

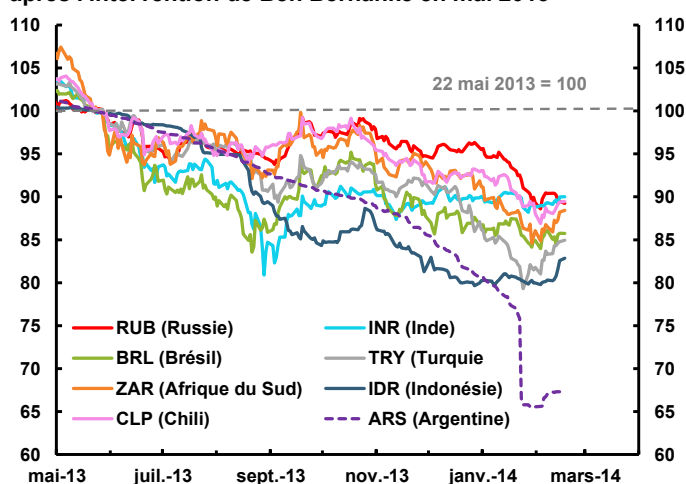
Marchés émergents : comme en 1997 ?

L'histoire est différente, mais attention aux similarités, comme l'action de la Fed

Points clés

- Une série d'événements défavorables en ce début d'année a accentué les dépréciations d'actifs dans les marchés émergents, confirmant la tendance initiée en mai 2013, après les annonces de Ben Bernanke.
- La durée et l'ampleur des liquidations ont fait ressurgir le spectre de la crise asiatique de 1997, ce que le consensus du marché semble pourtant avoir écarté. Nous sommes plus prudents que le consensus.
- Certes, les tensions sur les réserves de change sont moindres, les politiques monétaires plus crédibles, le risque de crise de change plus faible et les bulles immobilières sont moins fréquentes qu'en 1997.
- Mais les économies émergentes sont exposées au resserrement monétaire de la Fed, présentent un risque élevé de refinancement, une croissance excessive du crédit, et un financement extérieur reposant trop sur les investissements financiers, comme cela était le cas à la veille de la crise de 1997.
- Nous anticipons une dépréciation supplémentaire des devises émergentes de 5% à 10%, en raison du risque accru de fuite des capitaux des investisseurs locaux et à la dollarisation des économies ; des hausses de taux substantielles sont probables.
- Dans l'hypothèse la plus défavorable – croissance réelle ralentie de 0,5pp, bénéfices baissant de 40% en Asie, et de 30% en Amérique latine – les bénéfices par action pourraient tomber à 11 et 9 respectivement, entraînant une nouvelle baisse des actions de 25%.

Figure 1
Les devises émergentes encore en difficulté
Indice de taux de change des devises émergentes vs. après l'intervention de Ben Bernanke en mai 2013



Source : Datastream & Recherche AXA IM

Une comparaison entre la crise asiatique de 1997 et les marchés émergents en 2013-14

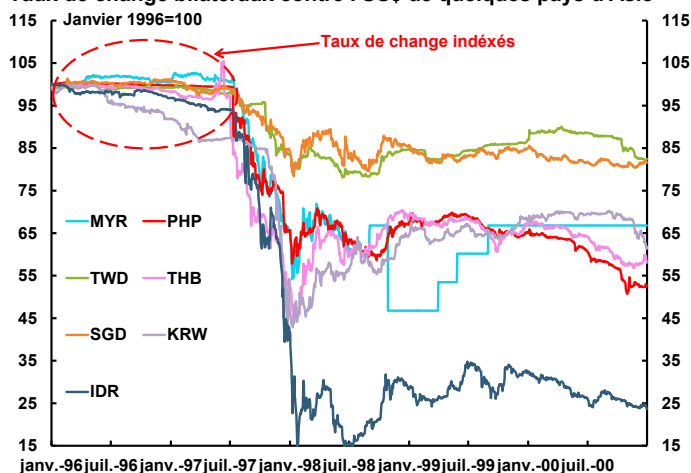
Les titres émergents ont connu un démarrage incertain cette année car un ensemble de faits indépendants entre eux, d'ordre politique et économique, ont intensifié leur liquidation, déclenchée par les déclarations en mai dernier de B. Bernanke, Président de la Fed, lorsqu'il avait laissé entendre que la dégressivité du programme d'achats d'actifs par la Fed allait commencer. La décision de la Fed en janvier de retarder la mise en œuvre de la sortie du QE (*tapering*) n'a pas soulagé les tensions. La durée et la profondeur du ralentissement (les titres émergents n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant mai 2013) a ranimé le souvenir de la crise asiatique de 1997 lorsque les devises de plusieurs économies se sont fortement dépréciées, abandonnant finalement une parité fixe au dollar maintenue depuis longtemps. En 1998, tous les pays, quel que soit leur niveau de développement, en ont été affectés. Le taux de croissance du PIB mondial a été divisé par deux, s'établissant à 2,6%¹. Un an plus tard, la crise touchait le Brésil et la Russie.

