



Achévé de rédiger le 3 janvier 2014

Bilan 2013

En 2013, la crise des dettes souveraines, qui avait marqué les années 2011 et 2012 en zone euro, s'est largement apaisée, permettant le retour à une croissance économique légèrement positive. Aux Etats-Unis, la reprise s'est poursuivie, accélérant au 3^{ème} trimestre. Si la croissance est restée solide, en moyenne, dans les pays émergents, les disparités entre eux se sont accentuées, amplifiées par d'importantes tensions financières à partir du printemps. Sur les marchés, les actions des pays développés ont poursuivi leur mouvement de hausse entamé en 2012 tandis que celles des pays émergents sont restées à la traîne. Les rendements des emprunts d'Etat des pays considérés comme les plus sûrs (dont les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France), après avoir touché des points bas au printemps, ont ensuite progressé jusqu'à la fin de l'année. Les rendements des pays fragilisés par la crise financière (notamment l'Espagne et l'Italie) se sont, pour leur part, nettement détendus durant l'année.

Sommaire

Bilan 2013

Economie	1
Marchés Financiers	2

Perspectives 2014

Scénario économique ...	3
Stratégie d'investissement.....	4

Economie

Zone euro

Malgré quelques alertes en début d'année (crise chypriote, instabilité politique suite aux élections italiennes) les tensions financières ont poursuivi en 2013 leur mouvement d'apaisement initié lors de l'été 2012. Ceci a permis, à partir du 2^{ème} trimestre, le retour à une croissance économique positive après six trimestres consécutifs de récession. Néanmoins, cette reprise est restée très lente (le PIB de la zone euro a progressé de 0,3% au 2^{ème} trimestre et de 0,1% au 3^{ème}). De plus, les divergences entre pays européens sont restées importantes. Ainsi, l'Allemagne a connu une croissance substantielle, tandis que l'Italie et l'Espagne sont tout juste sorties de récession, et que le PIB français, après une forte progression au 2^{ème} trimestre, s'est à nouveau contracté légèrement au 3^{ème}. Les principaux moteurs de l'amélioration n'ont pas non plus été les mêmes suivant les pays : l'essentiel de la contribution positive à la croissance est venue, en Allemagne, du marché intérieur tandis que c'est surtout la demande externe qui est venue soutenir la conjoncture en Europe du Sud. A fin 2013, l'amélioration économique n'avait pas encore permis d'amélioration substantielle du marché de l'emploi à l'échelle de l'union monétaire, où le taux de chômage restait proche de son plus haut historique. Du point de vue institutionnel, l'année 2013 a été marquée par le progrès, certes lent, de la construction d'une union bancaire en zone euro. L'Irlande (le 15 décembre) et l'Espagne (en toute fin d'année) sont, également, sorties des dispositifs d'assistance financière internationale mis en place en leur faveur respectivement, en 2011 et 2012. La Banque Centrale Européenne (BCE), pour sa part, a baissé ses taux directeurs à deux reprises, portant le principal d'entre eux, en novembre, à un plus bas historique de 0,25%.

Etats-Unis

Un accord entre républicains et démocrates a été trouvé, dans les premières heures de 2013, pour prolonger certaines mesures temporaires de dépenses publiques et de baisses d'impôt dont l'expiration risquait d'entraîner une nouvelle récession. La reprise a donc pu se poursuivre tout au long de l'année, malgré plusieurs autres phases de négociations tendues entre les deux grands partis au sujet du budget et du plafond de la dette (ces désaccords ont notamment entraîné la fermeture temporaire de certains services fédéraux, faute de financement, début octobre). La Réserve fédérale (Fed) s'est employée à soutenir la conjoncture via des achats massifs d'actifs (85 Mds de dollars mensuels) durant toute l'année. Le marché de l'emploi s'est amélioré (le taux de chômage a baissé de 7,8% fin 2012 à 7,0% en novembre 2013), le rebond de l'immobilier s'est poursuivi et la consommation et l'investissement ont donné des signes d'amélioration, même si la reprise est restée lente par rapport à celles des cycles économiques précédents. En fin d'année, la Fed a jugé l'amélioration suffisamment solide pour annoncer une diminution de ses achats d'actifs tout en indiquant que les taux directeurs resteraient, encore longtemps, à leur niveau actuel (proche de zéro).

