

Regard sur les marchés

L'été 2013 ne restera pas dans les annales comme l'un des plus porteurs en termes de performances, l'ensemble des classes d'actifs traditionnelles s'affichant en repli sur 3 mois glissants. Mais en dehors des tensions restées très vives au sein de la sphère émergente, il restera marqué par un **ajustement en bon ordre de la hiérarchie des performances boursières, et par une poursuite dans le calme de la normalisation obligataire** déclenchée par l'annonce de la fin du QE américain. L'observation de ces trajectoires financières estivales pose en cette rentrée quelques questions clefs dont les réponses seront déterminantes pour les mois à venir :

- **Le parcours de sortie du QE par la FED est amorcé, la courbe des taux américains s'est nettement pentifiée mais jusqu'où ira-t-elle et à quel rythme ?** Et avec quels corollaires sur les autres actifs obligataires ?

Le calendrier de la FED sera dicté sans prédétermination explicite par les indicateurs économiques, en particulier la situation de l'emploi, et sauf accident, son déroulement nous emmènera à une première hausse des Fed Funds en 2015. Les taux longs américains ont pris de l'avance, se tendant de 150 bp à près de 3 % et les rendements longs forward intrinsèques à la courbe US sont encore plus élevés, voisins de 4 % pour le taux à 10 ans dans 5 ans. Ils intègrent ainsi des hypothèses de rendements réels et d'inflation futurs compatibles avec le rythme de reprise aux États-Unis... une partie du parcours est donc d'ores et déjà faite, sauf sur les échéances courtes. La zone euro, dans son euphorie estivale, a suivi de manière homothétique pour les dettes "core", ce qui semble excessif au regard du contexte macro. Les dettes périphériques sont en revanche restées stables pour la plupart, le crédit a amorti une partie du choc de taux, ce qui réduit sensiblement les primes de risque et bouleverse la hiérarchie des valeurs relatives.

- **Les pays émergents et plus particulièrement leurs dettes et devises, sont les principales victimes collatérales** du retour à une politique monétaire américaine moins expan-

sionniste. **Est-ce le moment de renforcer les positions ?**

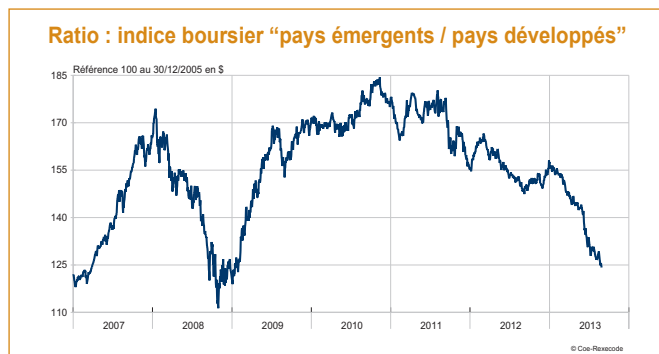
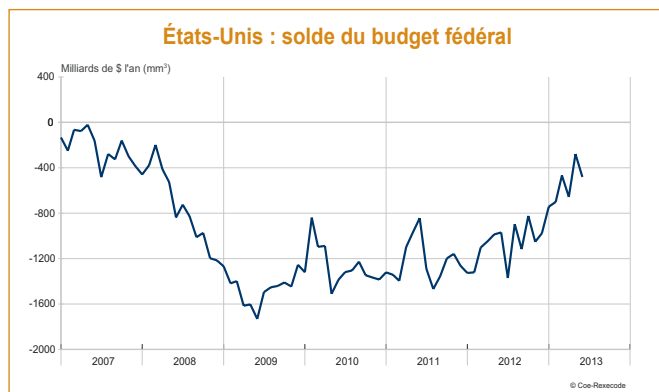
C'est sans doute un peu tôt... Les pays les plus malmenés cet été, Inde, Turquie, Afrique du sud, Brésil... ont des déficits extérieurs importants et voient le flux des capitaux externes indispensables à leur financement se tarir brutalement, leurs taux de change s'effondrer et leurs rendements s'envoler, au risque d'une véritable crise de balance des paiements et d'une récession due à la détérioration des termes de l'échange. C'est à notre sens le principal point de vigilance de cette rentrée, car les flux internationaux restent à ce stade adverses et importants en volume, et les mesures prises par les autorités monétaires des pays concernés (hausses de taux, politiques de change) pourraient perturber une dynamique économique mondiale en amélioration. L'impressionnante reconstitution des primes de risque nécessite de toute façon une sélection drastique des pays sur lesquels on souhaite capter des opportunités.

