



Achévé de rédiger le 5 janvier 2017

Bilan 2016

L'année 2016 a surtout été marquée par deux événements politiques inattendus : le vote des Britanniques en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne, en juin, puis l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis, en novembre. En fin d'année, la visibilité concernant les conséquences de ces deux événements restait très limitée. En revanche, la conjoncture économique elle-même n'a pas réservé de grosses surprises dans les pays développés : les reprises ont continué, toujours à des rythmes modestes de part et d'autre de l'Atlantique. Dans les pays émergents, après de sérieux doutes en début d'année, la situation s'est améliorée, aidée par la stabilisation de la situation en Chine et par le rebond du cours du pétrole. Les rendements obligataires, en baisse durant l'essentiel de l'année, ont ensuite nettement progressé au 4ème trimestre. Ils terminent 2017 en hausse aux Etats-Unis, en baisse en zone euro. Les actions américaines et celles des pays émergents ont réalisé des hausses significatives, celles de la zone euro, après avoir évolué en territoire négatif jusqu'à l'automne, enregistrent finalement de légers gains grâce à une accélération de fin d'année.

Sommaire

Bilan 2016

Economie 1

Marchés Financiers 2

Perspectives 2017

Scénario économique ... 3

Stratégie
d'investissement 4

Economie

Zone euro

La reprise économique a continué en zone euro en 2016, quoique toujours à un rythme plus lent que lors des cycles précédents et avec d'importantes différences entre pays (fort rebond en Espagne, croissance soutenue en Allemagne et modérée en France, faiblesse récurrente en Italie). Les chiffres de début d'année ont surpris à la hausse, notamment grâce à la consommation des ménages soutenue par la baisse du prix de l'essence. La faiblesse de l'euro par rapport au dollar a également joué favorablement. Un léger ralentissement a ensuite été observé en milieu d'année mais, au 4ème trimestre, de nouveaux signes d'accélération sont apparus. L'incertitude politique est restée forte, alimentée par le résultat du référendum britannique et par la montée générale du sentiment eurosceptique. Les modalités mêmes du « Brexit » restaient très floues en fin d'année : le gouvernement britannique s'est donné jusqu'à fin mars 2017 pour activer l'Article 50 du Traité de Lisbonne (qui régit les modalités de sortie d'un Etat membre de l'Union Européenne) et a peu communiqué sur ses objectifs. Fin octobre, l'Espagne est parvenue à se doter d'un gouvernement (après près d'un an de crise politique) mais, début décembre, les électeurs italiens ont rejeté par référendum une réforme constitutionnelle visant à faire émerger des gouvernements plus stables. Au vu de la croissance et de l'inflation toujours faibles, et compte tenu des risques importants, la Banque Centrale Européenne a maintenu une politique très expansive. Elle a ainsi, en mars, baissé ses taux directeurs et annoncé une extension de son programme d'achat aux obligations d'entreprises à partir de juin. En décembre, elle a déclaré qu'elle réduirait, à partir d'avril 2017, le volume mensuel de son programme d'achat (de 80 à 60 mds d'euros) mais étendrait sa durée au moins jusqu'en décembre 2017 (contre mars 2017 annoncé précédemment).

Etats-Unis

Décevante début 2016, la croissance économique américaine a ensuite rebondi. L'industrie a en effet été affectée au 1er semestre par les effets différés de la hausse du dollar de 2015, les difficultés des pays émergents et les conséquences de la faiblesse du cours du baril sur le secteur pétrolier. Cependant, la baisse du prix du carburant a aussi soutenu la consommation des ménages tandis que le marché de l'emploi est resté vigoureux. A partir du 3ème trimestre, les freins pénalisant l'industrie se sont desserrés, permettant une nette amélioration. A l'automne, le principal événement a été la victoire de D. Trump à l'élection présidentielle, sur un programme prévoyant de très importantes baisses d'impôts sur les ménages et les entreprises, l'augmentation de certaines dépenses et une révision des relations commerciales avec le reste du monde. Fin 2016, la capacité du futur Président à mettre en œuvre l'essentiel de son programme restait toutefois très incertaine, car le Congrès, qui a préservé sa majorité Républicaine, paraissait loin d'être acquis à des mesures susceptibles de creuser le déficit public. La Réserve fédérale, pour sa part, après avoir temporisé durant l'essentiel de l'année, a augmenté son principal taux directeur en décembre (un an après une première hausse décidée en décembre 2015). Ses gouverneurs ont également relevé leurs prévisions de taux directeurs pour 2017 (indiquant une prévision médiane de 3 hausses supplémentaires de 0,25% chacune).

