

Orientations et Stratégie n°143

Lettre mensuelle de La Française AM | Février 2014 - Achevée de rédiger le 03 | 02 | 2014

Regard sur les marchés

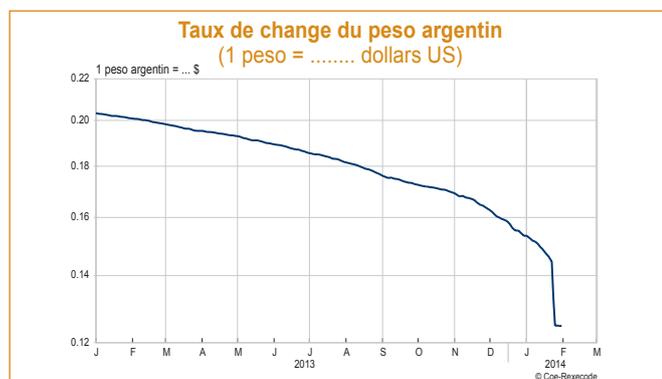
Après une fin d'année 2013 excellente, **les marchés doutent et les bourses sont plus qu'hésitantes...** A New York, janvier se solde par une baisse de - 3,50 % pour le S&P 500 et de - 1,70 % pour le Nasdaq. En Europe, si l'on exclut le MIB italien, tous les indices sont franchement dans le rouge et le CAC 40, l'EuroStoxx50, le DAX et le Fointsie perdent tous environ 3 % depuis le 1^{er} janvier. L'indice japonais chute de 8,50 % et le MSCI Émergents de près de 7 % ! De quoi alimenter les superstitions et faire craindre un mauvais présage pour l'année 2014... D'autant que sur le front obligataire, les mouvements observés sur **les dettes gouvernementales américaine ou allemande confortent l'idée d'un tassement marqué de l'appétit au risque, puisque leurs rendements opèrent sur le mois un repli d'environ 30BP** ! Autre signal de ce revirement d'humeur, le rebond marqué de l'or ou de la volatilité... Et pourtant, l'idée d'une reprise mondiale, certes modérée et non synchronisée entre les diverses zones, reste le scénario central d'un large nombre d'observateurs, mais force est de constater que dominant actuellement les forces baissières. Alors quelles sont les raisons de ces états d'âme, et sont-elles susceptibles de perdurer jusqu'à fragiliser la bonne tendance observée depuis 18 mois ?

• **La Chine, tout d'abord, inquiète à double titre.** Parce que domine, en raison d'indicateurs PMI en net tassement, le sentiment d'un ralentissement plus rapide que prévu de la croissance chinoise, et que s'y superpose la difficulté d'assainir et de libéraliser sans heurts le secteur financier. Le récent traitement dirigiste, par les autorités locales, du potentiel défaut sur un produit de gestion de fortune, a soulagé à court terme les observateurs sans les rassurer sur les issues possibles au problème de la finance de l'ombre. Il faut toutefois noter que **la décélération du PIB reste sous contrôle** un peu au-dessus de 7,5 %, et que sa décomposition fin 2013 montre une amélioration de la contribution de la consommation, alors que celles de l'externe et de l'investissement marquent le pas, confortant ainsi l'amorce d'un rééquilibrage. Le pire n'est donc pas certain...