Les analystes ont hâtivement nié la similarité entre les deux épisodes, invoquant le fait que les économies émergentes sont actuellement mieux armées contre la crise, leurs fondamentaux étant plus robustes actuellement. L'objet de cette note est de voir, au-delà des affirmations superficielles, si la situation est différente.

Des différences...

Figure 2
Les devises asiatiques ont été laminées en 1997

Taux de change bilatéraux contre l'US\$ de quelques pays d'Asie



Source : Datastream & Recherche AXA IM

En 1997, à la suite des attaques subies, les devises asiatiques ont affiché une baisse de leur taux à deux chiffres par rapport au dollar en dépit de leur ancrage sur le billet

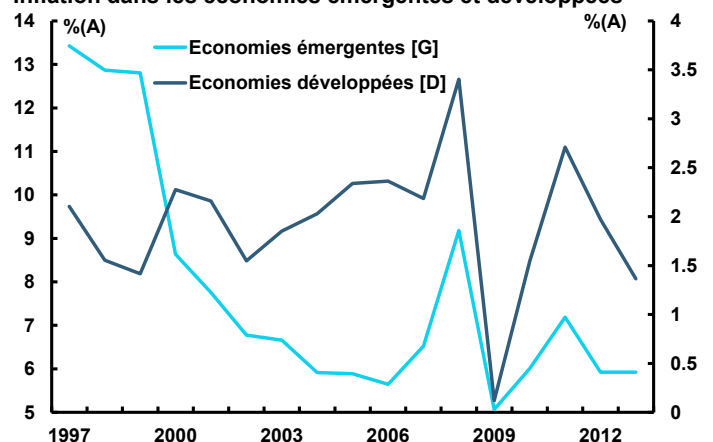
¹ Le ralentissement du PIB mondial en 1998 est aussi attribué en partie à la récession japonaise.

vert, après que les banques centrales aient épuisé les réserves de change en tentant de défendre la parité. L'IDR/US\$ avait perdu près de 80% de sa valeur, après les turbulences du marché à l'été 1997, tandis que celles du THB et du KRW reculant de près de 40%. Les taux de change n'ont jamais retrouvé leurs niveaux d'avant crise (Figure 2).

Actuellement, les taux de change ne sont ni entièrement flexibles, ni entièrement administrés. L'adoption de changes flexibles par les économies émergentes a soulagé la pression sur les réserves, qui ne doivent pas soutenir aussi souvent une parité fixe. Sous le régime actuel, la politique monétaire a une prise plus directe sur l'économie réelle. Elle peut donc plus efficacement atteindre ses objectifs de stabilité économique et de prix. Lors de la chute de la banque Lehman, les banques centrales des pays émergents ont prouvé qu'elles étaient plus crédibles en ce qui concerne la lutte contre l'inflation et contre la crise, sans faire pression sur leurs réserves de change. La Figure 3 illustre la baisse impressionnante de l'inflation dans les économies émergentes après 1997, à la suite de l'abolition des taux de change fixes, de l'adoption d'un objectif d'inflation et de la consolidation de leur crédibilité des banques centrales.

Figure 3
La politique monétaire actuelle est plus crédible

Inflation dans les économies émergentes et développées



Source : FMI & Recherche AXA IM

Les réserves de change des économies émergentes sont bien plus importantes aujourd'hui qu'elles ne l'étaient à la veille de la crise de 1997. Nous mesurons la capacité des réserves de change à faire face à une crise de liquidité par le ratio masse monétaire M2/réserves², car dans l'éventualité d'une crise de changes ou de panique bancaire, tous les actifs liquides peuvent être potentiellement convertis en devises étrangères. La Figure 4 montre que, dans la plupart des pays émergents, le ratio est

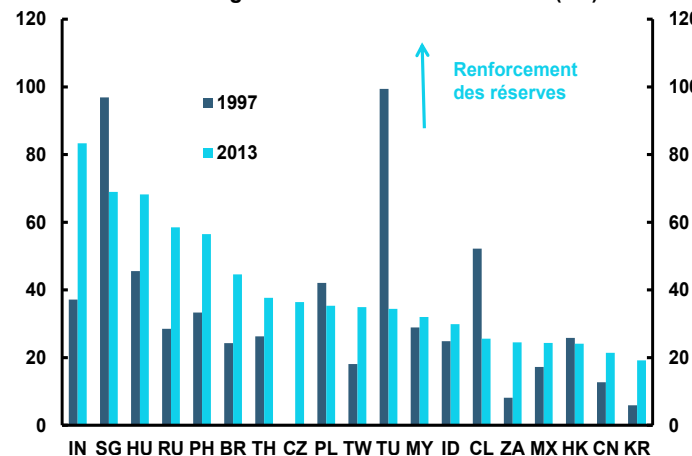
² Nous faisons l'hypothèse que M2 est un indicateur de flux de portefeuille lorsque les données sont indisponibles. Le ratio M2/réserves est un indicateur plus adéquat que les mois d'importations couverts par des réserves, car ce dernier ratio ne tient pas compte des tensions provoquées par des sorties rapides de capitaux spéculatifs.

actuellement plus faible qu'il ne l'était dans les économies asiatiques en 1997. Ainsi, les réserves de change sont actuellement plus à même de faire face à une hausse importante de la demande de dollars, ce qui incite à penser qu'elles pourront mieux faire face à d'éventuelles pressions sur les réserves. Toutefois, le ratio est actuellement plus élevé qu'en 1997 à Singapour, en Pologne, en Turquie, au Chili et à Hong Kong.

