

Février 2014

LETTRE MENSUELLE numéro 22

POINT MACRO ECO

LA GRANDE COURSE : l'augmentation des actifs financiers est tributaire de la croissance et de la progression des bénéfices

En 2013, les marchés ont devancé la réalité et marquaient une pause en fin d'année. Après une récession, les marchés commencent souvent par rebondir, suivis par les bénéfices puis la croissance économique ; cela n'est pas exceptionnel. L'écart actuel entre les marchés et la situation économique / bénéfices est plus important que par le passé. Pour que la hausse des marchés observée jusqu'ici soit viable et solide, les bénéfices et la croissance économique devront combler l'écart avec les anticipations du marché. Les suites de cette Grande Course seront à notre avis le moteur des rendements des marchés en 2014.

Voyons cela de plus près, le PIB et les bénéfices ont tous deux enregistré une faible croissance, et la dynamique des bonnes surprises économiques s'est étiolée. Les actions ont rebondi et les multiples P/E (cours/bénéfice) sont revenus à des moyennes historiques à long terme. Nombre d'autres indicateurs ont également retrouvé leurs niveaux d'avant la crise de 2008.

La politique monétaire accommodante quasiment généralisée a constitué un facteur majeur du rebond des actions.

L'un des objectifs des faibles taux directeurs était d'accélérer la hausse des prix des actifs financiers après la récession, et il a été réalisé. Les banques centrales ne modifieront probablement pas beaucoup leurs taux directeurs en 2014, hormis dans quelques régions telles que la Chine. Mais à ce stade, une année supplémentaire d'argent bon marché ne suffira sans doute pas pour alimenter une nouvelle hausse des marchés. Des améliorations concrètes de la conjoncture économique et des bénéfices seront nécessaires.

C'est pourquoi nous observons tout particulièrement les indicateurs manufacturiers.

Ces indicateurs sont utiles pour prévoir la croissance économique et celle des bénéfices. Aux Etats-Unis, leur récente augmentation nous incite à anticiper un rebond des bénéfices de 8 à 10% en 2014. En Europe, les indicateurs avancés ont également enregistré une hausse, mais moins importante. Nous n'anticipons pas de rebond marqué des bénéfices en Europe ; la flambée des bénéfices de la période 2003-2007 était une conséquence temporaire du boom de la consommation des pays d'Europe du sud, lequel était voué à l'échec. Toutefois, la zone euro émerge d'une récession et le secteur des entreprises renoue avec la croissance corollaire des bénéfices.

Les enquêtes de conjoncture montrent également que la situation mondiale se normalise progressivement.

La récession mondiale de 2008-2009, conjuguée à la crise de la dette européenne deux années plus tard, a eu des conséquences néfastes. Fin 2013, les indicateurs avancés laissaient augurer un retour de la croissance mondiale à 3,5% en 2014, et une augmentation du nombre de pays en expansion. Un assouplissement de l'austérité budgétaire devrait avoir des effets favorables ; dans les pays développés, le frein budgétaire devrait être diminué à peu près par deux en 2014 comparativement à 2012 et 2013.

Les talons d'Achille de l'évolution mondiale : la zone euro (toujours) et les pays émergents débiteurs. Ces derniers sont confrontés à un problème classique de balance des paiements, marqué par le fléchissement de la croissance, l'exode des capitaux étrangers, la hausse des taux d'intérêt et une période d'austérité. Une réduction des liquidités émanant de la Réserve Fédérale constitue une difficulté pour les pays qui dépendent des capitaux étrangers tels que les pays émergents débiteurs. Quant à la zone euro, les améliorations récentes sont significatives, mais la région continue à souffrir d'un désendettement, d'une croissance inférieure à la tendance et de l'évolution très divergente de l'Allemagne et des pays périphériques (et de la France). La création nette de crédit du secteur privé représente un indicateur clair de la normalisation, et dans la zone euro, elle est encore de zéro. L'année 2014 semble plus favorable pour l'Europe, mais il y a de bonnes raisons d'être préoccupé par la croissance à long terme.

