... Réal)	3,10	3,20	3,26	-3,1%	-4,9%	3,29	3,06	0,19	0,03
Rouble (1 \$=... Rouble)	58,4	62,9	61,5	-7,2%	-5,1%	61,5	57,1	3,16	0,00
Roupie (1 \$=... Roupie)	66,7	66,8	67,9	-0,2%	-1,8%	68,3	66,7	1,62	0,41
Yuan (1 \$=... Yuan)	6,87	6,73	6,95	2,1%	-1,1%	6,96	6,85	0,10	0,02
Actions									
Brésil - <i>Bovespa</i>	69052,0	61118,6	60227,3	13,0%	14,7%	69052,0	59588,7	0,0	8824,7
Russie - <i>MICEX</i>	2035,8	1976,4	2232,7	3,0%	-8,8%	2285,4	2035,8	249,7	-52,7
Inde - <i>SENSEX</i>	28812,9	27643,1	26626,5	4,2%	8,2%	28893,0	26595,5	80,1	2266,5
Chine - <i>Shangai</i>	3241,7	3061,3	3103,6	5,9%	4,4%	3261,2	3101,3	19,5	157,6
Hong Kong - <i>Hang Seng</i>	23740,7	23031,3	22000,6	3,1%	7,9%	24202,0	22000,6	461,2	2201,4
MSCI - BRIC*	894,0	850,6	813,6	5,1%	9,9%	914,1	812,8	20,1	100,5
Matières premières									
Prix du Pétrole (\$ par baril de Brent)	55,6	52,0	56,8	6,8%	-2,2%	57,1	53,6	1,5	0,3
Indice CRB** (GA%)	432,6	399,5	423,1	8,3%	2,3%	436,9	423,1	4,3	13,8

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 Shangai Composite - indice sectoriel (Immobilier, Matières premières, Utilities, Industriels, "Conglomérats") le plus utilisé pour refléter la performance du marché de la bourse de Shangai ; 5/Hong Kong Hang Seng - indice sectoriel (Matières premières, Utilities, Industriels, Financières), l'unique de Hong Kong

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

**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



Conclusion

A court terme, les premiers signaux d'une embellie conjoncturelle se sont confirmés pour les pays développés. La divergence au sein des pays émergents se confirme avec des écarts de croissance importants. Le nouveau cycle qui s'installe restera à la merci de contraintes toujours présentes bridant les économies. Rappelons les problèmes majeurs actuels : l'excès d'endettement, la panne de l'investissement public et privé, la fragilisation voire le blocage des canaux de financement qui concerne la plupart des régions du monde mais aussi le ralentissement significatif du commerce mondial.

Les derniers développements observés depuis l'automne dernier, avec en point d'orgue l'élection de Donald Trump, confortent notre sentiment. Les bases de l'organisation de l'économie mondiale, telles qu'elles se sont dessinées à partir de la chute du mur de Berlin et l'ouverture de la Chine, chancellent. La contestation de la mondialisation et de son instrument, « les accords multilatéraux de commerce sous l'égide de l'OMC », s'amplifie et trouve un écho dans de nombreux pays, développés comme émergents.

C'est dans un univers en turbulence que notre stratégie d'investissement va devoir se dessiner. Contraintes structurelles et incertitudes devraient maintenir la pression en termes de risques pour les classes d'actifs les plus risqués. Néanmoins, nous pressentons une certaine euphorie s'emparer des investisseurs face à ces incertitudes, soutenue par l'amélioration de la conjoncture des pays développés et l'arrêt de la dégradation de la situation économique de pays comme le Brésil ou la Russie. L'optimisme des investisseurs se traduit dans la performance boursière des principales places financières tout comme la hausse des taux d'intérêt à long terme dans le sillage des emprunts d'Etat américains.

L'amélioration de la conjoncture, largement fondée sur le redressement du prix du pétrole et des matières premières, porte le thème de la reflation des économies développées après avoir craint de sombrer dans la stagnation séculaire et la déflation généralisée. Elle est également confirmée par l'augmentation du nombre de secteurs offrant des opportunités d'investissement.

La remontée des taux d'intérêt à long terme ouvre la voie à un retour sur les placements obligataires mais avec prudence, en allant chercher les points hauts des taux d'intérêt avant d'investir. Néanmoins, investir en obligations comporte un risque : une nouvelle hausse de taux. Le niveau de taux actuel n'est pas encore suffisant pour rémunérer le risque et nous conduit à privilégier encore les placements en actions.

Nous continuons de privilégier les investissements en Europe qui présentent toujours un retard de performance significatif mais nous adoptons une attitude très prudente à l'égard des actions françaises en raison d'un contexte politique très tendu avec une échéance électorale majeure à l'issue incertaine.

Tout investissement financier comporte des risques plus ou moins grands. Tout portefeuille financier se construit en fonction de l'horizon de placement de son détenteur, en fonction de sa capacité psychologique à résister à des baisses boursières de forte amplitude ou de hausses des taux d'intérêt qui entament le capital des titres investis en emprunts obligataires, du degré de richesse accumulée.

L'univers boursier voit son environnement bouleverser depuis la crise financière de 2008 avec un grand saut dans l'inconnu sur l'avenir de l'organisation de l'économie mondiale et du commerce mondial. Le risque politique soutient une politique de diversification en dehors de la zone euro plus agressive.

