

# CONFÉRENCE DE PRESSE ANNUELLE MARDI 16 JANVIER 2018



MAISON DE L'AMÉRIQUE LATINE

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET FINANCIER  
ANALYSE D'AVIVA INVESTORS FRANCE  
BILAN 2017 ET PERSPECTIVES 2018



**AVIVA**  
Partenaire de l'AFER

**afer** 

ASSOCIATION FRANÇAISE  
D'ÉPARGNE ET DE RETRAITE

*2017 restera une année exceptionnelle avec des performances positives sur toutes les classes d'actifs, actions en tête, et une volatilité très faible, à la faveur de la baisse du risque politique et du retour d'une croissance synchronisée au niveau mondial.*

## L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

**L'économie mondiale** a bouclé en 2017 sa huitième année d'expansion. Désormais l'accélération de l'activité mondiale prend appui à la fois sur la dynamique des économies développées et sur l'amélioration de la conjoncture dans les économies émergentes qui ont bénéficié du retour des capitaux étrangers, de la baisse de l'inflation et de la détente de leurs politiques monétaires. Selon les prévisions d'octobre 2017 du FMI, la croissance mondiale devait s'afficher à 3,6% en 2017 (contre 3,2% en 2016) avant de progresser à 3,7% en 2018, grâce à l'accélération de l'économie des principaux pays émergents, notamment la Russie et le Brésil.

Après avoir touché un point bas au milieu de 2016, **la croissance américaine** a accéléré de manière continue en 2017, soutenue par une consommation solide du fait de la bonne situation des ménages américains. Bien qu'agitée, la première année de la Présidence de Donald Trump n'a pas entraîné de rupture majeure en matière de politique économique. Le FMI prévoit une croissance américaine de 2,2% en 2017, puis 2,3% en 2018 après 1,5% en 2016. L'institution a observé que la faiblesse de la consommation constatée au premier trimestre n'avait été que temporaire tandis que l'investissement a poursuivi sa hausse, en liaison notamment avec le rebond du secteur de l'énergie. L'économie américaine étant proche du plein emploi avec un taux de chômage en-dessous de son niveau structurel, cette ré-accélération de l'activité a été permise par une légère hausse du taux de participation et une normalisation des gains en productivité. En revanche, les salaires ayant peu accéléré, l'inflation est restée contenue autour de 2%. Ce qui n'a pas empêché la Réserve fédérale américaine (Fed) de poursuivre le resserrement graduel de sa politique monétaire.

Longtemps à la peine, **la croissance européenne** n'a cessé de surprendre au cours de l'année 2017, toujours soutenue par la politique monétaire très accommodante de la Banque centrale européenne (BCE). La dissipation du risque politique au gré des élections nationales, en particulier après l'élection d'Emmanuel Macron, a permis à l'investissement de repartir de l'avant. L'Allemagne continue d'être le principal moteur de l'économie européenne. Si l'impact à long terme du « Brexit » sur la zone euro reste incertain, il commence d'ores et déjà à peser sur la Grande Bretagne, seul grand pays occidental dont la croissance a ralenti au premier semestre. L'accord trouvé pour conclure la première phase sur les conditions de sortie de l'Union européenne a constitué un soulagement mais a révélé l'ampleur de la tâche pour Theresa May. Selon le FMI, la croissance britannique devrait tomber à 1,7% en 2017 et 1,5% en 2018, contre 1,8% en 2016. Dans la zone euro, la croissance devrait s'établir à 2,1% en 2017 avant de ralentir à 1,9% en 2018, contre 1,8% en 2016. S'agissant de l'inflation, la BCE anticipe +1,5% en 2017 et +1,4% en 2018, toujours en-dessous de l'objectif de 2% de la banque centrale.

Au **Japon**, les « Abenomics » semblent, enfin, commencer à porter leurs fruits. L'embellie économique a été déclenchée par la reprise du commerce mondial, la faiblesse du yen ayant permis à l'archipel de profiter pleinement du rebond des échanges. Face à cette demande additionnelle, les entreprises commencent à accroître leurs investissements. Dans ce cadre, la Banque du Japon a prévenu, que contrairement à la BCE et à la Fed, elle conserverait un certain temps son biais accommodant. La croissance de la troisième économie du monde devrait s'accélérer à 1,5% en 2017 après une progression de 1% en 2016, selon le FMI. A court terme, le renforcement de la demande mondiale et les actions politiques de relance soutiennent la croissance. En revanche, le FMI s'attend à un net ralentissement en 2018 (à +0,7%) en raison de la disparition progressive des mesures budgétaires.

