

Bilan 2014 et perspectives 2015

Des défis majeurs attendent les marchés

Par Arnaud FALLER (cf. photo), directeur des Investissements, et Jean-Thomas HEISSAT, Spécialiste Produits, CPR Asset Management

2014 a été un bon millésime pour les investisseurs, notamment sur les marchés de taux et les actions internationales. La tendance haussière a perduré, la quasi-totalité des actifs réalisant des performances honorables en dépit des risques qui pesaient sur la sphère économico-financière.

Les actions avaient pourtant déçu en début d'année. Le marché japonais comme les émergents avaient en effet pâti des doutes des investisseurs. Ces derniers se sont pour autant ravisés au deuxième trimestre, puis en fin d'année avec le QQE de la BoJ (quantitative et qualitative easing), permettant au Japon de combler l'écart vis-à-vis de l'Europe et dans une moindre mesure des Etats-Unis. Le marché américain a profité pleinement du rebond économique, et ce malgré un premier trimestre miné par des conditions météorologiques défavorables.

L'appréciation du dollar a également contribué à renforcer l'attrait pour la classe d'actifs, alors que la FED a mis fin à son programme d'achats de titres. L'environnement diffère considérablement en Europe, en dépit de plusieurs interventions marquantes de la BCE en cours d'année. En effet les craintes portant sur la faiblesse des niveaux de croissance et d'inflation en zone euro sont restées omniprésentes tout au long de 2014, et ont poussé le marché actions à marquer le pas au second semestre.

En parallèle, les tensions géopolitiques et la chute des prix des matières premières ont joué le rôle de facteurs aggravants, entraînant une consolidation des actions émergentes. Sur ce point, il convient de dissocier les différentes zones. Si le marché brésilien clôture en négatif, la Chine réalise une année remarquable.

Au-delà des bons résultats des actions, 2014 aura surtout été marquée par des performances obligataires exceptionnelles. Le trajet réalisé par les dettes périphériques est ainsi impressionnant, les indices affichant des performances à 2 chiffres après

quelques semaines. Les dettes cores ont également bien performé dans un contexte de politique monétaire toujours accommodante. Deux baisses de taux consécutives par la BCE ont entraîné de facto les rendements sur des niveaux historiquement bas, voir négatifs jusqu'à 3 ans. Inversant la tendance de fin 2013, le taux 10 ans US a plongé dès le début d'année pour ensuite baisser graduellement, allant jusqu'à frôler le seuil des 2% à mi-décembre.



L'aplatissement de la courbe US a été renforcé par la hausse des taux courts, la FED préparant les investisseurs à un prochain relèvement de son taux directeur. Seule exception parmi les actifs obligataires, le crédit à haut rendement américain a déçu au second semestre dans un contexte de liquidité toujours dégradée, puis en fin d'année dans le sillon de la chute du pétrole. Son homologue européen fait preuve d'une meilleure résistance, conservant la performance réalisée sur le début d'année.

Mais si les performances ont globalement été au rendez-vous en 2014, la volatilité devrait augmenter sur l'année à venir. Des défis majeurs attendent

en effet les marchés à l'aube de 2015. Les investisseurs devront être en mesure de négocier des virages clefs, et ce dès le début d'année alors que les attentes sont fortes quant à l'annonce imminente d'un QE européen. Mais au-delà d'un vrai redémarrage économique en zone euro après plusieurs «faux départs» depuis la crise, les résultats des entreprises seront déterminants.

Après plusieurs années de révisions à la baisse, ces derniers devraient croître sous les effets cumulés d'un regain de croissance, d'un effet change positif, de la baisse des prix des matières premières et d'une forte solidité financière alors que les conditions de financement restent très favorables pour les entreprises européennes. Pour autant, si les fondamentaux micro sont amenés à prendre une place de plus en plus importante dans les décisions d'investissement, le facteur «banque centrale» restera prégnant. Et après plusieurs coups de semonce sur les actions euro au second semestre 2014, le regain de volatilité pourrait être notable si la BCE décevait les attentes du marché alors même que la situation politique grecque ravive d'anciennes craintes.

L'autre grand tournant de l'année sera le relèvement de taux de la FED actant la vigueur de l'économie américaine, et surtout son appréhension par les marchés. Le décalage de cycle entre zone euro et Etats-Unis devrait de facto prolonger le mouvement d'appréciation de la devise américaine face à l'euro. Si la communication des autorités monétaires devrait rester prudente afin d'éviter un mouvement de taux trop brutal, un choc à l'image du printemps 2013 ne peut être exclu pour autant.

Dans un tel scénario, l'impact serait marqué sur des émergents qui souffrent d'ores et déjà de l'effondrement des prix des matières premières et de la faible croissance européenne. Si la majorité des investisseurs anticipe un premier relèvement de taux après l'été 2015, notre scénario central table plutôt sur une première action au mois de juin. Les yeux seront également rivés sur le Japon. Alors que la politique très volontariste du gouvernement devrait s'avérer plus pro-bénéfices que pro-PIB, elle devrait continuer de porter les actions.

