

# Orientations et Stratégie n°139

Lettre mensuelle de La Française AM | Octobre 2013 - Achevée de rédiger le 04 | 10 | 2013

## Regard sur les marchés

Septembre voit l'ensemble des classes d'actifs, à l'exception des matières premières, renouer avec une tendance favorable, mais surtout les bourses dans leur ensemble afficher d'excellentes performances. Les écarts interzones persistent, avec des progressions comprises entre 3 % aux États-Unis, 5 % à 6 % en Europe et plus 10 % sur le Nikkei ! Les indices émergents accompagnent le mouvement en rebondissant de 5 %. Les marchés obligataires ne sont pas en reste puisque les rendements longs américains se détendent de 25 bp, entraînant derrière eux toute la sphère obligataire avec une mention spéciale aux marchés de dettes émergentes qui reprennent près de 2,50 % sur le mois en dettes externes comme en devises locales. Doit-on alors **prolonger cette tendance pour les derniers mois de l'année et jouer des marchés très porteurs, ou au contraire prendre quelques bénéfiques et piloter la fin d'année en mode plus défensif ?** Les thématiques dont les marchés vont jouer sont en effet multiples, tentons de projeter quelle synthèse ils peuvent en faire :

- **la macro-économie** devrait a priori apporter une **inflexion plutôt haussière sur la croissance à court terme, même si la visibilité reste faible sur le rythme d'activité à attendre à horizon 2014** dans les principales zones. La forte inflexion des PMI en zone euro est désormais compatible avec une certaine expansion y compris en Europe du sud, en Chine les statistiques estivales et les indicateurs avancés confortent l'idée d'une reprise au second semestre et la croissance japonaise surprend à la hausse. Aux États-Unis en revanche, l'alternance de données positives (ISM, croissance T2...) et moins bonnes (emploi, immobilier, nouvelles commandes, confiance, consommation..) donne une tonalité générale plus mitigée. L'ensemble permet toutefois d'espérer l'enclenchement d'une **spirale vertueuse sur la croissance mondiale et des effets cumulatifs favorables** qui sortiraient de l'ornière les pays les plus fragiles.

- Cette dynamique plutôt rassurante à court terme pour les marchés, reste néanmoins **sous haute surveillance de nos banquiers centraux vigilants quant à sa pérennité**. Sans surprise la BCE a maintenu son biais baissier, tandis que la FED prenait à contre-pied la quasi-totalité des observateurs en décidant de différer le ralentissement de ses achats de titres. Il semble clair que **le niveau mitigé des indicateurs économiques côté emploi et immobilier a joué, tout comme la tension sur le rendement des Bonds** dont la FED a sûrement estimé qu'elle était excessive au regard du contexte macro. Elle va donc continuer à pallier le manque de confiance que les opérateurs pourraient avoir dans le cycle, avec en particulier le souci de ne pas voir s'éroder le soutien des effets richesse à l'économie (immobilier et bourse). Les marchés restent donc sous perfusion de liquidités, ce qui devrait les soutenir, mais perdent au passage en visibilité puisque toute inflexion monétaire devient "data dépendante", ce qui devrait **contribuer à une certaine volatilité**. Cette volatilité sera par ailleurs entretenue par le contexte politique très tendu aux États-Unis autour des négociations en vue du relèvement du plafond de la dette, et ce au moins jusqu'à mi-octobre.