Pays émergents

Dans les pays émergents la croissance est, en moyenne, restée forte en 2013, quoique sans accélération. La Chine a connu d'importantes tensions financières au printemps, dues, en partie, à la volonté des autorités de limiter les excès du crédit. Néanmoins, ces tensions n'ont pas entraîné d'atterrissage brutal de l'économie chinoise. D'autres pays, tels que le Brésil, l'Inde, l'Afrique du Sud, l'Indonésie ou la Turquie, ont dû faire face, durant la seconde partie de l'année, à d'importantes sorties de capitaux internationales liées à l'anticipation d'une réduction des achats d'actifs de la Réserve Fédérale américaine. Dépendants de ces capitaux pour financer leurs déficits courants, et confrontés à la chute de leurs devises, plusieurs de ces pays ont dû annoncer des mesures de stabilisation (dont des hausses de taux directeurs) qui ont eu pour effet un ralentissement de leur croissance, sans pour autant provoquer de crise aiguë.



Marchés financiers

En ce qui concerne les **marchés d'actions**, les indices des pays développés ont poursuivi, en 2013, leur hausse entamée en 2012, bénéficiant à la fois de l'amélioration économique et de politiques monétaires très accommodantes. Ainsi, l'indice MSCI World AC a progressé de 23% sur l'année, soit un total de +120% depuis le point bas du 9 mars 2009. En zone euro, après un premier semestre en dents de scie (certains indices nationaux étaient encore en territoire négatif en milieu d'année), le second semestre a été nettement meilleur. L'indice Euro Stoxx 50 affiche ainsi, au total, une performance annuelle d'environ 18%. Pays par pays, le DAX allemand se distingue (+25%) tandis que le CAC français (+18%), le MIB italien (+17%) et l'IBEX espagnol (+21%) affichent également des performances honorables. Hors zone euro, le FTSE britannique progresse de +14% en 2013. Aux Etats-Unis, les grands indices, qui ont évolué en hausse durant toute l'année, terminent sur des records historiques et enregistrent des hausses plus fortes qu'en Europe : +26% pour le Dow Jones et +30% pour le S&P500 (performances mesurées en dollars). Mais, parmi les grands pays, la palme revient au Japon avec une hausse annuelle de l'indice Nikkei de +57% (en yens). En revanche, l'année a été moins favorable aux actions des pays émergents. Après avoir connu une baisse allant jusqu'à -16% en milieu d'année, l'indice MSCI Emerging Markets en dollars limite finalement son recul à environ 5%. Si les pays les plus solides, comme la Chine, la Corée du Sud et Taïwan ont bien résisté, avec des variations en dollars comprises entre 0 et +6%, les pays dont la balance courante était plus vulnérable ont connu une véritable correction avec -28% pour la Turquie, -25% pour l'Indonésie, -19% pour le Brésil et -9% pour l'Afrique du Sud. Du point de vue sectoriel, en zone euro, les hausses les plus fortes ont été enregistrées sur les secteurs de la banque/assurance, de l'industrie et des technologies de l'informations. En revanche, les secteurs de l'énergie, des matériaux de base et des services aux collectivités ont nettement sous-performé.

