



Achévé de rédiger le 6 janvier 2016

## Bilan 2015

En 2015, la croissance économique mondiale s'est maintenue sur un rythme annuel d'environ 3%, similaire à celui de 2014. Dans les grands pays développés, les reprises économiques se sont poursuivies, bénéficiant notamment du soutien apporté à la consommation par la baisse du prix du carburant. Aux Etats-Unis, la croissance est restée soutenue, quoique sans accélération, tandis que la zone euro, à partir d'un niveau plus faible, a connu une amélioration significative. En revanche, certains grands pays émergents ont vu leurs économies décélérer nettement (Chine) ou s'enfoncer dans de profondes récessions (Russie et Brésil). Les marchés ont dû composer avec plusieurs pics de tensions (crise grecque et, surtout, montée de l'incertitude face à la situation économique chinoise) et avec l'intensification des divergences de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique. Les rendements obligataires à 10 ans terminent l'année sur des niveaux légèrement supérieurs à ceux de fin 2014, tandis que les rendements à plus court terme ont connu des mouvements plus divergents. Les grands indices d'actions européens terminent l'année majoritairement en hausse (quoique loin de leurs plus hauts) tandis que leurs homologues américains reculent légèrement et que la performance des actions émergentes mesurée en dollars est très négative.

## Sommaire

### Bilan 2015

Economie ..... 1

Marchés Financiers ..... 2

### Perspectives 2016

Scénario économique ... 3

Stratégie

d'investissement ..... 4

## Economie

### Zone euro

Le PIB de la zone euro a probablement progressé d'environ 1,4% en 2015, soit nettement plus qu'en 2014 (0,9%). Plusieurs facteurs positifs sont à l'origine de cette amélioration : la baisse du cours du pétrole, le reflux des politiques d'austérité, la remise en ordre de marche des systèmes bancaires des pays périphériques et le lancement, par la Banque Centrale Européenne (BCE) d'un programme d'achats d'obligations souveraines à partir de mars. Cette dernière mesure (étendue en décembre, conjointement à un nouvel abaissement du taux de rémunération des dépôts en territoire encore plus négatif) a notamment favorisé l'amélioration du crédit et permis d'ancrer l'euro à un niveau nettement plus faible, par rapport au dollar, qu'en 2014. La crise grecque, qui a atteint son paroxysme en juillet avant de trouver une solution au moins temporaire, n'a pas enrayé cette reprise, qui, en fin d'année, semblait également bien résister à la montée des incertitudes concernant les pays émergents. Bien qu'encore convalescent, le marché de l'emploi s'est lui aussi amélioré (quoiqu'à des degrés très divers suivant les Etats membres). L'investissement des entreprises, en revanche, encore beaucoup trop faible fin 2015, est resté le maillon faible de la reprise. Enfin, de nouvelles incertitudes politiques internes sont apparues sur fond de progression des partis contestataires : en octobre, des élections indécises au Portugal ont abouti à la formation d'un gouvernement minoritaire en situation fragile, tandis que, fin décembre, le résultat des élections espagnoles semblait offrir peu de perspectives pour la mise en place d'un gouvernement stable.

### Etats-Unis

Aux Etats-Unis, l'économie, après un bref trou d'air au 1<sup>er</sup> trimestre, s'est nettement reprise pour réaliser, sur l'ensemble de l'année, une croissance voisine de celle enregistrée en 2014 (progression du PIB d'environ 2,4%). La divergence entre la faible dynamique de l'industrie et celles, beaucoup plus fortes, de la consommation, des services et de l'immobilier s'est renforcée. Le secteur industriel a, en effet, dû faire face au triple choc de la baisse du cours du pétrole (qui a fortement pénalisé les acteurs de l'énergie), de la hausse du dollar et du ralentissement des pays émergents. Beaucoup moins exposés à la conjoncture internationale, les services et la construction ont bénéficié de l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, soutenu par la baisse du prix de l'essence et l'amélioration continue du marché du travail (le taux de chômage est passé de 5,6% fin 2014 à 5% en novembre 2015). Après avoir temporisé durant l'essentiel de l'année (notamment en septembre, en invoquant la montée des risques extérieurs), la Réserve Fédérale, prenant acte de l'amélioration de l'emploi, a procédé mi-décembre à sa première hausse de taux directeurs depuis 2009 (le taux cible des *Fed Funds* a été relevée d'un quart de point, portant sa fourchette à 0,25-0,5%). Néanmoins, alors que l'inflation est restée très faible (l'indice le plus suivi par la Réserve Fédérale ne progressait que de 1,3%, sur un an, en novembre), cette hausse de taux a été assortie d'une communication très prudente insistant sur le caractère graduel d'éventuelles autres hausses de taux à venir et sur l'absence de calendrier prédéterminé.