Les taux d'intérêt restant peu rémunérateurs malgré la récente remontée, il faut maintenir de la réactivité dans les portefeuilles, garder une marge de manœuvre pour se renforcer lors de moments critiques pour les marchés, notamment au moment de l'élection française.

En dehors de la gestion sous mandats des actifs des compagnies d'assurance du groupe Covéa, cette stratégie est également déclinée dans la gamme de fonds de Covéa Finance. Cette dernière se compose de produits purs. La stratégie du PEF se traduit à la marge sur son degré d'exposition aux marchés en fonction de ce qu'autorise le prospectus du fonds. Par exemple, la sous-exposition d'un fonds classique comme Covéa Actions France ne peut excéder 5%. Mais la stratégie du PEF se joue aussi à travers les thèmes d'investissements identifiés.



A côté de ces produits, Covéa Finance offre des produits d’allocations. La latitude de sous- ou sur-exposition aux marchés y est plus importante. Par exemple, le fonds Multi-Emergents peut détenir jusqu’à 40% de liquidités et donc n’être exposé qu’à 60% aux marchés émergents. Enfin, le PEF est un travail de réflexion aboutissant à des idées d’allocations d’actifs qui sont déclinées dans nos produits d’allocation que sont nos fonds profilés et Covéa Patrimoine.

Evolution de notre message à travers les PEF :

	juin-15	oct-15	févr-16	juin-16	oct-16	mars-17
Champions mondiaux ou régionaux	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Emergence de nouveaux besoins	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Société asiatiques en bonne santé	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Valeurs sensibles à la remontée des taux US	Red	Red	Red	Orange	Orange	Orange
Valeurs bancaires asiatiques	Orange	Orange	Red	Red	Red	Red
Actifs réels	White	White	White	Orange	Green	Green
Risque Financier Chinois	Red	Red	Red	Red	Red	Red

Conviction forte sur le thème
Sélectivité
Thèmes à éviter



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

	Oct 16	Positionnement structurel	Horloge conjoncturelle	Bilan
				Mars 17
Etats-Unis				Malgré la faiblesse de la productivité, l'endettement élevé, les inégalités persistantes et notre questionnement sur la qualité des emplois, le programme économique de Donald Trump, bien que comportant quelques zones d'ombres, pourrait apporter un stimulus à l'activité sur le court terme
Canada				Le pays profite de l'amélioration du prix des matières premières, mais pourrait souffrir du durcissement des relations commerciales avec son voisin américain
Royaume-Uni				Structurellement, le pays fait face à des défis importants (productivité, déficit du compte courant) qui pourraient être exacerbés par la sortie du Royaume de l'Union Européenne. Sur le court terme, l'activité est résistante, dans l'attente du déclenchement de l'article 50...
Zone Euro				Malgré la persistance d'un endettement des administrations publiques préoccupant, les éléments encourageants du côté conjoncturel nous font revoir à la hausse la note de la zone Euro. Nous restons prudent en anticipant une poursuite d'une croissance modérée de l'activité
Japon				Bien que l'endettement du gouvernement et la taille du bilan de la BoJ soient sources d'instabilité, et que la faible distribution de la valeur ajoutée aux salariés pèse sur la consommation, l'activité bénéficie de la reprise des échanges commerciaux
Chine				Nous anticipons une stabilisation de l'activité sans écarter les risques d'un ralentissement brutal lié à l'accumulation de déséquilibres structurels (endettement, créances douteuses, sorties de capitaux, etc.). Les futures relations avec les Etats-Unis sont une source d'incertitude
Autres Asie				Les autres pays d'Asie semblent bénéficier de la reprise des échanges commerciaux. Toutefois, les incertitudes liées à la politique américaine et ses effets sur la Chine constituent un élément de risque.
Brésil				La situation du Brésil peine à se stabiliser et les signaux d'amélioration conjoncturelle sont encore fragiles. Nous restons vigilants sur le pays dans un contexte d'incertitude politique encore marqué.
Mexique				Le pays est entré, avec l'arrivée au pouvoir de Donald Trump, dans une zone de turbulence. Le Peso est sous pression et les entrées de capitaux des émigrés mexicains aux Etats-Unis sont potentiellement menacées par un durcissement des relations avec son voisin.
Inde				L'activité devrait souffrir de la décision de démonétisation. Les défis structurels demeurent (inadéquation offre et demande de travail qualifié, dépendance aux capitaux extérieurs, en virement des affaires peu favorable, endettement public élevé, etc.)
Russie				Après deux années de forte contraction de son activité, les perspectives en Russie se stabilisent. Nous restons en observation du pays dans l'attente de visibilité sur la poursuite des sanctions occidentales et de signaux supplémentaires d'amélioration
Australie				La bonne tenue de la consommation est contrebalancée par la faiblesse de l'investissement. L'endettement élevé des agents économiques privés et la taille de la dette extérieure constituent des éléments de faiblesse
Nouvelle Zélande				Le pays profite de l'amélioration des échanges commerciaux, et de son positionnement en terme d'attractivité pour les entreprises. L'activité est relativement dynamique. 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.