- **Hormis ce stress émergent, la tonalité des nouvelles économiques estivales est franchement bonne** avec une nette amélioration des indicateurs avancés chinois, une confirmation de la reprise américaine et une sortie de récession en Europe ! Sur le plan boursier, cela suscite toutefois quelques interrogations : **le beau rattrapage effectué par les bourses européennes en août est-il fondé et pérenne** au regard de l'amélioration récente des indicateurs économiques locaux ?

Et quand faudra-t-il envisager un renforcement des actions émergentes ? Notre réponse est prudente dans les deux cas. Si nous continuons à privilégier le risque actions dans nos allocations, il doit à notre sens rester géographiquement diversifié et laisser une place majeure à la zone US, afin de capter avec une bonne visibilité à moyen terme le rebalancement de la croissance vers le monde développé. Une analyse de la dynamique récente des résultats montre en outre des ajustements bénéficiaires toujours en nette baisse pour les entreprises émergentes, et à peine stabilisés en Europe alors que les attentes restent élevées. Aux États-Unis en revanche, le momentum est redevenu positif.

Après six trimestres de recul du PIB, la zone euro a affiché au deuxième trimestre un taux de croissance positif, estimé à 1,1 % en rythme annualisé. L'indice de la production industrielle, qui ne représente il est vrai qu'une petite partie du PIB mais qui est très sensible aux mouvements de conjoncture, avait commencé à se redresser à la fin de l'hiver et les indicateurs mensuels d'opinion, qui étaient franchement négatifs jusqu'au début 2013, sont revenus progressivement vers leurs niveaux moyens du passé. Le rebond de l'activité en Europe s'est accompagné d'une nette remontée des cours des actions sur les places européennes dans le courant du mois de juillet. Les hésitations observées depuis reflètent l'inquiétude persistante sur les perspectives des pays émergents, plus récemment les tensions internationales et la hausse du prix du pétrole, mais aussi les interrogations sur la solidité du rebond européen.

Le premier graphique montre la résorption rapide du déficit fédéral des États-Unis, qui s'explique par le "séquestre" (c'est-à-dire les coupes budgétaires) décidé par le Congrès, et le maintien d'une croissance modérée mais positive. Le deuxième graphique illustre le changement complet d'attitude des investisseurs à l'égard des bourses émergentes au cours de la crise financière et depuis la récession mondiale.



En France, le rebond du deuxième trimestre repose sur des facteurs qui risquent de s'avérer temporaires. La moitié de la croissance s'explique en effet par une contribution positive des stocks, l'autre moitié par une consommation d'énergie élevée due au mauvais temps et l'augmentation des dépenses publiques. En Allemagne, le PIB a progressé plus fortement qu'en France au deuxième trimestre (au rythme annualisé de 2,9 %). La forte augmentation de l'investissement (au rythme annualisé de 7,4 %) ne fait que compenser la baisse du trimestre précédent (- 8,1 %). Au total, l'investissement du premier semestre 2013 reste au-dessous de son niveau de 2012. Dans le reste de l'Europe, la récession s'est atténuée mais elle s'est encore poursuivie au deuxième trimestre en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas notamment.

La conjoncture américaine, positive depuis 2010, a traversé une période d'hésitation au début de l'année 2013, affichant des taux de croissance du PIB de 0,1 % au quatrième trimestre 2012, 1,1 % au premier trimestre 2013. Elle semble sortie de cette période avec au deuxième trimestre un taux de croissance de 2,5 % l'an. Les indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier et du secteur non manufacturier ont fortement rebondi en juillet (à plus de 55 tous les deux), l'indice d'opinion sur les perspectives de production dépasse même le niveau de 60, niveau particulièrement élevé. Les demandes d'allocations de chômage continuent de reculer. Les ventes au détail restent bien orientées. Le marché de l'immobilier poursuit son redressement avec toutefois un impact négatif de la hausse des taux longs.