Figure 4

Les réserves de change sont actuellement plus importantes

Les réserves de change en % de la masse monétaire (M2)

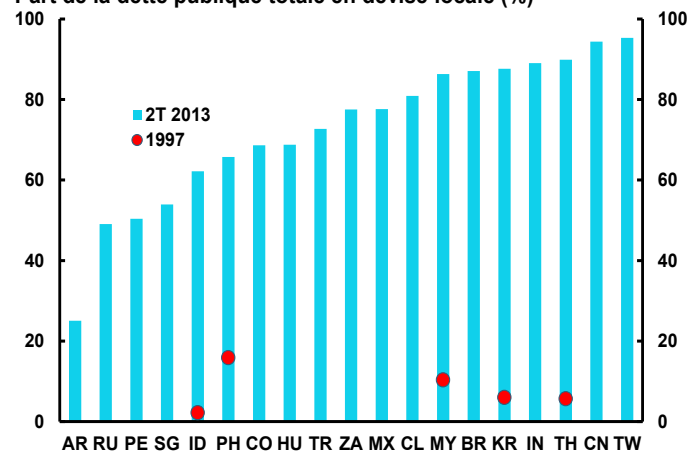


En outre, le risque de change est plus limité actuellement, car la part de la dette en monnaie locale rapportée à la dette totale est plus élevée qu'au début de la crise de 1997. Il est de 73% en moyenne, contre 8% environ pour les pays d'Asie lors de la crise de 1997 (Figure 5). Cela suggère que la demande de devises en cas de sorties de capitaux de portefeuille serait moins marquée que par le passé.

Figure 5

Le risque de change est plus faible aujourd'hui

Part de la dette publique totale en devise locale (%)



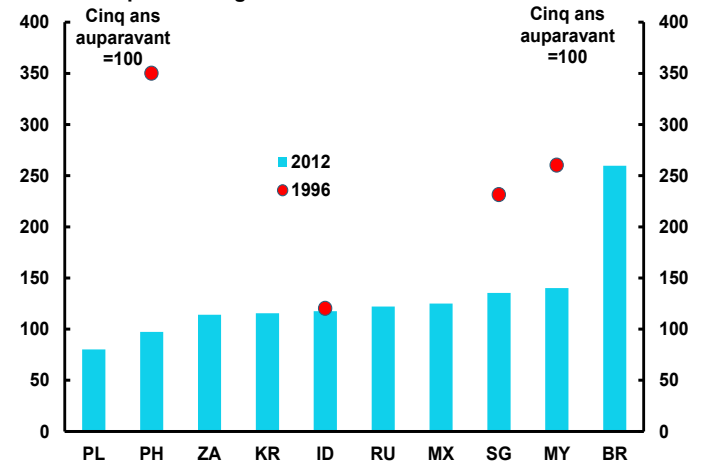
La formation d'une bulle immobilière au cours des années précédant la crise a été également considérée comme l'une de ses causes. Cette fois-ci, l'appréciation de l'immobilier a

été plus faible (Figure 6). Il y a toutefois une exception : le Brésil, où les prix ont grimpé autant que ceux des pays asiatiques à l'orée de la crise de 1997.

Figure 6

Les prix des logements ne sont pas aussi élevés

Indices de prix des logements



Ainsi, si les banques centrales relèvent les taux d'intérêt pour soutenir leur monnaie, le risque d'éclatement de la bulle immobilière est largement réduit comparé au passé.

... mais aussi des points communs

Une série de facteurs exogènes présents au milieu des années 1990 a eu un impact négatif sur la croissance des pays d'Asie. En particulier, la dévaluation du JPY, la forte chute du marché des semi-conducteurs⁴, et le resserrement de la politique monétaire américaine, ont affecté la croissance asiatique. L'économie américaine sortait à l'époque d'une récession, et la Fed avait commencé à remonter les taux d'intérêt, ce qui augmentait l'attrait des actifs américains, détournant de l'Asie les capitaux spéculatifs. Actuellement, la Fed a commencé à réduire l'excès de liquidités de l'économie mondiale, ce qui a déclenché la liquidation d'actifs émergents. En outre, la politique d'assouplissement monétaire mise en œuvre par la Banque du Japon provoque une dépréciation du JPY comme ce fut le cas en 1990.