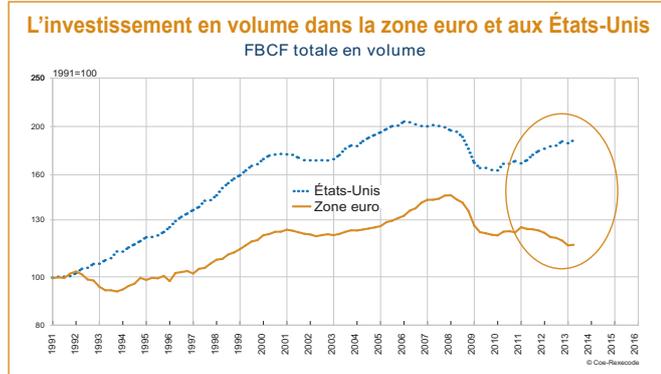
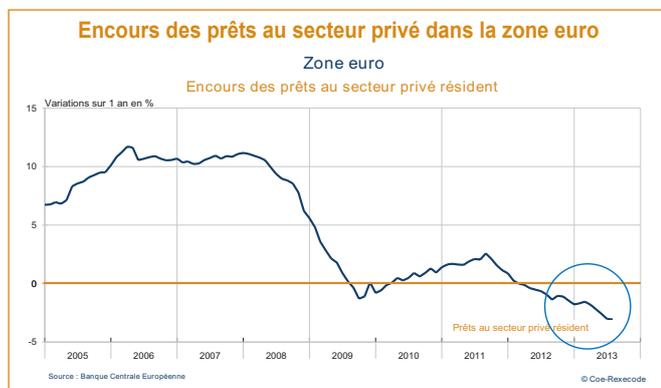
- Enfin nous approchons de la **saison des résultats T3**, et compte-tenu du parcours effectué par les bourses européennes, il sera clef qu'elle soit de bien meilleure facture que T2. Les attentes des analystes en termes de perspectives bénéficiaires 2014 sont au-delà de 10 % et le rallye estival a porté les multiples de valorisation à un niveau élevé, très proche de celui de la bourse américaine dont les fondamentaux sont plus lisibles. **Il est donc crucial que les investisseurs internationaux revenus en masse sur l'Europe cet été soient confortés dans leur choix par les fondamentaux micro-économiques**.

Au global la **conjonction de ces différents facteurs nous apparaît plutôt constructive à horizon fin d'année**, mais probablement assortie d'un regain de volatilité.

Nous voyons six bonnes raisons d'être aujourd'hui un peu plus optimistes sur les perspectives conjoncturelles à court terme. La première raison est le **rapprochement progressif des taux d'intérêt des obligations d'État des pays de la zone euro**. La garantie de pérennité de l'euro affirmée par la BCE il y a quinze mois semble bien ancrée dans les esprits. La tendance à la convergence des taux s'est certes interrompue depuis la mi-août et des écarts significatifs subsistent, temporairement accentués par l'incertitude politique en Italie, mais le temps est à l'apaisement et on ne voit pas pour l'instant de signes d'inversion du mouvement.

La deuxième raison est la remontée générale des cours des actions en septembre, les indices européens ayant même amorcé leur rebond dès le mois de juin dernier. L'indice

Le premier graphique présente la variation sur un an de l'encours des prêts au secteur privé résident dans la zone euro (source : BCE). On constate que pour l'instant cet encours se contracte sous l'effet notamment des contraintes de Bâle 3. L'investissement en volume dans la zone euro (tous investissements confondus) est orienté négativement. Les exemples passés (2001-2004 sur le graphique) montrent que le redémarrage est toujours long.



SBF250 a regagné plus de 30% depuis la mi-2012 (mais il n'a fait que retrouver son niveau du début 2011). Au-delà des actions cotées, le dynamisme de la collecte dans les fonds de *private equity* témoigne d'une **orientation de l'épargne un peu plus positive pour la croissance**.

La troisième raison est la remontée des indices de confiance des chefs d'entreprises industrielles et de services comme ceux des consommateurs dans la zone euro. Il ne s'agit pour l'instant que d'une sortie du territoire négatif sans véritable entrée en territoire positif, mais un changement s'est opéré et quelques données quantitatives se sont redressées comme le volume des ventes au détail ou les immatriculations de voitures.

Du côté des États-Unis, plusieurs raisons incitent à croire à la solidité de la reprise. Deux d'entre elles nous semblent importantes, d'une part la régularité du flux des créations d'emploi à un rythme de 2 millions par an avec contrepartie la baisse régulière du chômage, d'autre part la hausse des prix des logements. La valeur du patrimoine des ménages (financier et immobilier) se reconstitue et cela renforce le potentiel de consommation, alors que par ailleurs l'investissement productif est en expansion.

