Orientations et Stratégie n°135

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

Regard sur les marchés

A défaut d'être printanier, ce mois d'avril nous a réservé quelques nouvelles d'ampleur et il y a fort à parier que leur intégration dans les niveaux de marchés ne soit à ce stade que partielle ! Sur le plan macro-économique nous faisons face à un **flux continu de statistiques décevantes en provenance de toutes zones,** ce qui est assez nouveau pour les Etats-Unis où indices ISM et emploi montrent un certain essoufflement. En Chine PMI, PIB et inflation confirment un rythme ralenti, et si cette phase de respiration ne nous inquiète pas pour l'instant, les investisseurs s'interrogent à nouveau sur le **momentum de la croissance mondiale.** Sans surprise, l'Europe continue à peser mais c'est surtout l'actualité politique qui y anime les marchés, avec enfin davantage de visibilité en Italie suite à l'élection, certes laborieuse, du Président Napolitano, et la nomination d'Enrico Letta à la tête d'un gouvernement de coalition. Le Portugal se voit contraint d'aménager ses mesures d'austérité pour échapper à leur inconstitutionnalité, ce qui n'empêche pas l'Eurogroupe de lui accorder, comme à l'Irlande, une large extension de la maturité de ses prêts. L'Espagne en récession obtient, de son côté, deux ans de tolérance supplémentaire pour converger vers un ratio déficit/PIB plus soutenable, tandis que monte en zone euro et plus spécifiquement en France, un débat préoccupant sur la convergence budgétaire qui ne peut que tendre les relations franco-allemandes… **Mais Dieu merci, nos banquiers centraux veillent au grain !** La BOJ a lancé le bal en mettant sur la table des moyens quantitatifs qui dépassent toutes les attentes, et visent au-delà des objectifs officiels, à doper à tout prix l'économie japonaise. Outre-Atlantique, les minutes du FOMC et le Beige Book rassurent quant à l'imminence d'un resserrement de la liquidité, et la BCE elle-même adoucit sa posture en envisageant un assouplissement supplémentaire face à la dégradation des conditions économiques. Que demander de plus ?!

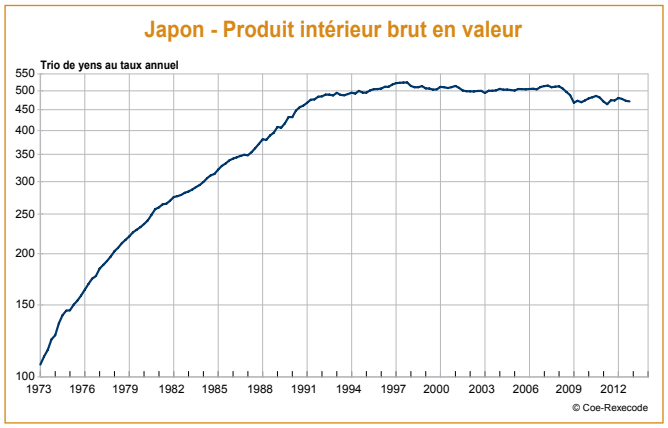
Nous voilà donc plus que jamais avec des **marchés obligataires sous haute perfusion de liquidités, et en mal de rendement,** ce qui aboutit à un mois excellent en termes de performance. La palme revient… aux dettes gouvernementales, périphériques en tête avec des rendements revenus sur leurs points bas et proches de 4 % par exemple sur Italie et Espagne ! Mais les taux "core" ne sont pas en reste à 1,20 % à 10 ans en Allemagne, 1,65 % aux US et 0,60 % au Japon. L'indice EuroMTS 7/10ans progresse ainsi de + 2,50 % sur le mois... mieux que la plupart des indices crédit et actions, à l'exception du Japon ! Vous avez dit **bulle obligataire ?** Sans doute, oui, car nous sommes en termes de valorisation, bien au-delà de ce que méritent les fondamentaux, la vigilance s'impose donc, même **s'il serait aujourd'hui vain de lutter contre les banques centrales.**

