

Perspectives économiques et financières

Janvier 2014

Résumé

- L'amélioration de la croissance mondiale se confirme. Elle s'explique essentiellement par l'accélération des Etats-Unis vers une croissance de 3,0% et par la reprise de l'activité dans la zone euro. Aux Etats-Unis, il n'est pas impossible que la question de la remontée du taux sur les Fed Funds se pose dès la fin de l'année 2014. Dans la zone euro, l'inflation va rester faible mais la déflation devrait être évitée si la croissance continue à s'améliorer.
- En Asie, le bilan des Abenomics est favorable mais la sortie permanente de la déflation n'est pas encore acquise. La croissance chinoise devrait rester proche de sa tendance actuelle, mais le rééquilibrage de l'économie vers la demande domestique tarde. Les autres pays émergents restent soumis à un environnement défavorable qui met à jour des faiblesses structurelles. Pour autant, la croissance ne devrait pas se dégrader outre mesure grâce à l'amélioration de la demande externe.
- Dans ce contexte de croissance en hausse, les actions devraient encore être l'actif de choix en 2014. Si 2013 a été marquée par la remontée des multiples de valorisation, c'est davantage la croissance des résultats qui va tirer la croissance cette année. De ce fait, nous estimons que le potentiel est plus favorable dans la zone euro qui devrait bénéficier d'un levier opérationnel des entreprises plus important. Les autres marchés développés devraient également afficher de bonnes performances. Concernant les actions émergentes, la valorisation relative est très favorable mais la forte incertitude nous invite à la prudence dans un premier temps.
- La faible inflation n'empêchera pas les taux longs de poursuivre leur remontée mais les taux courts vont rester bas. Parmi les émetteurs privés, le haut rendement et les obligations bancaires devraient offrir des performances encore intéressantes mais inférieures aux années précédentes.

A. Perspectives économiques

1. *La croissance mondiale continue d'accélérer progressivement*
2. *Les Etats-Unis, plus avancés sur le chemin de la normalisation*
3. *La situation devrait continuer à s'améliorer dans la zone euro et dans le reste de l' Europe*
4. *Le bilan de la première année des Abenomics est favorable mais à concrétiser*
5. *La Chine tente de résorber ses déséquilibres*
6. *La conjoncture dans les pays émergents semble se stabiliser mais des défis demeurent*
7. *Conclusion*

B. Perspectives financières

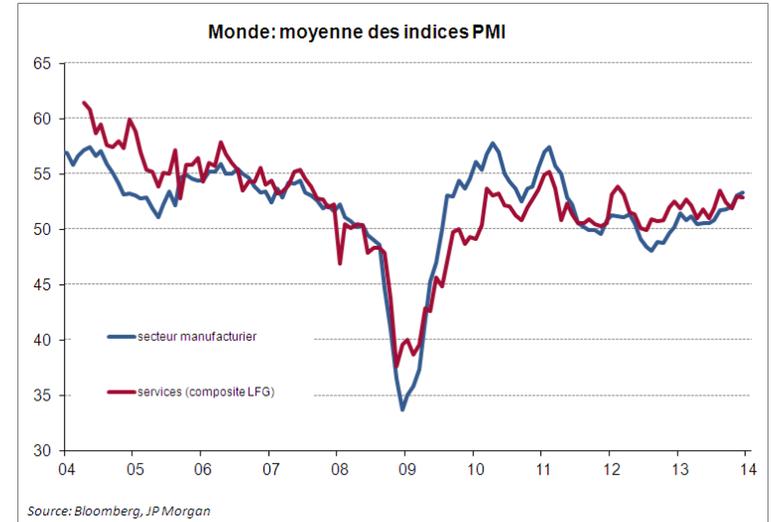
1. *Monétaire et marchés de taux : la remontée des taux longs va se poursuivre*
2. *Marchés actions : vers une nouvelle année de hausse*
3. *Conclusion*

A. Perspectives économiques

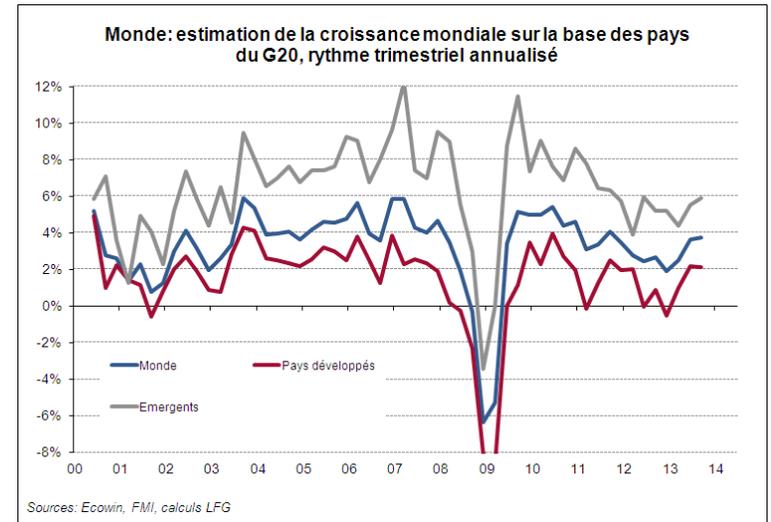
1. La croissance mondiale continue d'accélérer progressivement

La croissance mondiale accélère

- Les indices PMI se redressent.

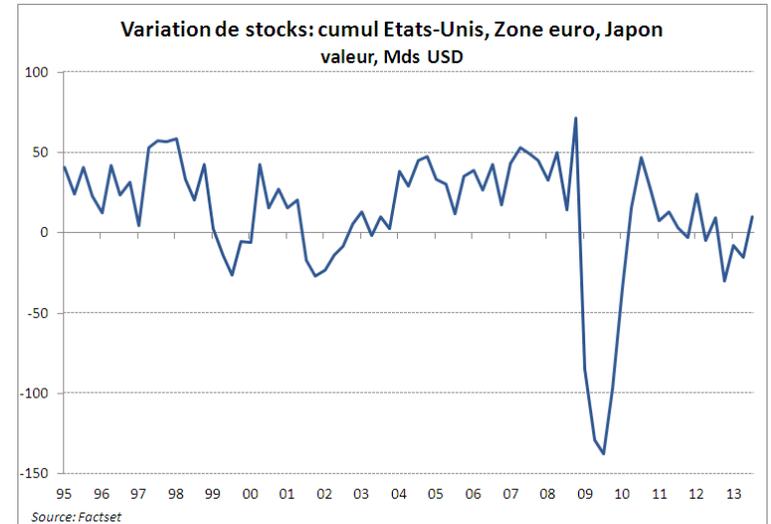


- La croissance a progressé dans les pays développés ; elle s'est stabilisée dans les pays émergents.
- La croissance mondiale s'approche de son rythme tendanciel.

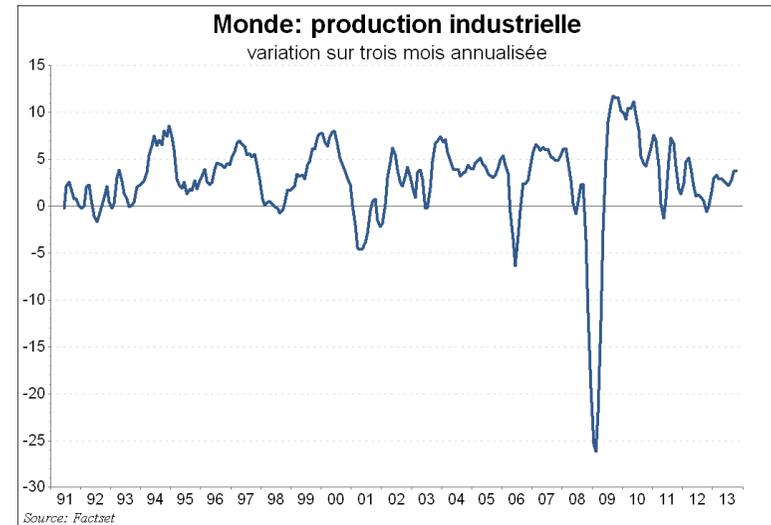


L'activité s'est redressée dans le secteur manufacturier

- Les entreprises ont cessé de déstocker.

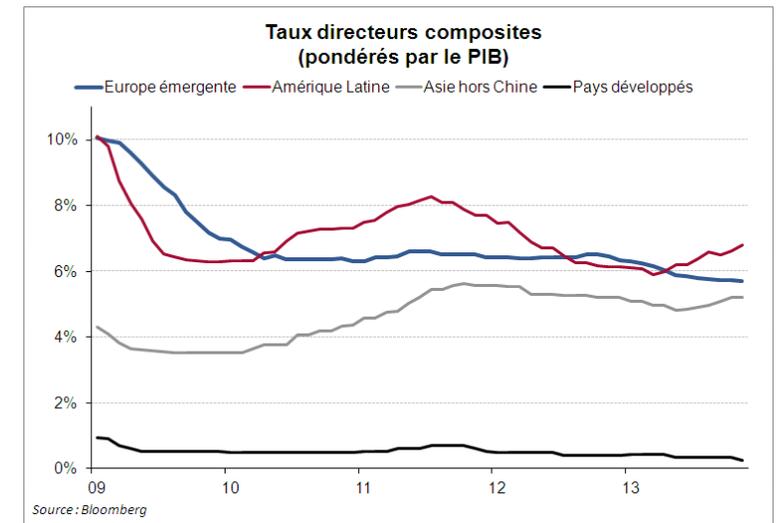
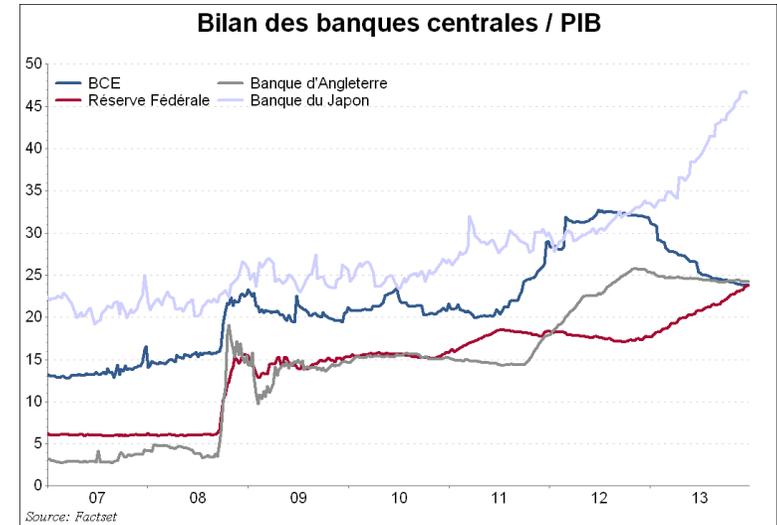


- Ceci s'est matérialisé par une accélération de la production industrielle.



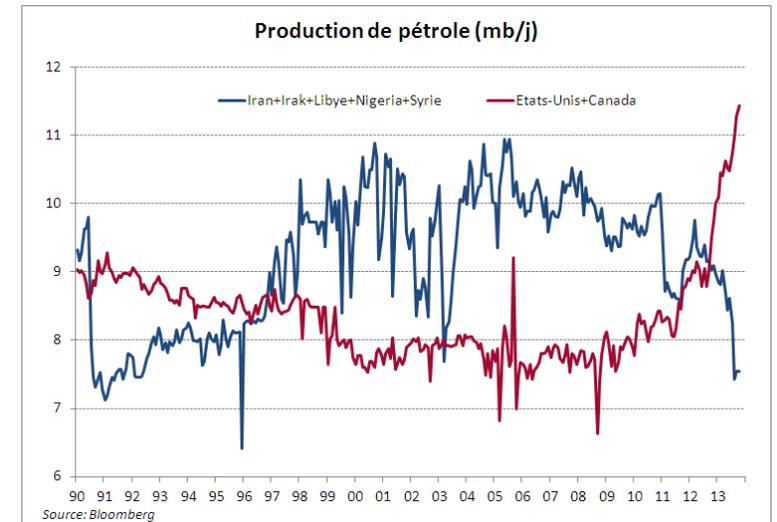
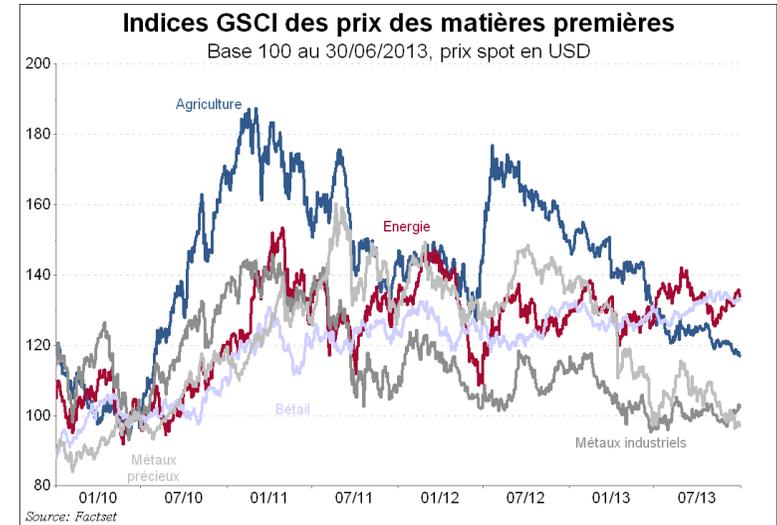
L'année 2014 devrait être marquée par des divergences marquées de politique monétaire

- La Réserve Fédérale va réduire ses achats de titres alors que la Banque du Japon va les maintenir, voire les augmenter.
- Concernant les aspects plus classiques de la politique monétaire, on devrait observer une poursuite des remontées de taux dans les pays émergents et le maintien de taux très bas dans les pays développés.