Enfin, une sixième raison est la **multiplication des signaux de sortie de la période de ralentissement de l'activité en Chine**, remontée des indicateurs d'opinion des entreprises, rebond de la production industrielle par exemple. On pourrait aussi mentionner d'autres facteurs favorables comme la hausse de l'activité économique au Japon et pour la première fois depuis plusieurs trimestres une hausse des prix de la consommation qui rompt avec la déflation. L'orientation baissière des cours des matières premières soutient le pouvoir d'achat dans les pays consommateurs. Bref, l'ensemble des observations récentes conduit à conclure que **l'activité économique mondiale est dans un mouvement d'amélioration modérée qui devrait persister au cours des tout prochains mois**, mais qui reste menacée par plusieurs déséquilibres. Cela incite à conserver une grande prudence sur le rythme de l'amélioration en cours.

# Perspectives économiques

Notre scénario central retient depuis longtemps la perspective d'une croissance mondiale regagnant progressivement un peu plus de vigueur, ce qui impliquait une fin de récession en Europe vers la mi-2013. Les signaux encourageants étaient donc attendus et leur confirmation ne change pas notre vision économique. **Nous ne parions pas au stade actuel sur une accélération significative de la croissance mondiale en 2014 et encore moins sur un emballement de la reprise.** Nous voyons en effet au moins six bonnes raisons de rester prudent.

La première de ces raisons est le manque de visibilité sur les effets des politiques monétaires. Un changement de cap est incontournable aux États-Unis et plus tard dans la zone euro après les injections massives de monnaie par les Banques centrales. Le bilan de la Fed est passé en quelques années de 7 % à près de 20 % du PIB, celui de la Banque du Japon de 20 à 35 % du PIB, celui de la BCE de 15 % à 30 % du PIB, celui de la Banque d'Angleterre de 7 à 25 % du PIB. Aux États-Unis, **la simple annonce d'un premier pas vers le désengagement a déstabilisé les marchés de taux et de change et dissuadé la Réserve fédérale de franchir le pas en septembre.** Dans la zone euro, la BCE s'apprête à prolonger son engagement en lançant un nouveau LTRO. La deuxième raison de prudence vient des pays émergents. Dans plusieurs d'entre eux, le déficit des paiements extérieurs a été accentué par la chute du taux de change (Inde, Indonésie, Afrique du Sud et dans une moindre mesure Brésil et Turquie). Le risque est une poussée d'inflation importée qui ferait baisser le pouvoir d'achat et la croissance.

Les quatre autres raisons se situent dans la zone euro. L'expérience passée montre **qu'il n'y a pas de reprise économique sans redémarrage de l'investissement,** et qu'il n'y a pas de redémarrage de l'investissement sans reprise du crédit. Or, nous n'en sommes pas là pour l'instant. L'encours des prêts au secteur privé continue à se contracter dans la zone euro et le volume de l'investissement est au mieux stabilisé au deuxième trimestre, probablement de façon temporaire, la tendance restant négative. Le climat des affaires en Europe dans le secteur de la construction est même encore très bas. Enfin, si le rapprochement des taux d'intérêt des pays core et des pays périphériques témoigne d'un recul de l'inquiétude des opérateurs, la réalité est une divergence croissante du poids des dettes publiques, notamment entre la France où le déficit public continue d'alourdir la dette et l'Allemagne où le poids de la dette amorce une décrue. Le résultat des élections allemandes laisse de ce point de vue peu de place au doute sur la ligne de marche du futur gouvernement et sur ses positions européennes. Le retour de tensions aiguës telles qu'ont les a connues paraît peu probable. En revanche, les primes de risque persisteront et cela impliquera que les efforts d'adaptation aillent à leur terme. Au total, **nous maintenons comme hypothèse centrale un scénario de croissance encore très faible en Europe en 2014 et un niveau d'inflation toujours bas.** La remontée des taux d'intérêt longs dans la zone euro est l'orientation probable mais elle devrait rester contenue.