Concernant les marchés actions régionaux, l'année dernière a marqué une rupture dans la tendance des portefeuilles américains/émergents à surperformer leurs homologues européens/japonais. Cette rupture a été principalement une conséquence de la sous-performance des marchés émergents à un moment où les investisseurs se réorientaient vers l'Europe et où le Japon mettait en place une expérience non orthodoxe. N'oublions pas que l'expérience du Japon n'est pas seulement monétaire : le Japon tente d'inciter les ménages et les fonds de pension à investir en actions des centaines de milliards de dollars. Compte tenu des mesures de relance supplémentaires au Japon et des problèmes des pays émergents débiteurs, 2014 devrait être à nouveau une année où les marchés actions développés surperformeront les actions des pays émergents.

CABESTAN PATRIMOINE - 249 rue de Crimée 75 019 PARIS France • www.cabestan-patrimoine.com
Tél./Fax : +33 1 42 52 56 77 • Mobile : +33 6 12 30 82 06 • sleforestier@cabestan-patrimoine.com

Cabestan Patrimoine, Société de conseil en Gestion de Patrimoine constituée sous la forme d'une SARL au capital de 1 000 euros. • RCS Nanterre 504 071 663 - n°TVA FR 3650407166300018

Carte Professionnelle transactions sur immeubles et fonds de commerce n°09.92.N.877

Siège social: 16 bis rue Collange 92 300 LEVALLOIS-PERRET • Société de courtage d'assurances immatriculée à l'ORIAS sous le numéro : en cours • Garantie financière et assurance de responsabilité civile professionnelle conforme aux articles L.341-1, L.341-3, L.341-5, et L.541-3 du code monétaire et financier, aux articles L.512-6 et L.512-7 du Code des Assurances.

En résumé, nous anticipons que la voiture représentant les marchés ralentira sa course effrénée tandis que les véhicules illustrant les différentes économies rattraperont leur retard, et nous prévoyons que 2014 sera une année d'appréciation plus modérée des marchés actions, du crédit et de l'immobilier. Après la flambée des actions depuis le printemps 2009, nous anticipons un retour progressif à une hausse des marchés actions à un chiffre, proche de 10%, et à une volatilité des marchés à deux chiffres. Quant aux obligations, nous sortons d'une période durant laquelle les rendements sont tombés au niveau, voire en deçà du taux d'inflation sous l'effet des politiques des banques centrales ; les taux d'intérêt à long terme amorcent maintenant une hausse modeste. **En conséquence, 2014 paraît être à nouveau une année durant laquelle la contribution aux portefeuilles des liquidités et des obligations peu risquées sera faible. Le cas échéant, les investisseurs auraient intérêt à maintenir en 2014 la plupart des allocations qui ont produit des résultats positifs depuis la fin de la récession mondiale en 2009.**

FISCALITÉ DES PLACEMENTS

LE PEA PME enfin sur les rails !

REFORME DU PEA

Le plan d'épargne en actions (PEA) permet, à certaines conditions, d'investir et de gérer un portefeuille de titres tout en bénéficiant d'une exonération d'impôt sur le revenu sur les produits procurés par ces placements. Le PEA fait l'objet de plusieurs aménagements à compter du 1^{er} janvier 2014.

Son plafond de versements est d'abord relevé de 132 000 € à 150 000€

Précision : les personnes titulaires d'un PEA ouvert avant le 1^{er} janvier 2014 peuvent effectuer des versements complémentaires, dans la limite de 150 000 €.

Par ailleurs, un nouveau PEA, destiné au financement des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), est créé. Les versements y étant plafonnés à 75 000 euros.

Précision : Ce PEA « PME-ETI » est cumulable avec le PEA « classique », portant ainsi le plafond global de versements à 225 000 €.