- Mais **c'est toute la sphère émergente qui jette le trouble avec de nouvelles secousses majeures sur les devises** (peso argentin, livre turque, rouble...) qui touchent principalement les pays dont les fondamentaux sont fragiles (inflation, déficit courant, poids de la dette à court terme...) et poussent leurs banques centrales à des mesures brutales voire drastiques (425BP de hausse du taux directeur en Turquie !), avec un impact fatalement très négatif sur le pouvoir d'achat des agents économiques locaux, et des conséquences sur le momentum de la croissance mondiale.
- C'est bien sûr l'imminence d'une **nouvelle réduction des achats d'actifs par la FED qui a déclenché ce nouvel accès de fièvre**, anticipation confirmée sans surprise depuis. Mais il devient également plus complexe, face à une conjoncture économique anglaise qui surprend positivement, de bien décoder ce que sera demain la politique monétaire de la Bank of England...alors que la BCE devra continuer à prendre en compte le risque déflationniste en zone euro et la BOJ poursuivre ses injections de liquidités !
- Enfin, les premiers éléments que nous livre la saison **des résultats des entreprises aux Etats-Unis et en Europe, militent pour une certaine circonspection.** La moitié des sociétés américaines ont publié, et l'ensemble fait ressortir des chiffres d'affaires en ligne et des résultats un peu meilleurs qu'attendu, avec de fortes disparités sectorielles (positives pour industrie, pétrole et santé, négatives pour consommation, techno et financières). En Europe en revanche, il est tôt pour un bilan mais les déceptions sont nombreuses, tant côté ventes que bénéfices. Rien donc qui ne puisse justifier des valorisations boursières tendues... **On le voit, si le scénario central ne paraît pas remis en cause, l'équilibre de ces facteurs s'est détérioré, les flux mondiaux se réorientent vers des positions nettement plus défensives et contribuent à la résurgence de la volatilité, 2014 ne sera pas un long fleuve tranquille !**

La conjoncture mondiale poursuit son mouvement de lente amélioration avec en contrepoint un déplacement des risques depuis les pays développés vers les pays émergents. La zone euro a résisté aux chocs et les craintes sur sa stabilité se sont éloignées. En revanche, les risques se sont accentués dans les pays émergents comme la Turquie, l'Argentine, l'Indonésie, dont les devises ont fortement chuté. Le real brésilien et le peso chilien ont aussi été entraînés à la baisse ce qui fait craindre une contagion de la crise des monnaies. Le décrochage des taux de change et les resserrements monétaires menacent ces pays d'une accélération de l'inflation, ils imposent des réactions monétaires et ils perturbent les marchés boursiers mondiaux. La Chine est à l'écart des risques de change, les craintes portent plutôt sur la maîtrise de la distribution de crédit.

Le taux de chômage aux Etats-Unis est en recul régulier. Le début de normalisation de la politique monétaire américaine a précipité le reflux des capitaux à partir des pays émergents les plus fragiles comme le montre par exemple l'accélération de la chute du peso argentin.



La reprise de la croissance américaine se confirme. La production industrielle a plutôt accéléré depuis le début 2013. Les commandes nouvelles de biens de consommation et de biens durables augmentent sensiblement. Malgré sa rechute en janvier, nous estimons que l'indice ISM (indice d'opinion des directeurs d'achat) du secteur manufacturier traduit la poursuite d'une expansion industrielle satisfaisante. L'indice ISM des activités de services est en revanche retombé au-dessous de 55, reflétant une croissance moins vigoureuse dans les secteurs de services. Les créations d'emplois restent tendanciellement entre 180 000 et 200 000 par mois. Le taux de chômage est passé à moins de 7 % et semble devoir poursuivre son recul. La croissance s'affirme dans un contexte très peu inflationniste, l'inflation sous-jacente étant inférieure à 2 % l'an. Le déficit du budget fédéral est revenu de 1 600 milliards de dollars en rythme annuel en 2009 à environ 500 milliards de dollars au début de l'année 2013. La réduction du déficit semble depuis marquer le pas. Les profits des entreprises augmentent modérément. **Au total, l'expansion américaine devrait se maintenir entre 2,5 % et 3 % l'an au cours de la période prochaine après un troisième trimestre, rappelons-le, à plus de 3 % l'an.**