En effet, les fondamentaux des entreprises japonaises restent solides, en témoignent la dynamique positive de révision des analystes et la nette croissance de leurs bénéfices. De plus, a contrario des

actions américaines qui affichent des plus hauts historiques, la valorisation du marché japonais reste encore très attrayante. Mais, à l'image de la situation en Europe, le choc sera à la hauteur des espérances si les résultats déçoivent les investisseurs. Sur l'obligataire, si les spreads high yield sont certainement plus à même d'absorber une phase de remontée de taux, des dégagements massifs dans un contexte de faible liquidité pourraient pénaliser la classe d'actifs à l'image du second semestre 2014.

La liquidité du crédit restera évidemment un facteur clef en 2015, sur le marché américain comme en Europe où les rendements sont à des points bas et le mouvement de désintermédiation se poursuit. Enfin, les risques politiques et géopolitiques resteront important alors qu'une exacerbation des tensions provoquerait indubitablement de nouveaux pics de volatilité sur les marchés.

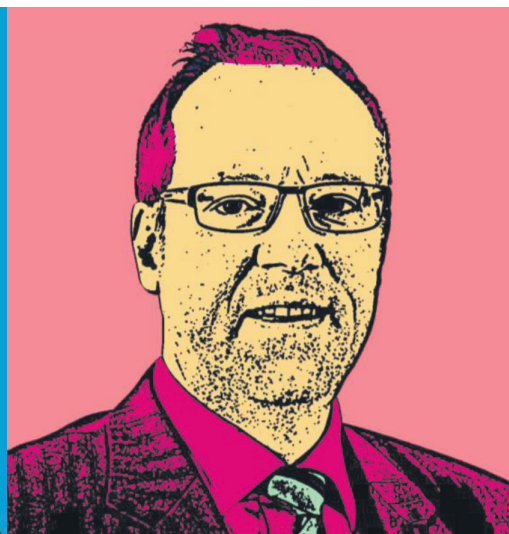
Dans ce contexte, nous privilégions aujourd'hui les actions aux obligations, compte tenu des niveaux de valorisation et du mouvement de remontée des taux qui devrait s'amorcer outre-Atlantique. A titre d'exemple, sur un portefeuille diversifié au profil équilibré (benchmark 50% actions / 50% taux), nous sommes aujourd'hui investis à 56% en actions et neutre en sensibilité taux (légèrement inférieure à 4).

Nous maintenons une large part de notre exposition actions sur le marché américain (environ 30% d'exposition), plus robuste et bénéficiant de la hausse du dollar, et sur le Japon (6% d'expo.) qui à nos yeux représente la meilleure opportunité d'investissement. Les politiques mises en œuvre en zone euro devraient néanmoins porter leurs fruits, et nous pousseront à réallouer, graduellement pour éviter les «faux rebonds», au profit de cette dernière (actuellement 10% d'expo.). Sur la composante obligataire, nous concentrons à court terme l'exposition sur les dettes périphériques qui devraient bénéficier de l'effet QE.

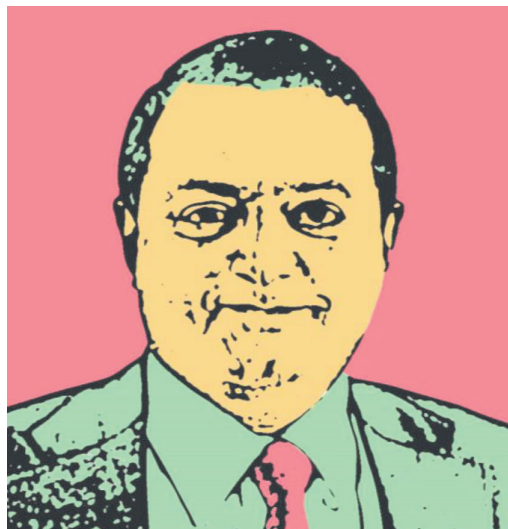
Nous restons aujourd'hui en dehors du crédit à haut rendement, qui nous paraît moins attrayant que les actions pour des raisons de valorisation notamment. Nous conservons en revanche une exposition marquée sur le dollar (environ 50% du portefeuille) Une fois encore, la réactivité de l'allocation sera déterminante pour traverser les épisodes de volatilité des marchés, à l'image de la fin d'année 2014.



François Karolyi
Transfer Pricing



Frédéric Hizette
Regulatory Compliance



Muhammad Hossen
Managing Partner



Philippe Barthélémy
Financial Advisory

Mazars is an international organization specialized in Audit, Advisory, Accounting, Tax and Regulatory services, with the expertise of more than 14,000 professionals in over 73 countries.

Choosing **Mazars** is a guarantee of being accompanied at every stage of your development. We are committed to providing personalized solutions that address your challenges and concerns locally and globally with a view to assisting you to achieve sustainable growth.

One of **Mazars'** shared values is responsibility. We treat our clients' challenges as our own and we aim to play an active role in the support and development of our communities - our clients, our employees and society in general

With **Mazars** on your side, you will benefit from teams driven by the same demand for quality and results worldwide, combining our full range of expertise – whether in consulting, tax, accounting or corporate finance. **Mazars** accompanies your development through a combination of expertise and close proximity.

How to reach us?

www.mazars.lu

+352 27 114 - 1