Orientations et Stratégie n°137

Lettre mensuelle de La Française AM | Juillet-août 2013 - Achevée de rédiger le 03 | 07 | 2013

Regard sur les marchés

Nous considérions le mois dernier l'inflexion de la communication de la Fed comme un point charnière pour des marchés sous haute perfusion de liquidités depuis des mois, c'est en effet largement le cas! S'y sont ajoutées de nouvelles incertitudes sur le rythme de croissance et sur la politique monétaire chinoise qui ont plus spécifiquement contribué à augmenter le stress sur l'ensemble des actifs émergents. Si le regain de volatilité est général, l'impact en juin sur les primes de risque des différentes classes est pour le moins différentié, et les actifs obligataires paient dans l'ensemble le plus lourd tribut à cette nouvelle donne:

- Sur les emprunts d'Etat américains, tout d'abord, le mouvement sur les taux nominaux est très significatif avec près de 100bp d'amplitude entre point bas et point haut, puis une accalmie en fin de mois. Nous pensons qu'en dépit de sa rapidité, cet ajustement correspond à une normalisation logique des rendements réels enfin revenus en territoire positif. Ils approchent 0,50 % en fin de mois, ce qui leur confère vraisemblablement un potentiel supplémentaire de hausse dans les mois à venir, mais la vigueur contenue de la reprise américaine devrait réguler toute envolée excessive.
- Les rendements gouvernementaux européens ont accompagné ce mouvement avec une amplitude plus modérée, il est intéressant d'observer que les rendements périphériques ont à peine accentué cette tension et que leur valeur relative devient plus discutable. Les conditions économiques de la zone, toujours très dégradées même si les indicateurs avancés apportent un peu d'espoir, ne justifient pas à notre sens une extension de ce mouvement très au-delà des niveaux atteints sur les taux "core", la BCE restant en outre très vigilante. Tout excès des rendements à la hausse, peut ainsi être mis à profit pour accroître progressivement la sensibilité des portefeuilles dans de bien meilleures conditions de rémunération réelle.
- Sur les dettes émergentes la sanction est extrêmement sévère avec la triple peine de la tension sur les Bonds, de l'ac-

croissement des primes de risque et de la plongée des devises. L'indice des dettes locales exprimé en € fait ainsi le grand écart avec un trou d'air de - 12 % entre le 25/5 et le 25/6 ! Si le mouvement semble excessif dans son ensemble, il convient, avant de renforcer les expositions, de prendre en compte la poursuite de la normalisation des taux US et d'avoir une approche pays très discriminante qui privilégie les pays les moins dépendants des financements extérieurs qui vont se raréfier à terme.

• Côté crédit enfin, la catégorie "Investment Grade" voit ses rendements décaler à peine plus que les dettes gouvernementales, mais les **primes de risque des émissions High Yield** subissent en revanche, en \$ comme en €, une tension brutale d'environ 100bp, qui devrait à terme s'apaiser dans un contexte où les fondamentaux des émetteurs n'ont pas de raison de fortement se dégrader, en particulier aux États-Unis. C'est à notre sens un moment opportun pour renforcer les poches de dettes HY, en particulier en \$.

Ce qui frappe également dans cet environnement de marchés à nouveau très nerveux, c'est la résistance des bourses qui tranche face au vaste bouleversement des valorisations obligataires. Le S&P, en repli de - 1,50 % s'avère particulièrement résilient face au changement de ton de la FED, les bourses européennes baissent de - 5 % environ, et le Nikkei tout d'abord fragilisé post annonces de la BOJ, opère un net rebond en fin de mois pour terminer à + 0,50 %, soutenu par de très bons chiffres économiques. Les places émergentes accroissent logiquement leur retard, pénalisées également par le repli des perspectives bénéficiaires. Nous maintenons nos préférences géographiques (US et Japon en tête) qui se montrent pertinentes dans cette phase de stress, ainsi qu'une allocation actions stable dans l'attente des indications que nous apportera la saison des résultats semestriels. Compte-tenu des opportunités qui s'y dessinent, il est probable toutefois que l'augmentation éventuelle des curseurs de risque s'opère en priorité par un renforcement des poches obligataires risquées.