Au cours de l'année 2017, **les pays émergents** ont profité du retour des capitaux étrangers dans un mouvement général de recherche de rendements et de dissipation du risque protectionniste. Les effets positifs sur leurs devises ont pesé sur l'inflation importée ouvrant la voie à un assouplissement des politiques monétaires dans certains pays (Brésil, Russie, Inde, Indonésie). Les taux bas et l'inflation faible ont favorisé la consommation. Les pays exportateurs de matières premières ont également profité du redressement des cours. Le commerce mondial connaît également une dynamique favorable. Alors qu'il a été porté jusqu'au printemps par un stimulus de la Chine (incitation fiscale aux achats de voitures, investissements publics), la demande domestique dans les économies développées et les émergents hors Asie a pris le relais depuis. En Chine, les indicateurs ont globalement rassuré sur la résistance de la dynamique de la deuxième économie mondiale, dont la croissance devrait ressortir à 6,8% en 2017 et 6,5% en 2018 après 6,7% en 2016, selon le FMI. En ligne avec les orientations données par Xi Jinping à l'occasion du dernier congrès du parti communiste, la Chine continue la tertiarisation de son économie avec un renforcement du contrôle étatique des investissements industriels et immobiliers, et l'ouverture progressive du pays aux investisseurs étrangers. La consommation des ménages devient graduellement un moteur de croissance plus important. Dans les pays émergents d'Asie, la croissance est robuste. Le PIB indien devrait progresser de 6,7% en 2017 après +7,1% en 2016. L'activité économique se redresse en Amérique latine où la plupart des pays sont sortis de récession, à l'image du Brésil où l'activité devrait rebondir à +0,7% en 2017 après -3,6% en 2016. La Russie a également poursuivi sa sortie de récession avec une croissance de 1,8% en 2017 (contre -0,2% en 2016), grâce à l'appréciation de sa monnaie, une remontée des prix du pétrole et un assouplissement graduel de la politique monétaire.

# LES MARCHÉS DE TAUX ET DE CRÉDIT

- **Les Banques centrales**

*Si la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque d'Angleterre (BoE) ont procédé à des hausses de taux directeurs en 2017, la liquidité globale émise par les banques centrales a globalement continué d'augmenter sur l'année, limitant toujours une remontée des taux longs. Le retour de l'inflation dans les pays développés a été principalement lié à l'effet pétrole avec le rebond de près de 20% des cours du Brent en moyenne sur un an.*

C'est la **Réserve Fédérale** qui a le plus resserré sa politique monétaire en 2017. Avec trois hausses de 25 points de base du taux FED Funds, la fourchette du taux directeur se trouve désormais à 1,25-1,5%. En parallèle, la Fed a commencé en octobre dernier à « dégonfler » son bilan, maintenu depuis trois ans à près de 4 500 milliards de dollars. La Fed est restée prudente face la faiblesse persistante de l'inflation qui demeure inférieure à 2%, en dépit de la bonne tenue de l'emploi, et a ainsi prolongé le lent retour à la normale de la politique monétaire après les mesures exceptionnelles prises dans la foulée de la crise financière de 2008. Janet Yellen, dont le mandat arrive à échéance début février 2018, sera remplacée par Jerome Powell, déjà membre du comité de politique monétaire de la Fed, qui ne devrait pas marquer de rupture significative.