Les prix des matières premières ne devraient pas connaître de hausse significative

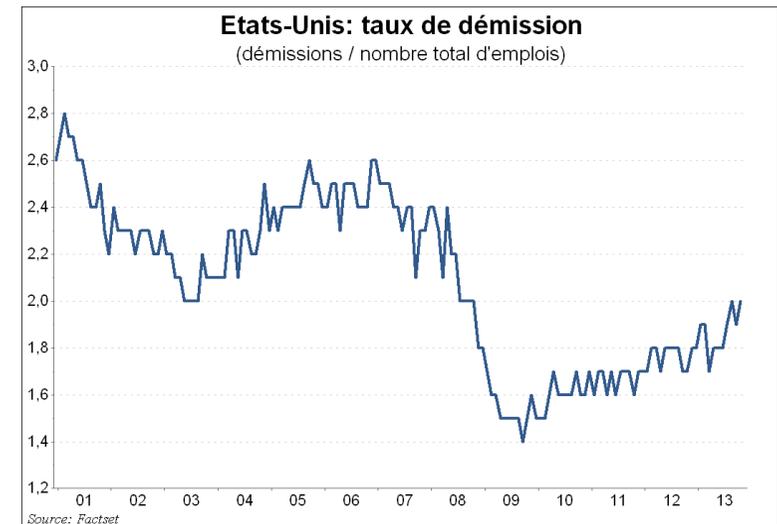
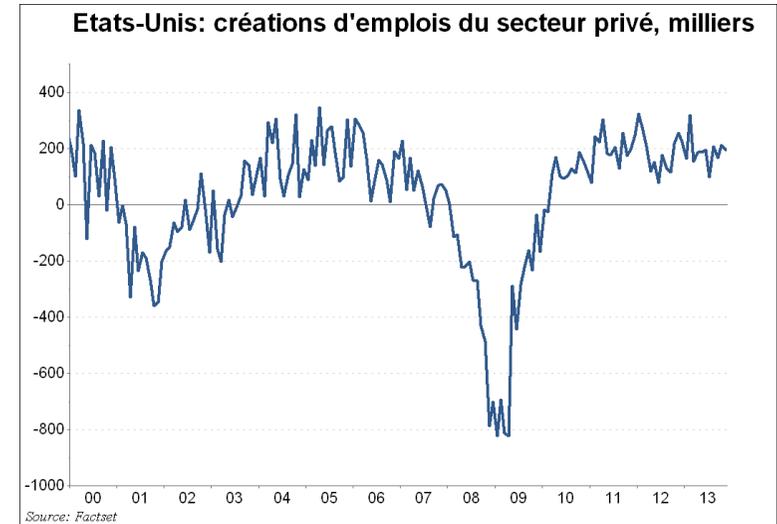
- Ceci devrait aider l'inflation à rester modérée et soutenir ainsi la consommation et la croissance.
- L'augmentation de la production pétrolière américaine est encore compensée par la baisse de la production d'autres pays.
- Néanmoins, si la production venait à augmenter dans ces pays, les prix du pétrole pourraient baisser.



2. Les Etats-Unis, plus avancés sur le chemin de la normalisation

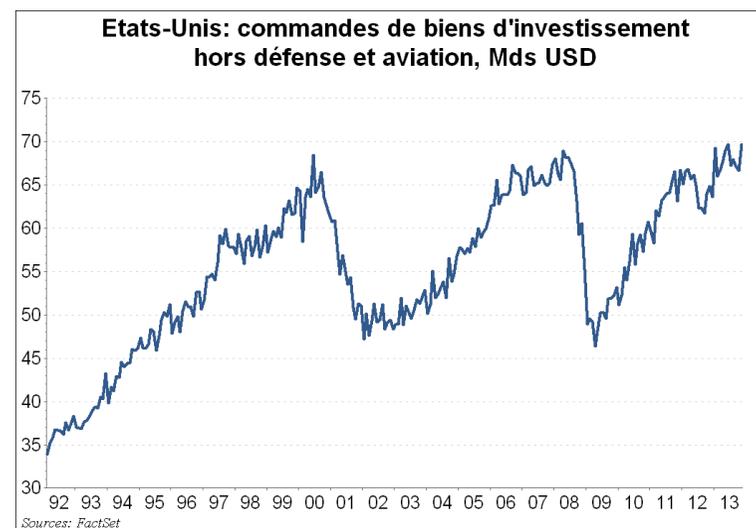
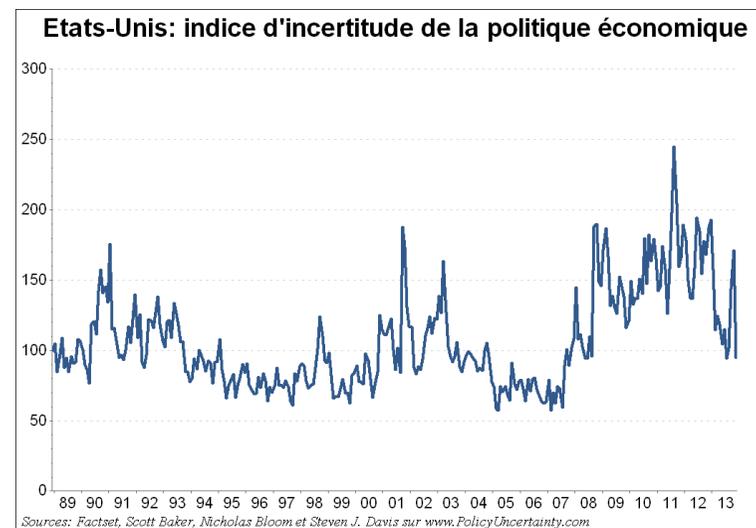
L'amélioration du marché de l'emploi a permis à la Fed de commencer à réduire ses achats de titres

- 200 000 emplois ont été créés en moyenne sur les douze derniers mois.
- Davantage de personnes se sentent en confiance à l'idée de quitter leur poste.
- Le 18 décembre, la Réserve Fédérale a donc annoncé une première réduction de 10 Mds USD de ses achats de titres, tout en renforçant la « guidance » sur les taux.



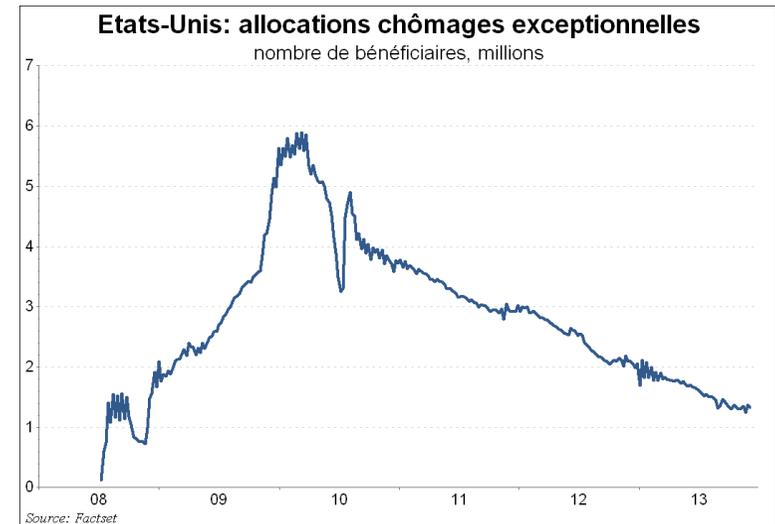
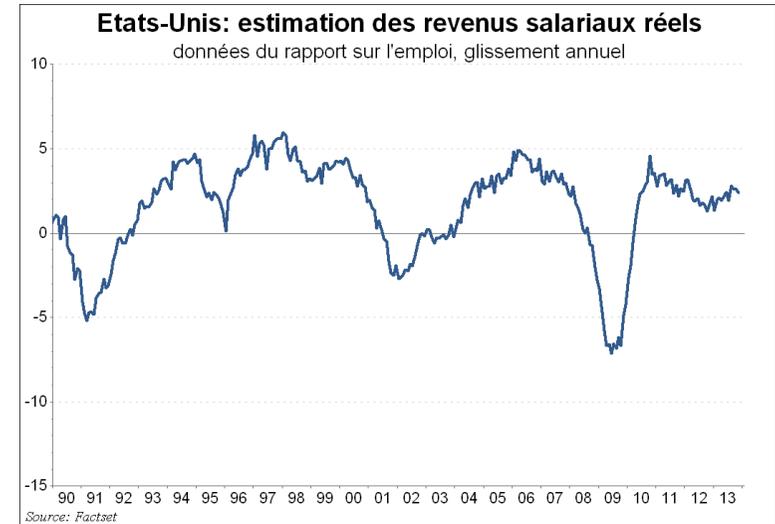
L'incertitude politique a fortement diminué, ce qui devrait soutenir l'activité

- Le vote d'une enveloppe budgétaire pour les années fiscales 2014 et 2015 éloigne le risque d'un nouveau shutdown. Par ailleurs, la substitution de mesures de long terme à une partie des coupes automatiques (« Sequester ») va marginalement aider la croissance.
- Dans une année électorale, il est peu probable que les Républicains adoptent une stratégie aussi conflictuelle pour le plafond d'endettement (qui devrait être atteint autour du 7 février).
- Les commandes de biens d'investissement ont fortement rebondi au mois de novembre.



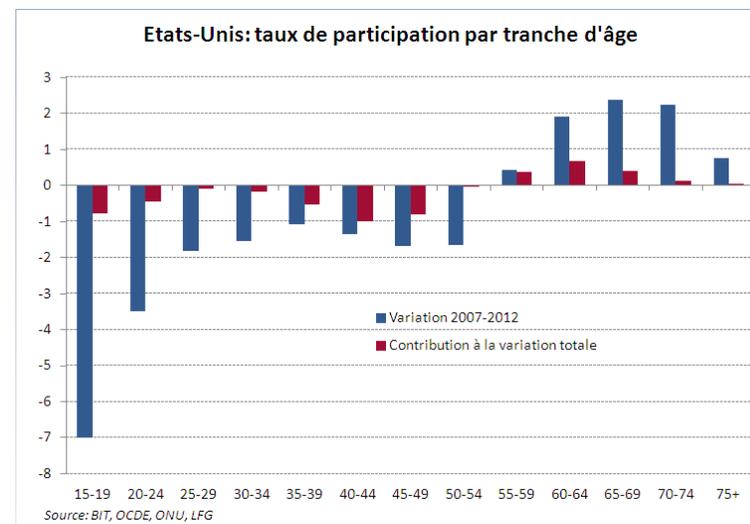
La consommation devrait également poursuivre l'accélération des derniers mois

- Malgré des salaires horaires nominaux relativement faibles, les revenus réels des ménages ont accéléré grâce aux créations d'emplois et à la faiblesse de l'inflation.
- La poursuite des créations d'emplois et une accélération probable des salaires devrait permettre au mouvement de se poursuivre.
- En revanche, sauf si accord au niveau du congrès, les allocations chômages exceptionnelles vont cesser d'être versées en début d'année, ce qui pourrait avoir un impact sur la consommation du premier trimestre.
- Le montant versé est de l'ordre de 20-25 Mds USD sur une base annuelle, ce qui représente 0,2% de la consommation.

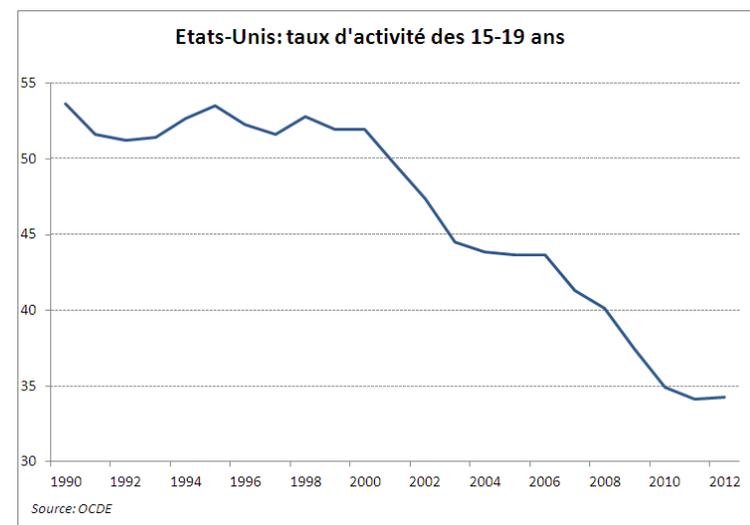


Le taux de participation ne va probablement pas remonter fortement (1/2)

- Cette baisse du taux de participation concerne essentiellement les jeunes classes d'âge.