L'incertitude s'est accentuée dans les pays émergents dont certains sont sous forte pression financière (déficit extérieur, baisse du change, hausse du taux d'intérêt). Le ralentissement de l'économie chinoise est avéré mais ne s'accroît pas. La production industrielle a même re-accélééré à 11 % l'an sur les trois derniers mois. En revanche, la production industrielle recule dans de grands pays comme l'Inde et l'Indonésie. **Au total, l'expansion mondiale est sur une tendance positive très modérée qui devrait se poursuivre au cours des prochains mois sous réserve des nouvelles menaces** qui sont apparues.

Perspectives économiques

Les évolutions récentes confortent notre scénario de référence caractérisé par un ralentissement limité en Asie, la poursuite de la reprise aux États-Unis, la fin de récession en Europe et une inflation faible de façon générale dans le monde. **Les interrogations sur les perspectives macroéconomiques pour 2013 et 2014 sont néanmoins nombreuses en cette fin d'été.**

En cumulant les bonnes nouvelles récentes, on pourrait certes imaginer l'hypothèse d'un effet multiplicateur positif débouchant sur une vraie reprise économique. L'Europe n'est plus en récession. Le retour discret de la confiance financière a détendu les comportements. Les cours des actions sont remontés et les écarts de rendement des dettes souveraines ont diminué. De leur côté les États-Unis semblent sortis du ralentissement imposé depuis l'été dernier par les restrictions budgétaires. Le déficit fédéral a été divisé par deux depuis le début 2013 et même par trois depuis le début 2012. Le recul s'accélèrera encore si la croissance dépasse durablement 2 % l'an comme cela paraît probable. La Chine a écarté le risque d'inflation et la distribution de crédit reste abondante. Les indicateurs de conjoncture se redressent légèrement. **Dans un scénario optimiste, la conjonction de ces facteurs favorables permettrait au Monde de reprendre la marche normale de la reprise** qui s'est amorcée en 2009, puis a été un moment brisée par la crise interne de la zone euro. Ce scénario serait évidemment favorable aux marchés boursiers malgré une hausse probable des taux d'intérêt.

Une interprétation moins optimiste et probablement plus réaliste conduit à un scénario différent. Le petit rebond industriel du deuxième trimestre dans la zone euro s'expliquerait pour l'essentiel par la normalisation des stocks et un ajustement temporaire en hausse de la production industrielle. Le recul progressif des écarts de taux de rendement des dettes publiques entre l'Allemagne et les pays périphériques depuis l'engagement de la BCE il y a un an de tout faire pour "maintenir l'euro" a relégué au second plan les divergences d'évolution des économies réelles. Or ces divergences de croissance, de chômage, de compétitivité demeurent et s'amplifient même, et les efforts de convergence budgétaire et structurelle restent très insuffisants. **Cette situation ne permet pas d'envisager un renforcement de la croissance potentielle et une reprise à court terme en Europe.**

Pour ce qui concerne les pays émergents, la réticence des capitaux à s'y investir est accentuée par le retour du risque dans certains d'entre eux, parmi lesquels de grands pays comme l'Inde, l'Indonésie ou la Turquie, où la poussée d'inflation se double d'un déficit courant et d'une tension des taux d'intérêt. Le recul des cours boursiers et la chute brutale récente de plusieurs monnaies émergentes témoignent du **changement d'attitude qui s'est opéré à l'égard des zones émergentes, changement qui persiste et pourrait encore s'accroître.** Au total, compte tenu de l'ensemble de ces éléments, nous restons très réservés sur les perspectives économiques de 2013 et 2014 que nous ne modifions pratiquement pas.