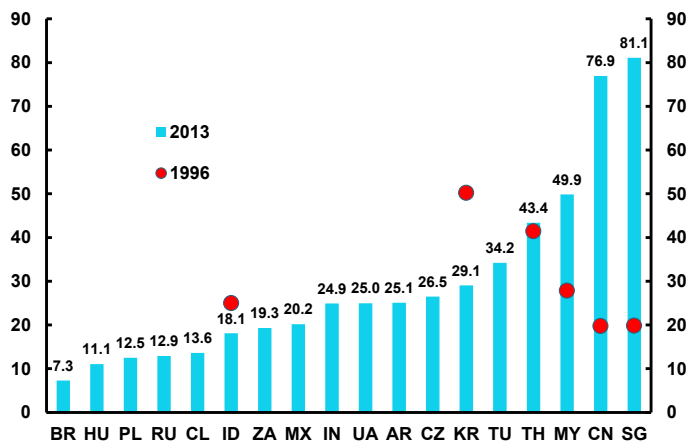
Le risque de refinancement du crédit est également à mettre en parallèle avec 1997 : les économies dont le ratio dette à court terme/dette extérieure brute est élevé ont, en cas de panique ou de crise de change, un risque de refinancement du crédit élevé. Ce ratio était de 31% environ en 1996 ; il est actuellement de 29% dans les pays émergents (Figure 7). Le risque est donc aussi important qu'alors.

³ Corsetti G., P. Pesenti et N. Roubini, "What caused the Asian currency and financial crisis?" Japan and the World Economy, Vol 11, Issue 3, octobre 1999, pp. 305-373.

⁴ Le ratio commandes/facturation était tombé à 0,71 en août 1996, alors qu'en 1991-95 il était en moyenne de 1,1

Figure 7

Le risque de refinancement est aussi important qu'avant
% de la dette extérieure brute à court terme, 2T13

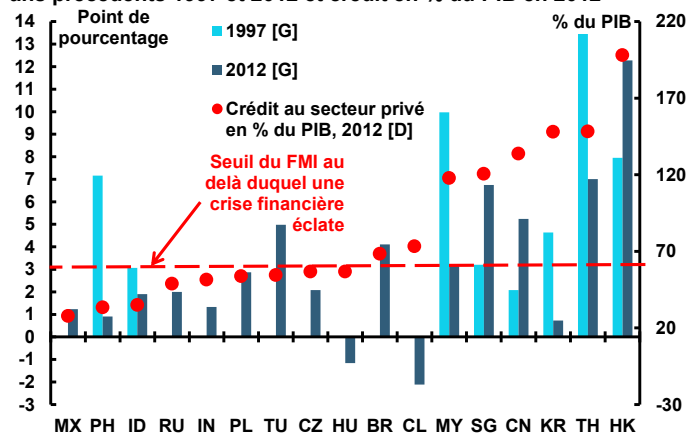


Source : Datastream, BRI & Recherche AXA IM

Le secteur privé est actuellement aussi endetté qu'en 2007 (sinon plus), ce qui augmente les possibilités d'une crise financière. La Figure 8 montre que dans plusieurs pays émergents, le taux de croissance annuel du ratio crédit/PIB sur les cinq dernières années est supérieur à trois, ce qui est, selon le FMI, un indicateur avancé de crise dans un délai d'un à deux ans. A certains des pays ayant connu la crise asiatique s'ajoutent le Brésil, la Turquie et la Chine.

Figure 8

La croissance du crédit est aussi excessive qu'auparavant
Variation moyenne annuelle du crédit par rapport au PIB sur les 5 ans précédents 1997 et 2012 et crédit en % du PIB en 2012



Source : Datastream, Corsetti G. et al. & Recherche AXA IM

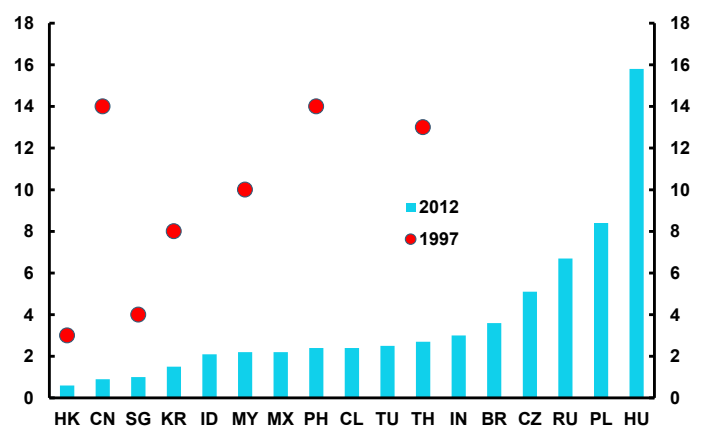
Pour le moment, la qualité du portefeuille de prêts semble meilleure qu'en 1997. En effet, les créances douteuses représentent 4% du total, contre 9,5% en 1997 (Figure 9). Toutefois, ces dernières sont un indicateur retardé du cycle économique. Comme nous l'avons soutenu dans une recherche précédente⁵, l'augmentation des crédits non performants est d'autant plus probable que la croissance du crédit est élevée, et que le niveau des mauvaises créances est bas pour le moment. C'est le cas des pays comme le

⁵ Manolis Davradakis, « [Fragile reprise des économies émergentes](#) » AXA Investment Managers, 28 Novembre 2013.

Brésil, la Turquie, Singapour, l'Indonésie et la Chine qui ont actuellement un faible taux de créances douteuses, tout en enregistrant une croissance forte du crédit.

