

Orientations et Stratégie n°142

Lettre mensuelle de La Française AM | Janvier 2014 - Achevée de rédiger le 03 | 01 | 2014

Regard sur les marchés

Après une hésitation en début de mois (-5 % sur l'eurostoxx au point bas), les marchés actions ont finalement repris leur marche triomphale. Le S&P vole de record en record et a pleinement franchi la barre des 1800, l'Eurostoxx retrouve des niveaux qu'il n'avait pas connus depuis septembre 2008 et le Nikkei ceux de fin 2007. Si on est très loin sur ces deux derniers indices de retrouver des niveaux records, reste néanmoins le sentiment marqué qu'une page est tournée.

Du côté des banques centrales la FED a décidé de ralentir son rythme d'achat d'emprunts d'Etat et de créances hypothécaires. Il ne s'agit bien évidemment pas d'un resserrement monétaire à proprement parler puisque les conditions nécessaires à l'abandon de la politique de taux zéro sont encore reculées, mais pour la première fois depuis juin 2008 et la dernière hausse des taux de la BCE, une grande banque centrale d'un pays développé diminue son soutien à l'économie. Les banques centrales européennes et japonaises restent ultra accommodantes, mais Mario Draghi confirmait dans une interview récente l'apparition de signes encourageants. Ce n'est donc pas la fin de la crise, ni même le début de la fin, mais probablement la fin du début à ses yeux...

Cet optimisme repose dans le regain de confiance généralisé, validé au niveau des marchés actions des pays développés, d'une reprise graduelle des économies, reprise qui reste très inégalement répartie.

C'est aux Etats-Unis que la croissance semble la mieux ancrée. Même si la dernière révision du PIB du 3^e trimestre à 4,1 % est en grande partie due à du restockage, il n'en reste pas moins que la croissance moyenne semble installée au-dessus de 2 %, et ce malgré des restrictions budgétaires qui ont pesé tout au long de l'année. Le secteur privé semble donc porté par une croissance auto-entretenu. Les chiffres de l'emploi qui repartent à la hausse confirment cette

embellie. De plus, une bonne nouvelle n'arrivant jamais seule, Républicains et Démocrates sont enfin arrivés à se mettre d'accord sur le budget fédéral pour les 18 mois à venir. Reste le sujet du plafond de la dette à régler et les Etats-Unis auront une visibilité économique qu'ils n'ont pas connue depuis 5 ans.

Au Japon, la partie n'est pas encore gagnée, mais les signes sont encourageants : le terme de déflation est en passe d'être banni du langage de la BOJ et la croissance, même si la dernière révision du PIB à +1,1 % est source de déception, est positive depuis plusieurs trimestres.

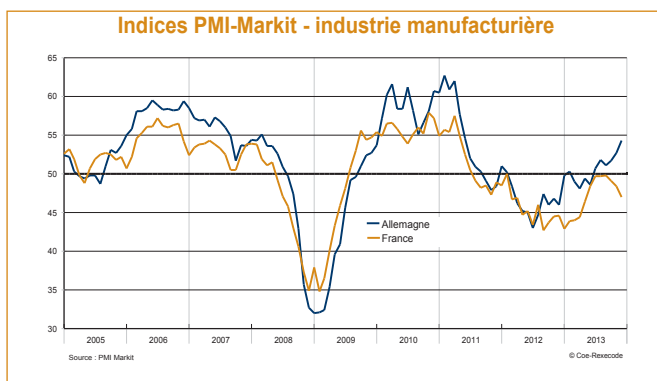
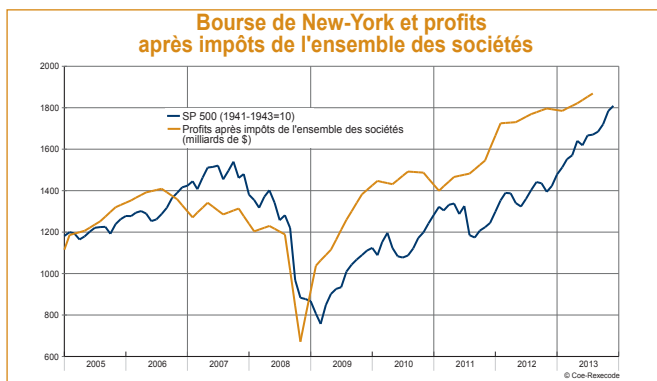
C'est en zone euro que la croissance reste la plus fragile, même si la sortie de récession semble se confirmer. La problématique principale reste la fragmentation de la zone. Espérons que les avancées sur l'Union Bancaire permettront d'atteindre un accord et une implémentation dès cette année, ce qui permettra de faire baisser significativement les primes de risque des banques périphériques.