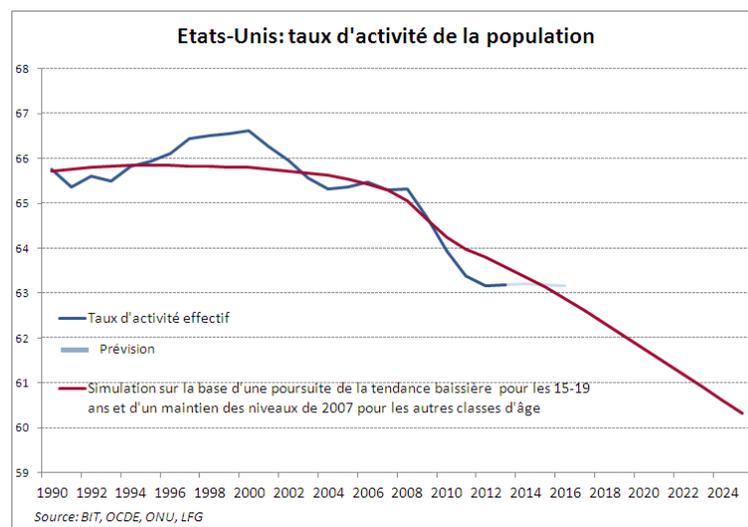
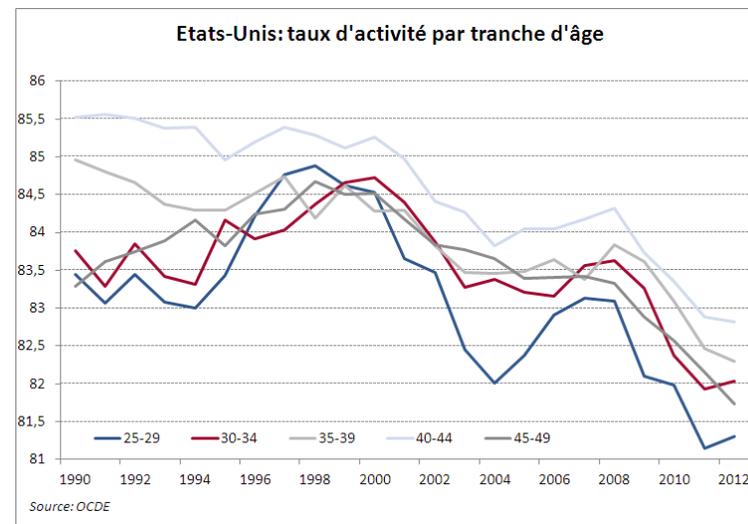


- Concernant les plus jeunes, la baisse du taux de participation relève d'une tendance plus ancienne et est sans doute structurelle.



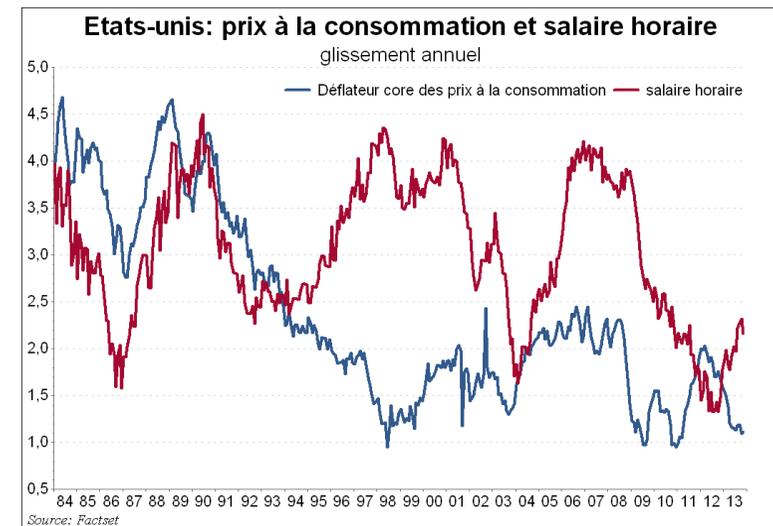
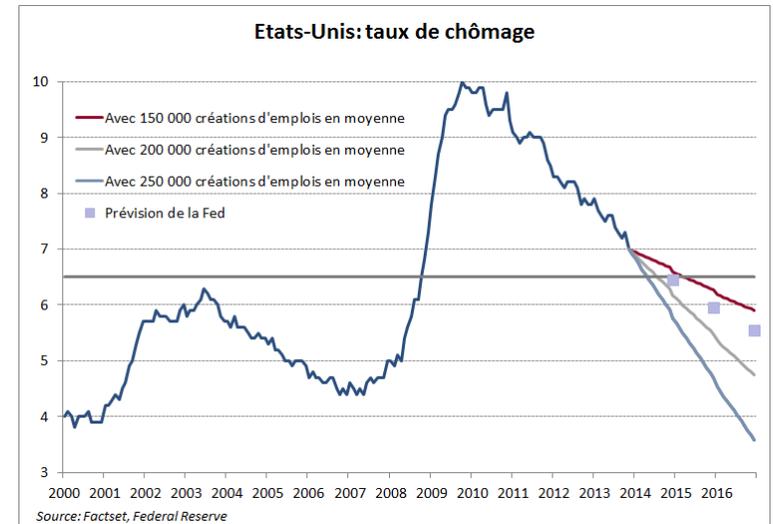
Le taux de participation ne va probablement pas remonter fortement (2/2)

- En revanche, pour les classes d'âge intermédiaires, la forte baisse a une composante cyclique qui devrait donc se retourner progressivement.
- Dans un scénario optimiste où les taux d'activité des tranches 15-19 et plus de 50 ans seraient stables par rapport au niveau actuel et où le taux d'activité des 25-50 ans reviendrait sur son niveau de 2007, le taux de participation serait en fait quasi stable sur les prochaines années.



En conséquence, le taux de chômage pourrait baisser plus rapidement qu'attendu par la Fed

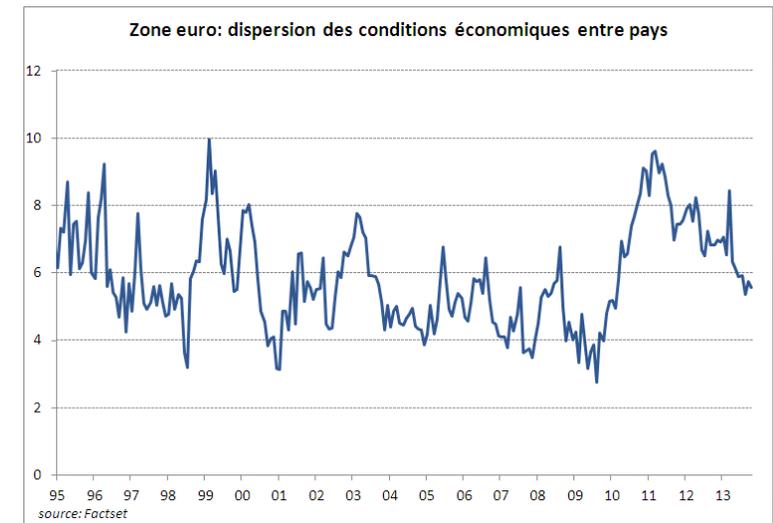
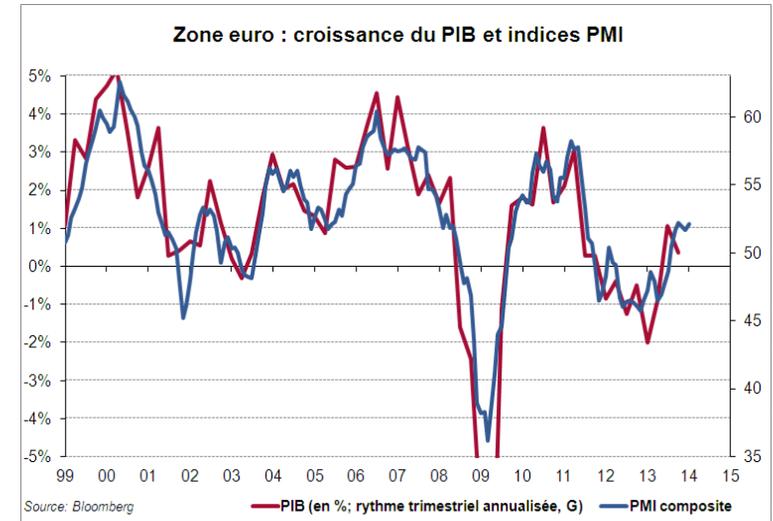
- Si les créations d'emplois accélèrent marginalement, le taux de chômage sera bien inférieur au seuil de 6,5% fin 2014.
- Le retour du taux directeur de la Fed au niveau de la tendance de long terme (4%) prendra près de deux ans au rythme d'un mouvement de 0,25 à toute les réunions.
- La Réserve Fédérale semble avoir délibérément pris le risque de se retrouver « behind the curve ».
- Tant que les salaires et l'inflation core n'accélèrent pas, les marchés devraient le prendre positivement.



3. *La situation devrait continuer à s'améliorer dans la zone euro et dans le reste de l'Europe*

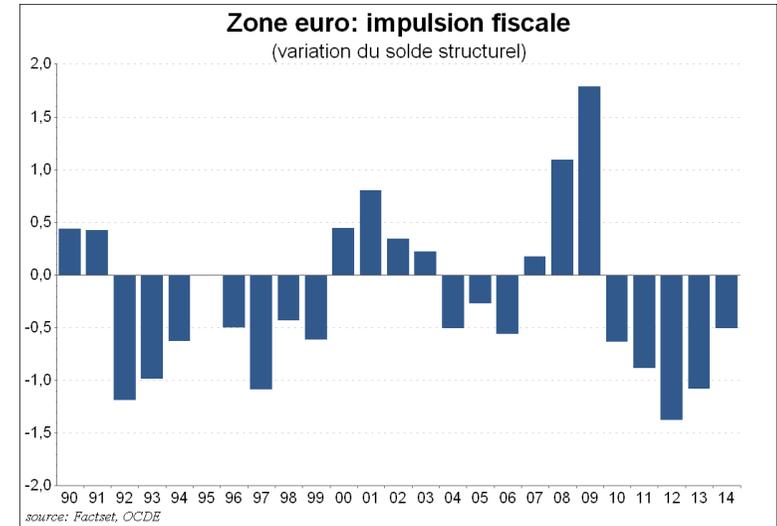
Les indicateurs économiques continuent de décrire une amélioration progressive de la conjoncture

- Les indices PMI sont cohérents avec une croissance de l'ordre de 1% en rythme annualisé.
- D'autre part, les conditions économiques redeviennent progressivement plus homogènes entre pays.

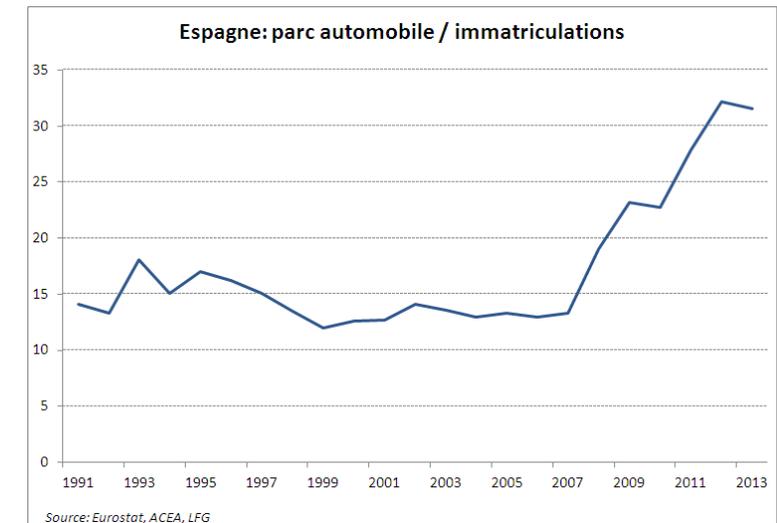


Un moindre effort budgétaire et une demande latente importante devraient aider la croissance à accélérer

- Le durcissement budgétaire va nettement moins peser sur la croissance.

