

Orientations et Stratégie n°140

Lettre mensuelle de La Française AM | Novembre 2013 - Achevée de rédiger le 05 | 11 | 2013

Regard sur les marchés

L'été indien joue les prolongations sur les marchés avec un **affichage des performances mensuelles très flatteur sur l'ensemble des classes d'actifs**. Les bourses poursuivent sur une tendance très favorable, avec ce mois-ci beaucoup moins de disparités géographiques par grandes zones, puisque les progressions sont généralement comprises entre + 3 % et + 5 % qu'il s'agisse des États-Unis, de l'Europe ou des indices émergents, ce qui permet aux indices mondiaux de grimper de 4 % ! Les classes obligataires ne sont pas en reste avec la poursuite du rebond des dettes émergentes (près de 2 % sur le mois), le crédit toujours très porteur (+ 1,30 % sur les indices globaux et près de 2 % sur les dettes subordonnées européennes) et les principaux emprunts d'États dont les rendements baissent d'environ 10 à 15 bp avec à la clef + 1 % de performance.

- **Cet optimisme durable des marchés n'est pourtant pas sous-tendu par des données économiques très favorables**. Côté US les opérateurs ont été quasiment sevrés de statistiques pendant deux longues semaines suite à la fermeture de l'administration américaine et les données fournies depuis se sont avérées assez ternes, en particulier sur l'emploi et le secteur immobilier. En fin de mois l'ISM augure toutefois d'une poursuite de la bonne tenue du secteur manufacturier. En zone euro, après un été de net rebond, les indicateurs avancés de type PMI marquent le pas et confirment une reprise fragile avec pourtant, une Espagne qui sort à son tour de récession... mais au prix d'une glissade préoccupante de l'inflation en territoire négatif sur l'année écoulée.

- La saison des résultats désormais bien avancée, offre de son côté des indications ou confirmations intéressantes. **Les entreprises américaines affichent dans leur ensemble des scores satisfaisants** et conformes à ceux du 2^e trimestre, même si certains grands noms déçoivent (IBM) ou si les banques voient leurs revenus grevés par les impacts taux et devises. **En zone euro les résultats**

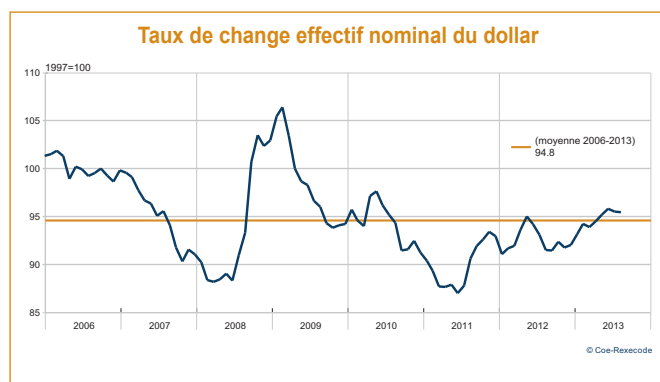
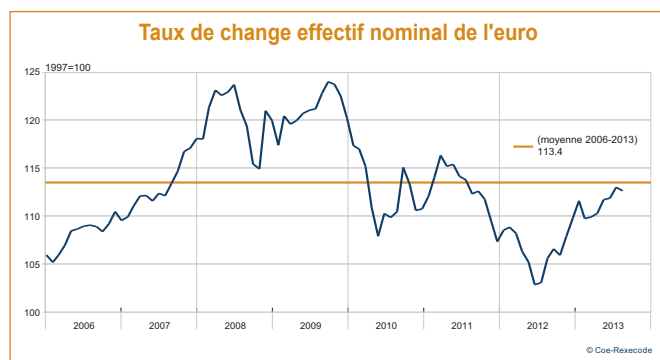
sont moins flatteurs et leur lecture est compliquée par les effets change. Pour les groupes européens qui ont fortement accru leur exposition aux marchés émergents ou à la zone dollar, le manque à gagner en chiffre d'affaires est très sensible post conversion des revenus réalisés en monnaie locale, et souvent accentué par la conjonction d'une baisse d'activité locale. Pour des groupes comme Casino, Carrefour, Danone, LVMH, Eramet ou Rémy Cointreau, ces effets change négatifs sont estimés entre 5 % et 10 % des CA. **Pour les groupes plus domestiques, on note en revanche une amélioration tangible des chiffres d'affaires réalisés en zone euro** (Valeo, Eiffage APR, Accor...) qui témoigne au niveau micro-économique du mieux conjoncturel observé depuis cet été, ce qui est encourageant. Même General Motors voit l'Europe contribuer significativement à sa performance trimestrielle !

- Mais le marché reste au final bien davantage tiré par la perspective d'une politique monétaire durablement ultra-accommodante de la FED, confirmée par le FOMC fin octobre. Le communiqué mentionne que la FED reste "data dépendante" et attentive au tassement du secteur immobilier, le repli récent des taux gouvernementaux et hypothécaires est en ce sens un signal positif. **Le consensus ne projette désormais ainsi plus aucune évolution significative de la stratégie de la FED avant le 2^e trimestre 2014...** c'est peut-être aller un peu vite en besogne, et il nous semble plus raisonnable de rester vigilant à toute évolution favorable de l'emploi, ou à l'émergence de tout accord définitif sur le budget à l'approche de la fin d'année, d'autant que se profile un changement de Présidence... dont on sait qu'il confèrera un biais accommodant à la future politique monétaire.

D'ici là, nous anticipons que les marchés continueront à jouer les stratégies de portage et une bonne tenue des bourses, même si certaines valorisations deviennent tendues et incitent à quelques prises de bénéfices.

La croissance mondiale s'est légèrement renforcée au cours des derniers mois, mais elle reste au-dessous de sa tendance longue. Les prix des commodités mondiales reflètent cette évolution avec un prix du pétrole à peu près stable et des prix des matières premières (hors pétrole et métaux précieux) qui ont cessé de reculer. L'effritement des taux longs s'est poursuivi dans les pays développés (mais très peu en France) après la vive tension liée à l'annonce de la fin prochaine des achats de titres pour la Fed, puis de son report. L'écart de taux entre les États-Unis et l'Europe s'est réduit, ce qui contribue à peser sur le dollar. L'euro s'apprécie contre le dollar et le yen. Les capitaux qui reviennent vers l'Europe soutiennent les cours des actions. On notera cependant qu'en termes de taux de change effectif moyen contre toutes monnaies, le dollar ne paraît pas très bas, ni l'euro très haut comme le montrent les graphiques ci-dessous (ils le sont en revanche si on mesure la moyenne sur une période longue).

Les graphiques montrent l'indice du taux de change effectif nominal du dollar et de l'euro de 2006 à 2013. Le taux de change effectif est le taux de change moyen de la monnaie du pays contre toutes les autres devises. Les coefficients de pondération sont les parts des partenaires commerciaux dans les échanges extérieurs du pays. On constate qu'en taux de change effectif, le dollar comme l'euro sont proches de leurs moyennes calculées depuis 2006 et que les deux monnaies sont orientées à la hausse.



Aux États-Unis, la production industrielle augmente à un rythme modéré depuis quelques mois. Les commandes de biens durables restent en revanche assez bien orientées. Les indices des directeurs d'achats (indices ISM) traduisent un bon niveau de confiance sur les perspectives de croissance dans l'industrie ainsi que dans les activités de services. On assiste aussi à une légère remontée des anticipations de prix à la production et des anticipations d'embauches. L'inflation est au voisinage mais au-dessous de 2 %. Les créations d'emplois se poursuivent à un rythme très modéré et à vrai dire décevant. Le chômage poursuit sa baisse qui l'amènera à moins de 7 % au début de l'année prochaine. Le rebond du secteur du logement ne se poursuit pas depuis la hausse des taux hypothécaires.

La zone euro poursuit sa très lente amélioration, les données récentes s'avérant plutôt médiocres. Le mois de septembre reflète une stagnation de la production industrielle et les indices PMI n'augmentent plus. Les ventes au détail se reprennent en revanche un peu. L'inflation globale est retombée à un niveau historiquement très bas, proche de 1 % l'an. L'encours des prêts au secteur privé résident continue à se contracter. En France, les indices PMI étaient remontés jusqu'au voisinage du seuil des 50 sans franchir ce seuil ni dans l'industrie, ni dans les services, alors que par ailleurs les permis de construire se sont effondrés. La conjoncture économique ne se dégrade plus, mais la reprise n'est pas amorcée.

Le Japon connaît depuis un an une période faste : rebond de la production industrielle, forte augmentation des commandes de constructions nouvelles et des commandes au secteur de la mécanique. L'enquête de conjoncture (dite enquête Tankan) s'est vivement redressée. Le taux d'inflation est revenu en territoire positif, sous l'effet principalement de la hausse des prix des importations.

Un sujet d'étonnement est la stagnation du commerce mondial depuis plusieurs trimestres. Le total des exportations mondiales (converties en milliards d'euros) stagne depuis près de deux ans. C'est une situation inédite et que l'on peut observer aussi au niveau de chacune des grandes régions du monde.

Perspectives économiques

Les prévisions publiées par le Fonds Monétaire International à l'occasion de son assemblée annuelle sont proches du scénario de référence que nous proposons depuis plusieurs mois. **Le diagnostic du FMI reste très prudent sur les perspectives d'activité** pour les prochains trimestres : "la croissance mondiale reste faible, sa dynamique évolue et les prévisions risquent encore d'être révisées à la baisse". Plusieurs menaces pèsent en effet selon le FMI sur une reprise qui ne décolle pas. Les marchés sont convaincus que la politique monétaire américaine arrive "à un tournant". Dans les pays émergents "la qualité des actifs se détériore". En Asie la modération inévitable du rythme de l'expansion chinoise "pèsera sur de nombreux autres pays" et au Japon, le rebond d'activité entraîné par l'impulsion monétaire et la dévaluation du yen butera sur les restrictions budgétaires incontournables pour enrayer la hausse cumulative de la dette publique. Enfin, selon le FMI, **"un système financier fragmenté dans la zone euro et une dette publique inquiétante dans tous les grands pays avancés, restent sans solution et pourraient provoquer de nouvelles crises"**.

Ces quelques extraits de la présentation du FMI n'empêchent pas les économistes de l'institution d'envisager un renforcement général de la croissance en 2014. Le taux d'expansion passerait ainsi de 2,9 % en 2013 à 3,6 % en 2014 pour l'ensemble du monde, de 1,6 % à 2,6 % pour les États-Unis, de 4,5 % à 5,1 % pour l'ensemble des pays émergents et en développement et de - 0,4 % à 1,0 % pour la zone euro, ce

qui ramènerait le PIB de la zone en 2014 à son niveau de 2011. Ces accélérations de production seraient insuffisantes pour résorber les capacités de production inemployées et susciter des tensions entre l'offre et la demande. **Les cours du pétrole et des matières premières baisseraient même légèrement en 2014** (- 3 % pour le pétrole et - 4,2 % pour les matières premières en moyennes annuelles), l'inflation resterait au-dessous de 2 % dans les pays avancés et reviendrait de 6,2 % à 5,7 % en moyenne dans les pays émergents. Les taux d'intérêt devraient être orientés à la hausse mais ils resteraient partout à un niveau bas.

Nous sommes un peu plus optimistes que le FMI pour les États-Unis, un peu moins pour la zone euro, mais dans l'ensemble en phase avec la vision exposée par le FMI. Quels que soient les chiffres, le consensus est actuellement que les fondamentaux économiques sont orientés plutôt positivement. **Le problème est que plusieurs "tour-nants" restent à prendre (politiques monétaires, dettes publiques, gouvernance bancaire dans la zone euro)** et que les comportements des marchés de capitaux comme des acteurs économiques peuvent conduire en cas de doutes sur la pérennité de la croissance ou de sur-réaction face aux inflexions de la politique monétaire, à des scénarios différents et probablement moins favorables. Nous restons donc pour ce qui nous concerne, relativement confiants sur les perspectives économiques mais, faute de visibilité, prudents sur les perspectives financières en raison des déséquilibres qui restent à résorber, et ne pourront l'être que dans la durée.