Sur les **marchés obligataires**, les rendements des grands pays considérés comme les plus sûrs par les investisseurs ont touché, début mai 2013, des points bas de plusieurs mois (dans le cas des Etats-Unis, aux alentours de 1,6%) ou historiques (dans le cas de la France, à environ 1,7%, et de l'Allemagne, à environ 1,2%) alors que les grandes banques centrales multipliaient les mesures de liquidité. Néanmoins, passée cette étape, l'amélioration économique (poursuite de la reprise aux Etats-Unis, sortie de récession en zone euro) et la communication de la Fed, ouvrant la porte à une possible réduction de ses achats d'actifs, ont entraîné une nouvelle tension des rendements. Ce mouvement a connu une pause en septembre, la Fed ayant différé l'annonce d'une telle réduction, puis a repris pour se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. L'annonce de la Fed, finalement faite le 18 décembre, était, de ce fait, largement anticipée et n'a pas entraîné de tension violente. Au total, sur l'année, le rendement à 10 ans américain a progressé d'environ 1,8% à 3% tandis que les hausses des rendements à 10 ans français (d'environ 2% à 2,6%) et allemand (d'environ 1,3% à 1,9%) ont été moins amples. L'écart de rendement entre la France et l'Allemagne est resté, pour sa part, à peu près stable. Du côté des pays considérés comme moins sûrs par les investisseurs, les emprunts d'Etat italiens et espagnols ont, à la faveur de la décrue des tensions financières, vu leurs rendements poursuivre leur resserrement entamé depuis l'été 2012, malgré quelques pics de tension temporaires. La baisse a été nettement plus forte sur les rendements à 10 ans espagnols, plus élevés en début d'année (où ils étaient aux alentours de 5,3%) que sur ceux de l'Italie (à environ 4,5% en début d'année) : en effet, les rendements à 10 ans des deux pays terminent 2013 pratiquement au même niveau (environ 4,1%), et voient donc leur écart avec le rendement à 10 ans allemand décroître de façon marquée. Les rendements à 2 ans, pour leur part, ont progressé, durant l'année, en Allemagne et en France (passant, respectivement, d'environ 0% à 0,2% et d'environ 0,06% à 0,3%) et aux Etats-Unis (passant d'environ 0,25% à 0,4%) tandis qu'ils ont reculé en Italie (d'environ 2% à 1,25%) et, encore plus, en Espagne (d'environ 3% à 1,5%).

Sur les **marchés des changes**, l'euro, malgré un accès de faiblesse en milieu d'année, termine 2013 nettement en hausse par rapport au dollar, en dépit de l'inflexion de la politique monétaire américaine. Le yen, pour sa part, a nettement baissé par rapport au dollar du fait de la politique monétaire très accommodante de la Banque du Japon (de 86 yen à 105 yen pour un dollar sur l'année). Du côté des devises émergentes, si le renminbi chinois s'est légèrement apprécié face à la devise américaine, le real brésilien, la roupie indienne et, dans une moindre mesure, le rouble russe, se sont dépréciés. Enfin, sur les marchés de matières premières, l'or a nettement baissé (de 1662 à 1208 dollars l'once, soit sa plus forte chute annuelle depuis 1981) tandis que le cours du baril de pétrole Brent a légèrement progressé (de 110,6 à 111,6 dollars).



Perspectives 2014

La croissance mondiale devrait être un peu plus forte en 2014 qu'en 2013 (environ +3,5% contre +3%), largement du fait de la poursuite de l'amélioration économique dans les pays développés. Ainsi, la reprise accélérera probablement aux Etats-Unis tandis que la zone euro connaîtra sans doute une croissance positive, quoique lente et irrégulière. L'activité devrait également poursuivre son amélioration aux Royaume-Uni et rester bien orientée au Japon. Les pays émergents connaîtront une grande diversité de situations mais, dans l'ensemble, leur croissance n'accélérera probablement pas.

Scénario économique 2014

Zone euro

La reprise se poursuivra en zone euro en 2014 mais restera lente, irrégulière, et marquée par d'importantes divergences entre pays. Son rythme restera insuffisant pour améliorer significativement le marché de l'emploi dans les pays où il est très dégradé. L'Allemagne devrait connaître une vraie reprise cyclique, tirée par le rebond de la demande intérieure (consommation, investissement immobilier et investissement des entreprises). En France, où ces mêmes moteurs devraient tourner au ralenti, la croissance sera beaucoup plus lente. Dans les grands pays d'Europe du Sud, la demande intérieure restera probablement très atone mais la vigueur des exportations (plus marquée en Espagne qu'en Italie) devrait permettre une croissance économique légèrement positive. Dans ces mêmes pays, l'offre de crédit restera très contrainte, au moins en début d'année, du fait de la situation toujours problématique des systèmes bancaires, mais ces difficultés pourraient se réduire progressivement au fur et à mesure des progrès du chantier de l'union bancaire de la zone euro. Cependant, les pressions déflationnistes ou désinflationnistes (suivant les pays) constitueront un risque important, susceptible de décourager l'investissement et de remettre en cause la soutenabilité des dettes, publiques comme privées. Si ces pressions devaient s'intensifier, ou si d'autres événements (comme, par exemple, de nouveaux épisodes d'instabilité politique dans les pays périphériques) entraînaient un nouveau mouvement de défiance des investisseurs à l'égard d'une partie de la zone euro, la BCE serait probablement conduite à annoncer des mesures de politique monétaire non conventionnelle. Mais, même en l'absence d'une matérialisation de tels risques, nous ne prévoyons qu'une croissance faible, de l'ordre de 1%, pour la zone euro en 2014.