REFORME DE L'ASSURANCE-VIE

La loi de finances rectificative pour 2013 crée deux nouveaux types de contrats d'assurance-vie. Le premier contrat, dit « **euro – croissance** » présente la particularité de permettre un investissement des fonds, en tout ou en partie, en unités de compte tout en assurant une garantie en capital ou en rente, acquise au terme d'une détention minimale de 8 ans. Pour faciliter le développement de ces nouveaux contrats, la loi prévoit que la transformation, à compter du 1^{er} janvier 2014, de contrats d'assurance-vie existants en contrats « euro-croissance » peut se faire, sous certaines conditions, sans perte d'antériorité fiscale et en toute neutralité fiscale.

Le second contrat créé, dit « **vie-génération** », est investi en unités de compte, à hauteur de 33% au moins, dans des actifs ciblés dans le logement social ou intermédiaire (ETI). Il ouvre droit à un abattement de 20% en matière de droits de succession, qui entre en vigueur pour les décès qui interviendront à compter du 1^{er} juillet 2014.

PLAFONNEMENT ISF et l'assurance-vie

Le montant total formé par l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF), l'impôt sur le revenu et les prélèvements sociaux ne peut pas excéder 75% des revenus du contribuable de l'année précédente. Si tel est le cas, le montant de l'ISF de l'année concernée est réduit de l'excédent constaté.

La loi de finances pour 2014 prévoyait d'intégrer, dans les revenus pris en compte pour le calcul du plafonnement 2014, les revenus des bons ou contrats de capitalisation et des placements de même nature, notamment les revenus des fonds en euros présents dans les contrats d'assurance-vie (mono ou multi supports). Et ce même en l'absence de retrait de la part du souscripteur, ces gains étant soumis au fur et à mesure de leur inscription en compte aux prélèvements sociaux. Le conseil constitutionnel a censuré cette disposition, qui n'entrera donc pas en vigueur.

CABESTAN PATRIMOINE – 249 rue de Crimée 75 019 PARIS France • www.cabestan-patrimoine.com
Tél./Fax : +33 1 42 52 56 77 • Mobile : +33 6 12 30 82 06 • sleforestier@cabestan-patrimoine.com

POINTS SUR LES MARCHES

Perspectives prometteuses pour les sélectionneurs de valeurs

Depuis que les médias ont sonné le glas des actions à l'été 2012, l'indice MSCI WORLD s'est adjugé une hausse de près de 40% en dollars. En **juillet 2012, nous avons souligné dans notre lettre mensuelle que les actions apparaissaient bon marché par rapport aux autres classes d'actifs**. Si nous avons eu raison quant à l'orientation du marché, la hausse substantielle intervenue au cours de l'année passée masque cependant un fait : les investisseurs sont restés relativement prudents. Le pessimisme ambiant introduit par la crise financière a semblé peu disposé à se dissiper.

En effet, ce n'est que durant les 6 derniers mois environ que nous avons commencé à observer un changement de leadership dans le cadre de l'appréciation des actions. **Jusqu'au printemps 2013, la hausse des actions avait été entraînée par les valeurs défensives**. Cette aversion au risque s'est illustrée par la demande en faveur des titres de qualité et par la réticence à investir dans les sociétés plus risquées. En outre, dans un environnement marqué par des taux d'intérêt au plus bas, les investisseurs ont considéré nombre des valeurs de grande qualité distribuant des dividendes comme des « substituts aux obligations » à même de leur offrir des revenus avec un niveau de risque relativement faible. **Par conséquent, les valorisations de beaucoup de ces valeurs sont devenues élevées, voir excessives pour nombre d'entre elles**.

La tendance haussière des actions a marqué une brève pause en juin, suite aux propos de la Réserve fédérale américaine au sujet d'une probable réduction de son programme d'assouplissement quantitatif. Mais, depuis lors, **encouragés par le nombre croissant des statistiques économiques témoignant d'une reprise de l'économie mondiale**, les investisseurs semblent accorder une plus grande importance aux fondamentaux à long terme des entreprises. Ils adoptent une position plus pragmatique à l'égard des nouvelles macroéconomiques et politiques moins favorables. Ce revirement est, sans nul doute, également lié à la poursuite des programmes d'assouplissement quantitatif. Ce regain d'optimisme des investisseurs s'est ressenti sur les marchés actions dont la hausse s'est trouvée être engendrée par les valeurs cycliques durant l'été 2013.