Scénario de référence pour 2013-2014

		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	1,80	2,80
	Zone euro	- 0,30	0,60
Taux d'inflation*	États-Unis	1,50	2,00
	Zone euro	1,50	1,50
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50
	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 la prolongation des atermoiements budgétaires, et de sortie de récession difficile en zone euro. La croissance mondiale encore très modérée ne justifierait pas un changement de rythme de l'inflation. Les taux d'intérêt directeurs resteraient très bas, les taux longs augmentent légèrement en demeurant au-dessous de leur cible de moyen terme.

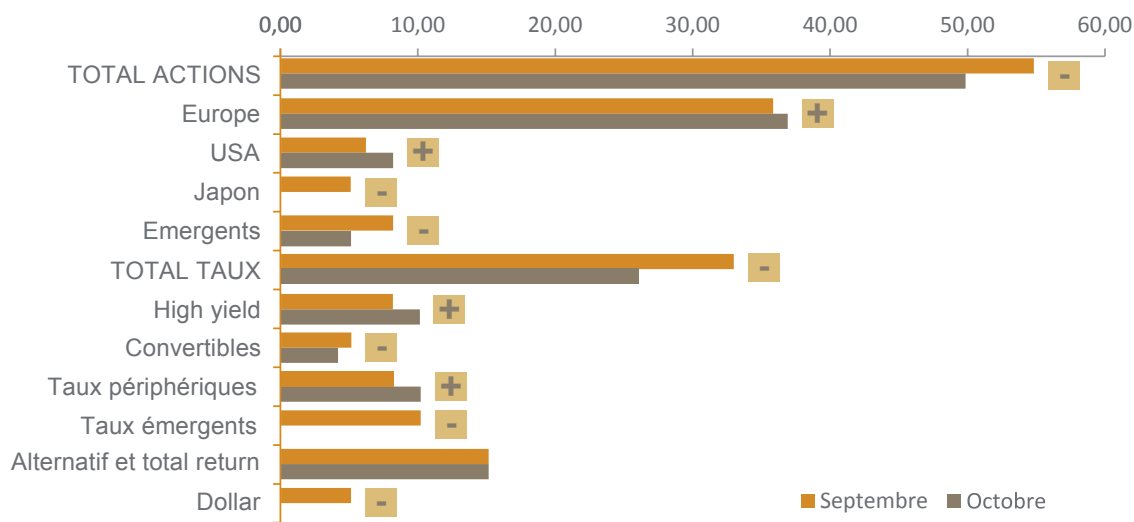
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 de nos allocations sur le mois (en %)



Maxi Micro / Mini Macro

Alors que la saison des résultats, qui est maintenant bien entamée, montre une croissance des résultats des entreprises américaines supérieure aux attentes, les chiffres économiques eux sont beaucoup plus contrastés. Les investisseurs sont persuadés que les retraits de liquidité seront remis à plus tard, ce qui a favorisé les actifs risqués.

Nous avons augmenté fortement le risque actions du portefeuille en début de mois en le portant à 60 % afin de profiter du momentum favorable. Nous avons également arbitré une partie des actions émergentes au profit des actions US dont les perspectives nous paraissaient plus favorables après l'accord sur le budget.

Les actifs risqués s'étant particulièrement appréciés au cours du mois, il nous a paru plus raisonnable de capter une partie de nos profits.

Nous avons cédé ce qui nous restait d'actions japonaises et nous avons pris nos profits sur une partie des actions européennes.

Nous avons totalement vendu les obligations émergentes : le rebond a été significatif mais la stabilité de cette classe d'actifs au regard des mouvements récents nous paraît encore fragile.

Le portefeuille reste très investi mais concentré sur les classes d'actifs les plus lisibles et qui offrent encore selon nous un potentiel d'appréciation, comme les actions européennes et américaines, dans une moindre mesure les actions chinoises, et les classes d'actifs de portage attractif comme le High yield et les taux périphériques.

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.