Etats-Unis

En 2014, plusieurs éléments de reprise cyclique devraient se combiner pour permettre une accélération de la croissance. Le marché du travail poursuivra probablement son amélioration, s'accompagnant d'une hausse des salaires réels qui viendra soutenir le pouvoir d'achat. Compte-tenu du rebond de l'immobilier, qui s'est confirmé en 2013 malgré la hausse des taux longs, la construction résidentielle restera un moteur de croissance. La hausse de la valeur des logements, conjuguée à la progression des actions, générera des effets patrimoniaux positifs pour la confiance des ménages et la consommation. Du côté des entreprises, l'investissement, encore en retard dans ce cycle économique, devrait rebondir, grâce à des trésoreries abondantes et à des marges au plus haut. Les conditions de crédit devraient également rester avantageuses. De plus, compte tenu notamment de l'accord trouvé fin 2013 entre républicains et démocrates, les coupes de dépenses publiques seront moins fortes que prévu auparavant, au total, la politique budgétaire sera moins restrictive en 2014 qu'en 2013. Enfin, l'amélioration de la conjoncture mondiale soutiendra les exportations. L'inflation, pour sa part, restera modérée dans la mesure où le marché du travail ne s'est pas encore pleinement normalisé début 2014 et où les excès de capacité restent importants. La Fed, de son côté, restera prudente, ne poursuivant la réduction de ses achats d'actifs que dans la mesure où elle juge que cela ne met pas en risque la poursuite de la reprise. Elle maintiendra également ses taux directeurs inchangés jusqu'en 2015. Au total, la croissance économique américaine devrait donc être plus proche de 3% que de 2% en 2014.

Pays émergents

En 2014, la Chine devrait, au mieux, stabiliser sa croissance économique à un niveau proche de celui de 2013 (7,5%). Elle s'efforcera en effet de dégonfler, de façon ordonnée, l'excès de crédit aux entreprises. Dans le même temps, elle poursuivra sa transition vers un modèle économique plus équilibré, reposant davantage sur la consommation et moins sur l'investissement et les exportations. En Inde et au Brésil, deux pays confrontés à une inflation trop élevée, les politiques monétaires devront rester restrictives. De plus, leurs économies continueront de buter sur des contraintes d'offre, liées à l'insuffisance d'investissement entraînant, entre autres, un manque d'infrastructure et une insuffisance de travail qualifié. Ces facteurs limiteront l'accélération de leurs croissances : celle de l'Inde pourrait s'établir à 5,2% en 2014 contre 5% en 2013, celle du Brésil à 2,5% en 2014 contre 2,3% en 2013. En Russie également, la politique monétaire ne pourra sans doute pas être assouplie tandis que l'économie, d'une façon générale, continuera de souffrir de sa trop forte dépendance au pétrole et de l'insuffisance d'investissement. La croissance devrait être de 2,5% (contre 2% en 2013).



Stratégies d'investissement 2014

En Avec l'accélération de la croissance dans les pays développés en 2014 et la réduction progressive des achats d'actifs de la Fed, les taux longs devraient connaître des pressions haussières, à des degrés divers, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne et en France. Dans le même temps, l'amélioration des résultats des entreprises, conjuguée à des politiques monétaires qui resteront, généralement, très accommodantes, devrait continuer de soutenir les actifs risqués (actions et obligations d'entreprises à haut rendement, en particulier).

Marchés de taux et de changes

Les **politiques monétaires** resteront très accommodantes dans les pays développés. Aux Etats-Unis, malgré la réduction des achats d'actifs de la Fed, aucune hausse de taux directeurs n'est attendue avant 2015. En zone euro, la BCE, compte tenu de la faiblesse de la croissance et de l'inflation, devrait au moins maintenir le statu quo et pourrait même procéder à un assouplissement supplémentaire (via une nouvelle baisse de taux directeurs, des mesures de liquidité à long terme en faveur des banques, voire des mesures non conventionnelles). Au Royaume-Uni, la Banque Centrale (BoE) attendra davantage de signaux de confirmation de la vigueur de la reprise avant de procéder à une hausse des taux. Enfin, au Japon, la Banque Centrale (BoJ) pourrait annoncer des mesures d'achats d'actifs supplémentaires afin de contrebalancer l'effet sur l'économie de la hausse de TVA prévue en avril 2014.