Face à l'accélération de la croissance en zone euro, la **Banque centrale européenne (BCE)** a progressivement préparé les marchés à une réduction de son programme d'assouplissement quantitatif (le quantitative easing, ou QE), courant 2018. Lancés en mars 2015, ces rachats de dettes publiques et privées, ont permis de réduire le coût du crédit et les taux souverains, tout en dissipant la menace déflationniste et en soutenant la croissance. Par ailleurs, lors de sa réunion de juin, le conseil des gouverneurs de la BCE a modifié sa communication. L'institut monétaire a, en effet, indiqué qu'il conserverait ses taux au niveau actuel pendant une période prolongée. Mais, contrairement à ses précédents communiqués, il a ôté toute référence à une possible baisse. Le principal taux directeur, qui détermine le loyer de l'argent (+0,25% pour la facilité marginale), ne passera donc pas en territoire négatif, tandis que le taux dépôt, à - 0,4 %, ne plongera pas plus bas. La BCE a confirmé en fin d'année qu'elle réduirait ses achats mensuels d'actifs de 60 à 30 milliards d'euros à partir de 2018. Le programme d'achats d'actifs devrait, en principe, prendre fin en septembre 2018.

En Grande-Bretagne, l'impact incertain du « Brexit » sur l'économie britannique a plongé la **Banque d'Angleterre (BoE)** dans le doute. Tirillée entre les risques sur la croissance et l'accélération de l'inflation, la BoE a relevé son taux directeur de 25 points de base à 0,50% en novembre, revenant ainsi sur la baisse de taux décidée en août 2016 suite au vote du « Brexit ».

La politique dite d'assouplissement quantitatif et qualitatif ou QQE pilotée depuis 2013 par le gouverneur de la **Banque du Japon (BoJ)**, Haruhiko Kuroda semble porter timidement ses fruits. La BoJ espère toujours parvenir à faire remonter, à terme, l'inflation au niveau des 2%. L'institution a donc maintenu son objectif de taux à court terme en territoire négatif (-0,1% pour les dépôts bancaires au jour le jour) et laissé inchangée sa promesse de piloter le taux de rendement des obligations à dix ans autour de zéro grâce à des rachats d'actifs.

Enfin, les **banques centrales émergentes** ont pris le relais de la création monétaire et limitent le coup de frein sur la liquidité mondiale induit par la Fed et la BCE. Dans la plupart des pays émergents, l'inflation a atteint son point bas historique. Ce contexte a permis à plusieurs banques centrales de desserrer les conditions monétaires et soutenir davantage l'activité.

- **Les obligations d'Etat**

*Malgré trois hausses de taux de la Réserve fédérale, une réduction de son bilan et un « tapering » (ralentissement des injections de liquidités dans l'économie) de la BCE, les taux ne sont toujours pas repartis clairement à la hausse. L'obligataire souverain sous-performe les autres classes d'actifs, avec des performances qui ne sont toutefois pas aussi négatives qu'anticipé en début d'année pour les pays «cœur».*

En zone euro, les bonnes surprises sur la croissance ont favorisé un mouvement de remontée des taux « cœur » qui restent toutefois sur des niveaux très bas. Le Bund allemand 10 ans termine l'année à 0,42% après l'avoir commencée à 0,20%.

Le taux 10 ans français a touché début février un plus haut à 1,14% dans le sillage de l'écartement du « spread » (écart de rendement) avec le Bund poussé par la crainte d'un bon score du camp populiste aux élections présidentielles françaises. La large victoire d'Emmanuel Macron, pro-européen et libéral à la présidentielle, puis aux législatives a fait refluer le taux sous 0,60% en juin avant un rebond dans le sillage des taux américains. Il termine finalement l'exercice à 0,77%.

Du côté des dettes périphériques, les marchés italiens et espagnols n'ont pas vraiment souffert des incertitudes politiques liées à la Catalogne et aux élections italiennes de mars 2018. Les taux 10 espagnol et italien terminent respectivement l'exercice à 1,55% et 1,99% contre 1,37% et 1,80% fin 2016. Le Portugal se démarque avec un taux 10 ans en nette baisse de 3,7% à 1,9% sur l'exercice, grâce au relèvement de la note du pays en catégorie « Investment Grade » par plusieurs agences.

Au total, l'indice JPM EMU a terminé l'exercice 2017 tout juste dans le vert avec performance de 0,41%

- **Le crédit**

*Sur le marché de la dette corporate en zone euro, le bilan de l'année est une nouvelle fois nettement positif, avec une surperformance des financières et du High Yield (haut rendement).*

Avec des « spreads » Investment Grade et High Yield sur leurs plus bas historiques, les valorisations ont continué d'atteindre des records en 2017. Cette performance annuelle est d'autant plus remarquable que les anticipations de marché en début d'année étaient peu encourageantes du fait de la performance déjà impressionnante des années précédentes. La baisse des taux de défaut, l'amélioration de l'environnement macroéconomique et de la santé des entreprises et par les achats de la BCE, ont soutenu la tendance. Sur le marché primaire, les émetteurs ont profité de l'appétit pour le risque des investisseurs en multipliant les émissions. Les entreprises ont également cherché à bénéficier de la période favorable pour se financer à bas coût avant les annonces de la BCE au sujet de son assouplissement quantitatif.