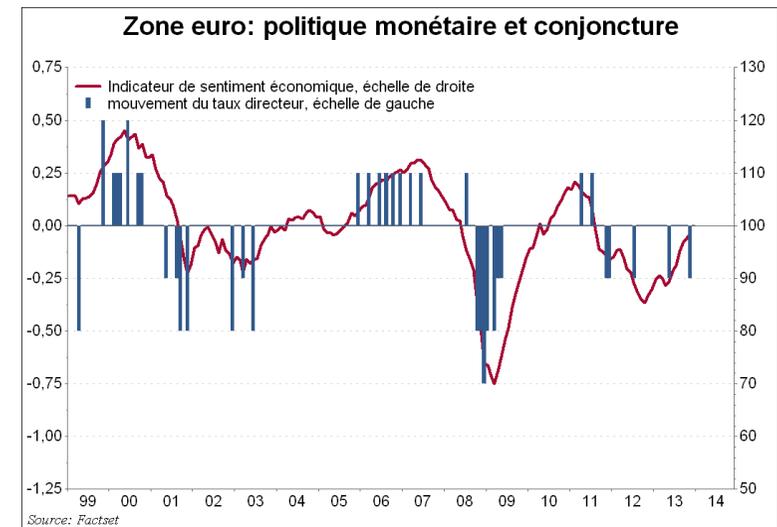
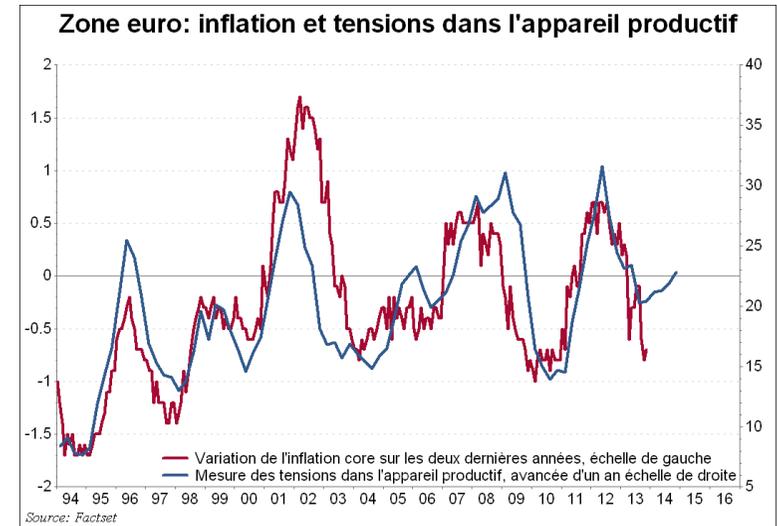


- Les ventes de voitures sont à des niveaux extrêmement déprimés dans un certain nombre de pays et devraient rebondir.



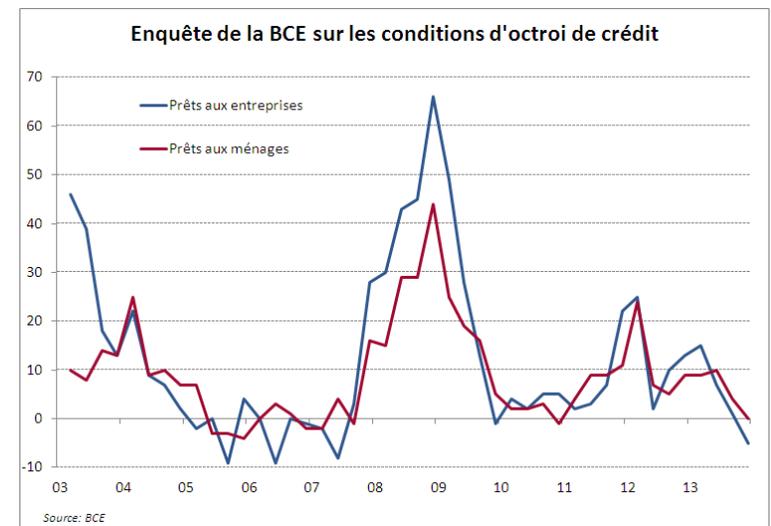
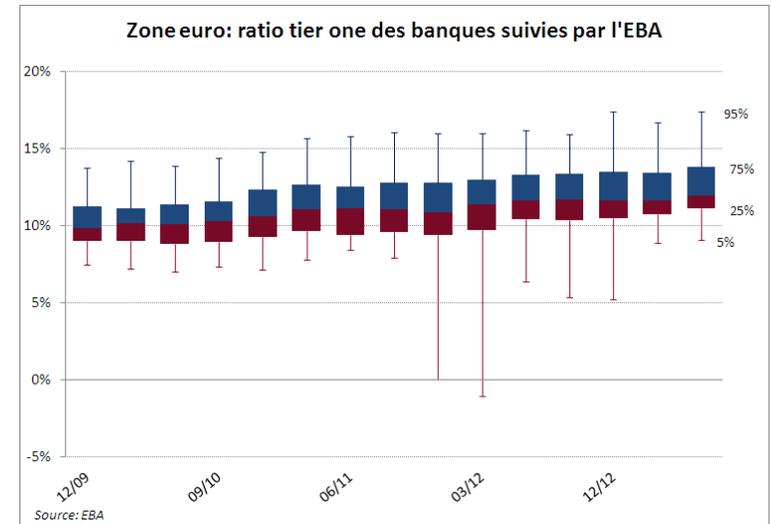
L'inflation va rester très faible mais le rebond de l'activité devrait permettre d'éviter une chute en déflation : la BCE ne devrait pas modifier sa politique

- Le ralentissement des prix s'explique par le niveau déprimé de l'activité dans l'ensemble de la zone euro. Le redémarrage de l'activité devrait empêcher de nouvelles baisses.
- Si l'amélioration de la conjoncture se confirme, la BCE ne devrait pas prendre de nouvelles mesures.



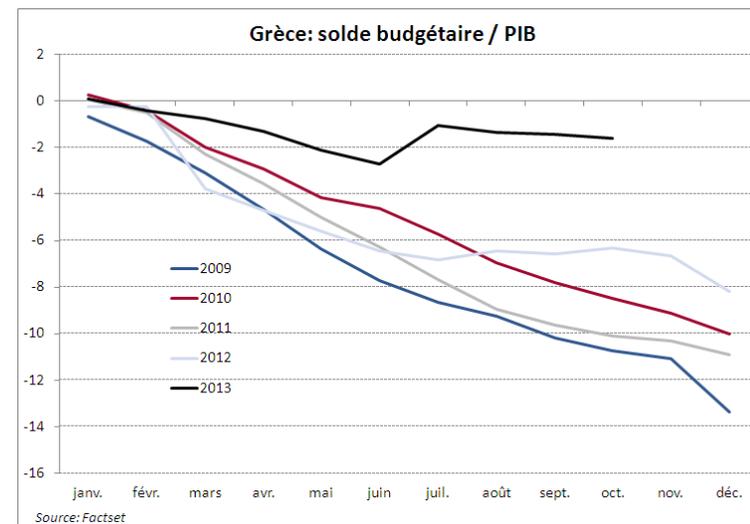
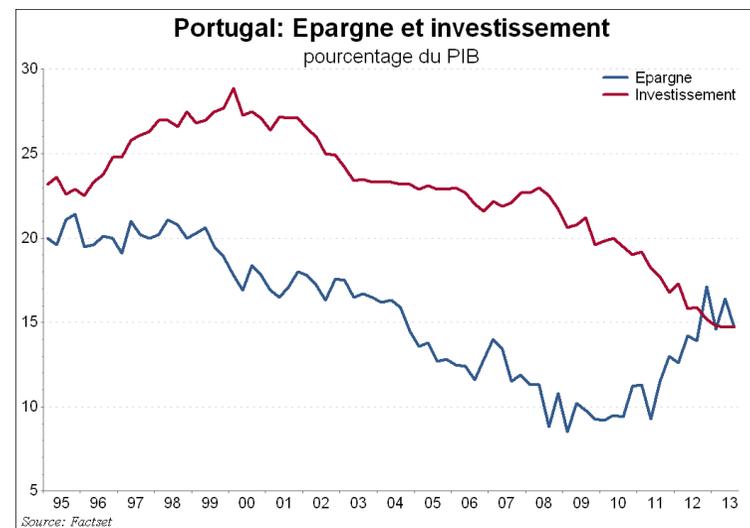
Le deleveraging des banques devrait arriver à son terme

- L'Asset Quality Review ne devrait pas avoir un impact trop important car les banques se sont déjà beaucoup recapitalisées.
- Les banques annoncent assouplir leurs conditions d'octroi de crédit pour la première fois depuis 2007.



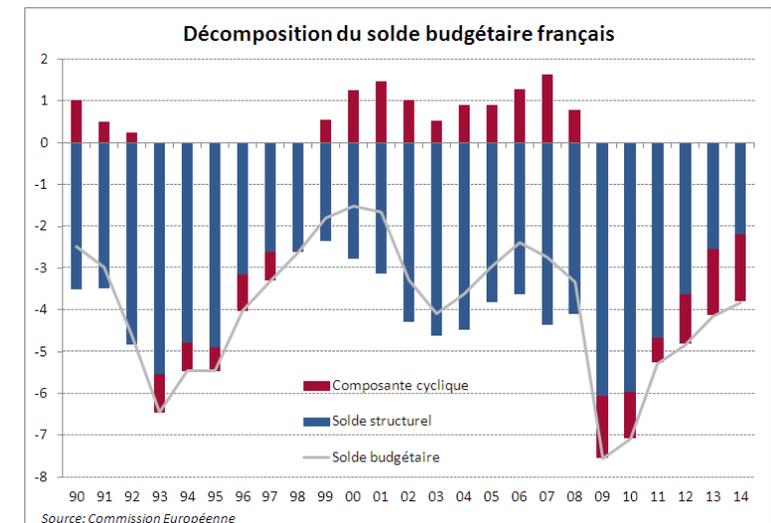
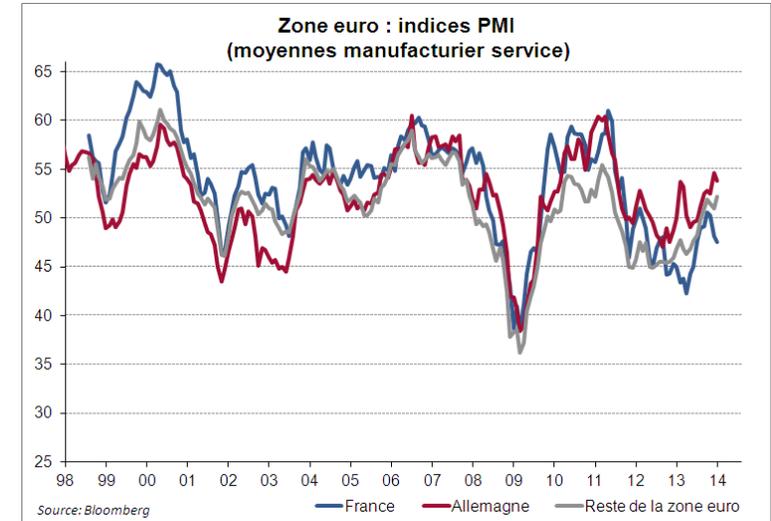
Le Portugal devrait faire l'objet d'une ligne de crédit de précaution, la Grèce va s'efforcer d'aménager sa dette

- Le Portugal poursuit la résorption de ses déséquilibres.
- Le pays est peut-être encore trop fragile pour se passer d'une ligne de crédit de précaution.
- Si les statistiques annuelles le confirment, la Grèce devrait avoir connu son premier excédent primaire en 2013. Ceci pourrait donner lieu à un réaménagement de la dette auprès des autres pays européens.