### Pays émergents

Dans le monde émergent, les divergences se sont accrues en 2015 entre pays exportateurs et pays importateurs nets de matières premières. Les pays exportateurs nets, au premier rang desquels figurent des poids lourds tels que la Russie, le Brésil, l'Afrique du Sud ou encore les principaux pays d'Amérique Latine (Chili, Pérou, Colombie), d'Afrique et du Moyen-Orient (Nigéria, Arabie Saoudite etc) ont été affectés par une double peine macroéconomique et financière (dépréciation de leurs monnaies, inflation, baisse des recettes, etc).



### Suite bilan 2015

#### Pays émergents (suite)

A ces difficultés économiques ce sont ajoutées, pour certains d'entre eux, des difficultés politiques ou géopolitique (scandales et corruption, crise ukrainienne, conflits au Moyen-Orient) qui n'ont fait que peser davantage sur l'activité. Inversement, les pays importateurs nets de matières premières ont bénéficié de la baisse de leurs cours qui est venue i) renforcer le pouvoir d'achat des consommateurs et donc soutenir la consommation privée et ii) diminuer les coûts de production et donc augmenter la compétitivité. L'Inde semble avoir été le pays qui a le plus profité de ces effets et son économie a continué de croître à un rythme soutenu. En revanche, les inquiétudes sur le ralentissement chinois ont rythmé l'année 2015 (chute du marché des actions, dévaluation de la devise etc.). En Europe émergente, la croissance a bénéficié de la baisses de prix des matières premières ainsi que de la bonne tenue de l'économie allemande.

#### Marchés financiers

Les **marchés d'actions** ont, dans l'ensemble, marqué une pause en 2015. L'indice MSCI Monde a reculé de -0,7% après +7,2% en 2014 et une moyenne de +14,2% par an de 2011 à 2014. Cette baisse de régime est essentiellement imputable aux Etats-Unis (-0,8% contre +11,1% en 2014) et, surtout, aux marchés émergents (-17,0% contre -4,6%) alors que le Japon (+8,1% contre +7,6%) et la zone euro (+7,7% contre +2,2%) ont progressé de façon significative, voire accéléré. Ces écarts de performances entre régions sont liés à différents facteurs. Les Etats-Unis étant la grande région la plus avancée dans le cycle de reprise économique, la progression des profits, très vigoureuse de 2009 à 2014, a commencé à stagner en 2014. Par ailleurs, en 2015, la Fed a été la première grande banque centrale à remonter ses taux directeurs. Du côté des émergents, les inquiétudes concernant la croissance chinoise et l'effondrement du cours des matières premières ont été les facteurs dominants. Enfin, le Japon et la zone euro, moins avancé dans le cycle que les Etats-Unis, ont bénéficié tout à la fois de leurs politiques monétaires plus expansionnistes et de dynamiques des profits plus favorables. Au sein de la zone euro, les performances des grands indices nationaux ont été assez diverses. Le MIB à Milan, le DAX à Francfort et le CAC 40 à Paris ont réalisé des hausses conséquentes (respectivement +12,7%, +9,6% et +8,5%). A l'inverse, à Madrid, l'indice IBEX a reculé de -7,2%, notamment en raison des incertitudes politiques. Du point de vue sectoriel en Europe, par rapport à un indice MSCI en hausse de +2% en 2015, l'énergie (-15%) et les matériaux de base (-14%), reflétant l'atonie de la croissance globale et la persistance de surcapacités de production, ont particulièrement sous-performé alors que les thématiques liées à la croissance domestique comme la consommation et la technologie se sont distinguées à la hausse.

Sur les **marchés obligataires**, malgré d'importantes fluctuations intermédiaires (en lien avec le profil irrégulier de la croissance économique et les anticipations et décisions de politique monétaire), les taux longs des pays développés ont fini l'année 2015 relativement proches de leurs niveaux de fin 2014. Le rendement américain à 10 ans n'a que faiblement remonté, passant de 2,17% à 2,28% sur l'année (malgré un point bas à 1,64% touché fin janvier en raison de craintes sur la reprise économique). Le taux 10 ans allemand est, lui, passé de 0,54% à 0,63% (avec un point bas à 0,07% fin avril, après le lancement du programme d'achats d'actifs de la BCE). Les achats de la BCE ont bénéficié aux obligations des pays périphériques (malgré des tensions temporaires liées à la crise grecque). Cependant, si l'écart de taux 10 ans entre l'Italie et Allemagne a nettement diminué, celui entre l'Espagne et Allemagne s'est légèrement creusé en raison de l'incertitude générée par la situation en Catalogne, puis par le résultat des élections espagnoles de fin d'année. Sur le marché des taux courts, les rendements à 2 ans ont pris des directions inverses de part et d'autre de l'Atlantique, en lien avec les divergences de politique monétaire : nette hausse aux Etats-Unis, baisse en zone euro (où, après l'Allemagne et la France, l'Italie a vu elle aussi son rendement à 2 ans s'établir en territoire négatif). Enfin, sur le marché des obligations d'entreprises, en zone euro, les performances annuelles sont, dans l'ensemble, légèrement positives en ce qui concerne les titres à haut rendement, légèrement négatives pour les supports des catégories moins risquées.