Dans la zone euro, la production industrielle, qui avait stagné une grande partie de l'année 2013, paraît se réveiller. Selon les enquêtes européennes, les tendances de la production comme le climat des affaires dans l'industrie sont revenus en territoire positif. Dans la construction, le climat des affaires reste médiocre, proche de ses points bas passés, alors que l'indice de confiance des consommateurs et le climat des affaires dans le commerce de détail ont presque rejoint leurs moyennes passées. On peut s'attendre à un taux de croissance de la zone euro assez nettement positif au quatrième trimestre, mais qui laisse tout de même un taux d'utilisation des capacités de production extrêmement bas. L'inflation dans la zone euro est très faible, 0,8 % en glissement annuel, près de zéro sur les deux derniers mois. **La masse monétaire M3 de la zone euro ne progresse qu'au rythme de 1,5 % l'an et les encours de prêts au secteur privé résident sont toujours en contraction. Les conditions de distribution de crédit se sont toutefois desserrées.**

Perspectives économiques

L'année 2013 se termine mieux qu'elle n'avait commencé, ce qui suscite l'espoir d'une vraie reprise économique. L'apaisement des tensions sur les dettes souveraines européennes, l'espoir d'amélioration des perspectives de croissance et les liquidités abondamment fournies par les Banques centrales ont provoqué un **déplacement de masses de capitaux d'une part des marchés de taux vers les marchés d'actions, d'autre part des pays émergents vers les pays développés**. Les cours des actions des pays émergents ont perdu en moyenne de l'ordre de 8 % de leur valeur en euros, les prix des commodities ont baissé pour la plupart, la plus forte baisse concernant l'or (-30 %). La performance des obligations d'Etat "core" (Etats-Unis, Allemagne) a été négative. Les monnaies autres que l'euro ont perdu 4 % pour le dollar, 12 % pour le yen. Les prix de l'immobilier de logement sont relativement dispersés avec des baisses en France et en Espagne et des hausses aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et pour la première fois depuis longtemps en Allemagne.

Notre perspective économique est que le cycle de l'économie réelle mondiale, amorcé en 2011 – que la zone euro semble désormais vouloir rejoindre – se poursuivra en 2014 avec une très légère accélération. Le démarrage du cycle financier reste en revanche bridé et ne s'amorce que très lentement. Le volume des introductions en bourse est encore modeste dans la zone euro ainsi qu'aux Etats-Unis où

les rachats d'actions l'emportent sur les émissions. Une reprise des introductions est toutefois attendue. Le volume des fusions-acquisitions est à un point bas sans donner beaucoup de signes de rebond. Le capital investissement a relativement résisté. L'activité des fonds est positive mais les capitaux liquides s'accumulent sans s'investir. C'est une chance pour la reprise, pour l'instant c'est l'insuffisance des opportunités qui l'emporte. Le taux de défaut des obligations des entreprises reste bas.

Le principal risque récent concerne les pays émergents et il est concentré sur quelques pays comme l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du sud, la Turquie, le Brésil, l'Argentine où il vient de se manifester brutalement. Les politiques monétaires restent accommodantes et la liquidité croissante. Il est probable que les points les plus bas des taux à long terme sont maintenant derrière nous, mais les perspectives d'inflation basse sont plutôt favorables au maintien de taux bas.

En conclusion, la voie se dégage pour un nouveau cycle financier. Pour que ce nouveau cycle puisse véritablement prendre son essor, il faudrait que l'économie réelle confirme qu'il s'agit bien d'un vrai redémarrage. Celui-ci est en cours aux Etats-Unis, il est peut-être amorcé, de façon encore peu assurée, dans la zone euro, tandis que les pays émergents sont et resteront dans une phase de ralentissement et d'incertitude en 2014.

Nous maintenons un scénario de poursuite de la reprise américaine et de sortie de récession en zone euro. La croissance mondiale, encore très modérée, ne justifierait pas un changement de rythme de l'inflation qui resterait faible sauf dans les pays émergents dont les monnaies ont chuté. Les taux d'intérêt directeurs resteraient très bas, les taux longs augmenteraient légèrement en demeurant au-dessous de leur cible de moyen terme.