Compte tenu de cet environnement de liquidité abondante, les **rendements des emprunts d'Etat** ne devraient pas connaître de tension brutale. Ils poursuivront cependant graduellement leur hausse aux Etats-Unis et au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Allemagne et en France, du fait de l'amélioration de la situation économique et de la réduction des achats d'actifs de la Fed. Par conséquent, les emprunts d'Etat de ces pays ne seront pas, en 2014, les classes d'actifs les plus attractives pour les investisseurs. L'écart de taux franco-allemand devrait rester stable, avec cependant un risque d'élargissement du fait des divergences de situation économique entre les deux pays. Les obligations espagnoles et italiennes, pour leur part, devraient continuer d'être soutenues par les achats de leurs banques nationales, quoique dans une plus faible proportion qu'en 2013.

Les **obligations d'entreprises** des catégories les plus risquées devraient continuer de bénéficier de l'environnement porteur constitué par les politiques monétaires accommodantes et l'amélioration de la croissance dans les pays développés. Ainsi, les titres à haut rendement, ceux du secteur financier et ceux des pays périphériques de la zone euro continueront d'offrir les meilleures opportunités. Ils ne pourront pas, toutefois, réaliser d'aussi bonnes performances qu'en 2013. Les obligations d'entreprises des catégories moins risquées pourraient, en revanche, voir leurs performances réduites par la hausse des rendements des emprunts d'Etat.

Sur les **marchés des changes**, une croissance plus élevée aux Etats-Unis que dans les autres pays développés, la réduction progressive des achats d'actifs de la Fed et la remontée des rendements obligataires américains devraient soutenir le dollar. Cependant, à court terme, l'euro subira lui aussi des pressions haussières du fait de la force de l'excédent commercial de l'union monétaire et d'importants flux de capitaux entrants. En revanche, le yen devrait poursuivre sa baisse par rapport au dollar alors que la BoJ annoncera probablement de nouvelles mesures d'assouplissement. Les devises émergentes, pour leur part, devraient connaître des évolutions très variées, notamment en fonction de leur sensibilité à l'évolution de la politique monétaire américaine.

Marchés d'actions

Après de fortes hausses depuis mi-2012, les valorisations des actions intègrent déjà, fin 2013, l'amélioration conjoncturelle dans les pays développés. Néanmoins, la poursuite de la reprise économique en 2014 (permettant une progression des bénéfices des entreprises), et le maintien d'une liquidité abondante devraient permettre à cette tendance haussière de se prolonger malgré la hausse des rendements obligataires. Le scénario le plus probable est donc que les actions continuent à délivrer des performances positives en 2014, supérieures à celles des placements à taux fixes, mais inférieures à celles observées en 2013. La zone euro, où la croissance des bénéfices devrait être plus forte qu'aux Etats-Unis (à partir d'une base de comparaison plus faible), et dont les marchés, habituellement, profitent davantage que leurs homologues américains des phases d'accélération de la croissance mondiale, devrait afficher de bonnes performances. Les actions japonaises pourraient également se distinguer du fait de la politique de liquidité très active (et peut-être renforcée en 2014) de la banque centrale du pays. Les marchés émergents, pour leur part, resteront les plus sensibles aux mouvements de la politique monétaire américaine, comme on a pu le voir en 2013, alors que la rentabilité des entreprises de ces pays a tendance à décliner. De plus, l'évolution des devises émergentes (qui pourrait, dans certains cas, se faire à la baisse) aura un effet important sur la performance des actions locales pour un investisseur en euros. D'une façon générale, pour l'ensemble des marchés d'actions, les risques les plus importants pourraient venir soit d'une forte accélération de la croissance américaine, susceptible de conduire la Fed à infléchir rapidement sa politique monétaire, soit d'un regain de tensions financières en zone euro (ce dernier risque étant mitigé par la possibilité, pour la BCE, d'annoncer des mesures monétaires non conventionnelles).



Avertissement

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Edité par Amundi - Société anonyme au capital de 596 262 615 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris. Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient