

Orientations et Stratégie n°136

Lettre mensuelle de La Française AM | Juin 2013 - Achevée de rédiger le 05 | 06 | 2013

Regard sur les marchés

Ce mois de mai constitue certainement un **point charnière pour des marchés dopés depuis de longues semaines par l'action conjointe des grandes banques centrales**. Depuis le discours de Ben Bernanke et la publication des minutes de la FED mi-mai, les marchés anticipent, à tort ou à raison, que la banque centrale américaine pourrait diminuer plus vite que prévu ses rachats d'actifs et guettent tout indicateur économique positif qui pourrait justifier un resserrement du Quantitative Easing. Nous traversons ainsi une phase d'étrange paradoxe où toute bonne nouvelle sur la croissance américaine constitue un facteur de stress pour les actifs risqués... et à moins que les membres de la FED ne clarifient vraiment à quelle aune ils apprécieront **le timing d'un retrait du stimulus monétaire**, ce qui est peu probable, il y a fort à parier que **la volatilité restera élevée dans les mois qui viennent**.

Les indicateurs économiques récents sont cependant sans réelles surprises, l'OCDE abaisse ainsi son estimation de **la croissance mondiale 2013 de 3,4 % à 3,1 %** avec -0,6 % de récession en Europe et +1,9 % aux Etats-Unis, le principal facteur de volatilité pour les marchés restant la difficulté à **décoder l'ampleur du ralentissement constaté dans les grands pays émergents, et plus particulièrement celui du secteur manufacturier**. En Asie la lecture est en outre rendue particulièrement délicate par la difficulté à pleinement mesurer l'impact sur la zone des récentes décisions monétaires japonaises. L'euphorie engendrée par les annonces de la BOJ le mois dernier se dissipe et les actifs japonais paient un lourd tribut à sa communication pour le moins confuse ! **Les principales victimes du discours moins lisible des banquiers centraux sont logiquement les rendements d'Etats** dont la consolidation mensuelle est marquée : les taux à 10 ans se tendent de 40bp aux US tandis que le JGB fait le grand écart en quelques semaines entre un point bas à 0,30 % et un point haut proche de 1 %... la contagion européenne est limitée à environ 25bp mais les performances mensuelles des grands indices "Govies" sont franchement négatives, entre -3,50 % et -1,50 % selon les zones pour les durations longues. Ce **mouvement**

correctif nous semble sain dès lors qu'il réajuste à la hausse des rendements réels qui s'enfonçaient en territoire négatif.

Les dettes émergentes sont les plus impactées par ce retracement des rendements "core", auquel s'ajoutent la tension de leurs primes de risque et le repli des devises. A ce stade, la transmission à la sphère du risque crédit est assez limitée, la performance des indices Corporate est à peine négative sur le mois, sans véritable discrimination sectorielle, le segment "Investment Grade" souffrant toutefois davantage puisque les spreads ne peuvent amortir le choc de taux.

Les bourses, de leur côté, affichent au final une performance mensuelle honorable voire bonne, les Etats-Unis conservent la tête à +3,50 %, l'Europe est au-delà de 2 % et le Japon, dont les variations ont été particulièrement chahutées, termine le mois proche de l'équilibre, corrigeant au passage de plus de 10 % son rallye des derniers mois. **L'ajustement reste donc mesuré, hormis le regain de volatilité, mais le momentum boursier devrait poursuivre cette phase de respiration** le temps de voir les fondamentaux dessiner à nouveau la tendance. Nos convictions sont ainsi peu modifiées face à cette nouvelle donne :

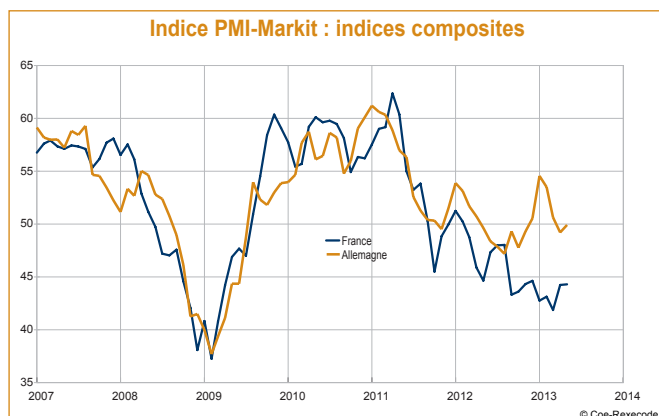
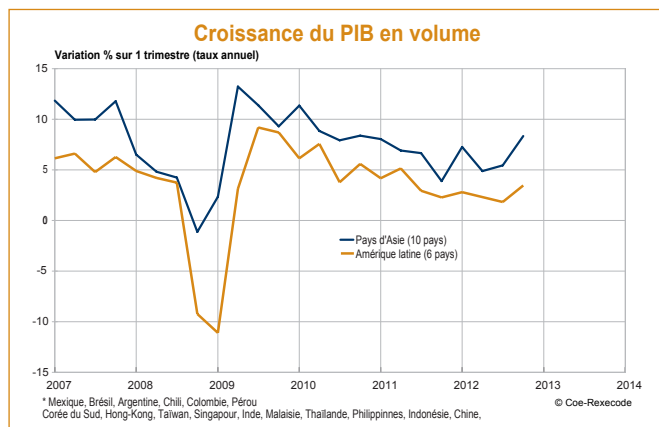
- Il nous semble sage de **prendre quelques profits** sur les portefeuilles les plus exposés, dès lors que le **régime de volatilité** a toute chance de s'accroître,
- nous restons convaincus que **la FED abordera avec prudence ce délicat virage du retour à un régime monétaire moins accommodant** et qu'elle restera contrainte par des **conditions économiques modérées** et un risque à la baisse sur l'inflation,
- les actifs obligataires dont les primes de risque sont les plus comprimées sont les plus fragiles mais **la faiblesse de la croissance nous protégera d'un véritable krach obligataire** si nos banquiers centraux agissent avec doigté,
- les **actions** seront dans ce contexte le principal **vecteur de performance** si les entreprises continuent à délivrer de bons résultats malgré un déploiement contraint de leurs chiffres d'affaires.

L'activité économique mondiale progresse depuis un an à un rythme très modéré, plus faible que son rythme de long terme. **Les pays émergents d'Asie ont bien résisté à la faiblesse des économies européennes grâce au maintien de leur demande domestique.** Pour l'ensemble des dix principaux pays de la zone Asie le volume du PIB a progressé de 6,2 % en 2012, ce qui en fait toujours la zone économique la plus dynamique du monde. La croissance moyenne annuelle est cependant inférieure à celle des années de sortie de récession (2010-2011). Les indicateurs conjoncturels des derniers mois sont en outre un peu décevants. La croissance a fléchi en Chine à 6 % l'an au premier trimestre 2013 et le dernier indice des directeurs d'achat a reculé. Le taux de change effectif moyen du yuan s'apprécie (+6 % depuis le début de l'automne dernier), l'inflation est stabilisée un peu au-dessous de 3 % l'an mais la hausse des prix de vente des logements a repris dans les grandes villes. Les autorités chinoises sont prises entre le souhait de soutenir la distribution de

crédit afin de stimuler la demande intérieure et la crainte d'alimenter une bulle spéculative excessive dans le secteur de l'immobilier. La croissance modérée de l'Asie émergente est plutôt une bonne nouvelle car elle traduit un régime d'expansion plus équilibré qu'auparavant. La consommation intérieure est stimulée par la maîtrise de l'inflation (sauf en Inde et en Indonésie) et les autorités publiques disposent de marges de manœuvre budgétaires et monétaires pour soutenir si nécessaire la demande intérieure. Au Japon, la forte baisse du yen commence à susciter un rebond de l'activité industrielle mais elle menace aussi les autres pays d'Asie du Sud-Est d'un tarissement des flux d'investissements en provenance du Japon et d'une perte de compétitivité. La Corée du Sud est le pays le plus vulnérable, ce qui a poussé la Banque Centrale de Corée à une baisse de son taux directeur.

Les pays d'Europe de l'Est sont en stagnation ou en légère expansion, et globalement en net ralentissement, même si l'on inclut la Russie. L'économie russe est sensible au cours du pétrole et elle subit les effets de la faiblesse de ce cours. La production industrielle stagne depuis plus d'un an. En revanche, la consommation reste dynamique. Il en résulte une pression sur les prix, et le risque d'inflation (7,1 % l'an actuellement) contraint la Banque Centrale à maintenir son principal taux directeur à 8,25 %. **L'activité s'est aussi nettement tassée dans la plupart des pays d'Amérique latine.** Pour 2012, le taux de croissance du PIB est ressorti à 2,6 % (après 4,3 % en 2011 et 6,2 % en 2010). L'Amérique latine reste une zone de déséquilibres. L'inflation moyenne de la région est de l'ordre de 9 % l'an et la balance courante ne cesse de se dégrader. En excédent en 2005, elle est revenue à l'équilibre en 2008 et elle s'enfonce depuis dans le déficit (celui-ci est actuellement de près de 130 milliards de dollars en rythme annualisé).

