

Orientations et Stratégie n°132

Lettre mensuelle de La Française AM | Février 2013 - Achevée de rédiger le 05 | 02 | 2013

Regard sur les marchés

Perceptible dès décembre 2012, une **importante rotation de choix d'actifs** semble s'opérer chez les investisseurs. Les statistiques d'EPFR Global font ainsi état d'une collecte mensuelle mondiale sur les fonds actions trois fois supérieure à celle des fonds obligataires, et d'une décollecte majeure sur les fonds monétaires, américains comme européens (> 30Mds\$). La dernière semaine de janvier est impressionnante avec près de 20 Mds \$ de collecte nette actions ! Le bilan de ce premier mois en termes de performances est parfaitement cohérent avec ces flux, les indices des grandes zones mondiales gagnent entre 7 % (Nikkei) et 3 % (Stoxx 600), le S&P500 s'affiche à +5 % très proche du MSCI World. Face à cela, la sphère obligataire dans son ensemble souffre : les indices gouvernementaux américains marquent un recul sensible (-1,50 %), la consolidation du cœur de la zone euro est plus modérée (-1 %), et la dette privée n'est pas en reste puisque la baisse des indices avoisine -1 %. La relative bonne tenue des dettes périphériques ne suffit pas à compenser la tension des taux "core", les indices Euro MTS s'affichent en territoire légèrement négatif sur le mois tandis que les dettes émergentes absorbent difficilement la remontée des taux US. L'analyse de ces variations montre **qu'au-delà de la posture des investisseurs en "risk-on" ou "risk-off", d'autres contingences, de valorisation ou plus fondamentales, prennent désormais le relais.**

- Après 18 mois de déclin des taux "core", **la normalisation obligataire semble belle et bien en marche**, confortée par une meilleure visibilité économique mondiale et l'allègement des risques systémiques. Elle restera néanmoins contenue par une équation mondiale croissance-inflation peu inquiétante quant au niveau des rendements et par des banques centrales durablement et collectivement accommodantes. Il semble ainsi peu probable que cette consolidation obligataire générale se transforme en krach... Il faut noter à ce titre que les obligations qui bénéficient encore de primes de risque et de portage substantiels, connaissent toujours un certain succès, témoin

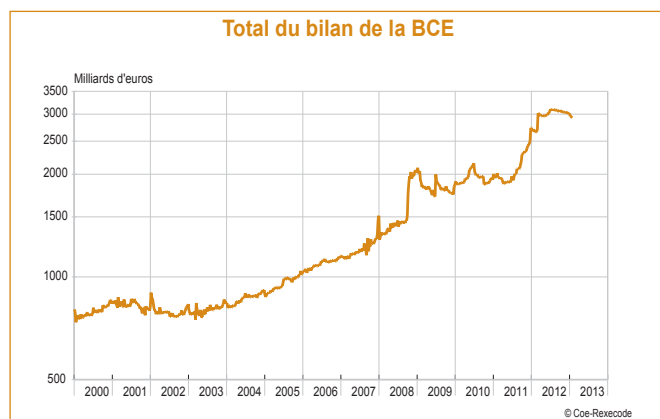
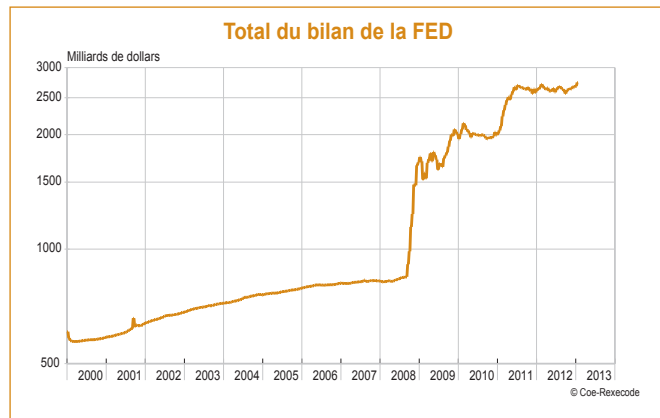
l'appétit manifesté lors des premières adjudications 2013 de dettes espagnoles, italiennes, portugaises ou irlandaises.

- Autre **rendez-vous important du mois: celui des marchés actions avec la réalité micro-économique ! Les Etats-Unis n'ont pas déçu** : près de 70 % de surprises positives avec une croissance bénéficiaire Q4 qui ressort à +5 %, ce qui devrait se traduire sur l'année 2012 par une légère décélération des profits (+4,50 %), avec une contribution majeure des financières(+18 %). Après plusieurs mois de révisions baissières, 2013 s'annonce meilleure avec une croissance des profits anticipée à +7,50 %... à suivre ! En Europe le bilan intermédiaire apparaît plus mitigé : l'opération vérité sur provisions et survaleurs pour les banques se traduit par des impacts majeurs (CASA, Santander...) et certains autres secteurs à la peine (parapétroliers) voient leurs cours durement sanctionnés. **Le rattrapage boursier de l'Europe marque ainsi logiquement une pause.**
- Enfin ce mois de janvier constitue une étape importante dans **l'affirmation du rôle prépondérant des grandes banques centrales dans le décodage des évolutions des marchés financiers et de change.** Les banques de Chine et de Taiwan signent un accord établissant un système de règlement bilatéral direct en renminbi qui pousse un cran plus loin son internationalisation, la FED maintient son biais accommodant sur fond de contraction temporaire de la croissance en Q4, la BOJ relève à 2 % son objectif d'inflation et s'engage à poursuivre jusqu'en 2014 son assouplissement quantitatif, tandis que la BCE diffère tout ajustement supplémentaire de taux et reste en stand-by sur l'OMT. Si ce n'est pas une guerre des changes... cela y ressemble, et la zone euro a beaucoup à y perdre.

Nos allocations tactiques sont légèrement moins offensives en ce début de mois, nous surveillons attentivement la **dynamique des surprises économiques**, et la **situation politique européenne à nouveau tendue**

Le retour au calme sur le marché des dettes publiques de la zone euro a enrayé la spirale des anticipations financières négatives. Il ne suffira pas cependant à lui seul pour redonner une impulsion positive à l'économie réelle. Les observations conjoncturelles ne montrent pour l'instant aucune amélioration. L'opinion sur les carnets de commandes dans l'industrie est toujours à un point bas. Le climat des affaires dans le commerce est très médiocre comme l'est aussi l'indice de confiance des consommateurs. Le volume des ventes au détail recule depuis plus de deux ans et l'encours des prêts au secteur privé se contracte. **Le rythme de la dégradation conjoncturelle s'atténue un peu en Europe et on pourrait peut-être envisager un point bas de l'activité autour de la mi-2013**, mais il faut reconnaître que la visibilité reste très

Les graphiques montrent les bouleversements des bilans des Banques centrales américaine et européenne depuis la crise financière. Contrairement à une idée répandue la réaction de la BCE a été tout aussi massive que celle de la Fed, mais moins brutale. La question du retour à une situation moins atypique se pose maintenant aux deux banques centrales.



faible tant sur la suite du mouvement économique que sur la stabilité financière de la zone euro.

Hors d'Europe le monde est en croissance modérée et peut-être même en légère accélération. C'est notamment le cas des Etats-Unis. L'économie américaine a connu une courte période d'attentisme, accentuée sans doute par la crispation politique sur la réduction des déficits. La première estimation du PIB donne même un très léger recul au quatrième trimestre 2012, résultat surprenant au vu des indicateurs de conjoncture. Les plus récents d'entre eux reflètent plutôt un rythme d'expansion stable voire en accélération. L'indice des directeurs d'achat reste proche de l'équilibre dans l'industrie. Il s'améliore nettement dans les activités de services. La construction de logements poursuit sa reprise, portée par des taux hypothécaires exceptionnellement faibles et par la disparition des stocks de logement à vendre. Le marché immobilier s'est inversé en quelques années. Cela explique la remontée des prix de l'immobilier qui est probablement appelée à se poursuivre.

Un autre pôle de croissance est **la Chine où le redressement de la demande entraîne une activité plus soutenue.** Sur l'ensemble de l'année, le taux de croissance du PIB s'est établi à 7,8 %. C'est la plus faible progression annuelle depuis 1999. Mais pour juger de 2013 le profil est plus pertinent. Or le volume du Produit Intérieur Brut de la Chine a été de 6,8 % en rythme annualisé au premier trimestre 2012, 7,9 % au deuxième, 8,3 % au troisième, enfin 8,8 % au quatrième trimestre. L'inflation qui s'est nettement détendue (à moins de 3 % en rythme annuel), donne même des marges de liberté à la politique économique pour accompagner l'accélération de l'expansion.

