



Achévé de rédiger le 8 janvier 2015

Bilan 2014

En 2014, la croissance économique de la zone euro, bien que positive, a été très décevante tandis que l'inflation a nettement décéléré. Aux Etats-Unis, au contraire, la reprise s'est affirmée après un début d'année difficile. Dans le monde émergent, la situation a été très variable d'un pays à l'autre, marquée par un ralentissement graduel en Chine et, au second semestre, par une situation de plus en plus difficile pour les pays exportateurs de pétrole victimes du fort repli du cours du baril. Les marchés d'actions terminent l'année, en zone euro, sur des niveaux voisins de ceux de fin 2013 alors qu'ils ont nettement progressé aux Etats-Unis et au Japon, et reculé (si l'on s'en tient à leurs performances mesurées en dollars), en moyenne, dans les pays émergents. Sur les marchés obligataires, les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans ont nettement baissé aux Etats-Unis et, de façon encore plus marquée, dans les grands pays de la zone euro.

Sommaire

Bilan 2014

Economie	1
Marchés Financiers	2

Perspectives 2015

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

Economie

Zone euro

Les tensions financières ont été nettement moins fortes en 2014 qu'au cours des années précédentes. La croissance économique, cependant, a été plus faible qu'anticipé, notamment en raison de la faiblesse de l'investissement. Les chiffres allemands ont beaucoup déçu à partir du 2^{ème} trimestre, en partie à cause de l'inquiétude générée par la crise ukrainienne. L'Italie, pour sa part, est restée en récession tandis qu'en France l'activité s'est maintenue à un niveau médiocre. Dans ces deux pays le chômage a poursuivi sa progression. En revanche, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande et même la Grèce ont vu leurs situations économiques et leurs marchés de l'emploi s'améliorer, quoiqu'à des rythmes très différents et à partir de niveaux très dégradés. L'inflation, cependant, n'a cessé de reculer (un mouvement accéléré, en fin d'année par la baisse du cours du pétrole) faisant craindre l'entrée de la zone euro dans un processus déflationniste auto-entretenu. Dans ce contexte, la Banque Centrale Européenne a multiplié les mesures de politique monétaire conventionnelle (baisse de taux, y compris en portant le taux de rémunération des dépôts en territoire négatif) et non conventionnelles (nouvelles opérations de liquidité à long terme, achats d'obligations sécurisées et de produits structurés) et évoqué, de plus en plus clairement, l'hypothèse d'un programme d'achats d'obligations souveraines en 2015. Des avancées ont également été réalisées sur certains chantiers européens, notamment l'aboutissement du processus d'audit des bilans bancaires et de « stress tests » par la Banque Centrale Européenne et l'annonce du « Plan Juncker » de relance des investissements (qui, cependant, ne prévoit que très peu d'argent public). Enfin, la fin de l'année a été marquée par la résurgence du risque politique grec, avec l'annonce de nouvelles élections, aux conséquences très incertaines, pour début 2015.

Etats-Unis

Alors que les derniers mois de 2013 avaient nourri l'espoir d'une accélération de la croissance, le PIB américain a reculé au 1^{er} trimestre 2014, faisant craindre pour la poursuite de la reprise. Néanmoins, cette contraction de l'activité, essentiellement due à un hiver très rigoureux, s'est révélée temporaire. A partir du 2^{ème} trimestre, l'économie américaine a rebondi et la fin de l'année a été marquée par la publication de chiffres très solides concernant la croissance et l'emploi. Cependant, quelques faiblesses ont persisté : en particulier, le taux de participation (population active par rapport à la population en âge de travailler) est resté au plus bas, les salaires réels n'ont que très peu progressé et le rebond de l'immobilier est resté moins tonique qu'en 2013. En fin d'année, la baisse du prix du pétrole a tiré la consommation à la hausse et l'inflation à la baisse. Prenant acte d'un contexte général en amélioration, la Réserve fédérale a, en octobre, mis un terme à sa politique d'achats d'actifs et commencé à préparer les marchés à un éventuel relèvement de ses taux directeurs en 2015. 2014 a également été une année de changement politique, le parti républicain conservant, en novembre, à l'issue des élections de mi-mandat, la majorité à la Chambre des représentants tout en ravissant aux démocrates la majorité au Sénat. Ces majorités ne sont pas suffisantes, cependant, pour lui permettre de contourner le veto présidentiel pour certaines catégories de décisions.

Pays émergents

L'économie chinoise a légèrement décéléré en 2014 dans un contexte de montée des risques (excès de crédit, bulle immobilière). Face à ces difficultés, le gouvernement et la banque centrale ont réagi par des mesures monétaires et budgétaires ciblées. Après un épisode de tensions financières en début d'année causé par des sorties de capitaux sous l'effet de changements d'anticipations des marchés concernant la politique monétaire des Etats-Unis, d'autres grands pays émergents (notamment le Brésil, la Turquie, l'Indonésie, l'Inde et l'Afrique du Sud) ont connu un ralentissement. Dans ces pays, 2014 a été également une année électorale, donnant lieu à des promesses de réformes importantes. L'économie russe, pour sa part, a été confrontée aux retombées de la crise ukrainienne (sanctions occidentales) et à la chute du cours du pétrole qui ont entraîné un effondrement du rouble et une forte hausse de l'inflation.



Suite bilan 2014

Marchés financiers

Les **marchés d'actions** des pays développés ont connu des trajectoires irrégulières, perturbées à partir de juin par les tensions géopolitiques (crise ukrainienne) et les craintes de ralentissement de la croissance mondiale. La baisse du pétrole et, en fin d'année en zone euro, la résurgence du risque politique grec ont également joué. Cependant, les politiques toujours très accommodantes des grandes Banques Centrales (avec l'annonce ou l'anticipation de nouvelles mesures, en zone euro et au Japon, et une grande prudence de la part de la Réserve fédérale américaine), la poursuite de la reprise aux Etats-Unis et le maintien d'une croissance positive en zone euro ont finalement permis, suivant les cas, de récupérer une partie du terrain perdu ou d'inscrire de nouveaux records. En zone euro, les grands indices ont fini l'année en ordre dispersé mais, au final sur des niveaux peu éloignés de ceux de fin 2013 : l'indice Euro Stoxx 50 progresse de +1,2%, le DAX allemand de + 2,7%, le MIB italien de +0,2% et l'IBEX espagnol de +3,7% tandis que le CAC français recule de -0,5%. Hors zone euro, le FTSE britannique se replie de -2,7%. Aux Etats-Unis, les performances ont été nettement positives : le S&P500 progresse de 11,4% et le Dow Jones de +7,5%, tous deux inscrivant, fin décembre, de nouveaux plus hauts historiques. Au Japon, l'indice Nikkei progresse également de +7,1%. Les marchés émergents, pour leur part, ont enregistré des performances très diverses, négatives en moyenne si l'on s'en tient à la performance mesurée en dollars (l'indice MSCI Emerging Markets recule de -4,6%) mais légèrement positives mesurées en devises locales. Du point de vue sectoriel, en zone euro, ce sont les valeurs des secteurs des télécommunications et des services aux collectivités qui ont le plus progressé alors que les valeurs de l'énergie ont réalisé des performances fortement négatives.

Sur les **marchés obligataires**, les rendements des emprunts d'Etat des grands pays ont baissé des deux côtés de l'Atlantique en 2014. Aux Etats-Unis, sous l'effet du recul des anticipations d'inflation, des interrogations sur le potentiel de croissance à long terme, de la prudence de la Réserve Fédérale et de la recherche de placements sûrs par les investisseurs internationaux, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans a reculé d'un peu plus de 3%, fin 2013, à un peu moins de 2,2%, fin 2014. La baisse a été nettement plus forte en zone euro, où le rythme décevant de la reprise économique et, surtout, la montée des pressions déflationnistes, ont conduit la Banque Centrale Européenne à baisser ses taux directeurs et à annoncer des mesures de liquidité à long terme et des achats d'actifs du secteur privé, les marchés anticipant, de plus, des mesures supplémentaires (achats d'emprunts d'Etat) en 2015. Ainsi, sur l'année, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans a baissé d'un peu plus de 1,9% à un peu plus de 0,5% en Allemagne, d'un peu moins de 2,6% à un peu plus de 0,8% en France, d'un peu plus de 4,1% à un peu moins de 1,9% en Italie et d'un peu moins de 4,2% à un peu plus de 1,6% en Espagne. Sous l'effet de l'apaisement des tensions financières et de l'action de la BCE, les écarts de rendement à 10 ans entre l'Allemagne, d'une part, et l'Italie, l'Espagne et la France, d'autre part, se sont donc réduits durant l'année. Sur le marché des taux courts, les rendements à 2 ans ont progressé aux Etats-Unis alors qu'ils ont fortement baissé en zone euro, ceux de l'Allemagne et de la France terminant l'année en territoire négatif.