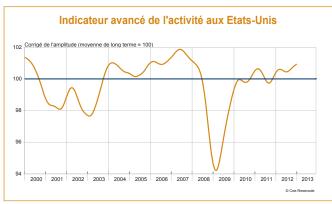


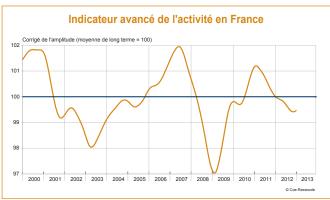
Conjoncture

Les taux d'intérêt à long terme sont brutalement remontés à peu près partout dans le monde alors que l'activité économique tendait plutôt à s'essouffler et l'inflation à se tasser. C'est une situation relativement paradoxale et peu favorable aux marchés boursiers. Les informations récentes confirment que les pays émergents sont globalement en ralentissement. C'est le cas en Chine, où l'indice PMI, qui mesure l'opinion moyenne des acheteurs industriels sur l'activité, a baissé en juin. Il est tombé un peu au-dessous de 50, ce qui est particulièrement bas pour la Chine. Les exportations chinoises restent fortes mais insuffisamment dynamiques pour entraîner la production au rythme antérieur. Les autorités chinoises s'inquiètent en outre du risque d'une distribution de crédits excessive et de qualité incertaine. La montée des risques ne concerne pas que la Chine mais aussi, pour des raisons diverses, plusieurs

PARTEUR REPRESENTATION OF THE PARTEUR PROPERTY OF THE

Nous présentons sur les deux graphiques l'évolution des indicateurs avancés de l'activité économique calculés par l'OCDE pour les Etats-Unis et pour la France. L'indice français est encore très bas, ce qui n'annonce pas un rebond prochain de l'activité. Il est généralement représentatif de la moyenne de la zone euro. Il semble qu'il soit actuellement un peu décalé vers le bas. Quoiqu'il en soit, la différence des perspectives de la zone euro et de celle des Etats-Unis est très notable.





grands pays émergents. Elle s'est traduite notamment par un écartement du spread avec le taux du dollar, remontée qui s'ajoute à la remontée du taux américain lui-même.

L'Europe est dans une récession qui s'atténue mais se prolonge. Les derniers indicateurs suggèrent qu'elle pourrait peut-être toucher à sa fin. Le principal signe encourageant est la remontée des indices des directeurs d'achat vers leur niveau d'équilibre, remontée confirmée par les enquêtes mensuelles d'opinion d'Eurostat. Les deux sources convergent et montrent que le mouvement est plus marqué dans l'industrie que dans les secteurs de services. Une stabilisation en Europe au cours de l'été devient vraisemblable. Cependant très peu de forces positives sont susceptibles d'entraîner à court terme une reprise économique. Les ventes au détail ont encore reculé, le climat des affaires dans la construction est très déprimé, les prêts au secteur privé résident se contractent, autant de facteurs qui n'annoncent pas un rebond prochain de l'activité dans la zone euro.

Les Etats-Unis concentrent pour une majorité d'observateurs l'espoir d'une ré-accélération de la croissance. Pour l'instant, force est de constater que ce n'est pas encore le cas. La troisième estimation du taux de croissance du PIB pour le premier trimestre 2008 a ramené ce taux à 1,8 % l'an (au lieu de 2,4 % lors de l'estimation antérieure). La plupart des indicateurs économiques reflètent un certain tassement de la croissance américaine à l'hiver 2013, tassement qui semble se prolonger et qui s'explique en partie par une baisse des exportations et sans doute aussi des commandes publiques. Le secteur de la construction a retrouvé en revanche une dynamique positive des prix et des volumes qui devrait durer.

Au total, l'orientation baissière des prix mondiaux (pétrole, matières premières, métaux) comme la stagnation du volume du commerce mondial traduisent un faible dynamisme de l'activité. Une contrepartie positive est que la baisse des prix mondiaux et la pression de la concurrence intérieure dans un contexte de faible activité conduisent actuellement à un net recul de l'inflation, particulièrement en Europe.

Perspectives économiques

Les observations récentes inciteraient plutôt à réviser en baisse les prévisions de croissance pour 2013 notamment en Europe. Nous ne le faisons pas car nous étions déjà prudents et parce que nous estimons que quelques éléments de soutien de l'activité semblent présents. Cependant, les risques économiques et financiers doivent probablement être réévalués en hausse.

Les facteurs d'entraînement possible de la croissance européenne sont aujourd'hui très faibles. Du côté positif on observera que si les pays émergents ont ralenti, leur taux de croissance reste globalement au-dessus de celui des pays développés, a fortiori de celui de la zone euro. On peut estimer la croissance movenne du monde hors zone euro à 3 % l'an et très peu de prévisionnistes s'attendent à des chiffres plus bas au cours des prochains trimestres. L'environnement mondial devrait donc constituer un socle de soutien pour l'Europe. Pour ce qui est de la demande interne, le pouvoir d'achat devrait être aidé par la forte baisse du taux d'inflation. La hausse des prix instantanée, mesurée par la variation annualisée du prix à la consommation sur trois mois, est passée de 3 % l'an il y a un an à zéro actuellement. L'évolution des revenus nominaux étant plus rigide, la situation relative des prix et des revenus évolue dans un sens favorable au pouvoir d'achat. C'est une situation un peu analogue à celle de 2009, qui avait débouché sur une petite remontée du pouvoir d'achat et un rebond de l'activité. Il est vrai que les mouvements étaient alors d'une toute autre ampleur.