Au total, le risque inflationniste est quasi insignifiant à court terme. Le prix moyen des produits de base a amorcé une remontée très légère. Bien qu'il ne constitue en rien une menace, il faudra tout de même en suivre l'évolution dans un contexte de forts mouvements de changes. **Pour les prochains mois, le plus probable est une tendance à la poursuite de la désinflation et une croissance économique mondiale toujours modeste tendant plutôt à s'accélérer.**

Perspectives économiques

La prévision moyenne des principaux instituts de conjoncture est un taux de la croissance mondiale au-dessous de la tendance longue en 2013 comme en 2012 et presque identique les deux années. Cette stabilité des taux moyens annuels masquerait en fait une dynamique inversée, ralentissement en 2012, ré-accélération en 2013. Elle déboucherait donc sur un taux de croissance plus élevé en 2014. L'inflation serait stable un peu au-dessous de 2 % l'an aux Etats-Unis et en Europe, de 3 % dans la zone Asie-Pacifique et de 5 à 6 % en moyenne dans les autres régions du monde. **Ce scénario économique paraît vraisemblable et a priori favorable aux marchés financiers.** Il suppose cependant que les déséquilibres budgétaires et monétaires actuels, qui ne sont pas soutenables, soient maîtrisés sans menace pour la reprise très progressive qui est en cours.

La Réserve Fédérale américaine maintient sa politique accommodante de taux proches de zéro et d'achats de 85 milliards de dollars d'obligations par mois. L'objectif est de maintenir les taux longs très bas afin de faciliter le financement de l'économie. **Le discours de la Fed s'est cependant légèrement modifié en raison des craintes suscitées par le gonflement de son bilan** et parce que le contexte économique a lui-même évolué favorablement. Dès la réunion du FOMC de novembre dernier, un débat s'est instauré au sein du Comité de la Banque centrale comme l'a montré le compte-rendu des débats : les taux bas persisteront tant que le taux de chômage restera au-dessus de 6,5 %,

que les anticipations d'inflation à deux ans ne seront pas supérieures à 2,50 % et tant que les anticipations à plus long terme resteront bien ancrées. Le FOMC a ensuite énoncé les conditions dans lesquelles il mettrait fin au Quantitative easing : "Plusieurs membres ont estimé qu'il serait approprié de ralentir ou d'arrêter les rachats avant la fin de l'année 2013, faisant état de leurs inquiétudes sur la stabilité financière ou la taille du bilan". Le seuil de 3 000 milliards d'actifs de la Banque centrale a été atteint. C'est une situation sans précédent historique qui commence à inquiéter, sans d'ailleurs que la nature du risque puisse être clairement identifiée, l'inflation n'étant pas à l'ordre du jour. La principale crainte est que des taux d'intérêt durablement trop bas ne génèrent des hausses artificielles des valeurs d'actifs, puis un ajustement brutal. La croissance américaine est certes encore modeste au regard des reprises du passé et le gros de la "falaise fiscale" reste encore à franchir, cependant les signes de reprise se confirment. **Il deviendra prudent pour la Réserve fédérale d'amorcer sans trop tarder un retrait progressif de son engagement dans l'économie.**

Du côté de la Banque Centrale Européenne, la question est différente puisque l'Europe est en récession. Le conseil des gouverneurs de la BCE n'a décidé aucun geste nouveau malgré la mauvaise conjoncture. La hausse de l'euro devrait pourtant l'y inciter. On sait en effet qu'**une hausse de l'euro présente le double risque de peser sur la croissance européenne mais aussi d'accentuer les divergences de compétitivité entre d'une part l'Allemagne et d'autre part la France et l'Italie.**

Scénario de référence pour 2012-2013

		2012	2013
Taux de croissance*	États-Unis	2,30	2,40
	Zone euro	-0,40	0,00
Taux d'inflation*	États-Unis	2,00	1,70
	Zone euro	2,50	1,80
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	0,75	0,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	1,85	2,50
	OAT	1,96	2,30

Notre scénario de référence reste caractérisé par un taux de croissance américain très proche de celui de 2012, un arrêt de la récession dans la zone euro, une inflation faible et des taux d'intérêt à long terme remontant légèrement mais restant bas.