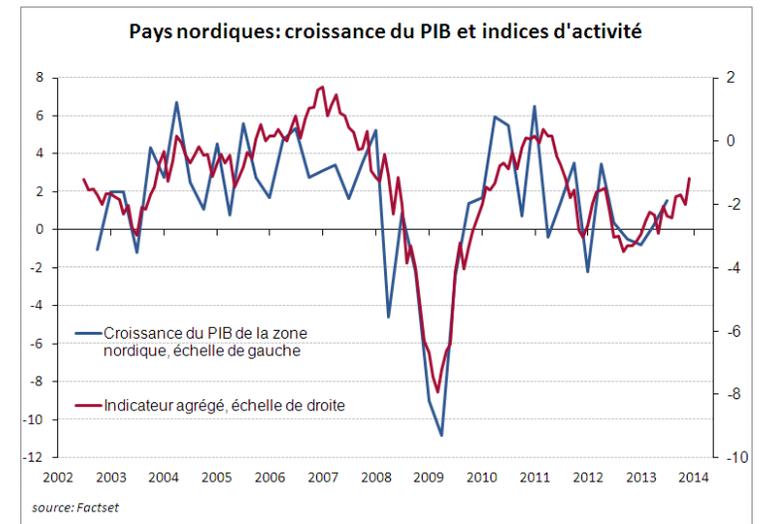
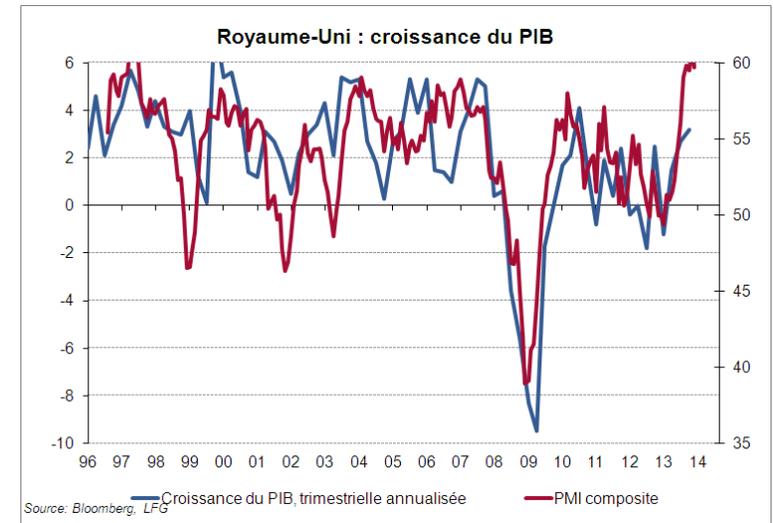
La France sous-performe nettement le reste de la zone euro mais l'amélioration structurelle du budget est importante

- Les enquêtes PMI sont très pessimistes sur la conjoncture française. Les autres indicateurs (Banque de France, INSEE, Commission Européenne) le sont un peu moins.
- La mauvaise conjoncture masque l'amélioration structurelle avec un solde structurel qui doit atteindre son niveau le plus haut depuis 1999.



L'activité accélère dans le reste de l'Europe

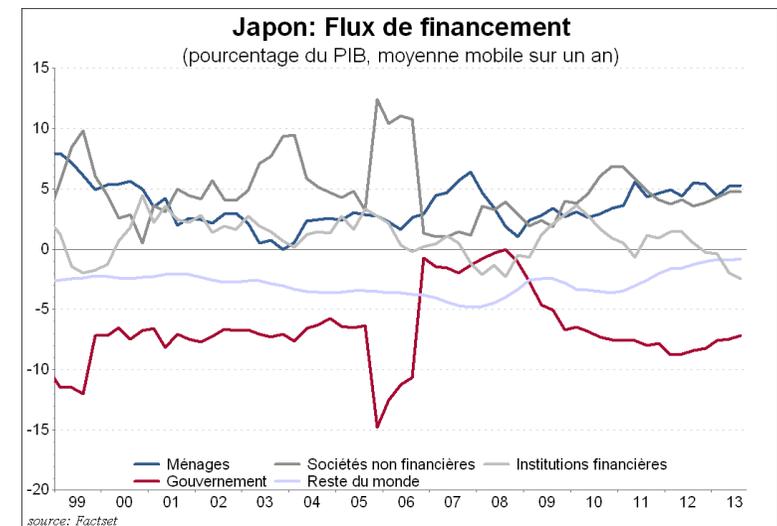
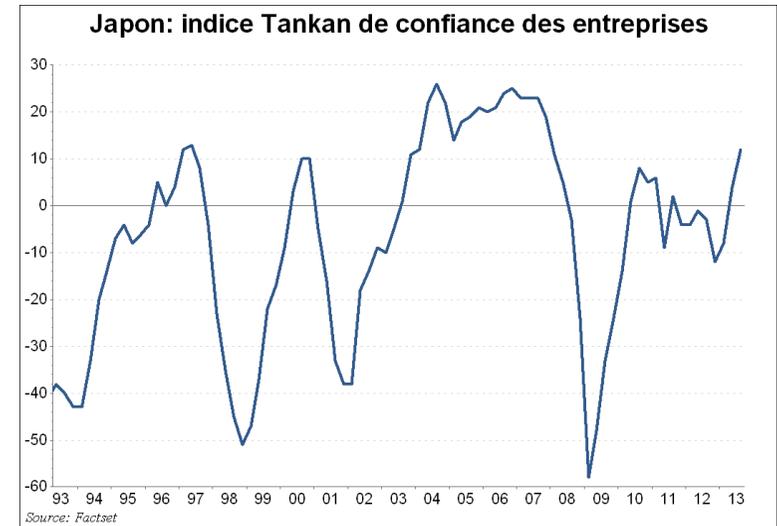
- Les indicateurs économiques sont très bien orientés au Royaume-Uni.
- Ils se redressent également dans les pays nordiques.



4. *Le bilan de la première année des Abenomics est favorable mais à concrétiser*

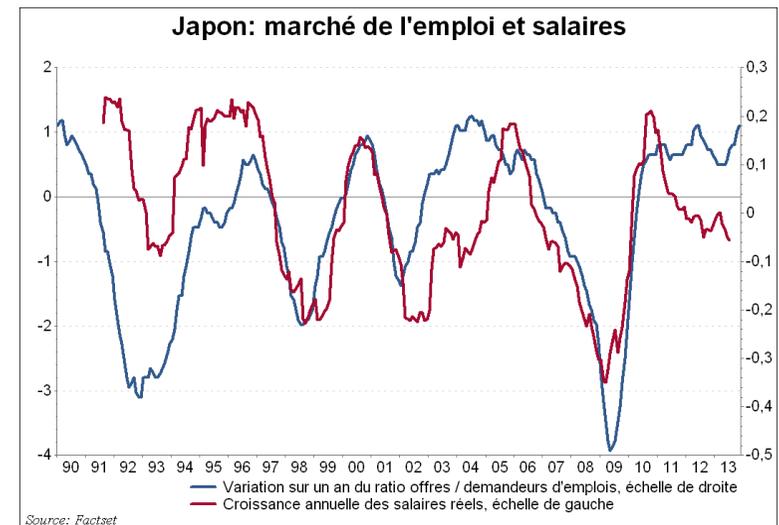
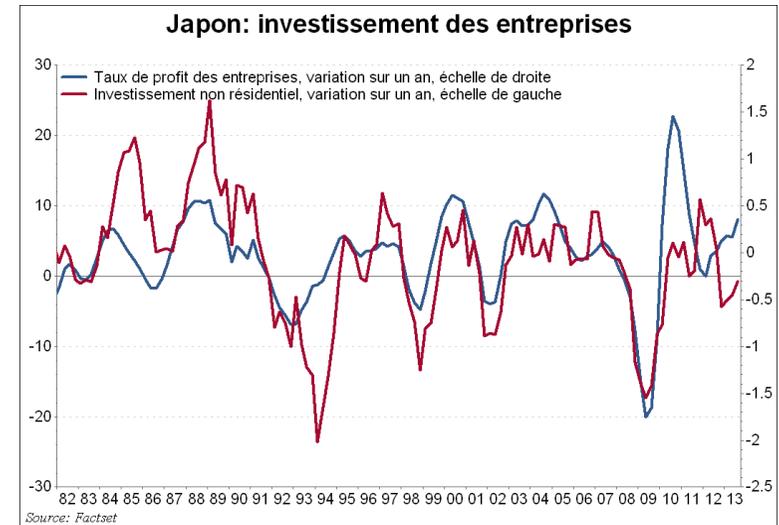
La croissance a été relativement forte sur les derniers mois. L'anticipation de la hausse de la TVA va booster l'activité à court terme

- Les entreprises restent confiantes dans la conjoncture.
- L'augmentation de la TVA, de 5 à 8%, planifiée pour le 1^{er} avril aura un impact moindre qu'en 1997 du fait de mesures d'accompagnement et d'un contexte plus favorable.
- A l'inverse de ce que l'on observe normalement, les entreprises japonaises sont source de financement pour le reste de l'économie.
- Les amener à dépenser davantage est nécessaire pour pérenniser la sortie de déflation.



De l'utilisation de ce surplus par les entreprises dépendra la deuxième partie des Abenomics

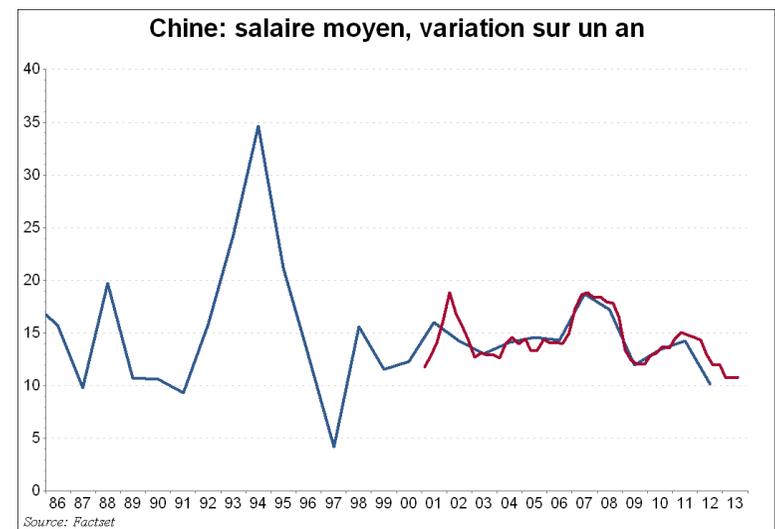
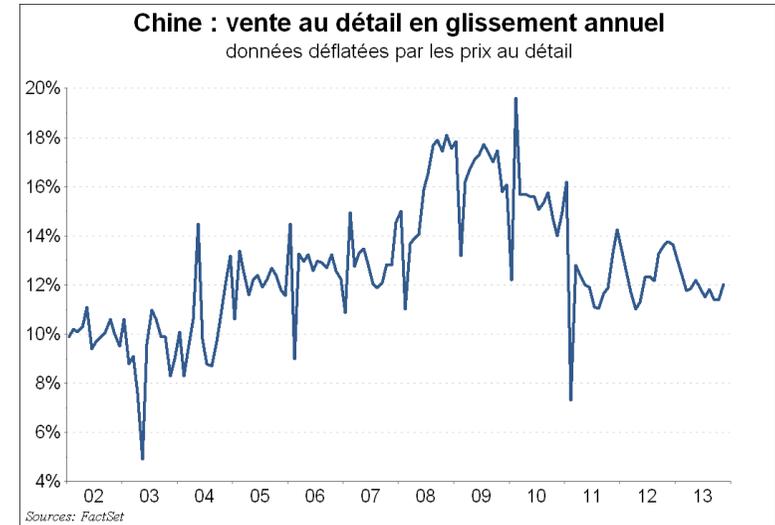
- On devrait observer une accélération de l'investissement des entreprises, d'autant que les mesures structurelles prises par le gouvernement doivent rendre l'investissement plus intéressant.
- Les salaires doivent accélérer afin d'entériner la sortie de déflation.



5. La Chine tente de résorber ses déséquilibres

La consommation continue de progresser à un rythme correct

- Les ventes au détail continuent de progresser sur un rythme proche de 12% par an.
- Ceci est en ligne avec la progression des salaires.
- La dernière réunion plénière du Congrès du PCC a été marquée par la publication d'une feuille de route comportant de nombreuses mesures destinées à rééquilibrer la croissance chinoise (fin de la politique de l'enfant unique, redistribution plus importante des profits des entreprises publiques, renforcement de la sécurité sociale...).

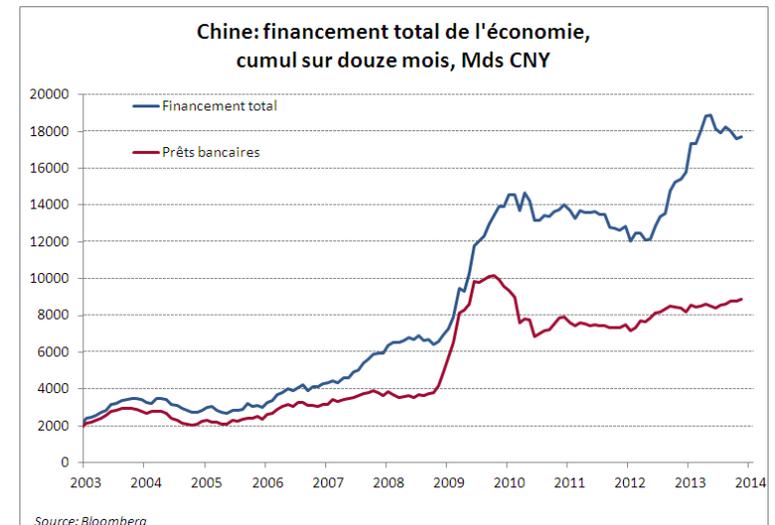


L'amélioration de la demande des pays développés aide l'économie chinoise mais le fort recours à l'endettement sur les années passées pèse

- Les exportations à destination des pays développés sont à nouveau en progression.