Figure 9

La qualité du crédit est meilleure, mais jusqu'à quand?
Créances douteuses, % du total des encours



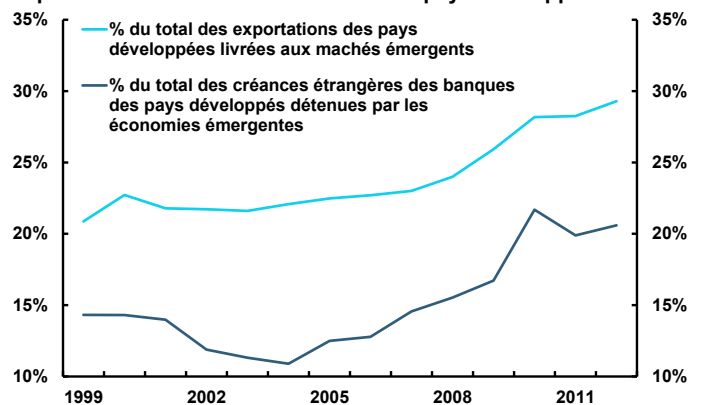
Source : Datastream, Corsetti G. et al. & Recherche AXA IM

En outre, l'impact sur les pays développés sera plus fort qu'en 1997, car ces derniers pays exportent davantage vers les marchés émergents, et que la part des créances de leurs banques sur ces derniers a augmenté (Figure 10).

Figure 10

Les économies développées sont plus exposées aux économies émergentes

Exposition financière et commerciale des pays développés aux EM



Source : Nations unies, BRI & Recherche AXA IM

Les économies émergentes recevaient 21% des exportations des pays développés en 1999 ; ils en reçoivent 30% actuellement. En outre, 20% des créances des banques des pays développés auprès de l'étranger sont détenues par des pays en développement, contre 14% en 1999⁶. Nous avons estimé, dans une recherche préalable, qu'une baisse de 1pp de la croissance chinoise, par

⁶ Nous comparons les données actuelles à celles de 1999 et non à celles de 1996, car la BRI a changé la définition des créances auprès de l'étranger en 1998, créant une discontinuité dans la série, ce qui empêche les comparaisons avant 1999.

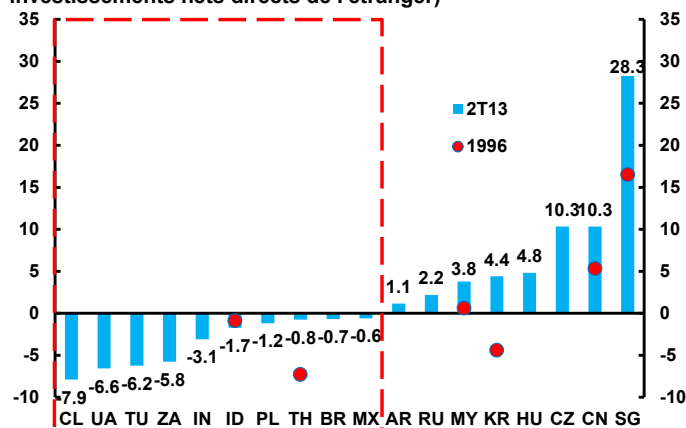
exemple, amputerait 0,2pp de croissance aux économies développées et 0,4pp aux émergents (hors Chine)⁷.

Finalement, la dépendance de plusieurs pays émergents à l'égard des flux de portefeuille destinés à financer leur déficit courant est actuellement aussi importante, sinon plus, qu'elle ne l'était au moment de crise de 1997. Nous mesurons cette dépendance par la balance de base, soit la somme de la balance courante et la balance des investissements directs (IDE) rapportée au PIB (en%).

Figure 11

Les économies émergentes dépendent davantage des flux de capitaux de portefeuille

Solde de base en % du PIB (c-à-d solde des paiements courants + investissements nets directs de l'étranger)



Source : Datastream & Recherche AXA IM

Cette mesure montre quelle partie du déficit courant n'est pas financée par l'IDE et doit l'être soit par des capitaux plus volatils, dépendant des flux de portefeuilles consacrés au *carry trade*, soit par des réserves de change. Nous observons, dans la Figure 11, que plusieurs pays émergents sont autant voire davantage tributaires des flux de portefeuille que les pays asiatiques ne l'étaient au moment de la crise de 1997. Il faut signaler que les pays ayant subi la crise de 1997 ont retenu la leçon ; actuellement, ils sont bien moins dépendants des capitaux de portefeuille, à l'image de la Corée, de Singapour et de la Chine.

Et après?

Nous restons prudents pour ce qui est des pays émergents : **une nouvelle vague de dépréciation des changes pourrait avoir lieu au premier semestre de 2014, alors que les plus grands pays seront en période électorale.** La recherche économique a établi que les devises sur-réagissent à la politique monétaire et aux données économiques qui vont au-delà des niveaux soutenables à long terme. La recherche académique disponible⁸ sur le

