

Orientations et Stratégie n°134

Lettre mensuelle de La Française AM | Avril 2013 - Achevée de rédiger le 04 | 04 | 2013

Regard sur les marchés

L'évolution des principales classes d'actifs risqués en mars est peu marquée, en dépit d'un regain de nervosité et de volatilité très palpable! Les grands indices boursiers (S&P500, Nikkei, Stoxx 600...) restent dans le vert nonobstant la performance négative de certains pays du sud de l'Euro, mais les taux allemands, principaux témoins de la résurgence des inquiétudes, s'affichent à 1,25 %, plancher 2013, tandis que les rendements périphériques connaissent un nouvel accès de fièvre. L'analyse de ces mêmes variations sur le 1er trimestre est très intéressante : États-Unis et Japon caracolent en tête, avec des performances boursières remarquables, voisines ou supérieures à 10 %, tout comme certains pays européens non englués dans la nasse de la zone Euro (Suisse, Suède...), et loin devant la zone Euro où l'Italie et l'Espagne sont largement dans le rouge. Sur 3 mois toujours, les taux longs de référence sont finalement revenus à leur point de départ nettement en deçà de 2 %, avec beaucoup de volatilité et en dépit des craintes des observateurs de les voir se tendre. Les rendements périphériques quant à eux, terminent le trimestre sur des points hauts. A la lecture de ce bilan édifiant, deux questions taraudent l'investisseur que nous sommes : **la crise européenne, en pleine résurgence, est-elle de nature à rebattre les cartes sur des marchés de dettes convalescents ? Et la tendance boursière mondiale plutôt favorable installée depuis l'été 2012 est-elle menacée par ce regain de stress européen ?** L'épisode chypriote est riche d'enseignements à plus d'un titre même s'il faut se garder de tout amalgame au regard de ses spécificités et de l'hypertrophie du secteur bancaire. L'accord conclu entre le gouvernement et la Troïka garantit certes les dépôts bancaires jusqu'à 100K€, mais il organise aussi la liquidation de Laïki Bank et la recapitalisation de Bank of Cyprus, banques locales de 1^{er} rang, en partageant les coûts entre investisseurs, créanciers et déposants. C'est un accord terrible pour l'économie locale et surtout un précédent majeur pour l'ensemble du secteur bancaire européen, plus spécifiquement les établissements les plus fragiles. Le

discours du Président de l'Euro Groupe qui érige d'ailleurs ce cas particulier en exemple de ce que devrait être désormais le traitement de toute défaillance bancaire, accentue la pression sur un secteur convalescent, durement sanctionné en bourse lors des dernières séances. Il ravive également le débat autour de l'Union Bancaire et en particulier de son chapitre "résolution" qui devrait largement s'inspirer de la philosophie de cet accord. Les banques seront donc sous haute-surveillance, y compris de leurs déposants, ce qui **rajoute de la défiance dans une zone économiquement éprouvée**. Même si cette décision est salutaire à terme pour le contribuable européen, la zone Euro n'avait pas besoin de cela dans une phase où même les indicateurs économiques avancés, jusque-là rassurants, rechutent ! Tout porte en outre à croire que nous abordons une **nouvelle phase de consolidation des banques, sans doute transfrontalière... avec à l'issue un lien distendu entre risque bancaire et risque souverain...** mais avec les rendements "core" pour seuls bénéficiaires à ce jour ! Alors face au regain de prudence qu'exige cette nouvelle donne européenne, faut-il réduire drastiquement la voilure ? Au-delà d'ajustements prudentiels tactiques, il nous semble que non, dès lors que les facteurs fondamentaux et techniques des autres zones restent porteurs. **Notre espoir est largement porté par l'observation de la trajectoire américaine**, tant en termes de dynamique conjoncturelle que de politique monétaire. Plus l'Amérique avance dans cette phase de reprise, plus elle est protégée des chocs extérieurs, même si le rythme de sa croissance reste modéré. Ce dernier point limitera en outre le risque d'une violente correction obligataire. Les records historiques atteints par Wall Street en cette fin de mois ne font que conforter notre conviction. **C'est donc aux États-Unis que nous réallouons une part significative de nos budgets de risque** pour traverser cette nouvelle phase de turbulences. Le décryptage à court terme du potentiel des zones émergentes est rendu plus complexe par la donne monétaire et l'évolution des devises.