Une fois n'est pas coutume, c'est au niveau des pays émergents que les inquiétudes sont les plus fortes. Pas tant en Chine où les réformes politiques vont dans le bon sens, que dans les pays (Brésil, Turquie...) dans lesquels les balances courantes sont déficitaires. En Europe, la France et l'Italie restent les pays à surveiller. Même si ce n'est pas aujourd'hui notre scénario, une rechute de la croissance européenne poserait à nouveau la question de la pérennité des finances publiques de ces pays.

Au global, le niveau d'inquiétude sur les marchés a fortement baissé, ce qui a permis une baisse des primes de risque quasi-généralisée. Une poursuite de la hausse des marchés actions nécessiterait à présent une confirmation de la croissance dans les principales zones, seule à même d'occasionner une hausse des résultats des entreprises.

La fin de l'année 2013 a été meilleure pour l'économie mondiale que le début d'année. Il y a un an, la croissance se tassait dans les pays émergents, la conjoncture était hésitante aux Etats-Unis et franchement négative dans toute l'Europe. Aujourd'hui, **l'activité économique mondiale a retrouvé un peu plus de dynamisme et l'amélioration amorcée au printemps dernier semble se confirmer.** Le taux de croissance mondial, qui était tombé au-dessous de 3 % l'an dans la deuxième partie de 2012 et au début 2013, est repassé au-dessus de ce niveau et a terminé sans doute l'année en légère accélération. C'est ce que suggèrent non seulement les derniers indices d'opinion des directeurs d'achat agrégés au niveau mondial, mais aussi les indicateurs globaux disponibles rapidement comme la production mondiale d'acier ou d'aluminium. Si la croissance semble

Le premier graphique rapproche l'indice SP 500 et les profits après impôts de l'ensemble des sociétés américaines annualisés (en milliards de dollars). Il montre une grande similitude des deux évolutions et suggère que le SP 500 n'a pas pris d'avance par rapport aux profits. Le second graphique fait apparaître la divergence récente des conjonctures allemande et française au sein de la zone euro.



se renforcer quelque peu, son rythme reste toujours modéré. La stabilité des prix des commodités le confirme, qu'il s'agisse du pétrole dont la production mondiale est un peu supérieure à la demande ou bien des autres matières premières dont le prix moyen tend même à baisser. Au total, **dans un contexte de stabilité des prix des commodités et en l'absence de tensions sur les facteurs de production internes, l'inflation est faible voire très faible dans une très large partie du monde.**

La croissance américaine se poursuit sans heurts. La tendance de la production et des commandes industrielles s'est renforcée au deuxième semestre 2013. La forte augmentation des stocks indique cependant que la production est peut-être un peu trop forte pour le niveau de la demande de produits industriels. En outre, les indices d'opinion sur les secteurs non manufacturiers restent à un niveau moyen.

Quant à l'amélioration de la zone euro, elle est pour l'instant plus visible dans les indices d'opinion que dans les résultats constatés. Au quatrième trimestre 2013, le taux de croissance du PIB devrait être légèrement positif, contrairement à la situation du début de l'année dernière qui marquait un sixième trimestre de récession pour la zone euro. Les enquêtes qualitatives sont en moyenne pour la zone euro sorties de la zone de récession. Mais la conjoncture reste médiocre dans le secteur de la construction et elle est encore peu favorable dans les secteurs non manufacturiers. Au total, l'indice PMI composite, c'est-à-dire l'indice moyen pour l'ensemble des secteurs de l'activité globale, s'inscrit en décembre à 52,1 après 51,7 en novembre. Il se rapproche ainsi du plus haut de vingt-sept mois enregistré une première fois en septembre dernier mais il reste proche des 50 qui correspondent à la stagnation. L'indice de la production industrielle connu jusqu'au mois d'octobre ne donne pour l'instant aucun signe de rebond (la tendance sur les derniers mois est légèrement négative). Par ailleurs, l'encours des prêts au secteur privé continue de se contracter au rythme de 3 % l'an. **La récession est terminée dans la zone euro mais il n'y a pas encore de signal de reprise et les perspectives d'inflation sont basses.**