Sur les **marchés des changes**, l'euro, après être resté relativement stable par rapport au dollar durant l'essentiel du premier semestre, a ensuite reculé de façon quasi ininterrompue, sous l'effet de la différence des rythmes de croissance et, surtout, des perspectives de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique. Il termine l'année à 1,21 dollar pour un euro (contre 1,38 fin 2013). Le yen a, lui aussi, nettement baissé par rapport à la devise américaine, dans un mouvement qui s'est accéléré en fin d'année après l'annonce, par le Banque du Japon, de nouvelles mesures d'assouplissement : le dollar termine l'année à 120 yens (contre 105 fin 2013). Les grandes devises émergentes, pour leur part, ont toutes baissé par rapport au dollar, mais à des rythmes très différents : modéré sur le yuan chinois et la roupie indienne, ce mouvement a été plus fort sur le real brésilien et, surtout, spectaculaire sur le rouble russe en fin d'année. Enfin, sur les marchés de matières premières, le cours de l'once d'or a légèrement baissé, terminant l'année à 1186 dollars (contre 1208 fin 2013) tandis que celui du baril de pétrole Brent, pratiquement stable durant le premier semestre, s'est effondré au second pour atteindre 57,3 dollar en fin d'année (contre 111,6 fin 2013).

[> Retour au sommaire](#)



Perspectives 2015

La croissance mondiale restera positive en 2015, conservant un rythme voisin de celui observé en 2014 (légèrement supérieur à 3%). La reprise s'affirmera aux Etats-Unis tout en restant probablement plus lente que celles des cycles économiques précédents. En zone euro, l'activité restera très faible et les pressions déflationnistes vont persister. La croissance des pays émergents devrait, en moyenne, légèrement décélérer tout en restant plus élevée que celle des pays développés. Cependant, les différences de rythmes entre pays seront très marquées. Dans les pays développés et dans certains pays émergents, la croissance restera très dépendante du soutien apporté par les banques centrales.

Scénario économique 2015

Zone euro

La reprise économique se poursuivra probablement sur un mode lent en 2015. Cependant les risques, tant endogènes à la zone euro qu'en provenance du reste du monde, resteront importants. Les reflux des politiques d'austérité, l'apaisement des tensions financières et, dans certains pays (notamment l'Espagne), une stabilisation de l'immobilier après l'éclatement des bulles des dernières années constitueront des éléments de soutien. De même, les effets différés des mesures de politique monétaires, des efforts d'amélioration de la gouvernance bancaire et, dans certains pays (ceux ayant bénéficié de plans d'aide européens et, dans une moindre mesure, Italie et France), l'effet des réformes structurelles menées au cours des dernières années devraient également jouer positivement. La baisse de l'euro et celle du pétrole (cette dernière étant à double tranchant, car accentuant les pressions déflationnistes) constituent également des facteurs favorables. Néanmoins, la zone euro restera au prise avec la menace de déflation, face à laquelle la BCE mettra en œuvre de nouvelles mesures de politique monétaire (incluant, très probablement, un programme d'achat d'emprunts d'Etat). Elle sera aussi confrontée à des risques politiques, liées à la progression des partis contestataires alors que des élections générales sont prévues en Grèce, en France, au Portugal et en Espagne, tandis que la majorité gouvernementale reste très fragile en Italie (s'y ajoute, dans la périphérie immédiate de l'Union Monétaire, la possibilité que le Royaume-Uni remette en cause son appartenance à l'Union Européenne). Par ailleurs, compte tenu de la faiblesse de la croissance et de l'inflation, la zone euro reste très exposée à un éventuel choc (économique, financier ou géopolitique) en provenance des pays émergents. Le scénario le plus probable est donc celui d'une amélioration très graduelle, toujours marquée par d'importantes divergences entre pays (reprise plus forte en Espagne, dans une moindre mesure, en Allemagne qu'en France et en Italie) mais sur un chemin semé d'embûches et dépendant du contexte extérieur.