Le premier graphique montre les taux de croissance du PIB (en rythme annuel) des dix principaux pays d'Asie émergente et des grands pays d'Amérique Latine. L'écart est permanent et de plusieurs points de croissance par an. Le deuxième graphique fait apparaître le décalage de conjoncture entre la France et l'Allemagne depuis l'an dernier.



L'économie américaine poursuit son mouvement de reprise. La zone euro est en revanche toujours embourbée dans la récession. Celle-ci perd sans doute un peu de son intensité, mais la stabilité de l'activité n'est toujours pas acquise et le moment du retour de la croissance reste encore incertain. En France, le PIB s'est contracté au premier trimestre, contraction due au recul de l'ensemble des composantes de la demande (baisse de la consommation et surtout des dépenses d'investissement des entreprises et des ménages) et les indices de conjoncture sont toujours médiocres. L'écart de conjoncture avec l'Allemagne se poursuit et s'accroît.

Perspectives économiques

Les perspectives économiques que l'OCDE vient de publier pour 2013 et 2014 sont très proches de celles du Fonds Monétaire International dont nous avons rendu compte dans notre précédente Lettre : renforcement de la reprise aux Etats-Unis en 2014, sortie de la récession en Europe (-0,6 % en 2013 puis +1,1 % en 2014), croissance chinoise un peu au-dessous de 8 % l'an. Nous sommes un peu plus réservés sur les perspectives de la Chine et de la zone euro mais dans l'ensemble en phase avec un scénario du même type. La question concerne moins aujourd'hui le scénario central que les risques de la période.

Les écarts des taux d'intérêt entre les dettes publiques des pays européens s'atténuent encore. Les investisseurs sont moins réticents à détenir de la dette italienne ou espagnole, voire portugaise. Il est vrai que l'Espagne donne des signes d'amélioration. Si la dette publique continue d'augmenter à vive allure, la compétitivité-coût et les performances à l'exportation se redressent et la rentabilité des entreprises augmente, ce qui devrait tempérer la menace de créances douteuses. Cependant plusieurs pays s'écartent de la ligne de marche qu'ils avaient tracée et **la Commission a relâché sa pression sur les déficits publics.** Elle a accepté de repousser de un à deux ans le retour sous 3 % de déficit pour douze pays dont la France, l'Espagne et les Pays-Bas. Ce report peut être considéré comme une bonne nouvelle par les gouvernements concernés, mais il ne résout aucun des problèmes structurels des économies de ces pays : insuffisance de compétitivité, pertes de parts de marché, hausse du chômage structurel. En outre, l'allongement de la période de déficits entraînera une divergence supplémentaire des niveaux de dette publique, ce qui augmente le risque de nouvelles tensions.

Après plusieurs mois d'hésitation, la BCE a finalement baissé son taux de refinancement principal de 0,75 % à 0,50 %. Cette

baisse de 25 points de base, est conforme aux perspectives que nous proposons depuis plusieurs mois. Elle a stimulé les cours des marchés boursiers et confirmé l'intention de la BCE de maintenir durablement une politique monétaire aussi accommodante que possible. Elle n'est pas pour autant de nature à bouleverser le paysage conjoncturel européen. Les taux d'intérêt élevés des pays d'Europe du Sud ne doivent rien au taux d'intervention de la BCE. La faiblesse de l'investissement des entreprises tient à la nécessité du désendettement et à l'insuffisance des perspectives de débouchés et non aux taux d'intérêt. **Les perspectives d'inflation dans la zone euro sont très faibles.** La persistance d'une inflation très faible serait de nature à améliorer la compétitivité de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, notamment des pays émergents. Elle devrait en outre inciter la BCE à pousser plus loin ses politiques non conventionnelles pour éviter que l'inflation ne tombe trop au-dessous de l'objectif de 2 %.

M. Ben Bernanke a évoqué la possibilité de "ralentir d'un cran" le rythme des rachats de titres si toutefois, a-t-il ajouté, "nous assistons à une amélioration continue et si nous sommes confiants sur son caractère soutenable". Cette perspective a entraîné un fort rebond des taux obligataires de l'Etat américain, qui sont revenus à leurs niveaux du printemps 2012, un peu au-dessus de 2 %. L'écart entre taux longs US et zone euro (taux core) s'est inversé et il a augmenté de près de 150 points de base depuis quelques trimestres sans conséquences apparentes pour l'instant sur la parité euro-dollar. L'euro n'a que légèrement baissé. Il devrait continuer de baisser par rapport au dollar. L'écart de croissance avec la zone euro attire en effet les capitaux vers les Etats-Unis, notamment vers les marchés boursiers. Il s'ajoute une augmentation de l'avantage concurrentiel des Etats-Unis grâce aux prix plus bas de l'énergie fossile et à la disponibilité de gaz et de pétrole de schiste accessibles en quantité importante.