Pays émergents

Le début de l'année 2016 a été marqué par une montée des craintes liées au ralentissement de l'économie chinoise et aux conséquences de la baisse du prix du pétrole sur les pays producteurs. De plus, le Brésil a fait face à une importante crise politique et l'Afrique du Sud a semblé s'engager sur la même voie. Les agences de notations, en dégradant la note souveraine de plusieurs pays, ont ajouté au climat de défiance. Toutefois, via d'importantes mesures monétaires, budgétaires, et portant sur l'investissement et l'immobilier, les autorités chinoises ont réussi à éviter une décélération brutale de leur économie. A partir du deuxième trimestre, l'amélioration des chiffres chinois et le rebond du prix du pétrole ont constitué des éléments rassurants.

[> Retour au sommaire](#)



Bilan 2016

Economie

Pays émergents (suite)

La destitution de la Présidente D. Rousseff au Brésil et le maintien en poste du Ministre des Finances, P. Gordhan, en Afrique du Sud ont également été bien accueillis par les marchés. En septembre, la décision de la Réserve fédérale américaine de laisser inchangé le taux des Fed Funds a conduit à une augmentation des flux de capitaux vers les pays émergents et une légère appréciation de certaines de leurs devises. La signature d'un accord entre les pays de l'OPEP a également contribué à améliorer cette tendance en améliorant les perspectives des pays exportateurs de pétrole. De plus, les chiffres en provenance de Chine sont restés favorables. Cependant, en fin d'année, l'élection de D.Trump, a ouvert un nouveau chapitre d'incertitude : l'effet combiné de la hausse des taux américains et de la crainte de mesures protectionnistes aux Etats-Unis a en effet ralenti les entrées de capitaux sur les marchés émergents et fortement pénalisé leurs devises.

Marchés financiers

Malgré un début d'année difficile et des développements politiques inattendus, les **marchés d'actions** sont repassés dans le vert en 2016. Après -0,7% en 2015, l'indice MSCI World AC a ainsi progressé de +6,8% en 2016, et même de +9,7% en tenant compte des dividendes. Par région, cette progression n'a pas été uniforme. En tête de peloton, on retrouve les Etats-Unis (+9,2% pour le MSCI US en \$) et les marchés émergents (+8,6% en \$ et +7,1% en devises locales) devant le Japon (+0,5% en dollar et -2,6% en yen) et l'Europe (-3,4% en \$ et +4,0% en devises locales). Au sein de l'Europe, les performances ont fait le grand écart d'un pays et d'une devise à l'autre. Ainsi, alors que le marché britannique a connu une forte hausse en devise locale (+14,2%), sa performance en \$ a été très différente (-4,2%) du fait de la dépréciation de la Livre. Pour faciliter les comparaisons, si l'on exprime l'ensemble des performances en \$, les pays cœurs de la zone euro, comme la France (+2,2%) et l'Allemagne (+0,4%) ont devancé ceux en dehors de la zone euro (-5,4% pour le MSCI Europe ex EMU), comme ceux de la périphérie (MSCI Espagne -3,3%, MSCI Irlande -8,3%, MSCI Italie -13,3%). Concernant la chronologie des différentes phases, après un début d'année marqué par l'effondrement des cours du pétrole et de nouvelles craintes sur la Chine avec la fonte accélérée de ses réserves de change, les marchés d'actions ont marqué un point bas début février (-12,2% pour le MSCI World AC le 11 février). Rassurés par le rebond des prix du pétrole et la prudence de la Réserve fédérale, les marchés ont ensuite repris leur marche en avant jusqu'au référendum britannique du 23 juin dernier (+13,6% du 11 février au 23 juin et -0,3% depuis le 1er janvier). Après quelques jours d'inquiétude, l'alarme Brexit a été rapidement effacée du fait de la nomination d'un nouveau gouvernement, du regain de souplesse des banques centrales, des signaux rassurants provenant de l'économie américaine et des résultats des sociétés, plutôt meilleurs qu'attendus. Ainsi, malgré une perte initiale de -5,6% du 23 au 27 juin, en l'espace de quinze jours – du 23 juin au 8 juillet- le MSCI World AC avait refait l'ensemble du chemin perdu depuis le référendum. Puis du 8 juillet au 7 novembre 2016, veille de l'élection américaine, il a continué de gagner un peu de terrain (+2,6%), au point de repasser dans le vert depuis le 1er janvier (+1,7%). Par la suite, l'élection de D. Trump a redonné un nouvel élan au marché (+5,0% du 7 novembre au 31 décembre). Le premier moment de surprise passé, cette réaction est assez logique. Au vu des limites de la politique monétaire, les nouvelles orientations en faveur d'un peu plus de dépenses budgétaires sont venues conjurer le risque de ralentissement. Le léger regain d'inflation attendu et la hausse des taux qui pourrait s'ensuivre ont précipité une rotation en faveur des actions et au détriment des produits de taux. Enfin, la multiplication des annonces concernant la fiscalité des sociétés a également conforté les marchés d'actions.