	Niveau au 17/02/14	Evolution depuis le 1/1/14
CAC 40 (France)	4 340	+1,03%
DAX (Allemagne)	9 662	+ 1,15%
EUROSTOXX 50 (euro)	3 119	+ 0,32%
DOW JONES	16 154	- 2,55 %
NASDAQ (US)	4 244	+ 1,61 %
NIKKEI 225 (Japon)	14 313	- 12,1% %
Emprunt d'état FRA 10 ans (Euro)	2,12%	
BOND 10 ans (US)	2,71%	
EONIA (Euro)	0,144%	
EUR/USD	1,37	
Pétrole WTI	100,81	+ 3,2
GOLD NYMEX	1317	+ 9,54%

Principaux indices de marché- cours de clôture. Source : Bloomberg

DES SIGNES ENCOURAGEANTS

Suite à l'amélioration de l'environnement macroéconomique et à la baisse des marchés obligataires durant le dernier trimestre 2013, **les flux de capitaux à destination des actions sont désormais supérieurs à ceux investis dans les obligations , et ce , pour la première fois depuis la fin 2007 . Toutefois, les actions ont un énorme retard à combler ; depuis 2006, les flux de capitaux cumulés investis dans les obligations et les actions se sont élevés à, respectivement, 1 200 milliards et 100 milliards de dollars.**

Au niveau régional, les économies européennes, et en particulier celles des pays périphériques, montrent des signes de reprise et pourraient bénéficier d'un regain d'intérêt pour les actions. **Les actions européennes apparaissent bon marché sur la base de la plupart des mesures de valorisation et les investisseurs internationaux y sont toujours peu exposés.** De même, les marchés émergents pourraient à nouveau commencer à attirer des liquidités dans la mesure où les valorisations sont attractives, tant en valeur absolue que relative.

Même si les événements macroéconomiques sont moins prédominants dans les décisions des investisseurs, **l'amélioration surprise de la croissance économique dans le monde entier contribue à un formidable regain de confiance. Si la croissance du PIB mondial s'accélère au cours des 12 à 18 prochains mois et que les bénéfices suivent, les marchés actions devraient alors passer d'une phase d'appréciation tirée par les ratios cours/bénéfice à une phase tirée par les bénéfices.**

Un autre signe encourageant pourrait également être une **augmentation des opérations de fusions et acquisitions**, un contexte macroéconomique encourageant, susceptible de se traduire par un regain d'appétit pour le risque au niveau des entreprises. Les conseils d'administration des sociétés sont de plus en plus pressés de dépenser les montants colossaux de trésorerie accumulés à leurs bilans ou de les reverser à leurs actionnaires.

UN ENVIRONNEMENT PROPICE À LA GESTION ACTIVE

L'amélioration des conditions économiques , la plus grande attention portée aux fondamentaux des entreprises et , surtout , la fin d'un environnement hésitant sans cesse entre l'appétit pour le risque et l'aversion au risque sont autant de facteurs contribuant à la création d'un **contexte favorable pour les sélectionneurs de valeurs.**

Grâce à la baisse des corrélations entre les actions, les perspectives pour **les sélectionneurs de valeurs et de fonds se sont éclaircies** , ces derniers étant en effet à même de créer plus de valeurs grâce à leur compétence en matière de sélection de titres. De plus la plus grande priorité accordée aux fondamentaux des entreprises est généralement moins lucrative pour les stratégies passives.