La question qui domine aujourd'hui l'analyse conjoncturelle mondiale est la situation de l'Europe. C'est la seule région du monde en récession et **les informations récentes ne permettent pas de lever l'incertitude sur la durée de cette récession**. Les données sont les suivantes. La production industrielle de la zone euro semble s'être stabilisée fin 2012, après les deux cassures et les périodes de recul qui ont suivi les crises financières de 2011 et 2012. Les indices d'opinion des chefs d'entreprises industrielles sur les tendances récentes, sur les carnets de commandes actuels et sur les perspectives de commandes se redressent à partir d'un point très bas, mais le solde des opinions positives et des opinions négatives reste en territoire franchement négatif. Cette apparente contradiction entre la stabilisation de la production et des carnets de

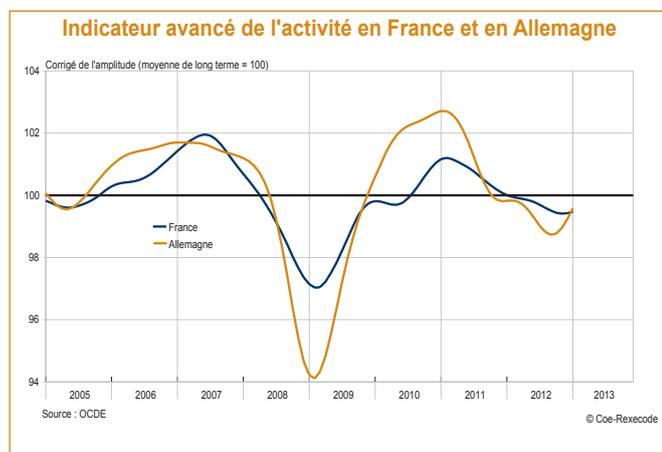
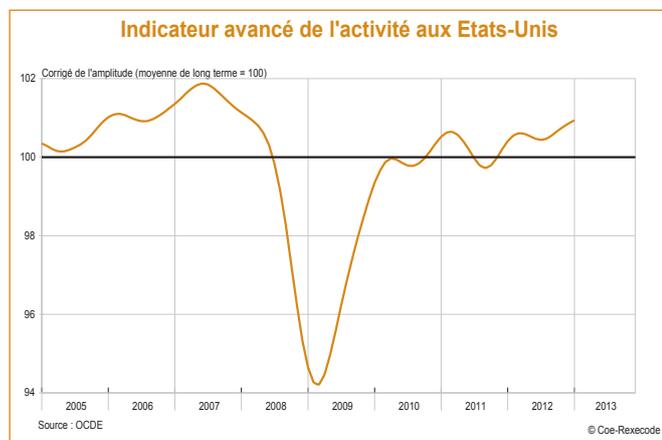
commandes en repli de moins en moins marqué, mais toujours en repli, pourrait s'expliquer par un moindre déstockage et un ajustement momentané de la production. Si tel est le cas, la stabilisation observée récemment risque de s'avérer temporaire. Au total, on peut considérer que le recul industriel tend à s'atténuer un peu mais que la tendance de fond reste toujours négative.

Dans les autres secteurs de l'économie européenne le climat est aussi médiocre. **Dans la construction, le climat des affaires moyen dans la zone euro est déprimé** mais il ne recule plus. Dans le commerce de détail, l'opinion des commerçants est à un niveau extrêmement bas, à peine au-dessus des niveaux observés lors de la récession de 1993 et de celle de 2009. La même observation vaut pour les indices de confiance des consommateurs. Quant au volume des ventes au détail dans la zone euro, il ne cesse de se contracter, avec une accélération de la baisse au deuxième semestre 2012 et peut-être une pause au début 2013. Les encours de crédit au secteur privé se contractent, ce qui laisse peu d'espoir de rebond de la demande dans l'immédiat. **Dans un environnement dépressif, l'inflation dans la zone euro, qui résistait à plus de 2 % l'an à la mi-2012, a fini par céder et se tasse progressivement**, le mouvement n'est certainement pas terminé dans la mesure où l'inflation sous-jacente recule elle-même.

Le seul facteur de soutien de l'économie européenne est l'environnement mondial qui est favorable. Malgré la récession en Europe, la production industrielle mondiale progresse à un rythme modéré mais continu. L'activité aux Etats-Unis semble même s'accélérer après une pause fin 2012. Les créations d'emplois sont robustes et l'entrée récente dans la période des coupes budgétaires automatiques n'a pas pour l'instant ébranlé le climat des affaires.