Les **marchés obligataires** ont connu deux phases très distinctes au cours de l'année 2016. Au cours des trois premiers trimestres, les rendements ont nettement baissé, notamment en raison du report répété de la deuxième hausse de taux de la Réserve fédérale et de la politique monétaire très accommodante de la BCE et de la BoJ. Cependant, le quatrième trimestre a été marqué par une nette remontée, en raison d'abord de la remontée de l'inflation (tirée par les effets de base des variations du cours du pétrole) puis, surtout, de l'élection de Donald Trump. Au final, le 10 ans américain a progressé d'environ 2,25% fin 2015 à 2,45% fin 2016. En revanche, son homologue allemand a baissé d'environ 0,65% à 0,20%. Le taux 10 ans français a baissé, pour sa part, d'environ 1% à 0,70% et le 10 ans espagnol d'environ 1,8% à environ 1,4%, tandis que le 10 ans italien, sous l'effet de l'incertitude politique, a progressé de 1,60% à 1,80%.

Sur le **marché des changes**, l'un des événements importants de 2016 a été la forte dépréciation de la livre après le résultat du référendum de juin. Elle a, en effet, perdu près de 16% face à l'euro en 2016. Le dollar s'est, pour sa part, fortement apprécié après la victoire de Donald Trump, la parité EUR/USD reculant de 3% sur l'année. Le yen s'est d'abord fortement apprécié face au dollar avant de se déprécier nettement au cours des dernières semaines de 2016, la parité USD/JPY passant de 120 à 116 sur l'année.



Perspectives 2017

L'année 2017 s'annonce particulièrement chargée en incertitudes politiques dans les grands pays développés. Au manque de visibilité concernant les décisions que prendra le nouveau Président américain s'ajoutent en effet la perspective de négociations probablement difficiles en Europe au sujet du Brexit et les inconnues liées aux rendez-vous électoraux dans plusieurs pays de la zone euro (Pays-Bas, France et Allemagne, des élections anticipées étant également très possibles en Italie). Si les risques sont importants, notre scénario central prévoit tout de même le maintien de la croissance économique mondiale sur un rythme proche de celui observé au cours des 4 dernières années (environ 3% par an en volume), avec une légère accélération aux Etats-Unis et dans les pays émergents et une légère décélération (mais sans remise en cause de la reprise) en Europe.

Scénario économique 2017

Zone euro

La reprise économique européenne, désormais bien engagée, va continuer en 2017, portée par les facteurs cycliques que sont l'amélioration de l'emploi et celle du crédit bancaire. L'effet différé des réformes structurelles menées dans les pays durement touchés par les crises des dernières années va continuer de jouer positivement. Le secteur immobilier, revenu sur une trajectoire positive dans tous les grands pays, sera également un facteur de soutien. La croissance pourrait toutefois être un peu moins forte en 2017 qu'en 2016 (nous prévoyons 1,3% contre 1,6%) en raison de l'épuisement progressif des deux moteurs temporaires qu'ont été la baisse du prix de l'essence et celle de l'euro depuis mi-2014, sans que ces facteurs remettent en cause la dynamique générale d'amélioration. D'importantes différences vont subsister entre pays : la reprise restera forte en Espagne (quoique nettement moins qu'en 2016), soutenue en Allemagne, modérée en France et toujours faible (avec quelques progrès) en Italie. Les importants risques politiques (rendez-vous électoraux aux Pays-Bas, en France, en Allemagne et peut-être en Italie dans un contexte de montée du sentiment eurosceptique, négociations probablement difficiles concernant le Brexit) continueront de peser sur le climat des affaires, freinant l'investissement mais pas au point d'entraver la reprise. Très peu probable, mais sans pouvoir être totalement exclue, une suite d'événements conduisant à un référendum sur la sortie d'un Etat membre de la zone euro causerait toutefois un choc majeur. Malgré une remontée temporaire de l'indice général d'inflation en raison des effets de base du cours du pétrole, l'inflation sous-jacente ne remontera que très progressivement, contraignant la BCE à rester très prudente et à maintenir l'essentiel de son soutien à l'économie.