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	1,50	2,00
	Zone euro	1,40	1,40
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. Le rebond européen n'est pas encore acquis et il restera très modeste. La désinflation s'accroît. Les taux d'intérêt s'ajusteront à la meilleure conjoncture mais resteront bas. La Fed continue de préparer les marchés à un début de resserrement quantitatif qui n'est pas encore tout proche.

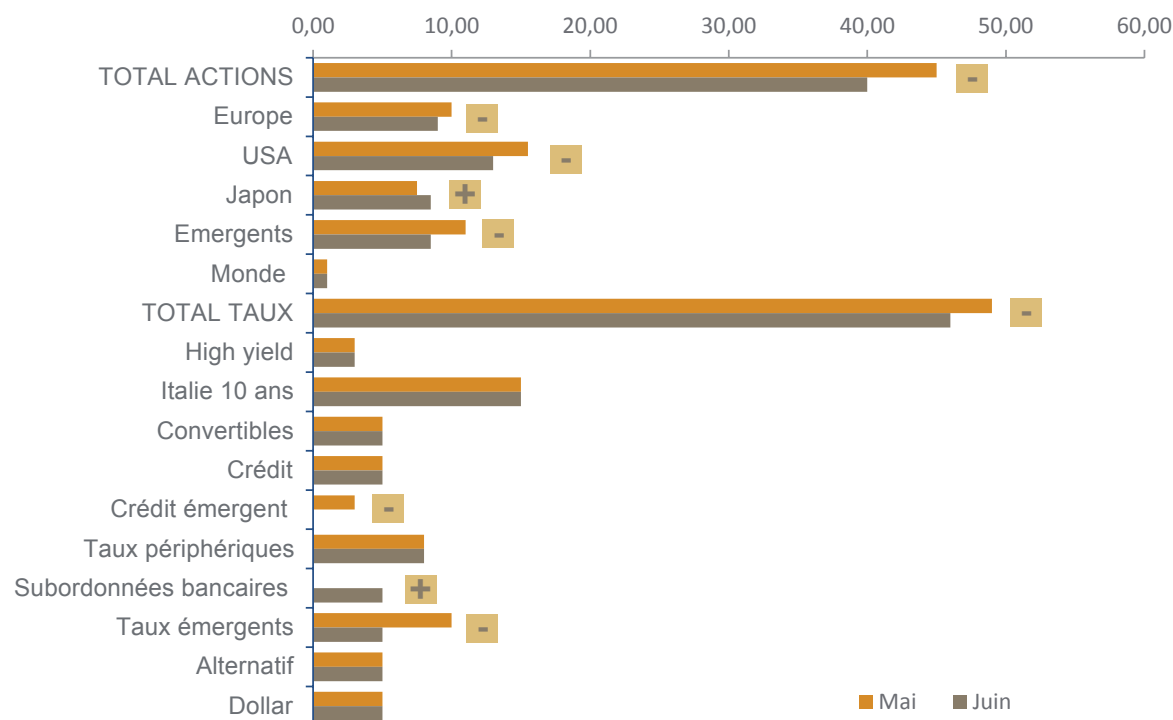
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Taux ou tard ?

Il semble assuré que l'inflexion des politiques monétaires accommodantes, malgré toutes les précautions prises par les banques centrales, ne se fera pas sans heurt. Les taux qui ont longtemps servi de protection dans une allocation redeviennent, dans un environnement apaisé, un actif risqué.

Nous avons depuis le début d'année fortement diminué la pondération des actifs obligataires en accompagnant la baisse des rendements et choisi de conserver les stratégies obligataires les moins dépendantes des taux core.

La corrélation augmentant, peu de classes d'actifs arrivent à protéger un portefeuille en cas de marché adverse. C'est la raison pour laquelle nous n'hésitons pas à prendre des profits et augmenter la part du monétaire afin de profiter des

opportunités qui devraient se présenter sur des marchés plus nerveux.

La visibilité sur les devises émergentes devenant plus faible (croissance chinoise, QE japonais...) nous avons, en début de mois, cédé les taux et crédits émergents. En revanche nous réintroduisons des obligations subordonnées bancaires qui bénéficient des rachats de call de la part des émetteurs.

Nous rééquilibrons notre exposition actions en réduisant l'Europe et les USA en faveur du marché japonais dont la dynamique de croissance redevient positive.

Nous prenons également des profits sur certains sous-jacents qui ont particulièrement bien performé par rapport à leur référence (actions US + émergentes).

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.