Dans les autres parties du monde, l'Asie reste un foyer de croissance très active. Il semble même que l'activité en Chine ait tendance à ré-accélerer. En résumé, l'économie mondiale a bien résisté aux crises européennes répétées. **L'expansion du PIB mondial devrait se poursuivre au cours des prochains mois à un rythme modéré dans un climat très peu inflationniste.**

Les indicateurs avancés établis par l'OCDE confirment l'amélioration en cours, et qui devrait se prolonger, de la conjoncture américaine. Du côté européen, ils annoncent un redressement de l'Allemagne que l'on n'observe pas encore pour la France.



Perspectives économiques

La perspective macroéconomique d'une sortie de récession de la zone européenne et d'une croissance mondiale devenant un peu plus soutenue reste le scénario le plus vraisemblable. Nous maintenons donc une prévision de croissance mondiale de l'ordre de 3 % en 2013 et de 3,5 % en 2014. Pour la zone euro la croissance serait encore négative en 2013 (-0,5 %) et redeviendrait légèrement positive en 2014 (0,5 % à 1 %). Ces prévisions reposent sur un double pari. Le premier est que les moteurs autonomes de croissance qui sont principalement en Asie et aux Etats-Unis vont se maintenir au cours de la période prochaine et fournir un point d'appui au retour à la croissance de l'Europe. Le second pari est que les facteurs d'instabilité internes à la zone euro resteront maîtrisés. C'est la principale incertitude de ce scénario et de ce point de vue les arguments vont dans des sens divers. D'un côté, **on peut observer que les crises des dettes ont toutes été surmontées jusqu'ici en Europe** depuis la première crise grecque en 2010. Les instances européennes ont rarement été autant mobilisées pour endiguer les tensions et mettre en place des mécanismes stabilisateurs. Le MES est opérationnel et la BCE a annoncé qu'elle ferait le nécessaire pour sauvegarder la zone euro. L'engagement de la BCE a nettement rassuré les marchés et explique le rebond des valeurs des actifs et sans doute aussi la petite amélioration des indices de confiance économiques.

Mais il faut aussi constater que **des tensions nouvelles apparaissent périodiquement, suscitant des moments de stress extrêmes** et peut-être même des risques croissants. Après avoir considéré en juin 2010 que la Grèce était un cas

isolé qui serait réglé par le plan d'aide des pays européens à l'Etat grec, il a fallu soutenir l'Irlande et le Portugal, puis mettre en œuvre un deuxième plan grec infligeant cette fois des pertes aux détenteurs d'obligations, enfin un renflouement des banques espagnoles, **avant de sembler découvrir in extremis l'état des banques de Chypre et d'éviter de justesse une panique bancaire**. Cette escalade entretient de façon générale un sentiment d'inquiétude sur l'avenir peu propice à la croissance européenne. Nous estimons que le rebond européen attendu au deuxième semestre 2013 restera modeste. L'inflation se tassera encore en 2013 sous l'effet du ralentissement salarial et de la pression de la concurrence en période de stagnation. L'hypothèse vraisemblable sur les taux d'intérêt à long terme est qu'ils resteront faibles dans les pays core (France et Allemagne), les écarts se maintenant entre les taux européens.

Dans cet environnement économique, les espoirs d'amélioration des profits devraient venir plutôt des pays émergents et des Etats-Unis. Mais les profits sont déjà très élevés aux Etats-Unis en raison d'un partage salaires-profits peu favorable aux salariés. Du côté européen, la faible croissance laisse peu de place à un accroissement très significatif des profits. Cependant **les entreprises ont engagé des efforts vigoureux de restructuration qui devraient produire des effets sur les résultats**. Cela peut expliquer en partie la relativement bonne tendance des marchés boursiers. Quant aux mouvements courts ils resteront soumis aux aléas sur la stabilité européenne et seront donc peu prévisibles.

Scénario de référence pour 2013-2014

		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	2,00	3,00
	Zone euro	- 0,50	0,50
Taux d'inflation*	États-Unis	1,70	2,00
	Zone euro	1,60	1,60
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	1,00
	BCE	0,50	0,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,50	3,00
	OAT	2,30	2,50

Nous ne modifions pas notre scénario, sauf marginalement, sur les perspectives 2014. Le rebond européen n'est pas encore acquis et restera très modeste. Les taux d'intérêt s'ajusteront à la meilleure conjoncture mais resteront bas. Les deux écueils pourraient être de nouveaux soubresauts européens ou une reprise plus rapide aux Etats-Unis, mal anticipée par la politique monétaire actuelle très accommodante.