Etats-Unis

L'élection de Donald Trump a suscité l'attente de mesures budgétaires de nature à stimuler la croissance. Nous pensons toutefois que le nouveau Président ne pourra mettre en œuvre qu'une partie de son programme, à savoir surtout des baisses d'impôts. Les hausses de dépenses (notamment d'infrastructures) qu'il a promises devraient, pour leur part, être limitées par le Congrès, peu enclin à accepter un creusement du déficit public alors que le pays n'est pas en récession. Aussi, notre scénario central prévoit que les décisions de la nouvelle Administration n'auront qu'un léger effet positif sur l'économie, plus perceptible en 2018 (année pour laquelle nous prévoyons une croissance légèrement supérieure à 2%) qu'en 2017 (année où la croissance devrait être d'environ 2%, un chiffre supérieur à celui de 2016 mais surtout parce que le premier semestre de 2016 a été particulièrement faible). Des scénarios alternatifs, baissiers comme haussiers, sont toutefois possibles. Ainsi, si le nouveau Président creuse les déficits au point de générer une perte de confiance, où s'il prend des mesures très perturbantes pour le commerce internationale, l'économie américaine (de même que celle du reste du monde) pourrait subir un choc considérable. A l'inverse, s'il parvient à négocier avec le Congrès un plan de relance calibré pour générer un maximum de retombées positives (notamment via des dépenses d'infrastructures et la réorientation des baisses d'impôts vers les ménages modestes), la croissance annuelle pourrait être plus proche de 3%. Enfin, concernant l'inflation, notons que l'indice général des prix va nettement accélérer au premier trimestre en raison d'effets de base liés au cours du pétrole, puis se replier. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) va, pour sa part, progresser de façon plus modérée mais également plus durable, ce qui conduira la Réserve fédérale à relever de nouveau ses taux directeurs, mais toujours de façon prudente.

Pays émergents

Depuis le printemps 2016, le contexte économique est devenu plus favorable aux pays émergents. Toutefois, nombre de ces pays ont été fragilisés au cours des dernières années par de multiples chocs de sorte que leurs marges de manœuvre sont faibles. Ils seraient donc assez démunis en cas de difficultés supplémentaires. En ce sens, l'élection de D. Trump est une nouvelle source de préoccupations pour ces pays. Le discours protectionniste de Trump a contribué à renforcer la perception de risques accrus. Incontestablement, l'adoption d'une politique très protectionniste aurait des effets négatifs sur leurs économies. Toutefois, nous pensons que cet impact devrait être relativement limité. Tout d'abord, confrontées aux réalités politiques, les décisions qui seront effectivement prises différeront probablement sensiblement des promesses de campagnes. Par ailleurs, le commerce mondial a fortement ralenti ces dernières années.



Suite perspectives 2017

Scénario économique 2017

Pays émergents (suite)

Dans les économies émergentes comme dans les économies avancées, la croissance est aujourd'hui davantage tirée par des facteurs domestiques et notamment par la consommation privée. De fait, un renforcement du protectionnisme serait certes pénalisant mais devrait avoir des effets moindres qu'il y a quelques années, lorsque la plupart des modèles économiques dans les pays émergents était basée sur la demande extérieure. Enfin, les fondamentaux de ces pays se sont améliorés. Cependant, dans l'attente d'une clarification de la politique économique des Etats-Unis, les marchés connaîtront probablement une forte volatilité. De notre point de vue, le risque économique pour les pays émergents réside davantage du côté des effets induits de la politique budgétaire notamment sur les taux longs américains. Leur remontée a en effet précipité des mouvements de réallocation d'actifs en défaveur des pays émergents et une dépréciation de la plupart de leurs devises. Ceci dit, nous ne tablons pas sur la mise en place