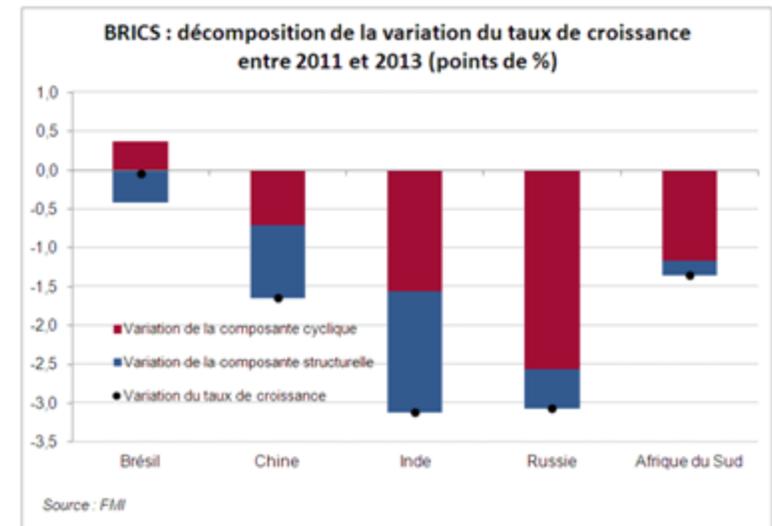
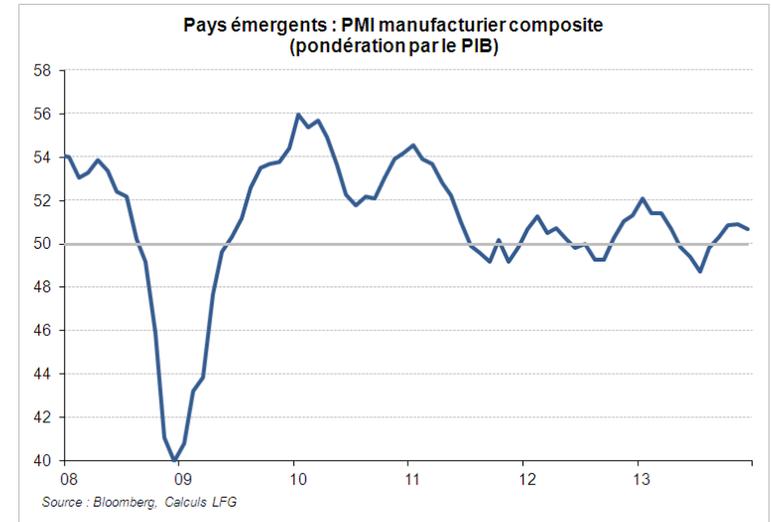
- Le recours à la dette est toujours très important.



6. *Stabilisation de la conjoncture dans les pays émergents mais des défis demeurent*

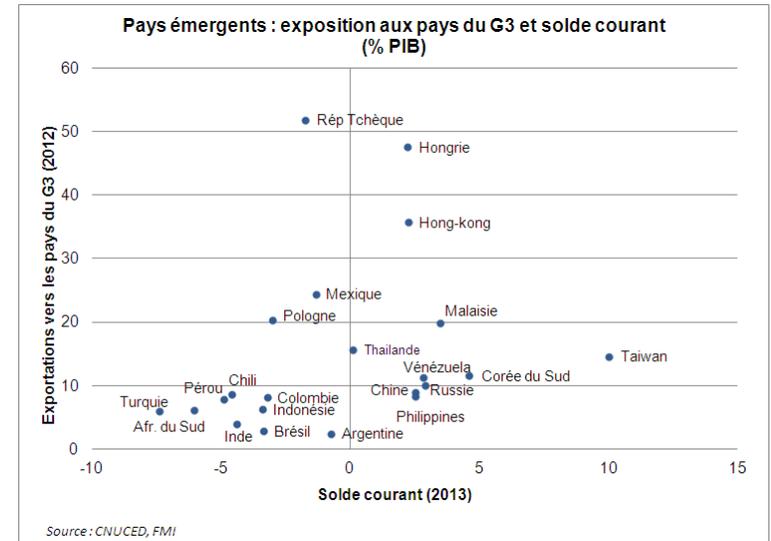
La croissance des pays émergents est décevante mais les anticipations se stabilisent

- Après un point bas au printemps, les enquêtes se sont redressées.
- Le ralentissement observé dans les pays émergents s'explique à la fois par l'essoufflement des facteurs de soutien cycliques (hausse du prix des matières premières, baisse des taux d'intérêts dans les pays développés) mais également par une baisse du potentiel de croissance.

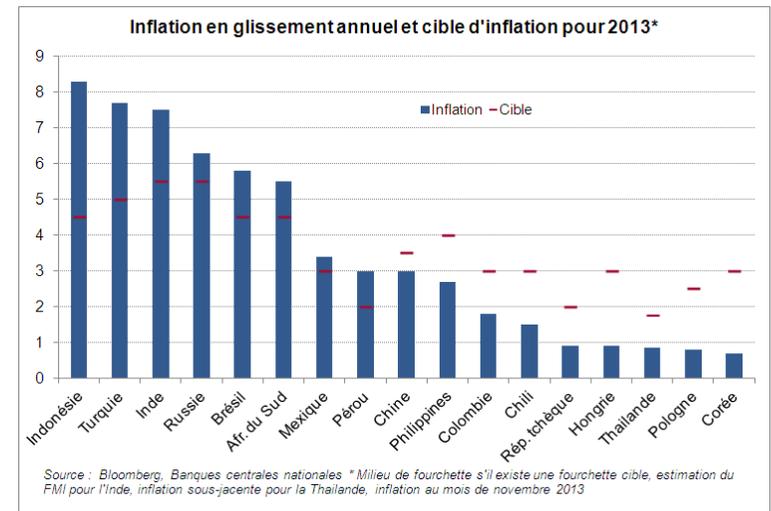


La remontée des taux américains devrait renforcer la différenciation entre les économies émergentes

- Les pays en excédent courant et les plus exposés aux pays du G3 sont les mieux positionnés pour bénéficier d'une amélioration de la conjoncture dans les économies développées.

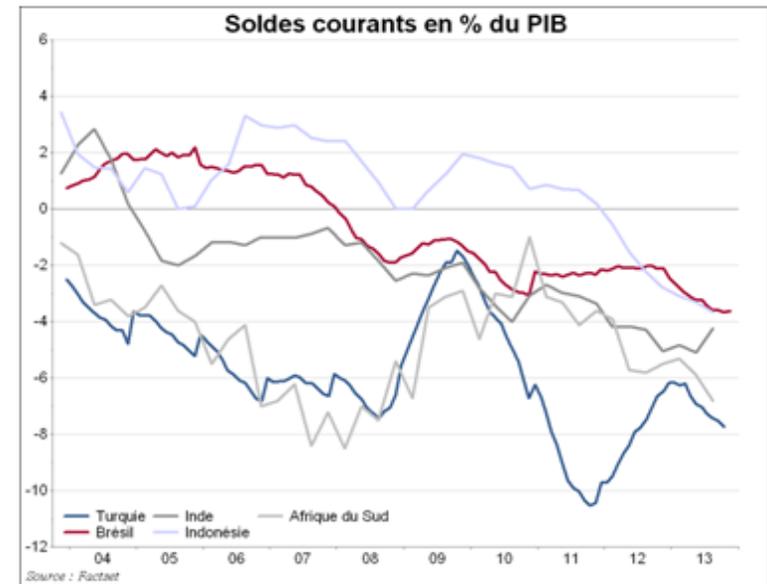


- Ceux où l'inflation demeure élevée malgré une croissance qui va ralentir sont dans une position moins confortable.



Dans les pays fragiles les déséquilibres et le risque politique restent importants

- Hormis en Inde où le déficit courant s'est partiellement ajusté, celui-ci se stabilise ou continue de se détériorer ailleurs.



- Le calendrier électoral est particulièrement chargé dans les pays les plus vulnérables.

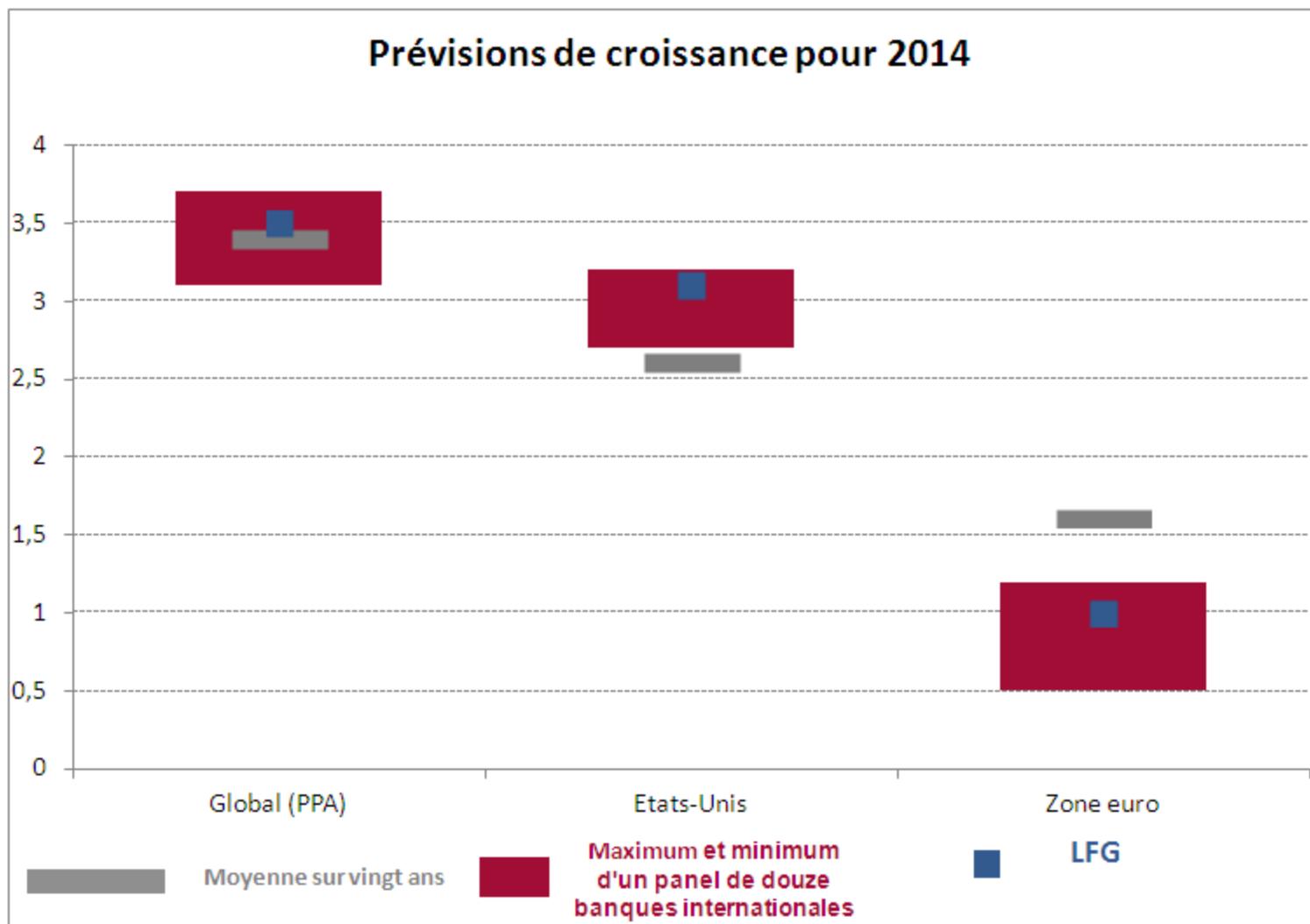
Pays	Date	Election
Afrique du Sud	Avril-Juillet 2014	Parlement
Brésil	Octobre 2014	Parlement + Présidentielle
Inde	Mai 2014	Parlement
Indonésie	Avril 2014 Juillet 2014	Parlement Présidentielle
Turquie	Août 2014	Présidentielle

7. *Conclusion*

Conclusion

- L'accélération de la croissance mondiale se confirme.
- La croissance américaine va accélérer autour de 3,0%. Une baisse rapide du taux de chômage pourrait poser la question de la remontée du taux directeur plus tôt qu'actuellement anticipé par les marchés.
- La zone euro connaît une amélioration conjoncturelle qui devrait se poursuivre en 2014. Le risque de déflation nous semble limité mais l'inflation va rester basse.
- Au Japon, les Abenomics ont eu un premier impact favorable mais il faut encore confirmer la sortie de déflation en amenant les entreprises à dépenser plus.
- En Chine, la croissance devrait rester sur les niveaux actuels avec une activité soutenue par les exportations vers les pays développés. En revanche, le rééquilibrage de l'économie tarde à se concrétiser.
- Les autres pays émergents restent soumis à un environnement défavorable qui met à jour des faiblesses structurelles. Pour autant, la croissance ne devrait pas se dégrader outre mesure grâce à l'amélioration de la demande externe.