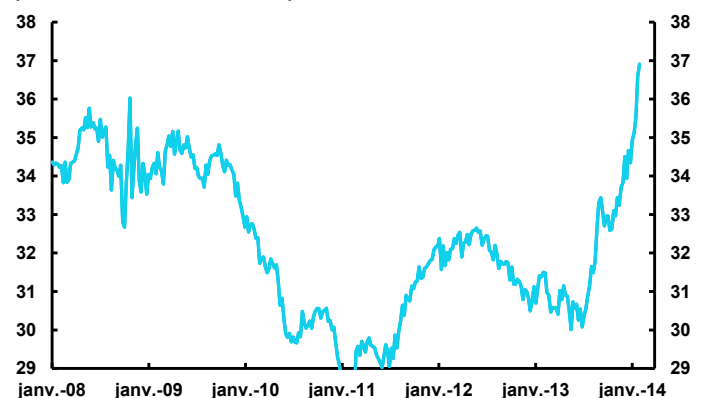
sujet suggère une sur-réaction de 16% des devises au cours d'une crise de change. Nous estimons dans ce cas une sur-réaction allant de 15% à 20%. Comme les devises émergentes se sont dépréciées de 10% en moyenne depuis mai 2013, il faut s'attendre à une nouvelle dépréciation de 5% à 10%. Cela se ressentira graduellement, selon les spécificités des pays. Pour le moment, les sorties d'ETF (transferts électroniques de fonds) et d'OPVCM investis continuent, tant pour ce qui est des actions que de la dette. Il est important de signaler que **nous voyons trois risques susceptibles de déclencher des sorties des actifs émergents d'ampleur inhabituelle** : i) la dollarisation des économies locales, en raison d'une hausse de l'inflation due à une forte dévaluation de la monnaie ; ii) des fuites de capitaux par des investisseurs locaux et iii) un retournement des objectifs du gouvernement, si la dépréciation de la monnaie se poursuit.

Nous constatons déjà une légère hausse de la part des devises dans le total des dépôts en Turquie (Figure 12) qui est à son niveau le plus élevé depuis 2005, tandis que les investisseurs russes continuent de quitter le pays, du fait de la mauvaise gouvernance politique et de la corruption.

Figure 12

Risque élevé de dollarisation en Turquie

Turquie, part des dépôts en devise, % du total des dépôts (données hebdomadaires)



Source : Banque Central de Turquie & Recherche AXA IM

La part des dépôts en devises augmente rapidement en Turquie, surtout depuis l'agitation sociale de mai et juin derniers. Ce ratio reste inchangé en Russie (19%) après avoir atteint un pic de 34% immédiatement après la chute de la banque Lehman. De même, les sorties de capitaux dues aux résidents, actuellement observées en Russie, donnent un avant-goût d'un phénomène qui pourrait s'intensifier dans d'autres pays émergents. En fait, les flux de capitaux en Russie ne sont jamais revenus aux niveaux constatés avant la crise déclenchée par la chute de la banque Lehman, et ces niveaux baissent (Figure 13).

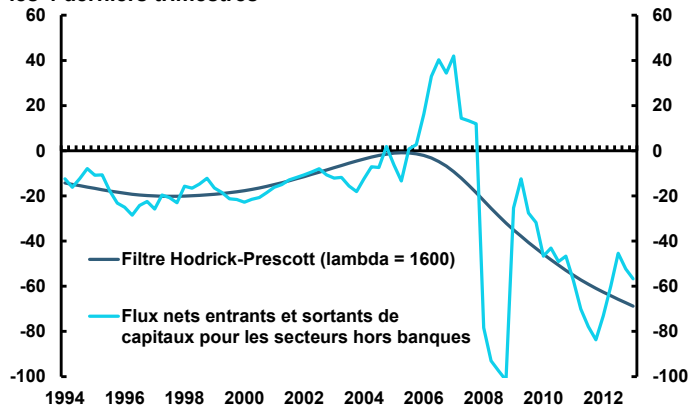
⁷ Chaney E., M. Davradakis et A. Yao, « Et si la Chine trébuchait ? », AXA Investment Managers, 11 Février 2014.

⁸ Kim S. and S.H. Kim, "Financial panic and exchange rate overshooting during currency crises", International Economic Journal, Vol. 21 Issue 1, 2007.

Figure 13

Le risque de fuite de capitaux par des résidents locaux est non négligeable

Russie, flux de capitaux hors banques, montant en Mds US\$ sur les 4 derniers trimestres



Source : Banque Centrale de Russie & Recherche AXA IM

En outre, certaines observations⁹ suggèrent que les petits investisseurs ont réduit plus rapidement que les institutionnels leur exposition aux marchés émergents au cours de l'été 2013, lorsque la probabilité du 'tapering' eut augmenté. En revanche, il existe une forte probabilité que les banques centrales des pays émergents aient besoin de recourir à de nouvelles hausses importantes des taux d'intérêt pour soulager les tensions sur les marchés de change. C'est ce qu'a fait la Banque Centrale de Turquie lors de sa réunion extraordinaire : elle a augmenté son taux de *jure* de 550pbp, après avoir semé la confusion sur son taux directeur une semaine plus tôt.

Si d'autres banques centrales de pays émergents optent pour un resserrement de cette ampleur pour soutenir leur devise, la croissance de leur PIB sera amputée de 0,5pp¹⁰. Même si ce n'est pas notre principal scénario, nous pensons que le risque de prophéties auto-réalisatrices ne doit pas être négligé. C'est d'ailleurs notre hypothèse la plus défavorable, étudiée dans la section suivante.

Quel sera le comportement des actions ?