Etats-Unis

La reprise américaine continuera en 2015 même s'il ne faut pas s'attendre, sur l'ensemble de l'année, à des chiffres aussi forts que ceux du 2^{ème} et du 3^{ème} trimestre 2014. La consommation bénéficiera de la poursuite de l'amélioration du marché de l'emploi, encore incomplète fin 2014. La hausse des salaires réels, très décevante en 2014, pourrait accélérer, au moins légèrement, sous le double effet d'un marché du travail plus tendu et du recul de l'inflation lié à la baisse du prix du pétrole. L'investissement des entreprises bénéficiera de taux d'intérêt toujours bas, du bon niveau des marges et de l'âge moyen élevé du capital physique, tout en restant tributaire de la bonne tenue du marché des actions. La baisse du prix du pétrole, très préjudiciable aux perspectives de certains acteurs de l'énergie, sera, au contraire, bénéfique à d'autres secteurs. Enfin le rebond du secteur immobilier, hésitant en 2014, pourrait retrouver une trajectoire plus solide en 2015. Des risques demeurent cependant, l'économie américaine n'étant pas complètement à l'abri d'une contagion des difficultés en provenance du reste du monde qui pourraient, notamment, conduire à une appréciation excessive du dollar. Consciente de l'amélioration d'ensemble, mais aussi des éléments de faiblesse subsistant (notamment sur le marché du travail) et des risques, la Réserve Fédérale maintiendra une attitude très prudente en 2015. Elle ne relèvera ses taux directeurs qu'à partir du milieu de l'année (au plus tôt), en fonction des données économiques publiées d'ici là, et seulement si elle a confiance que ce geste ne mettra pas en péril la reprise. Au total, nous nous attendons à un rythme de croissance compris entre 2,5% et 3% en 2015, légèrement supérieur au potentiel de croissance de long terme des Etats-Unis (environ 2%), lui-même affaibli par les années de crise.

Pays émergents

En 2015, le ralentissement économique chinois se poursuivra et les risques liés au secteur de l'immobilier et à l'excès de crédit vont persister, accentués par les pressions déflationnistes. Les autorités continueront de répondre à ces défis par des mesures monétaires et budgétaires ciblées. Le plus probable est qu'elles parviendront à éviter un atterrissage brutal de l'économie, dont la possibilité cependant ne peut être écartée. Au Brésil, les mesures d'austérité qui seront probablement mises en œuvre pour réduire le déficit public entraîneront un recul de l'activité qui devrait cependant rester modéré. La Russie connaîtra, en revanche, une profonde récession sous le double effet des sanctions et, surtout, du fort recul du cours du pétrole intervenu fin 2014. Les autres pays exportateurs de pétrole connaîtront également des difficultés, quoique dans des proportions très variables. En revanche, certains pays importateurs de pétrole verront leurs situations s'améliorer. L'Inde, où l'inflation, longtemps excessive, a ralenti fin 2014, pourrait voir sa croissance économique s'améliorer légèrement en 2015. Cependant, au Brésil et en Inde (comme dans les autres pays émergents ayant connu des élections en 2015 tels que l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Turquie), l'amélioration durable des perspectives économiques restera tributaire de la volonté et de la capacité des gouvernements à mettre en œuvre les réformes promises.



Suite perspectives 2015

Stratégies d'investissement 2015

En 2015, la croissance économique mondiale restera nettement positive, permettant une progression des résultats des grandes entreprises internationalisées. Dans le même temps, l'attitude toujours très accommodante des grandes banques centrales du monde développé maintiendra un environnement de taux bas et de liquidité abondante. Ces facteurs seront favorables aux actions et, dans le cas de la zone euro, aux emprunts d'Etat. Les variations de change et l'évolution du cours des matières premières pourraient, comme en 2014, avoir un effet marqué sur les performances des différentes classes d'actifs.

Marchés de taux et de changes

Les **politiques monétaires** resteront très accommodantes dans les pays développés. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale pourrait entamer un cycle de hausse des taux directeur à partir du 2^{ème} semestre. Néanmoins elle restera très prudente : ce mouvement sera très graduel et, compte tenu du recul de l'inflation sous l'effet de la baisse des cours du pétrole, pourrait même être différé en cas de risque pour la poursuite de la reprise. En zone euro, où l'inflation sera négative en début d'année, la BCE mettra en œuvre de nouvelles mesures de politique monétaire non conventionnelle intégrant, très probablement, un programme d'achats d'obligations souveraines. Au Royaume-Uni, confronté aux pressions déflationnistes en provenance de la zone euro, la Banque d'Angleterre ne relèvera pas ses taux directeurs avant le 1^{er} semestre (au plus tôt). Enfin, au Japon, la BoJ va maintenir en 2015 son programme d'achats d'actifs (renforcé fin 2014) et pourrait même les renforcer.