Nos prévisions de croissance et le consensus



B. Perspectives de marché

Nos recommandations de l'année dernière et les performances 2013

+20%

▪ **Actions**

Performances 2013
Indice MSCI World en USD performance totale : +26,7%
Indice Euro Stoxx Total Return : +23,7%
Indice S&P 500 en USD : +32,4%
Indice MSCI Emerging en USD : -2,6%

▪ **Convertibles**

Indice Exane Convertible Europe : +9,2%

▪ **Dettes Subordonnées Financières**

Indice JP Morgan Susi Tier one : +13,5%, Lower Tier II +6,6%

▪ **High Yield**

Indice HEAE en euro : +8,7%, indice HEAG en euro : +8,3%

▪ **Alternatif**

Indice HFRX Global en USD : +6,6%

▪ **Obligations corporates**

Indice Merrill Lynch EMU Corporates en euro : +1,8%

▪ **Monétaire**

EONIA : +0,1%

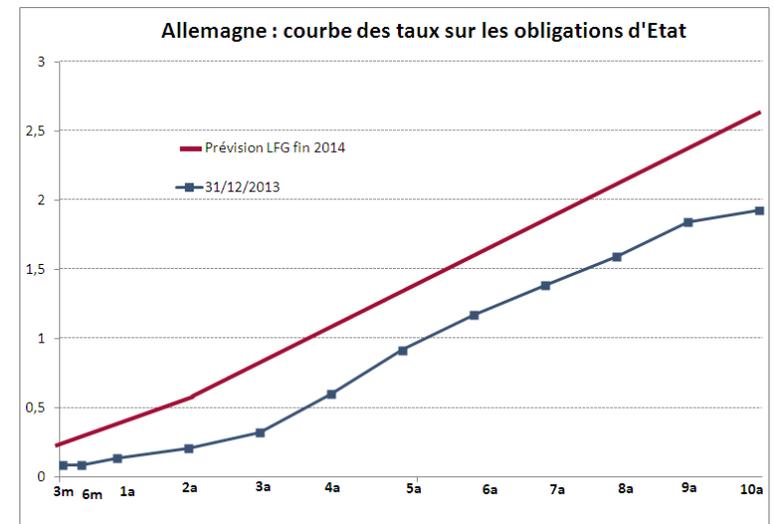
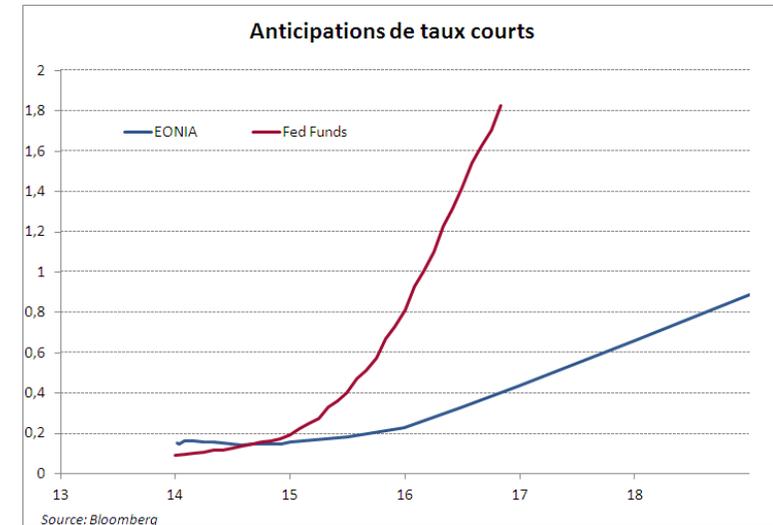
▪ **Obligations d'État (Bund)**

Indice EuroMTS Global : +2,4% (EFFAS Germany : -2,1%)

1. Monétaire et marchés de taux

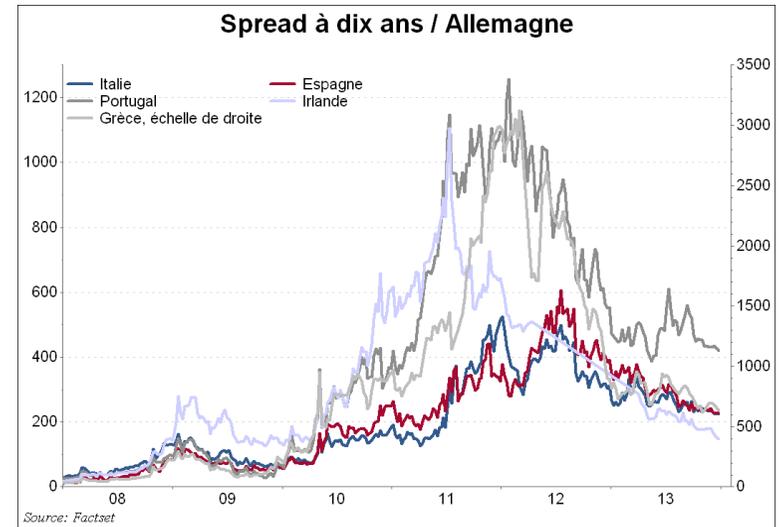
Sur 2014, les taux monétaires devraient rester proches de zéro et les taux longs poursuivre leur hausse

- Les anticipations de marché pour la première hausse de taux par la Fed se sont décalées dans le temps vers septembre 2015, en ligne avec les prévisions du FOMC.
- En revanche, dans la zone euro, les marchés n'intègrent pas de remontée des taux avant début 2017. Une partie des gouverneurs de la BCE reste mal à l'aise avec les politiques actuelles. Si la conjoncture poursuit son amélioration, la pression pour remonter les taux sera forte.
- La pente est certes élevée mais le mouvement de pentification devrait se poursuivre durant l'année prochaine en Europe. En revanche, aux Etats-Unis, la pente devrait se réduire.
- Les taux deux ans devraient commencer à anticiper des remontées de taux.

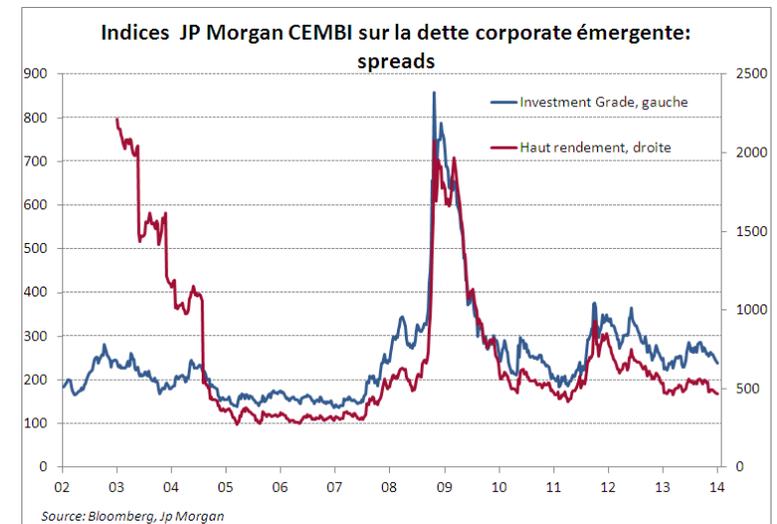


Les spreads sur les pays périphériques continuent de se réduire

- Les spreads sur les dettes espagnoles et italiennes sont à leur plus bas niveau depuis 2011.

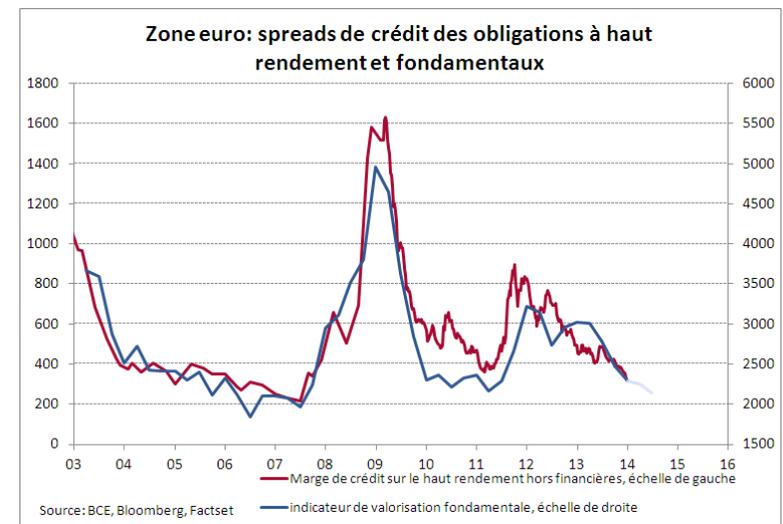
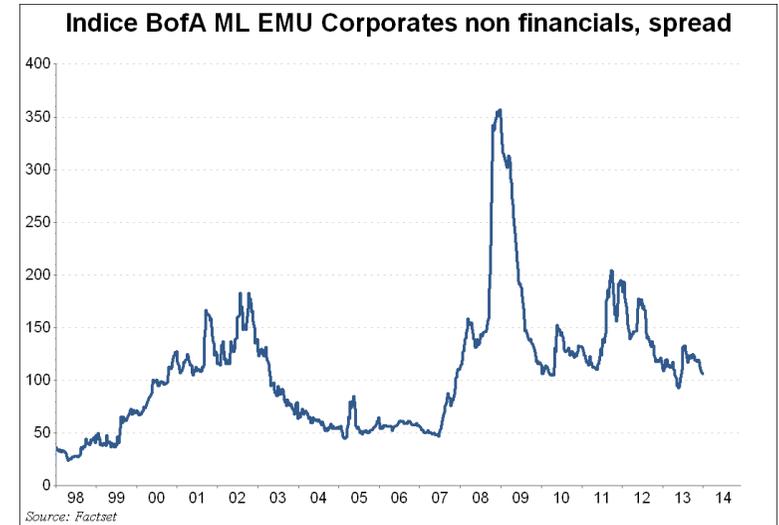


- La dette émergente risque d'être encore chahutée dans un contexte marqué par le tapering de la Fed.



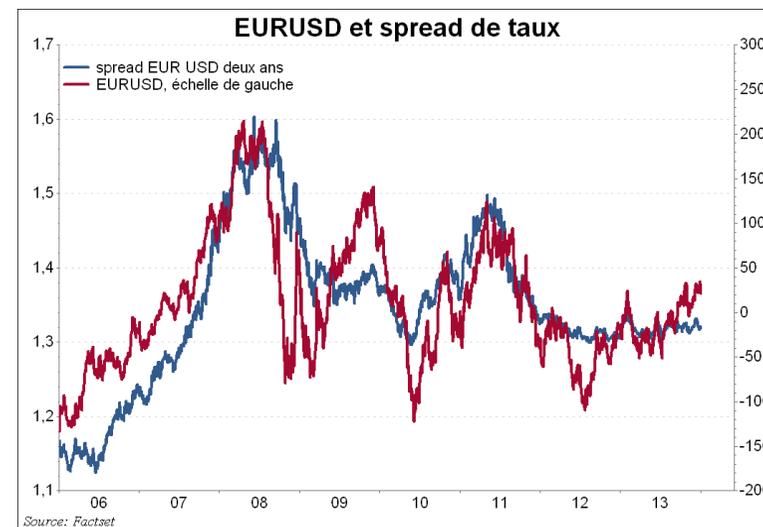
Parmi les émetteurs privés, la hausse des taux rend le haut rendement plus attrayant

- Le crédit investment grade offre une marge de crédit intéressante mais insuffisante à compenser la remontée des taux. La performance devrait néanmoins rester supérieure au monétaire.
- Sur le haut rendement, le potentiel de réduction des spreads se réduit par rapport aux années précédentes mais il devrait permettre de compenser la remontée des taux.
- En l'absence de dégradation de la conjoncture, les taux de défaut devraient rester bas.

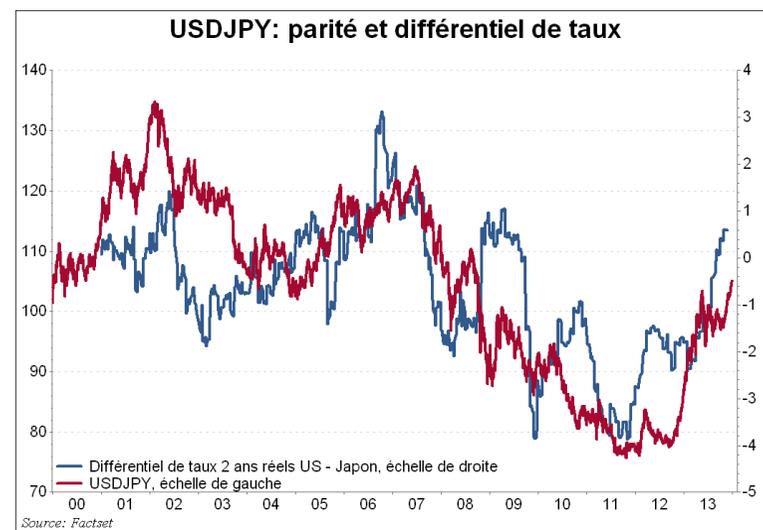


Le dollar devrait se renforcer contre toutes devises cette année

- Sur 2014, la remontée des taux américains devrait amener une hausse modérée du dollar.