Démarré en juin 2016, le programme d'achats d'actifs visant les dettes corporates, CSPP (Corporate Sector Purchase Programme), a constitué un soutien majeur pour le marché du crédit euro Investment Grade sur l'année 2017.

Ainsi, l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate EUR a gagné 2,41% en 2017 et l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate 5-7 EUR s'est adjugé 1,10%. Au niveau global, l'indice Bloomberg Barclays Capital Global Corp Index EUR Hedged a réalisé une performance positive de 3,65%.

# LES MARCHÉS D' ACTIONS

*Les scrutins à risque aux Pays-Bas et en France, les négociations compliquées sur le « Brexit », les scandales à répétition à Washington et les missiles nord-coréens survolant le Japon n'ont eu que des impacts ponctuels et limités sur les marchés actions. Au total, les places boursières internationales ont vécu une année 2017 particulièrement faste, soutenues par l'accélération de la croissance.*

L'indice MSCI All Countries a pris plus de 20%. **Les marchés émergents** ont dominé les débats. Le MSCI EM s'est adjugé plus de 30% en monnaies locales et plus de 20% en euros. Les marchés d'actions des pays émergents et des pays en développement ont rebondi depuis août 2016, même s'ils se sont affaiblis juste après les élections américaines en raison des craintes de protectionnisme. Ils se sont redressés vigoureusement depuis le début de l'année 2017. Les économies émergentes ont amélioré leurs balances extérieures depuis la forte crise de 2013, ce qui a réduit leur vulnérabilité face à un contexte mondial de resserrement des liquidités. Elles semblent aujourd'hui plus sereines face au mouvement progressif engagé par la Fed. De plus, les prévisions de bénéfices se sont stabilisées et ont soutenu la reprise des marchés émergents.

A **Wall Street**, les indices ont enchaîné les records avec une progression quasi ininterrompue sur l'année. La performance en euro est minorée du fait de la hausse de la devise européenne face au dollar. Le S&P 500 a affiché, de manière inédite, 12 mois consécutifs de performances positives et une performance de 21,10% (avec dividendes, +6,44% en euro). Le marché américain a été tiré par les grandes capitalisations et les valeurs de croissance. L'impact des entreprises de technologie a été encore bien visible, grâce à la performance de titres comme Apple, Facebook et Microsoft. Wall Street a bénéficié au dernier trimestre 2016 et au premier trimestre 2017 de l'élection de Donald Trump. Le nouveau président a promis des allègements fiscaux, la déréglementation du système bancaire et des investissements dans les infrastructures. A partir du deuxième trimestre 2017, le « trumptrade » s'est estompé alors que les doutes sur la crédibilité du programme de l'homme d'affaires se renforçaient. Toutefois, après un début d'été calme, les indices actions américains ont pu compter sur les résultats semestriels solides des entreprises, des indicateurs économiques encourageants et la faiblesse du dollar, avant de bénéficier en fin d'année de l'annonce de la réforme fiscale.

**Les marchés actions européens** font moins bien mais affichent tout de même une hausse à 2 chiffres en 2017. L'indice EuroStoxx gagne ainsi 12,55% sur l'année (dividendes réinvestis), tandis que le CAC 40 progresse de 11,69% (dividendes réinvestis). Le marché des obligations convertibles a également profité de la dynamique des actions avec une progression de près de 7% de l'indice Exane ECI Euro. L'année a débuté dans le vert, les investisseurs spéculant sur la politique de relance budgétaire et fiscale promise par le nouveau président américain, Donald Trump. La publication d'indicateurs économiques témoignant de l'accélération de la croissance en zone euro et des statistiques confirmant la solidité de l'économie américaine ont également soutenu les indices actions. La large victoire d'Emmanuel Macron à la présidentielle française puis aux législatives, a éloigné le risque politique lié à la montée du camp des populistes, hostile à l'intégration européenne. Les actions ont également bénéficié de la croissance à deux chiffres des bénéfices des sociétés. Les marchés actions européens ont cependant vu leur dynamique ralentir à l'approche de l'été dans le sillage du rebond de l'euro lié au discours de Mario Draghi ouvrant la voie à une normalisation de la politique monétaire de la BCE. Après la pause estivale, les indices sont repartis de l'avant, la macroéconomie reprenant ses droits, à la faveur de signaux plaidant pour une accélération de la croissance.