CABESTAN PATRIMOINE – 249 rue de Crimée 75 019 PARIS France • www.cabestan-patrimoine.com
Tél./Fax : +33 1 42 52 56 77 • Mobile : +33 6 12 30 82 06 • sleforestier@cabestan-patrimoine.com

Cabestan Patrimoine, Société de conseil en Gestion de Patrimoine constituée sous la forme d'une SARL au capital de 1 000 euros. • RCS Nanterre 504 071 663 – n°TVA FR 3650407166300018

Carte Professionnelle transactions sur immeubles et fonds de commerce n°09.92.N.877

Siège social: 16 bis rue Collange 92 300 LEVALLOIS-PERRET • Société de courtage d'assurances immatriculée à l'ORIAS sous le numéro : en cours • Garantie financière et assurance de responsabilité civile professionnelle conforme aux articles L.341-1, L.341-3, L.341-5, et L.541-3 du code monétaire et financier, aux articles L.512-6 et L.512-7 du Code des Assurances.

LES PRINCIPALES DECISIONS DE GESTION

L'allocation stratégique d'actifs de notre portefeuille modèle EQUILIBRE sert de référence à l'ensemble de notre gestion. Sur la base de ce portefeuille modèle, nous déclinons notre politique d'investissement en fonction des orientations de gestion choisies, des niveaux de risque et des caractéristiques spécifiques des portefeuilles sous gestion conseillée.

Depuis le 31 octobre, nous n'avons pas modifié notre allocation et conservons une pondération action de 45% principalement investi dans des fonds actions européens value, c'est à dire de valeurs décotées et plutôt cycliques.

La partie obligataire est principalement investi sur des maturités courtes afin de limiter l'exposition au risque de hausse de taux.

	VENTILATION	MOUVEMENT
	(portefeuille équilibré)	
OBLIGATIONS	15	=
OBLIGATIONS CONVERTIBLES	10	=
ACTIONS	45	=
DIVERSIFIES	25	=
GESTION ALTERNATIVE	0	=
MATIERES PREMIERES	5	=
OR	0	=
MONETAIRE	0	=

OBLIGATIONS (=15)

Nous conservons une exposition limitée au risque de hausse taux en privilégiant des maturités courtes et/ou des émetteurs souverains conservant du potentiel en terme de réduction de prime de risque (Italie /Espagne)

CONVERTIBLES (= 10)

Les convertibles sont une bonne alternative aux obligations en période de risque de hausse des taux et de hausse des marchés d'actions

ACTIONS (= 45)

Nous avons profité de l'annonce du patron de la FED reportant la date de

réduction du quantitative easing pour renforcer les actions européennes à l'automne et ne modifions pas cette exposition pour le moment.

DIVERSIFIES (25 =)

Les fonds diversifiés sont investis sur toutes classes d'actifs, ils permettent de diminuer la volatilité de notre portefeuille et viennent diversifier notre exposition, nous conservons une pondération à 25%.

MATIERE PREMIERE (= 5)

Nous estimons que le prix des matières premières a atteint un point bas et que les prémices

d'une reprise économique aux Etats-Unis devraient orienter de nouveaux les flux vers cette classe d'actif en 2014. Il est probable que nous remontions l'exposition à 10% lors de notre prochain point de gestion (mars).

OR (= 0)

Nous avons préféré solder notre position en 2013 , en raison d'un prix élevé lié au statut de valeur refuge et en raison du retour progressif de la confiance , le prix de l'once d'or nous semble encore trop élevé.

MONETAIRE (= 0)

**LES PERFORMANCES DE NOS TROIS RECOMMANDATIONS
D'ALLOCATIONS D'ACTIFS (au 31/12/13)**

Part en action maximum des trois allocations :

PRUDENTE : 20%

EQUILIBRE : 50%

DYNAMIQUE : 80%

ALLOCATION	2009	2010	2011	2012	2013
PRUDENTE	+ 24%	+ 10,5%	- 8%	+12%	+ 9,03%
EQUILIBRE	+53%	+16,5%	- 11,1%	+12,7%	+ 11,09%
DYNAMIQUE	+62%	+ 16,9%	-11,2%	+12,5%	+ 13,78%

Les performances passées ne présagent pas des performances futures.