Enfin, sur le **marché des changes**, le dollar s'est apprécié par rapport à la grande majorité des autres devises. L'euro est ainsi passé de 1,21 dollar fin 2014 à 1,09 dollar fin 2015. Le yen termine l'année à peu près là où il l'a commencée par rapport à la devise américaine, soit environ 120 yens pour un dollar. Les devises liées aux matières premières ont beaucoup souffert de la chute des cours, à laquelle s'est ajoutée l'effet de la dévaluation surprise du renminbi chinois en août. C'est le real brésilien qui enregistre la plus forte dépréciation, avec un recul de 33% par rapport au dollar sur 2015. Notons que le renminbi a perdu plus de 4% face au dollar et se retrouve à son plus bas niveau depuis la mi-2011.



## Perspectives 2016

En 2016, la croissance économique restera positive dans les grands pays développés, soutenue principalement par la demande des ménages. Aux Etats-Unis, où la reprise est ininterrompue depuis 2009, l'activité décélèrera cependant légèrement par rapport à son rythme de 2015. L'économie chinoise va continuer de ralentir, tout en évitant un choc majeur, tandis que les fortes divergences économiques entre pays importateurs et pays exportateurs de matières premières persisteront. Les rendements obligataires à long terme ne devraient connaître que des mouvements limités aux Etats-Unis et en zone euro. Les marchés d'actions devront faire face à de nombreux défis, sachant que ce sont ceux de la zone euro et du Japon qui semblent pouvoir le mieux tirer leur épingle du jeu.

### Scénario économique 2016

#### Zone euro

Les facteurs qui ont soutenu la croissance en 2015 vont continuer de jouer positivement en 2016. La réparation des systèmes bancaires des pays les plus fragiles et la politique monétaire très accommodante de la Banque Centrale Européenne favoriseront la poursuite de l'amélioration du crédit. Les politiques d'austérité vont continuer de s'atténuer en Europe du Sud, tandis qu'en Allemagne une légère augmentation de la dépense publique en réponse à la crise des réfugiés compensera, en partie, l'affaiblissement des exportations lié aux difficultés des pays émergents. Les réformes économiques des dernières années produiront également, de manière différée (et très variable suivant les pays) leurs effets bénéfiques. Enfin, la baisse du cours du pétrole et la dépréciation de l'euro resteront d'importants éléments de soutien en début d'année, même si leur effet s'atténuera ensuite progressivement. Au total, la croissance pourrait être un peu plus forte en 2016 qu'en 2015, tandis que l'inflation restera nettement inférieure à 2%, écartant toute perspective de durcissement de la politique monétaire. Les risques resteront importants. A l'intérieur de la région, la montée des partis politiques contestataires et la difficulté à trouver des majorités gouvernementales stables continueront de générer de l'incertitude, notamment en Espagne (et, dans une moindre mesure, au Portugal et en Grèce, sans compter une possible résurgence des tensions en Italie). Dans la proche périphérie de la zone euro, la perspective du référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne pourra également susciter des inquiétudes. Enfin, la zone euro restera exposée à une dégradation supplémentaire de la situation économique des pays émergents.

#### Etats-Unis

La reprise économique américaine va continuer, soutenue par la demande des ménages dont le pouvoir d'achat s'est nettement amélioré en 2015 en raison de l'amélioration du marché de l'emploi et de la baisse du prix du carburant. La consommation et la construction de logements resteront donc vigoureuse début 2016. L'industrie, en revanche, continuera de subir l'effet du triple choc de la baisse du cours du pétrole sur le secteur de l'énergie, de la hausse du dollar sur les activités exposées à l'international et du ralentissement économique des pays émergents. Cependant, d'ici fin 2016, ces tendances s'atténueront. L'effet d'accélération du pétrole moins cher sur la consommation ne pourra être répété tandis que l'économie, proche du plein emploi, aura du mal à générer autant de nouveaux postes qu'en 2015. Les hausses de salaires résultant de ce marché du travail plus tendu ne suffiront pas à maintenir le rythme de progression du pouvoir d'achat total des ménages. Par conséquent, la consommation (presque 70% du PIB) décélèrera progressivement. Inversement, l'industrie commencera à se reprendre progressivement des chocs de 2015 mais sans que cela suffise à éviter un légère érosion du rythme de la croissance, qui, d'environ 2,5% par an en 2015, se rapprochera de 2%, voire légèrement en-dessous, fin 2016. L'inflation restera très modérée, surtout tirée à la hausse par la reprise des loyers. Aussi, la Réserve Fédérale gardera une attitude très prudente. Après avoir remonté ses taux, pour la première fois en 9 ans, en décembre 2015, elle ne procédera qu'à un nombre très limité de mouvements similaires en 2016 (probablement seulement une ou deux hausses de taux supplémentaires seulement).