Pour ce qui est des actions, la crise asiatique de 1997 et ses conséquences en Russie et en Amérique latine ont suivi le

⁹ Robin Koepke, « Quantifying the Fed's impact on capital flows to EMs », IIF Research Note, 4 décembre 2013.

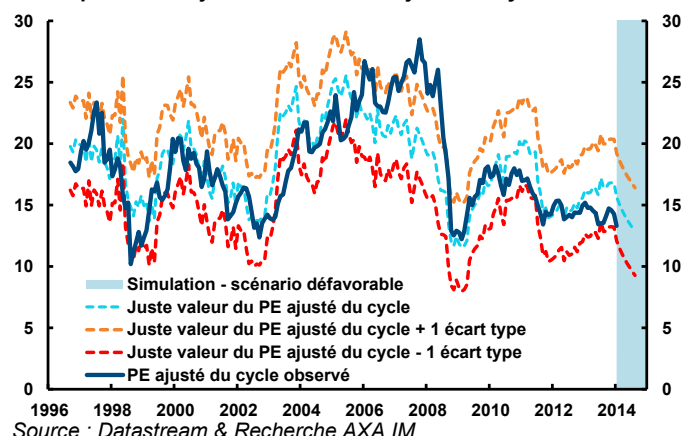
¹⁰ Nous estimons un modèle de demande agrégée pour les économies émergentes, où la croissance du PIB réel dépend des taux de change agrégés et du rendement des obligations d'État diversifiées et composite à la maturité (c.à.d. le rendement des obligations d'État des pays émergents en monnaie locale). Le coefficient estimé du second facteur est l'élasticité du taux de croissance du PIB émergent à la politique monétaire. Ensuite, nous avons multiplié l'élasticité estimée (~0,1) par le taux d'intérêt introduit par la banque centrale de Turquie, ce qui donne 0,5pp : un resserrement de 5,5pp entraîne une baisse de la croissance des économies émergentes de 0,5pp. Nous avons fait l'hypothèse que dans un scénario de risque, d'autres banques centrales augmenteraient leur taux d'intérêt dans des proportions équivalentes, dans une tentative de décourager d'autres dépréciations de la monnaie et pour éviter l'épuisement des réserves de change.

cas d'école fréquemment cité, selon lequel les risques devaient prendre un tour systémique. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : entre juin 1997 et septembre 1998, l'indice MSCI Emerging Asia, a perdu 50% en monnaie locale, et 40% pour l'Amérique latine. Le MSCI pour l'Europe émergente a perdu 25% sur la même période. Devons-nous nous attendre à une correction du même ordre si un problème se manifestait dans les marchés émergents ? Nous ne le pensons pas, car la situation de départ n'est pas du tout comparable. Avec des P/E actuels corrigés du cycle affichant une valeur de 15 en Asie et de 13 en Amérique latine, contre 20 et 23 respectivement en juin 1997 (Figures 14 et 15), c.-à-d. juste avant le début de la crise, **le marché a déjà intégré dans le prix la probabilité d'apparition d'un risque systémique.**

Figure 14

Les actions latino-américaines sont actuellement en dessous de leur juste valeur

Amérique Latine : juste valeur du PE ajusté du cycle

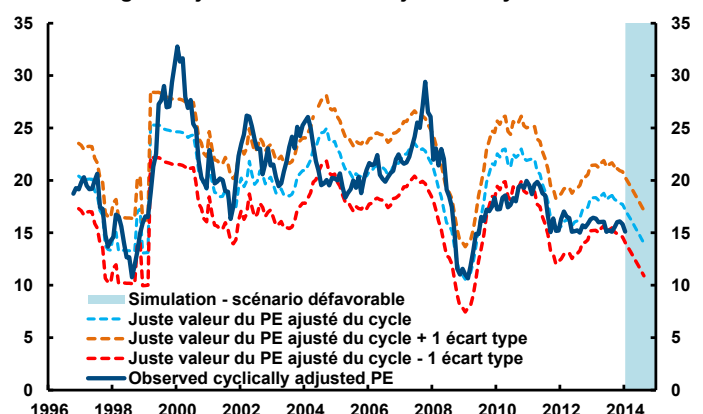


Source : Datastream & Recherche AXA IM

Figure 15

Les actions d'Asie émergente pourraient subir une décote supplémentaire

Asie émergente : juste valeur du PE ajusté du cycle



Source : Datastream & Recherche AXA IM

Nos modèles d'évaluation des actions, fondés sur l'actualisation de dividendes pour l'Asie émergente et pour

l'Amérique latine, confirment cette estimation¹¹. Tandis que les marchés émergents surestimaient la valeur des actions peu avant l'effondrement de 1997, avec une surévaluation proche d'un écart type pour l'Asie et pour l'Amérique latine, la valorisation actuelle du P/E est en dessous de la juste valeur (*Figure 14* et *Figure 15*). Cela ne veut pas dire pour autant que les actions des marchés émergents ne peuvent pas baisser davantage, et ce pour deux raisons au moins. D'abord, nous savons que l'ajustement des prix des actions produit habituellement une baisse du prix des actifs au-delà de ce que justifient les fondamentaux. Ensuite, parce que les fondamentaux eux-mêmes des entreprises sont susceptibles d'être affectés par un scénario défavorable.