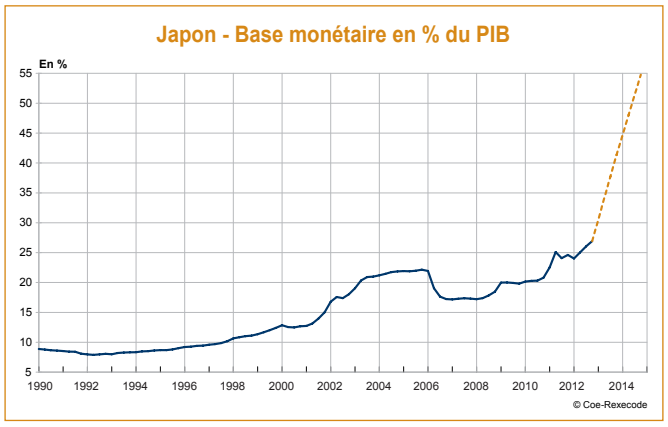
Quid des bourses ? Elles apparaissent plus hésitantes, mais continuent à progresser en ordre dispersé, selon les zones, les secteurs et les valeurs. Le Japon est à nouveau loin devant en avril avec près de 12 % de progression supplémentaire, l'Europe devance légèrement les Etats-Unis mais ce qui frappe, quand on décortique la performance YTD du S&P500 (+ 11 %), c'est la **contribution prépondérante des secteurs défensifs** (Santé + 21 %, Utilities et Telecom + 18 %) et des valeurs de rendement… comme s'il s'agissait pour les investisseurs d'un choix par défaut ! Cette **vision un peu circonspecte** dans une zone pourtant bien portante est confortée par l'analyse des résultats du 1er trimestre : un peu plus de la moitié des sociétés du S&P500 ont publié, avec un taux de surprises positives honorable, des bénéfices moyens en progression annualisée de 4 %, très largement tirés par les financières et services aux collectivités. La tendance sur les chiffres d'affaires est plus préoccupante car à peine positive, les secteurs technologiques et industriels ayant particulièrement déçu. **Si le rendez-vous avec une croissance pérenne se fait attendre, le momentum des performances boursières a toutes chances de poursuivre son tassement, nos banquiers centraux nous donnent juste du temps,** nous resterons donc particulièrement attentifs aux statistiques des prochaines semaines.

L'expansion économique mondiale s'est légèrement ralentie. C'est ce que suggèrent à la fois l'évolution des prix et les données conjoncturelles récentes. Le cours du pétrole (brent) vient de passer au-dessous de 100 dollars le baril après deux ans d'oscillations autour de 110 dollars et la baisse est plus marquée pour les matières premières. La stagnation de l'indice moyen mondial du cours des actions depuis le début de l'année traduit probablement aussi des interrogations sur le rythme de la croissance.

Les enquêtes récentes sur l'activité confirment le léger ralentissement mondial, en large partie dû à la récession européenne. Les importations de la zone euro se contractent en raison du recul de la consommation intérieure. L'indice du volume des ventes au détail était au début 2008 à 103. Après un premier recul en 2008 et 2009, il s'est stabilisé autour de 100 en 2010 puis il a repris le mouvement de baisse pour tomber à 97 au début 2013. Le coût horaire moyen de la main d'œuvre augmente à un rythme proche de 2 % l'an, ce qui est à peu près la hausse des prix, mais l'emploi se contracte de sorte qu'au total le pouvoir d'achat disponible des ménages diminue, ce qui déprime la consommation. A court terme, les facteurs de soutien de la conjoncture pourraient être les exportations et le ralentissement de l'inflation. Un léger redressement des indices PMI depuis la fin 2012 laissait espérer une stabilisation de l'activité européenne en milieu d'année. **La rechute en avril de l'indice de l'industrie et la stabilisation de l'indice des services au dessous de 50 indiquent que la récession européenne semble se prolonger.**

Le premier graphique représente l'évolution du PIB japonais en valeur depuis 1973. Le PIB du japon est aujourd'hui inférieur à son niveau d'il y a vingt ans. La cassure de 1990 tient au ralentissement de la croissance en volume mais surtout à la déflation des prix. Le deuxième graphique montre que la banque du Japon n'a cessé de gonfler la masse monétaire de base pour lutter contre la déflation, cela sans résultat. Elle a décidé de changer brutalement de braquet (trajectoire prévue en orange).