#### Pays émergents

En 2016, l'économie chinoise va continuer de ralentir, suscitant, comme en 2015, de nombreux doutes sur la capacité des autorités à éviter un atterrissage brutal. De nouvelles mesures de politique monétaire comme budgétaire devraient cependant permettre de stabiliser progressivement la situation. Ce ralentissement chinois va continuer d'exercer une forte pression sur les autres économies émergentes, en particulier les exportateurs de matières premières. Dans ces pays, les tensions vont rester élevées, alors qu'il n'y a que peu de marges en termes de politique monétaire (contrainte par une inflation élevée en raison de la dépréciation des devises) et/ou budgétaire (contrainte par la montée de la dette publique du fait de la chute des revenus tirés des exportations et d'une hausse du coût de la dette libellée en dollars). Par ailleurs, certains grands pays émergents vont également continuer de faire face à d'importants défis politiques (sanctions en Russie, scandale au Brésil) qui ne feront que peser davantage sur l'activité. La situation devrait être meilleure dans les pays importateurs de matières premières, où l'inflation très faible permettra aux banques centrales de maintenir ou d'étendre leurs politiques monétaires accommodantes, alors que certains de ces pays disposent également de marges de manœuvre budgétaires.



## Suite perspectives 2016

### Stratégies d'investissement 2016

Les points à surveiller en 2016 seront :

- **Le rythme du ralentissement chinois**
- **L'évolution du prix du pétrole et ses conséquences pour les pays producteurs**
- **L'attitude des grandes banques centrales : poursuite du resserrement monétaire aux Etats-Unis, possibilité de nouvelles mesures d'assouplissement en zone euro.**
- **Les négociations et le référendum portant sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union Européenne**

### Marchés de taux et de changes

Aux Etats-Unis, la poursuite du resserrement monétaire de la Réserve fédérale exercera une pression haussière sur les taux courts. Les taux longs, en revanche, ne progresseront que de façon très limitée car l'amplitude de ce cycle de resserrement monétaire sera bien plus faible que celle des cycles précédents. En Allemagne, les taux longs devraient fluctuer autour des niveaux de la fin d'année 2015, sans réelle direction. Leur potentiel de hausse sera en effet contenu par les achats de la BCE qui continuera son programme d'achats d'obligations souveraines jusqu'en mars 2017. Ces achats devraient également bénéficier aux obligations espagnoles et italiennes. En ce qui concerne les devises, les divergence de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique entre la Fed et la BCE devraient bénéficier au dollar face à l'euro, au moins en début d'année. Cela dit, le très fort excédent de balance courante de la zone euro devrait, au final, exercer une force de rappel bénéficiant à la devise européenne. Le yen, pour sa part, devrait se stabiliser face au dollar

### Marchés d'actions

Les marchés d'actions devront composer, en 2016, avec un environnement fait d'une croissance mondiale stable aux alentours de 3%, (poursuite d'une reprise cyclique pour les pays développés et, tout au mieux, une stabilisation autour de 4% pour les pays émergents), d'une inflation (hors pétrole) très contenue et des taux longs qui devraient rester autour des niveaux actuels à l'horizon d'un an. Ce contexte d'ensemble, tributaire à la fois du rythme de resserrement de la Réserve fédérale, du succès de la politique de réponse graduelle au ralentissement en Chine et des aléas géopolitiques incite à la prudence.

Dans un portefeuille d'action global, les marchés de la zone euro et du Japon devraient une nouvelle fois tirer leur épingle du jeu en raison de perspectives de politiques monétaires plus accommodantes et de marges de progression des profits plus élevées. Nous tablons ainsi sur une hausse des profits d'au moins +8% pour ces deux régions contre une stabilité aux Etats-Unis et une nouvelle baisse pour les émergents (-5%). Une progression du CAC 40 ou de l'EuroStoxx 50 en 2016 en ligne avec les profits les ramèneraient ainsi vers les plus hauts de 2015. En butte à des problèmes structurels, les marchés émergents sont toutefois survendus et pourraient se reprendre brutalement en cas de stabilisation/reprise des prix du pétrole et de l'activité en Chine, mais le risque nous paraît encore trop grand pour s'y engager dès à présent. Quant au marché américain, si son potentiel à douze mois nous apparaît plus faible que celui de la zone euro et du Japon, il est toutefois plus défensif et moins volatil et pourrait continuer de se distinguer en périodes de stress..

[> Retour au sommaire](#)

**Achévé de rédiger le 6 janvier 2015**

#### **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 exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.