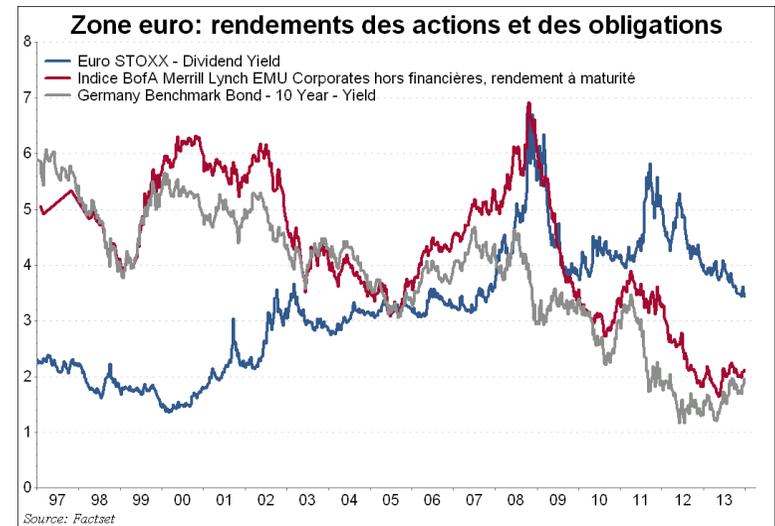
- Le yen devrait également se déprécier face au dollar.



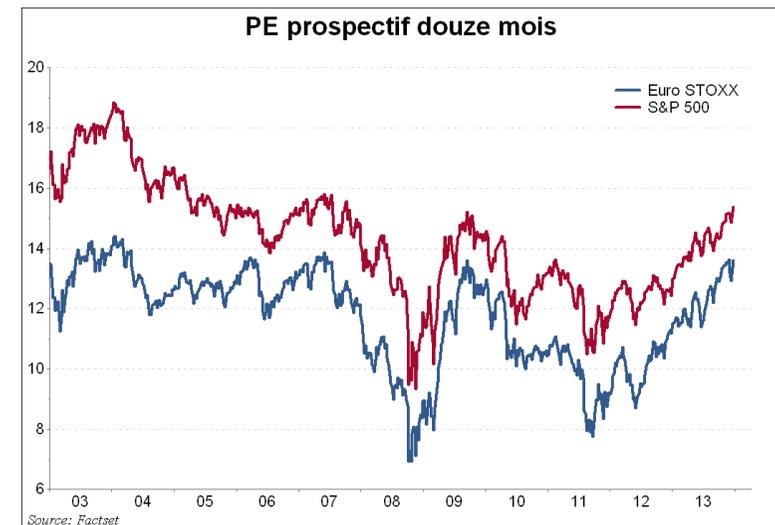
2. *Marchés actions*

Les actions restent relativement attrayantes

- Le dividende est très supérieur au rendement à maturité des obligations.

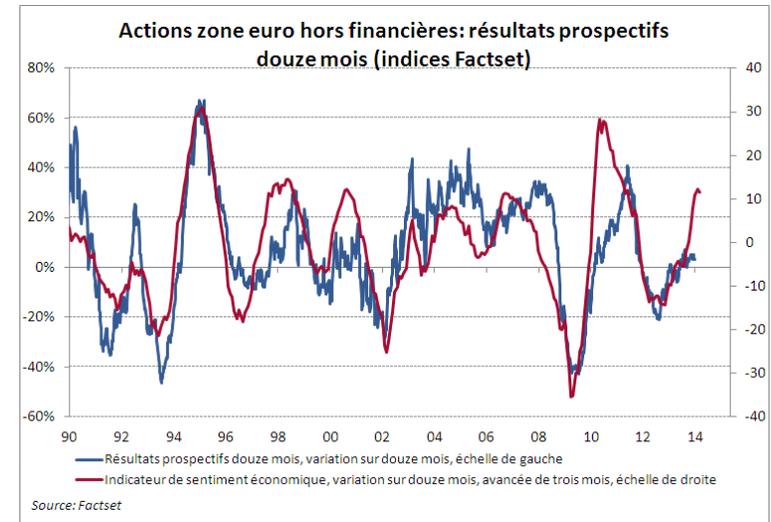


- En revanche, les valorisations ont nettement augmenté en 2013, ce qui fait que l'essentiel de la performance devrait provenir de la croissance des résultats.

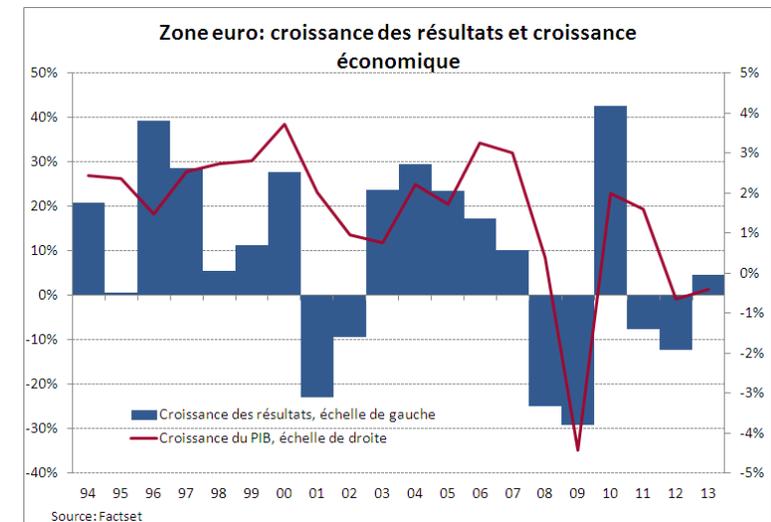


La progression des marchés devra reposer sur la progression des résultats

- L'amélioration de la conjoncture économique devrait se retrouver dans les prévisions de résultats des analystes.

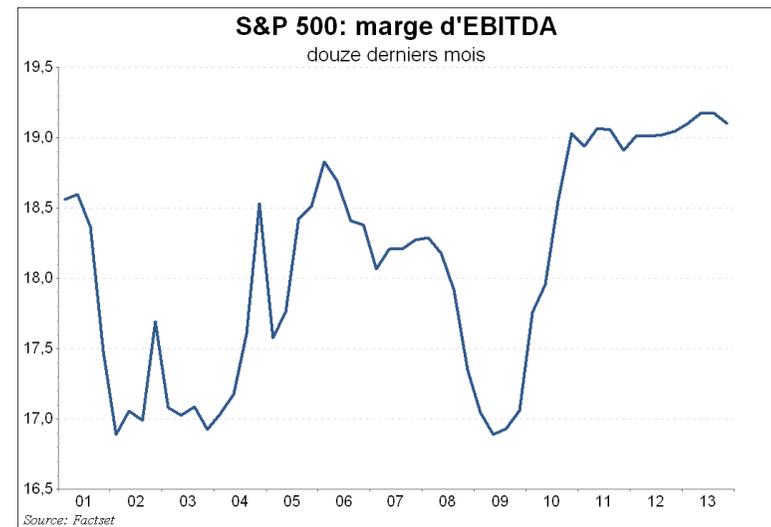
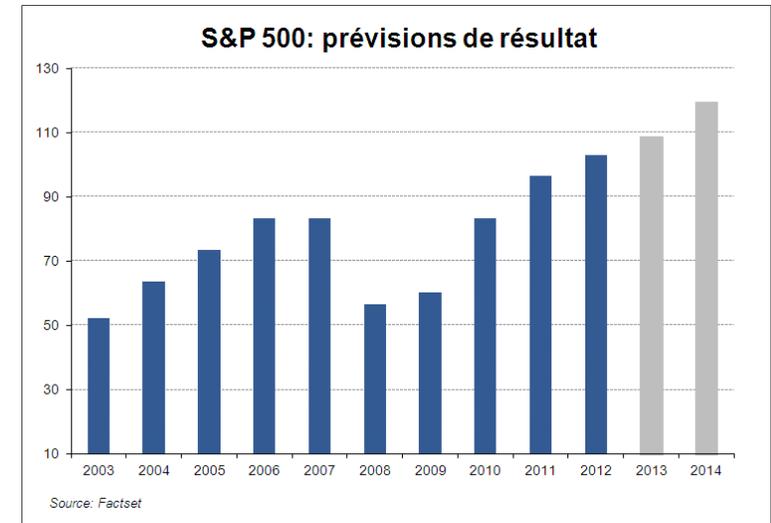


- C'est en début de reprise que la croissance des résultats est en général la plus élevée.



Les actions américaines devraient également progresser mais le potentiel d'appréciation est moindre

- Les résultats 2014 sont attendus en hausse de près de 10%.
- L'accélération de la croissance devrait permettre de réaliser cette progression mais le niveau déjà élevé des marges limite le potentiel de surprise à la hausse.

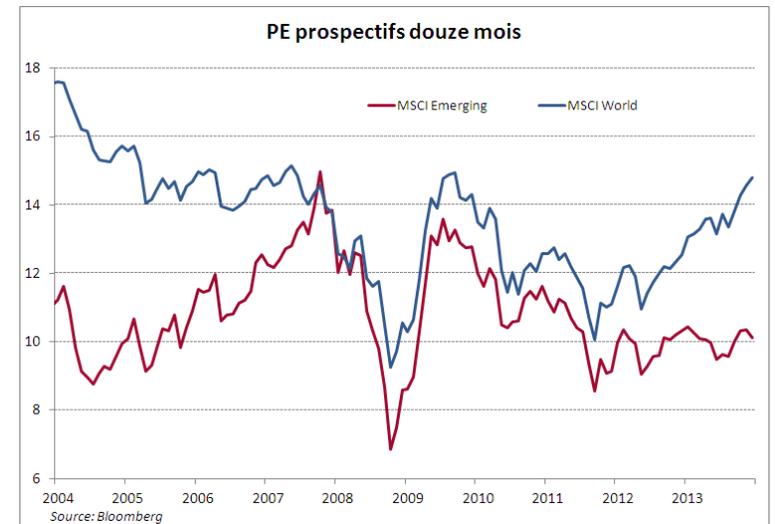


Le marché japonais devrait encore offrir de bonnes performances. Les actions émergentes risquent d'être chahutées mais les valorisations sont basses

- Le Japon devrait encore être porté par les Abenomics.



- L'écart de valorisation des actions émergentes avec celles des pays développés rejoint son niveau le plus élevé depuis près de dix ans.
- Néanmoins, l'actualité politique chargée et les conséquences du tapering devraient peser sur les actifs émergents dans les mois à venir.



3. *Conclusion*

Perspectives de marchés à douze mois

+20%

▪ Actions

La hausse des marchés actions des pays développés se justifie par une amélioration des perspectives économiques et la moindre incertitude. Les valorisations se sont normalisées mais restent raisonnables : la progression des marchés viendra principalement de la croissance des résultats . Nous privilégions les actions de la zone euro puis celles du Japon et des Etats-Unis. La sous-valorisation des actions émergentes est forte mais l'incertitude est élevée à court terme.

▪ Convertibles

L'appréciation des marchés actions et du crédit va contribuer à l'appréciation de cette classe d'actifs.

▪ High Yield

En l'absence de récession et de « credit crunch », les marges de crédit encore élevées permettent de compenser la remontée des taux.

▪ Dettes Subordonnées Financières

Le système financier de la zone euro est plus solide que par le passé et la BCE a mis en place les outils à même d'éviter un nouveau choc brutal

Certaines classes d'actifs présentent encore de nombreuses inefficiences (titrisations) et des opportunités d'arbitrage (marché actions) à exploiter pour les gérants.

▪ Alternatif

▪ Obligations corporates

Les spreads sur l'Investment Grade s'appliquent à des taux très bas et ne permettront pas d'absorber la remontée des taux.

▪ Monétaire

Les banques centrales vont maintenir leurs taux directeurs proches de zéro au moins jusqu'à la fin de l'année.

▪ Obligations d'État (Bund)

Les taux longs devraient poursuivre leur remontée.

-2%

Avertissement au lecteur

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.

Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées. De plus, les instruments ou valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations de marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leur performance ou leur évolution future.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.

Par ailleurs, certains services rendus/et ou placements figurant dans ce document peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas nécessairement adaptés à tous les investisseurs.

Il appartient donc à toute personne de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces services et/ou placements avant tout investissement. Tout investisseur est tenu de se reporter aux conditions proposées par Lazard Frères Gestion SAS à sa clientèle afférent aux services et/ou placements figurant dans ce document.

De plus, toute personne désirant investir dans les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières mentionnés dans ce document est tenue de consulter le prospectus simplifié visé par l'Autorité des Marchés Financiers remis à tout souscripteur ou disponible sur simple demande auprès de Lazard Frères Gestion SAS. Les informations contenues dans ce document n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par les commissaires aux comptes de l'OPCVM ou des OPCVM concernés.