La zone euro représente en termes de production moins de 20 % de l'économie mondiale. L'économie américaine pèse un peu plus et elle est actuellement dans une situation très différente. La croissance se maintient au voisinage de 2 % l'an depuis la récession de 2009. La première estimation du taux de croissance au premier trimestre 2013, soit 2,5 % en rythme annuel, montre que l'expansion se poursuit. **Les quelques signaux un peu moins favorables (tassement des créations d'emplois en mars, rechute de l'indice des directeurs d'achat en avril) ne nous semblent pas de nature à remettre en cause la reprise américaine,** pas plus que la baisse programmée du déficit fédéral qui s'est, rappelons-le, déjà réduit de moitié entre 2009 et 2013.

La croissance se poursuit dans les pays émergents. Pour la Chine, qui est le principal d'entre eux, le ralentissement de l'expansion semble avéré puisque le taux de croissance est tombé de 8 % à 6,4 % au début 2013 (premier trimestre 2013 sur quatrième trimestre 2012 en rythme annualisé). La rechute de l'indice PMI du secteur manufacturier confirme ce ralentissement. Mais la bonne tenue des exportations et la reprise de la distribution de crédit suggèrent que le ralentissement ne devrait pas s'accentuer. Au total, **la récession européenne continuera de peser sur la croissance mondiale au cours des prochains mois mais ne devrait pas la mettre réellement en cause.**

Perspectives économiques

Les perspectives économiques proposées en avril par le Fonds Monétaire International pour 2013 et 2014 décrivent une amélioration progressive de l'activité mondiale. **La plupart des régions du monde connaîtraient une accélération de l'expansion au cours des dix-huit prochains mois.** Notre scénario de référence n'est pas très éloigné de ces perspectives, un peu plus prudent toutefois pour la zone euro. Le FMI calcule aussi un "indice des conditions financières" qui prend en compte les spreads entre les taux d'intérêt, le rythme de la croissance et de l'inflation. Un indice positif signifie que les conditions financières se tendent, un indice négatif que les tensions se relâchent. Cet indice était remonté en 2011 lors de la crise de l'euro. Il recule depuis et **le FMI s'attend pour 2013 et 2014 à "la poursuite d'une détente des conditions financières** à mesure que la croissance mondiale gagnera en vigueur".

Perspectives de croissance du FMI

PIB	2013	2014
Monde	3,3	4,0
Etats-Unis	1,9	3,0
Japon	1,6	1,4
Zone euro	- 0,3	1,1
Emergents	5,3	5,7

Source : World Economic Outlook, April 2013

Pour apprécier ces "prévisions" somme toute plutôt favorables, il faut avoir à l'esprit que celles-ci sont établies en postulant conventionnellement des taux de change effectifs réels constants et en écartant l'éventualité de nouvelles périodes de stress financier. Or, sur ces deux questions, les incertitudes sont grandes.

La première incertitude concerne les taux de change. Le Japon s'est engagé dans une politique de création débridée de monnaie centrale. Les marchés mondiaux ont réagi brutalement par une forte baisse du yen (le taux de change effectif du yen a reculé de 23 % en quelques semaines), et par une hausse des cours des obligations publiques dans les pays "core". Ces mouvements sont intervenus avant même que l'on ait pu observer des sorties de capitaux du Japon et à un moment où la création effective de monnaie était encore modeste. Le graphique de la page 2 qui montre l'ampleur du choc monétaire envisagé par la Banque du Japon suggère aussi que **les effets de la nouvelle politique monétaire restent encore largement à venir.**

La deuxième interrogation concerne la zone euro. Les engagements de convergence budgétaire pris par les gouvernements européens, confirmés par des Traités, puis l'affirmation par M. Draghi qu'il "ferait le nécessaire" pour le maintien de l'euro ont permis une période de répit. On notera cependant que la BCE ne cesse de rappeler depuis que son engagement serait conditionné par la décision des Etats. Or **la réduction des déficits se trouve décalée dans plusieurs pays européens :** Pays-Bas, Espagne, France. Il conviendra d'être très attentif **aux risques de réaction des marchés face aux dérives constatées.**

Nous ne modifions pas notre scénario. Le rebond européen n'est pas encore acquis et restera très modeste. La désinflation s'accentue. 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.