Compte tenu de ces politiques monétaires toujours très accommodantes et de l'inflation très faible, les **rendements des emprunts d'Etat** resteront durablement bas. Ils connaîtront probablement une inflexion haussière aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en raison du rythme soutenu de la reprise économique, mais ce mouvement sera très limité. En zone euro, les probables achats de la part de la BCE empêcheront toute remontée significative et pourraient même entraîner des baisses supplémentaires. Si les divergences de situations macroéconomiques entre les Etats membres de la zone euro resteront très importantes, l'action de la BCE devrait empêcher les écarts de rendements entre l'Allemagne, d'une part et l'Italie et l'Espagne, d'autre part, de s'écarter à nouveau de façon très marquée. Les emprunts d'Etat français continueront de bénéficier, pour leur part, d'achats très importants de la part des investisseurs non-résidents.

Les **obligations du secteur privé** bénéficieront, elles aussi, des politiques monétaires accommodantes. Les bons fondamentaux des entreprises et les facteurs techniques (offre limitée, recherche de rendement dans un contexte de taux très bas) constitueront également des éléments de soutien. Cependant, les performances de ces titres dépendront également de l'évolution de la conjoncture économique, en zone euro comme aux Etats-Unis.

Sur les **marchés des changes**, l'euro devrait continuer de se déprécier par rapport au dollar en raison des différences de rythmes de croissance et de perspectives de politiques monétaires entre la zone euro et les Etats-Unis. Ce mouvement devrait, cependant, être moins rapide qu'au cours du second semestre 2014. Le yen devrait également poursuivre sa baisse par rapport au dollar, lui aussi à un rythme moindre que l'année dernière. En moyenne, les devises émergentes se déprécieront, elles aussi, par rapport à la devise américaine, quoique celles qui ont subi les plus fortes baisses par rapport au dollar en 2014 puissent connaître un rebond.

Marchés d'actions

Les marchés boursiers devraient demeurer globalement bien orientés en 2015, soutenus par la liquidité abondante procurée par les grandes banques centrales et par le maintien de la croissance économique mondiale au-dessus de 3%. Enfin, même si elle s'est tendue, la valorisation des marchés d'actions apparaît généralement plus conservatrice que celle des marchés de taux.

Cependant, après le très fort rebond des marchés d'actions depuis les plus bas du printemps 2009, avec +15,5% par an pour le MSCI World AC (+18,7% yc dividendes), leurs potentiels résiduels s'annoncent toutefois plus limités. Nous tablons ainsi sur une progression de +8,5% en 2015 pour le MSCI World AC (+11,0% en incluant les dividendes).

Par ailleurs, cette progression risque de s'accompagner d'une volatilité élevée en raison des interrogations persistantes au sujet de la croissance globale, de la zone euro (élections en Grèce et en Espagne...), des banques centrales, des risques géopolitiques, des prix du pétrole, combinés à l'arrivée à maturité du cycle boursier. Face à ces multiples incertitudes, la surperformance du marché américain devrait se poursuivre au 1^{er} trimestre 2015, et plus largement au moment des pics de de tension, tout en s'atténuant progressivement. En effet, le marché américain est devenu relativement cher et ses marges de progression bénéficiaires limitées. L'Europe quant à elle est mieux placée sur le plan de la valorisation, mais devra convaincre quant au potentiel de rebond de ses résultats. Compte tenu de l'impact différé des taux de change, ceci devrait se dessiner à partir du 2^{ème} trimestre 2015.



Dans un environnement qui s'est complexifié mais qui demeure favorable aux marchés d'actions, on continuera de privilégier des thématiques transversales comme le dollar fort, la position dans le cycle, les bas taux d'intérêts ou la chute des cours du pétrole, pour ne citer que quelques-unes. Le dollar fort suggère ainsi de miser sur les valeurs domestiques aux Etats-Unis et les valeurs internationales dans le reste du monde. Avec la position dans le cycle, on s'intéressera aux valeurs de croissance aux Etats-Unis, à la reflation en Europe, au momentum au Japon et aux importateurs de matières premières parmi les Emergents. Dans un environnement de taux durablement bas, les valeurs dont le dividende est conséquent et bien assuré seront à privilégier. Enfin, même si les cours du pétrole devraient commencer à rebondir d'ici 3 à 6 mois, dans un premier temps, on continuera de privilégier les utilisateurs finaux aux producteurs.

[> Retour au sommaire](#)

Achévé de rédiger le 8 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.