Perspectives économiques

L'anticipation moyenne est toujours un petit gain de croissance en 2014 par rapport à 2013, sans risque sur l'inflation. Les projections de la Fed de décembre 2013 envisagent même des perspectives de croissance pour les Etats-Unis de 2,8 à 3,2 % en 2014 et de 3,0 à 3,4 % en 2015, avec un taux d'inflation de l'ordre de 1,5 % en 2014 et de 1,7 % en 2015. Le taux d'accroissement du PIB nominal serait ainsi de l'ordre de 4,5 % en 2014 et de près de 5 % en 2015. On peut dès lors se demander si le maintien d'un taux des fonds fédéraux quasi-nul est vraiment compatible avec un contexte macroéconomique redevenu favorable. Certains évoquent même le risque d'une remontée un peu brutale des taux longs.

Au stade actuel, la Réserve Fédérale américaine a réussi à engager la sortie de la politique d'achats massifs de titres longs sans provoquer de secousses sur les marchés obligataires. Lors de l'annonce de juin dernier, la réaction des marchés a certes été vive, mais elle s'est avérée temporaire. Le début de désengagement effectif le 18 décembre dernier, soigneusement protégé par l'annonce d'un maintien durable du taux des *Fed funds* à un niveau très bas, n'a provoqué qu'une légère remontée des taux longs. Les obligations de l'Etat américain terminent l'année à 3 %. **Pour se recalculer sur le PIB nominal il resterait donc encore devant nous une marge de hausse de 100 à 200 points de base.** Une remontée ordonnée ne constituerait pas un frein à la reprise américaine mais on peut craindre qu'elle débouche sur un retournement des marchés boursiers, après la forte hausse des derniers trimestres. On observera en sens inverse que depuis le milieu des années 2000, l'indice

SP 500 a strictement suivi l'évolution des profits des sociétés américaines tels que les mesurent les comptes nationaux. Ces derniers étaient de l'ordre 1400 milliards de dollars en rythme annualisé fin 2006. Après le creux de la récession, ce niveau a été retrouvé fin 2009. De la fin 2009 à la fin 2013, les profits ont augmenté à près de 1 900 milliards de dollars, soit une hausse de 35 %. Le SP 500 était à l'indice 1 400 fin 2006 (la coïncidence des chiffres est purement fortuite). Après la chute de 2008, l'indice est remonté à 1 350 fin 2009 puis à 1 800 fin 2013. Au total, le cours des actions s'est donc à peu près indexé sur les profits, sans prendre d'avance et en ignorant en quelque sorte les mouvements de court terme de taux d'intérêt.

Le risque pour la zone euro, qui vient de gagner un dix-huitième membre avec l'entrée de la Lettonie, serait plutôt du côté de l'insuffisance de croissance globale et de l'excès de divergence entre les Etats membres. Les taux de croissance sont très dispersés et les taux d'endettement public continuent à s'écarter. Le retour de défiance à l'égard de certaines dettes souveraines ne peut donc pas être écarté.

Le scénario le plus probable est toutefois la poursuite d'une normalisation des écarts de taux, la convergence s'opérant à la fois par une baisse lente des primes de risque sur les dettes périphériques et en contrepartie, une disparition des "primes de sécurité" (négatives) sur les taux core. Ce scénario est conforté par les progrès du projet d'Union bancaire. Mais il faut être conscient de ce que celle-ci reste encore en gestation, notamment sur le sujet crucial de la résolution de crises bancaires.

Scénario de référence pour 2014

		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	1,90	2,80
	Zone euro	- 0,40	0,60
Taux d'inflation*	États-Unis	1,50	1,80
	Zone euro	1,30	1,50
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50
	BCE	0,25	0,25
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,00	3,50
	OAT	2,44	2,75

Nous maintenons un scénario de poursuite de la reprise américaine 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 qui resterait faible. Les taux d'intérêt directeurs resteraient très bas, les taux longs augmenteraient légèrement en demeurant au-dessous de leur cible de moyen terme.