La question principale est toujours la cohésion de la zone euro. Les pays d'Europe du Sud ont à peu près effacé leur déficit du paiement extérieur par une forte contraction de leurs importations. En corollaire, les soldes du système de paiements Target se sont nettement réduits. Il s'agit pour l'instant d'un équilibre de façade dans la mesure où le prix à payer a été la forte récession. Une sortie de la récession creuserait à nouveau les déficits extérieurs. Quant aux déficits publics dans les pays de la zone euro, les délais du redressement ont été officiellement reportés. La conséquence est qu'aucun pays en dehors de l'Allemagne ne réduira le poids de sa dette (en % du PIB) avant longtemps. On observe en particulier que jusqu'en 2012, les ratios de dette publique allemands et français étaient très proches. Ils ont désormais commencé à diverger, l'Allemagne pouvant sérieusement envisager en retour vers 60 % d'ici trois ou guatre ans, la France s'orientant plutôt vers un ratio proche de 100 %.

A court terme, il nous semble que la hausse générale des taux obligataires impulsée par les taux américains traduit une sur-réaction des marchés, les taux ayant en quelques semaines presque rejoint nos objectifs affichés pour la fin 2014, ce que la macroéconomie ne justifie pas encore. Un répit, voire une correction temporaire des taux en Europe peut dans ces conditions paraître probable, avant le retour à terme à une trajectoire de hausse modérée.

Scénario de référence pour 2013-2014		2013	2014	
Taux de croissance*	États-Unis	2,00	3,00	ée
	Zone euro	- 0,50	0,50	d'année
Taux d'inflation*	États-Unis	1,50	2,00	fi
	Zone euro	1,40	1,40	. **En
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	1,00	elle.
	BCE	0,50	0,50	annuelle
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,50	3,00	/enne

Nous ne modifions pas notre scénario Le rebond européen n'est pas encore acquis et il restera très modeste. La désinflation s'accentue. Les taux d'intérêt s'aiusteront à la meilleure conjoncture mais resteront bas

2,50

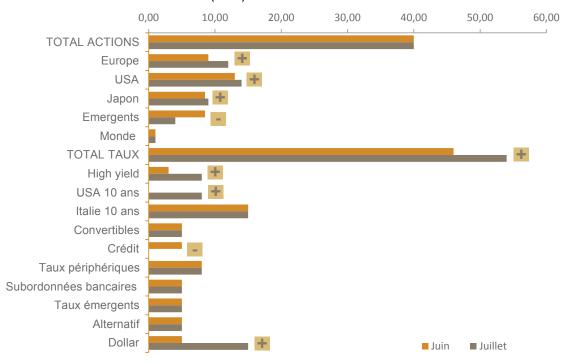
2,30

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 %)



Flux et reflux

Nous avions envisagé une période de marché heurtée, néanmoins nous avons été surpris par l'amplitude et la rapidité des mouvements : toutes les classes d'actifs, obligataires ou actions, ont corrigé en juin. Les marchés émergents ont été les principales victimes de ces flux vendeurs.

La correction sur les taux core nous parait suffisante au regard des déclarations de la Fed et de la situation macro-économique américaine. Nous profitons donc de la remontée des taux US pour initier une position et augmenter la sensibilité du portefeuille. En début d'année nous avions diminué le crédit High Yield, nous profitons de la dégradation pour arbitrer la position crédit Invesment Grade en faveur du High Yield US qui offre de nouveau un couple rendement/risque attractif.

Nous conservons encore un risque actions équivalent mais diminuons les émergents, dont les perspectives restent incertaines, au profit du marché US plus robuste et des actions européennes value. Nous prenons également nos profits sur les bancaires US qui ont rattrapé une grande partie de leur retard (+ 6 % vs SP500 depuis le début d'année).

Nous restons toujours positifs sur le dollar et nous mettons à profit la baisse pour augmenter la position.

Ce mouvement d'ajustement obligataire qui provoque une forte augmentation de la volatilité et un repli des classes d'actifs impactées par la potentielle raréfaction de la liquidité sonne comme un nouveau paradigme auquel nous adaptons la structure des portefeuilles.

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.