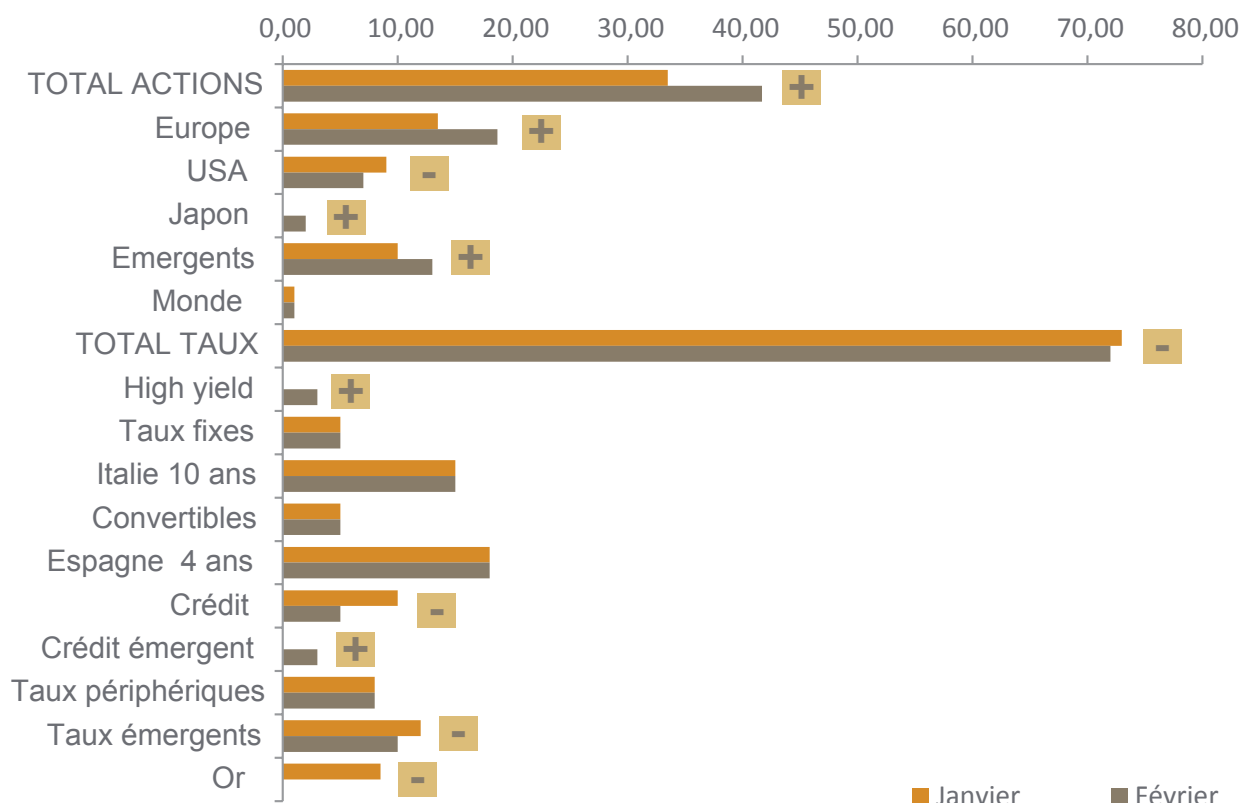
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Nos convictions

La gestion flexible

Notre gestion flexible, fondée sur les principes de la gestion dissymétrique™, est illustrée au travers du fonds diversifié LFP Patrimoine Flexible.

Variation mensuelle de nos allocations (en %)



Moins d'Europe mais toujours du risque

Le marché actuel recèle toujours de nombreuses opportunités mais il faut, au moins à horizon court terme, regarder plus que jamais au-delà des frontières européennes.

Les obligations convertibles, en particulier internationales, demeurent toujours attractives grâce à leur profil convexe et permettent de bénéficier de la hausse des marchés non domestiques.

Les dettes et crédit émergents offrent également des perspectives favorables notamment en termes de rendement absolu.

Les dettes périphériques, Italie et Espagne, conservent de la valeur intrinsèque malgré les turbulences actuelles. Les rendements sur les échéances 10 ans, à nouveau nettement supérieurs à 4 % et 5 %, devraient à moyen terme converger à nouveau vers des standards plus soutenables.

Côté actions, nous avons accru les positions émergentes et japonaises :

- Le Japon va profiter de la baisse du yen enclenchée par la BOJ et qui devrait durer,
 - L'amélioration de la conjoncture chinoise et le rebond attendu au Brésil devraient contribuer à soutenir un rebond des bourses locales,
 - A moyen terme, les actions européennes conservent un potentiel de valorisation. Néanmoins nous avons tactiquement réduit la pondération globale par prudence avant les échéances politiques à venir (Italie),
 - Nous avons enfin renforcé les financières américaines qui historiquement évoluent en phase avec le marché immobilier local.
- Nous restons confiants sur le potentiel d'appréciation de ce portefeuille même si un retour de la volatilité nous semble inéluctable après un parcours quasi sans faute de ces actifs risqués.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. La Française ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de La Française.