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	1,40	1,50
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

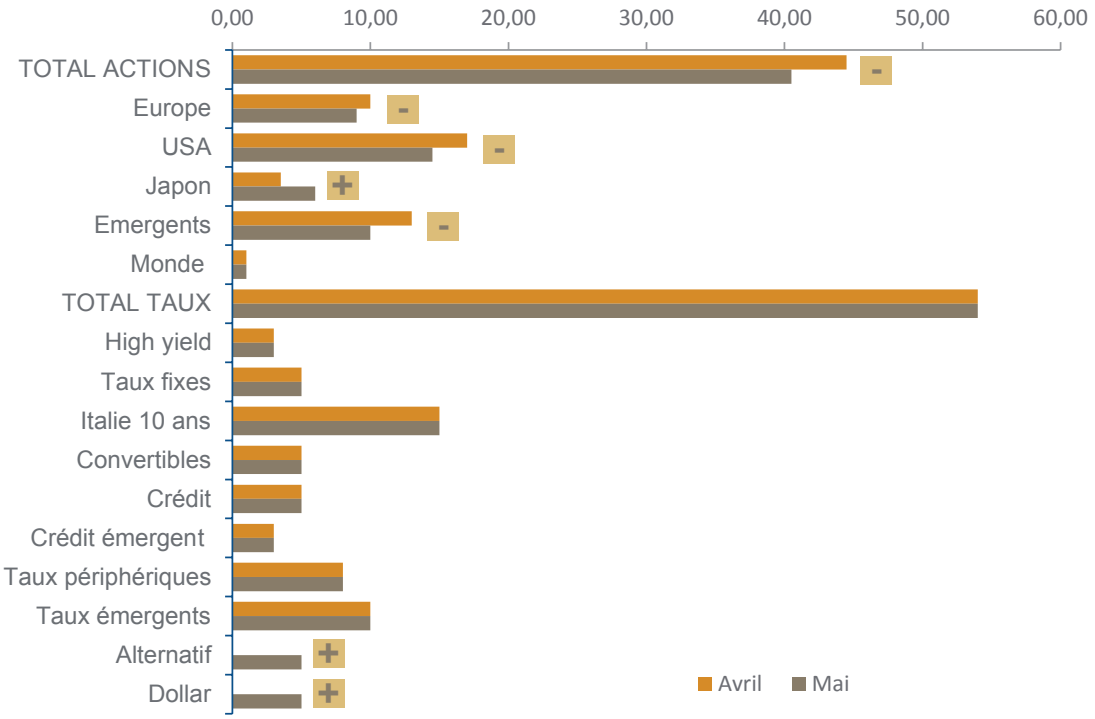
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Aux grands maux, les grands remèdes

Le Japon, qui a confirmé sa politique offensive afin de lutter contre la déflation en inondant le marché de liquidité, a contribué à écraser les taux "core" internationaux à un niveau très bas, renchérissant toute la classe obligataire crédit compris.

Il devient difficile de trouver des placements obligataires qui offrent encore une possibilité d'appréciation substantielle, néanmoins nous avons fait le choix de conserver une part allouée aux taux assez conséquente qui conservent un réel potentiel, c'est le cas du 10 ans Italien (4 % de rendement) ou de la dette émergente en devise locale (taux de rendement 5,5 %).

Nous avons légèrement diminué la part des actions US et Emergentes en faveur des actions japonaises qui restent toujours bien orientées après les mesures musclées annoncées par la BoJ.

Nous pensons que la période à venir, à l'image des 6 derniers mois, va être positive pour les stratégies non directionnelles (arbitrages de ré-appréciation des dettes titrisées autour de l'immobilier US par exemple), ce qui justifie notre retour sur les stratégies alternatives .

Nous avons initié une position d'achat sur le dollar qui devrait profiter du décalage conjoncturel avec l'Europe.

Seule la Banque Centrale Européenne semble aujourd'hui avoir le pouvoir de donner une impulsion positive et durable aux actions européennes tant les éléments macro-économiques prospectifs semblent peu porteurs d'espoirs. Nous n'excluons pas cette hypothèse mais nous préférons une allocation diversifiée afin de profiter des opportunités offertes par la dynamique à moyen terme de la croissance US et émergente.

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.

Groupe La Française
173, bd Haussmann 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS - www.lafrancaise-group.com

LA FRANÇAISE AM

XX1217 - Mai 2013 - Service Communication de La Française. Rédaction Michel Didier, Pascale Auclair et Joël Konop. Conception graphique et impression La Française