Scénario de référence pour 2013-2014

		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	2,00	3,00
	Zone euro	- 0,40	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	3,00	3,50
	OAT	2,50	2,75

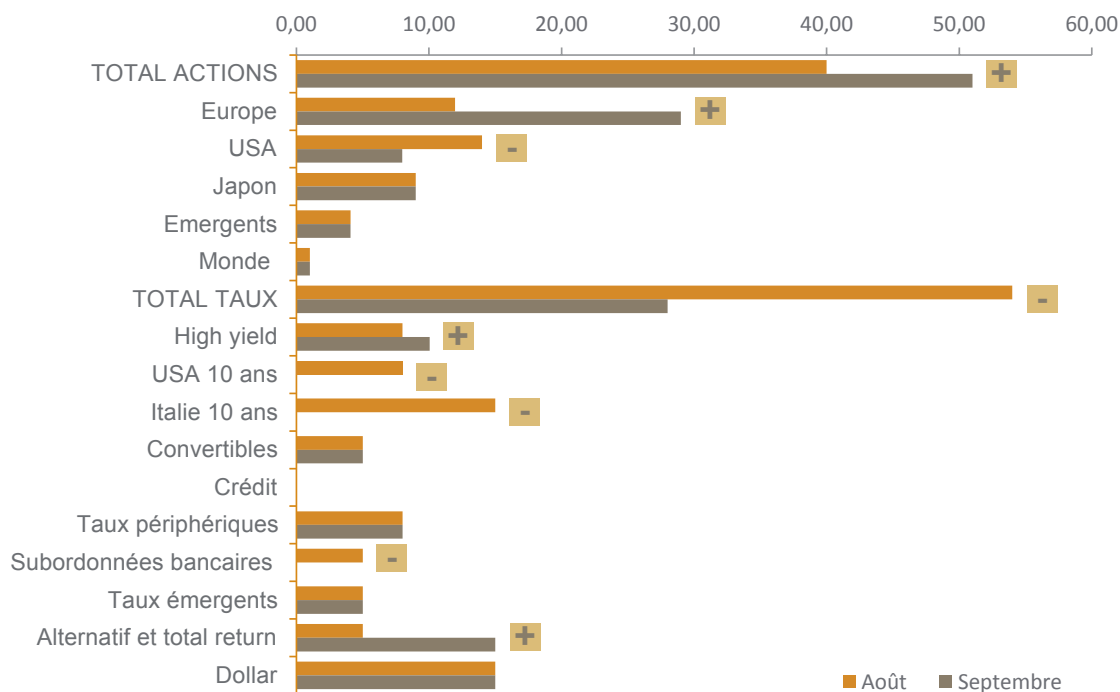
Nous ne modifions pratiquement pas les perspectives de PIB, d'inflation et de taux d'intérêt pour 2013 et 2014 de notre scénario de référence. Pour la zone euro, compte tenu de la contraction du PIB tout au long de 2012 et encore au premier trimestre 2013, le recul du PIB moyen annuel d'environ un demi-point en 2013, que nous retenons depuis longtemps dans notre scénario de référence, est compatible en termes de profil annuel avec une expansion modeste mais positive au cours des deux derniers trimestres de 2013.

*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Nos convictions

La gestion flexible

Variation de nos allocations sur le mois (en %)



Chassés croisés

Cet été les taux US et Euro ont continué leur hausse et les marchés émergents, toutes classes d'actifs confondus, sont restés chahutés. Le seul changement notable est la très bonne performance des marchés européens, pays périphériques en tête, témoignant d'un changement de perception de la part des investisseurs.

Nous avons, au regard des meilleures nouvelles économiques, anticipé ce mouvement en augmentant la part des actions européennes (+ 17 %) et en prenant des profits sur le marché US. Nous avons privilégié dans cette réallocation la thématique value et les marchés italiens et espagnols.

Nous avons conservé la position sur le marché japonais mais nous l'appréhendons désormais de manière plus tactique : le rattrapage du marché est conséquent et il faudra des annonces plus concrètes de réformes structurelles pour que le marché continue sa progression.

Nous avons fortement diminué la part obligatoire du portefeuille : nous avons vendu notre position sur les T notes et pris des profits sur le 10 ans italien. Nous avons également cédé les subordonnées bancaires qui ont réalisé un beau parcours. Nous conservons uniquement les stratégies obligataires offrant un portage substantiel : High Yield US et Dette locale émergente. La part des stratégies d'arbitrage obligataire non directionnelles a été augmentée.

La diminution des Actions US reste tactique : nous sommes toujours convaincus que la reprise va se poursuivre aux USA. Nous devrions donc rééquilibrer le portefeuille actions, et diminuer la part européenne avant l'échéance électorale allemande au profit du marché américain plus robuste et moins volatil.

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.