Scénario de référence pour 2013-2014

		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	1,80	3,00
	Zone euro	- 0,30	0,50
Taux d'inflation*	États-Unis	1,50	2,00
	Zone euro	1,50	1,50
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

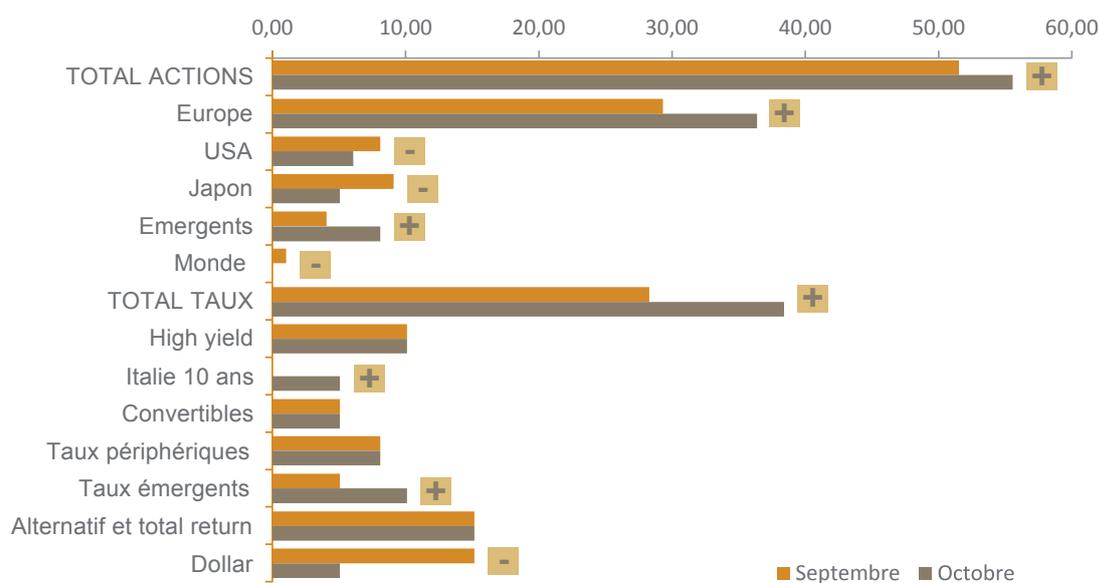
Nous maintenons un scénario de poursuite de la reprise américaine malgré les atermoiements budgétaires et de sortie de récession difficile en zone euro. La croissance mondiale encore très modérée ne justifierait pas d'un changement de rythme de l'inflation.

\*Moyenne annuelle - \*\*En fin d'année

# Nos convictions

## La gestion flexible

### Variation de nos allocations sur le mois (en %)



## Beaucoup de bruit pour rien ?

Force est de constater que les éléments exogènes aux marchés ont peu d'impact sur ceux-ci. Il y a eu, une crise politique Italienne, des négociations difficiles entre démocrates et républicains aux USA auraient plongé les marchés dans des abysses d'incertitude. De meilleures nouvelles économiques associées à des banques centrales toujours pragmatiques ont permis de l'éviter.

Nous restons toujours confiants sur le potentiel de progression des actions européennes qui représentent aujourd'hui une part importante de l'allocation (36 %). Nous avons d'ailleurs profité du résultat des élections allemandes pour augmenter cette position (+ 7 %).

Nous avons diminué la part des actions japonaises au profit des actions chinoises qui avaient fortement corrigé, entraînée par les

flux vendeurs peu discriminants que les marchés émergents ont subi sans tenir compte des chiffres économiques de meilleure facture. Nous avons dans le même esprit augmenté la part de la dette émergente.

Nous avons profité de la forte remontée des taux italiens suite à la démission d'une partie du gouvernement pour nous repositionner sur le 10 ans considérant ce mouvement excessif.

Le reste du portefeuille reste articulé entre des positions obligataires offrant un rendement attractif (High Yield, taux périphériques) et des fonds d'arbitrages ou total return.

Nous sommes persuadés que le pragmatisme de la Banque Fédérale américaine limitera le mouvement de hausse des taux initié au printemps ce qui devrait permettre aux actifs risqués, notamment actions et high yield, de poursuivre leur parcours.

*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.*