Stratégies d'investissement 2017

Les éléments à surveiller au cours des prochains mois seront :

- **Les grandes orientations de la politique économique de D. Trump (concernant notamment le budget et les relations commerciales des Etats-Unis avec le reste du monde).**
- **L'évolution du risque politique européen (élections, ouverture des négociations concernant le Brexit).**
- **L'attitude des grandes banques centrales (possibles hausses des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine, indications données par la BCE quant à l'évolution de son programme d'achats d'actifs).**
- **La poursuite de la phase de stabilisation de l'économie chinoise**
- **La tenue du cours du pétrole après l'accord de fin 2016 entre pays producteurs pour limiter leur production.**

Marchés de taux et de changes

Les taux longs américains ont beaucoup monté à la suite des élections américaines, avec la perspective d'un soutien budgétaire pour la croissance et la remontée des anticipations d'inflation. Les deux premiers mois de l'année verront la matérialisation de puissants effets de base pouvant amener les taux encore un peu plus haut. Cela dit, ils joueront en sens inverse sur les mois qui suivront. Le dollar constituera un facteur limitant dans le mouvement de remontée des taux, car l'appréciation du dollar pénalisera les perspectives d'inflation et de croissance. Les taux longs américains ne devraient donc pas connaître un mouvement continu de hausse des taux sur l'année 2017. En Europe, les annonces de la BCE vont dans le sens d'une pentification de courbe. Les achats du PSPP seront redirigés vers la partie courte de la courbe en ce qui concerne l'Allemagne. Les taux longs allemands ne devraient que faiblement remonter sur la première partie de l'année. L'évocation plus fréquente vers la deuxième partie de l'année 2017 de l'arrêt du QE de la BCE pourrait entraîner des tensions haussières sur les taux longs. Au Royaume-Uni, les taux britanniques ont peu de potentiel de remontée, dans un cadre économique morose et avec la poursuite du QE de la BoE. Enfin, au Japon, la BoJ contrôle la partie longue de la courbe et est vraisemblablement en faveur d'une baisse des taux courts.

Marchés d'actions

Après une année 2016 positive pour les marchés d'actions (l'indice MSCI World AC a progressé de +6,8%), les espoirs d'une poursuite de ce mouvement sont permis pour 2017. Les principaux arguments en faveur des actions sont 1) le rebond du cours du pétrole depuis février 2016 2) un rééquilibrage des politiques économiques au niveau global en faveur de budgets publics plus favorables à la croissance. Les perspectives de profits devraient ainsi mieux résister que les années précédentes aux révisions des analystes grâce à la contribution mécanique de la hausse des taux longs (effet positif sur les profits des banques) et de la remontée des prix du pétrole (effet positif sur les pétrolières). Le consensus prévoit une amélioration de l'ordre de +12% au niveau global de façon assez homogène entre les grandes régions (+12% aux Etats-Unis, +12,7% en zone euro, +11,7% au Royaume-Uni, +9,2% au Japon, ce qui n'intègre pas encore la faiblesse récente du yen, et +12,9% pour les pays émergents). Il ne faut cependant pas perdre de vue que le marché leader américain se paie 19,6 fois les profits des 12 derniers mois, ce qui est cher au regard d'une inflation qui remonte au-delà des 2%. Nos thématiques préférées pour 2017 sont justement liées à la « reflation », autrement dit la reprise concomitante de la croissance et de l'inflation ; les valeurs Value devraient continuer à tirer leur épingle du jeu, malgré des probables à-coups. Au niveau géographique, les marchés Value devraient ainsi en profiter ; il s'agit du Japon et de la zone euro. La zone euro devrait quand même pâtir dans un premier temps de la forte incertitude politique en Europe (élections aux Pays-Bas, en France, en Allemagne, Brexit). Les marchés émergents recèlent eux aussi du potentiel une fois l'incertitude sur la politique commerciale américaine levée et une fois que le dollar américain aura plafonné.

[> Retour au sommaire](#)

Achévé de rédiger le 5 janvier 2017

Avertissement

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Edité par Amundi AM - Société anonyme au capital de 746 262 615 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 exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.