Contre la tendance, **le marché japonais** a reculé au premier trimestre 2017, pénalisé par la remontée du yen contre dollar qui pèse sur les valeurs exportatrices japonaises. L'indice Nikkei a nettement rebondi à partir de mi-avril dans le sillage de la baisse du yen et de la publication d'indicateurs macroéconomiques plutôt bien orientés. Le Nikkei a passé le seuil des 20000 points pendant l'été, s'est vite remis des tensions avec la Corée du Nord et s'est envolé vers de nouveaux records à partir de septembre pour finir l'année au-dessus de 22000 points, avec une performance de près de 20%.



*D'après le scénario d'Aviva Investors pour 2018, la croissance du PIB mondial pourrait approcher les 4% en 2018, un rythme jamais atteint depuis 2011. La hausse modérée de l'inflation attendue dans les économies développées devrait compenser une légère baisse de l'inflation dans les marchés émergents. L'environnement de croissance et d'inflation est en adéquation avec la fin progressive des politiques monétaires exceptionnelles menées ces dernières années.*

La hausse des taux de la Réserve Fédérale américaine devrait se poursuivre, avec trois hausses prévues en 2018, selon le scénario d'Aviva Investors. Le programme de rachats d'actifs devrait prendre fin en septembre 2018 dans la zone euro, et il est possible que la Banque du Japon revoie sa politique de contrôle de la courbe des taux, si l'inflation sous-jacente dépasse 1%. Aviva Investors pense que le marché continue à sous-évaluer le rythme des hausses de taux de la Réserve fédérale et des primes de terme aux États-Unis.

Dans de telles conditions, **les actions devraient afficher de meilleures performances que les obligations** ; les actions des marchés émergents, de la zone euro et les actions japonaises offrant de meilleures valorisations relatives que les actions américaines et britanniques. Malgré une performance économique robuste et une solide croissance des bénéfices des entreprises, les marchés d'actions européens ont été en retard au second semestre 2017. Aviva Investors s'attend à ce que les conditions restent favorables pour les entreprises européennes et que les initiatives en faveur de l'intégration économique en 2018 suivent la même direction. Ces facteurs, conjugués à des valorisations relativement attractives, conduisent Aviva Investors France à maintenir une part significative de son risque actions en Europe.

Plusieurs responsables de la Banque du Japon ont indiqué que la politique de contrôle de la courbe des taux (YCC- Yield) pourrait être revue en 2018 si l'inflation était supérieure à 1 %. L'évolution récente de l'activité, la rentabilité des entreprises et la croissance des salaires sont cohérentes avec une économie robuste, susceptible de sortir du contexte déflationniste qui domine depuis deux décennies. Aviva Investors France est positionné pour profiter de la hausse de la rentabilité des entreprises, au travers de stratégies acheteuses sur les actions japonaises.

**Sur le marché obligataire**, la dette émergente en devise locale semble offrir actuellement des opportunités plus intéressantes que le marché du crédit corporate dans les pays développés. Alors que les obligations d'Etat des marchés développés devraient être sous pression en 2018, la dette souveraine américaine à long terme reste l'option la plus attractive du point de vue de la préservation du capital, si la croissance et l'inflation s'avèrent décevantes.

Au total, compte tenu de l'amélioration généralisée de l'économie et de la fin des politiques monétaires accommodantes, Aviva Investors France s'attend à ce que l'évolution des prix des actifs soit de nouveau guidée par les fondamentaux sous-jacents, plus qu'elle ne l'a été au cours des dix dernières années.

Document publicitaire non contractuel, achevé de rédiger le 15 janvier 2018 par l'AFER.  
Sources : Aviva Investors France