Pour estimer l'impact éventuel sur les prix des actions des marchés émergents, nous avons simulé un scénario pessimiste causé par des dépréciations de devises et des réactions monétaires défensives de grande ampleur, coutant ½ point de croissance à horizon d'un an. Dans ce cas, les bénéfices chuteraient de 40% en Asie émergente – une baisse moins spectaculaire qu'en 1997, où ils s'étaient effondrés, mais d'ampleur équivalente à la baisse maximale observée en 2008-2009. Nous avons aussi supposé une baisse de 30% des bénéfices en Amérique latine, qui correspond globalement à ce qui a été observé en 1998 et en 2009, et une hausse du VIX à 40. Nous avons alors intégré nos hypothèses dans nos modèles de juste valeur et obtenu les résultats de la valeur d'équilibre du P/E ajustés par le cycle. Si, comme nous le pensons, le marché sur-réagit et, comme en 1998, il fait baisser d'un écart type les valeurs simulées de la juste valeur, alors **les P/E des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine ajustés par le cycle pourraient baisser à 11 et à 9 respectivement (la ligne rouge dans les Figures 14 et 15), c.-à-d. une baisse des prix supplémentaire de 25%.**

Que faut-il surveiller ?

Les anticipations du marché concernant les hausses de taux des fonds fédéraux. Le plus néfaste pour les économies émergentes dans cette conjoncture serait que le marché anticipe une hausse des taux fed funds plus tôt

qu'annoncée par les autorités, ce qui intensifierait la sortie de capitaux de portefeuille. Hélène Rey a fait valoir dans son article¹² présenté l'été dernier à la conférence de la Fed à Jackson Hole, que le cycle financier mondial, principalement déterminée par la politique monétaire américaine, contraint les politiques monétaires des autres pays lorsque le capital est mobile, et ce quel que soit le régime de taux de change. Le dollar étant la principale monnaie du système bancaire, Rey fait valoir que la politique monétaire des États-Unis est transmise à travers le monde par les flux de crédits transfrontaliers, qui se traduisent par une hausse de l'endettement. Les économies émergentes sont actuellement affectées par ce canal de transmission. En effet, selon un rapport de l'Institut International de Finance¹³, une modification de 1pp des anticipations du marché sur le taux à 3 ans des fed funds est associée à une variation de 12 Mds US\$ dans les flux de fonds (un assouplissement de la politique conduisant à davantage d'entrées de fonds). Puisque les flux en provenance des marchés émergents représentent près d'un tiers du flux total du portefeuille d'actions et de dette, l'effet total est susceptible d'être plus important, probablement entre 25 et 30 Mds US\$.

Gardons un œil sur les titres des journaux concernant les pays émergents. Il y a déjà été question du risque de faillite d'un produit structuré par Jilin Trust, pour 1 Md RMB, distribué par la China Construction Bank qui arrive à échéance dans quelques semaines.

Les capitaux de portefeuille entrent et sortent. Nous aurions besoin de constater une stabilisation des flux avant d'investir dans la classe d'actifs. Le marché porte son attention sur les flux de fonds EPFR, qui ne constituent pas un échantillon représentatif des flux de portefeuille agrégés, car les petits porteurs y sont surreprésentés. En particulier, les flux de fonds EPFR couvrent environ 60% du total des flux de portefeuille d'actions et environ 25% du total des flux d'obligations des marchés émergents et incluent essentiellement des ETF et des OPVCM des économies de l'OCDE. Pour l'instant, les sorties continuent, mais à une vitesse plus lente.

¹¹ Ces modèles relient les rendements à la croissance de rendements des valeurs à terme et à un coefficient d'actualisation correspondant au taux de rentabilité du marché. Nous utilisons la volatilité implicite de S&P500 (VIX) et les *spreads* des obligations d'entreprise BBB/A moins AAA/AA pour tenir compte des modifications requises dans le taux de rentabilité.

¹² Hélène Rey (2013) "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", article présenté lors du symposium annuel de politique économique du Fed de Kansas City, 22-4 août à Jackson Hole, Wyo.

¹³ Robin Koepke (2013).

Codes pays utilisés dans ce texte :

MX : Mexique ; PH : Philippines ; ID : Indonésie ; IN : Inde ; PL : Pologne ; TU : Turquie ; RU : Russie ; UA : Ukraine ; CZ : République tchèque ; BR : Brésil ; CL : Chili ; MY : Malaisie ; SG : Singapour ; CN : Chine ; TH : Thaïlande ; ZA : Afrique du Sud ; KR : Corée du Sud ; HK : Hong Kong ; PE : Pérou ; TW : Taiwan ; CO : Colombie ; AR : Argentine et HU : Hongrie

Notre recherche AXA IM sur internet : <http://www.axa-im.com/fr/research>

AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement.

Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, ont été établis à la date de publication de ce document.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein de la Société.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées.

Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI. Rédacteur : AXA Investment Managers – « Cœur Défense » Tour B – La Défense 4 – 100, Esplanade du Général De Gaulle – 92400 Courbevoie. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2014