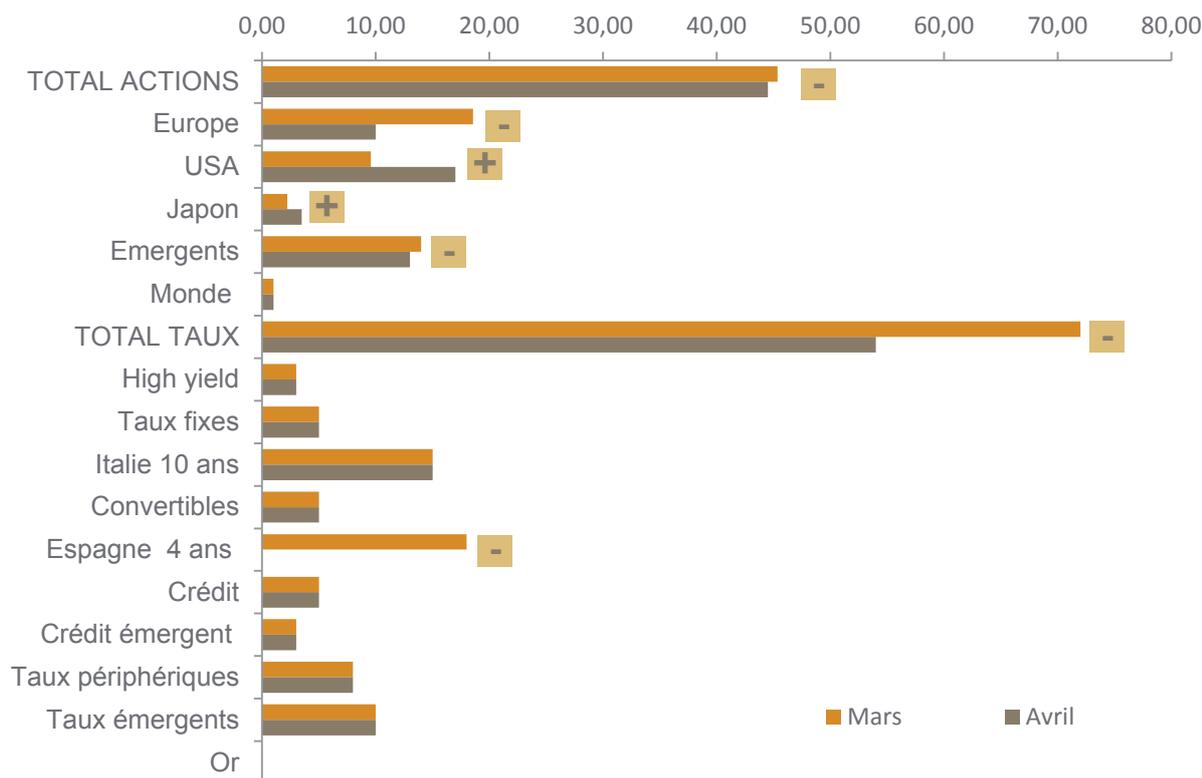
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Noël au balcon, Pâques aux tisons

Nous avons diminué la part du risque européen considérant que les risques de baisse pourraient être plus importants que les éventuelles forces de rappel.

Nous avons pris nos profits sur la dette espagnole (18 % de l'actif du portefeuille) qui s'était fortement appréciée ces derniers mois. Nous avons arbitré 9% d'actions européennes en faveur des marchés américains et japonais qui offrent des perspectives positives grâce à une croissance de plus en plus robuste aux Etats-Unis et à une banque centrale japonaise très volontaire. En revanche, nous avons choisi de conserver notre position sur la dette italienne dont le portage est toujours attractif. Le

risque de volatilité est certes toujours présent mais le potentiel d'appréciation est important.

L'Europe représente aujourd'hui 1/3 du risque global du portefeuille.

Nous restons positifs sur les banques US (5% de l'actif du portefeuille) secteur très en retard et qui devrait profiter de la forte hausse de l'immobilier.

En conséquence le portefeuille présente un risque global plus faible et moins dépendant de décisions politiques que nous ne maîtrisons pas, tout en intégrant une vision positive à moyen terme justifiant notre exposition actions.

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. Le Groupe La Française ne saurait être tenu 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 du Groupe La Française.