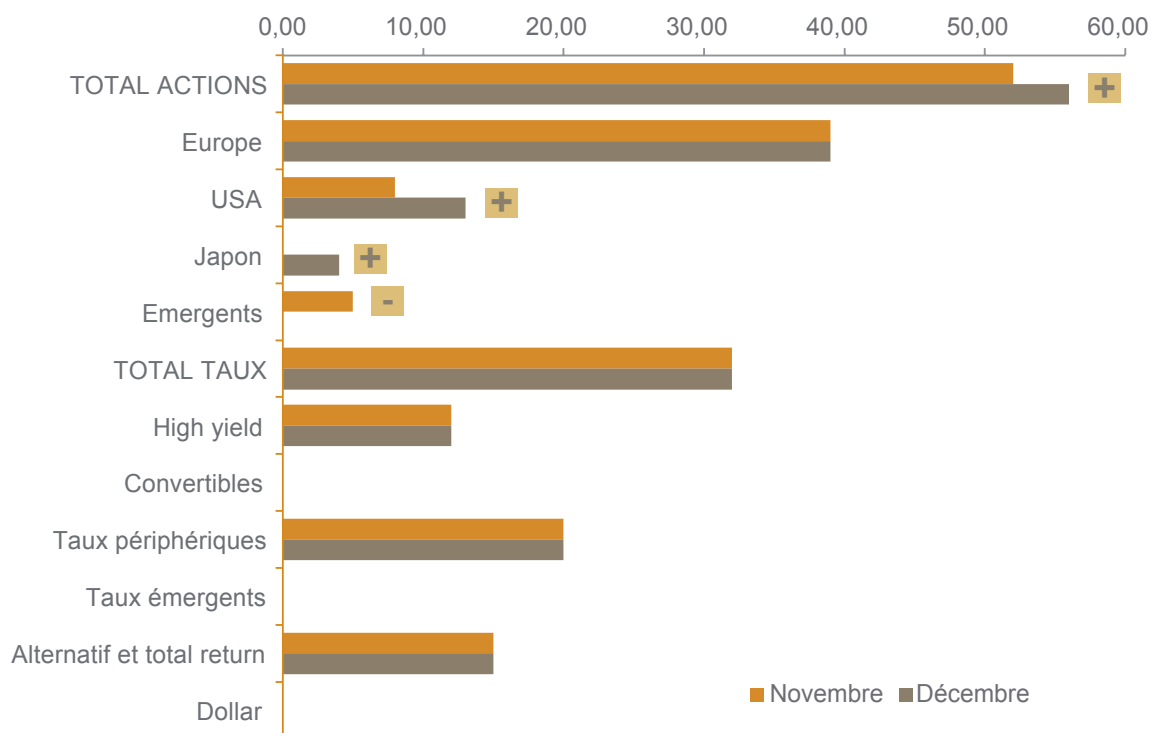
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Bonne année... 2013 !

Malgré une reprise de la croissance mondiale, l'année 2013 restera surtout marquée par le soutien sans faille des banques centrales aux économies. C'est le cas bien sûr aux USA et au Japon, mais aussi en Europe où nous avons eu la confirmation, malgré des moyens d'intervention limités, d'un volontarisme plus affirmé.

Le challenge pour les banques centrales sera de préparer le marché à une normalisation souhaitable et à des retraits de liquidité sans que les marchés obligataires en soit trop fortement impactés.

Ces dernières semaines les taux core 10 ans se sont tendus sans affecter le marché actions. Il nous semble que le niveau atteint (3,02 % pour le 10 ans US et 1,95 % pour le 10 ans Allemand) nous protège à court terme d'une remontée supplé-

mentaire et devrait permettre aux classes d'actifs risquées de continuer leurs appréciations.

Nous avons profité de la faiblesse que le marché US a connu en début de mois pour renforcer l'exposition actions (+5 %). Nous avons également vendu les actions chinoises pour nous repositionner sur le marché japonais qui nous paraît toujours plus attractif.

Nous n'avons pas bougé l'exposition obligataire globale toujours répartie entre du High Yield et des taux périphériques, qui offrent pour les deux classes d'actifs un rendement attractif.

Le socle d'actifs d'arbitrage (actions + taux) est resté stable à 15 %.

Nous sommes toujours absents du marché obligataire core.

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.