Scénario de référence pour 2014		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	1,90	3,00
	Zone euro	- 0,40	0,70
Taux d'inflation*	États-Unis	1,50	1,80
	Zone euro	1,20	1,50
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	0,25	0,25
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,00	3,50
	OAT	2,44	2,75

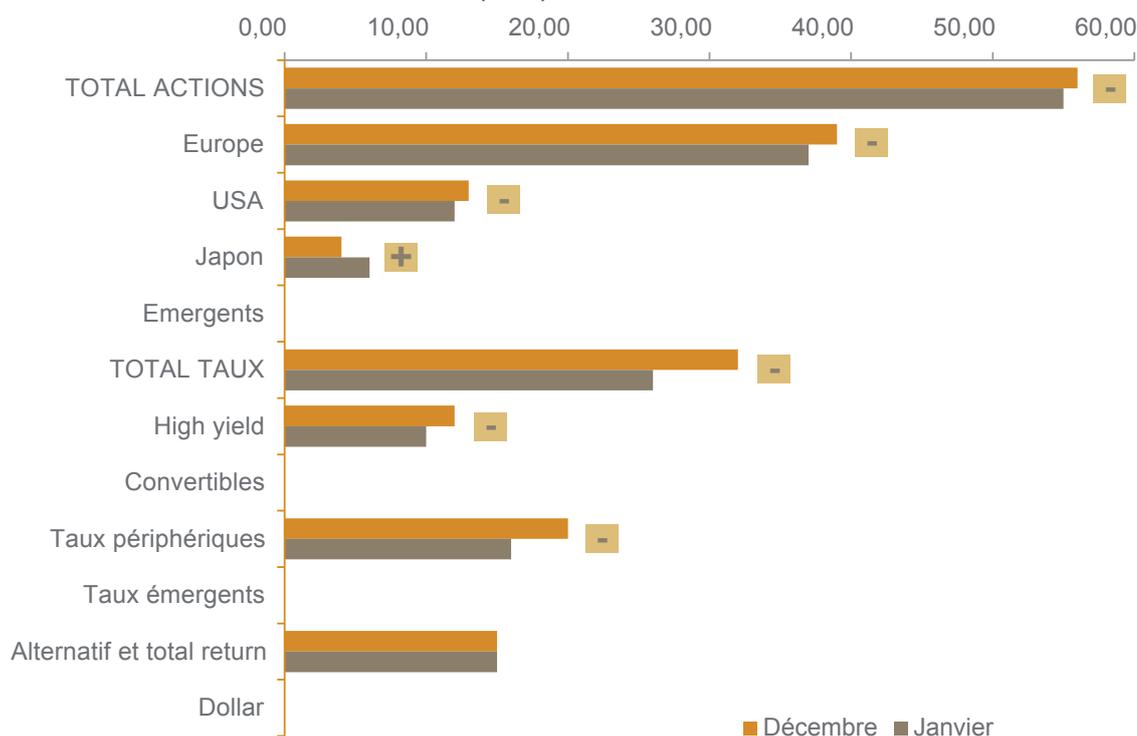
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



La valse des changes

Les violentes baisses des devises émergentes et les perspectives prudentes annoncées lors de la publication des résultats aux USA, ont eu raison de la dynamique haussière des indices actions qui prévalait depuis plusieurs mois. En l'absence de catalyseur nettement haussier et en dépit d'un consensus de place toujours très favorable aux actions, les marchés ont amorcé depuis une dizaine de jours une consolidation significative, sur toutes les zones géographiques...

Nous sommes, toujours absents des marchés émergents, actions et taux, pour lesquels la visibilité reste faible : la forte baisse récente et la valorisation certainement attractive ne constituent pas un support suffisamment fort pour résister à des flux vendeurs toujours dominants. La confirmation du tapering de 10 milliards supplémentaires n'arrange rien, même si cette décision de la Fed était attendue.

Nous n'avons pas modifié fortement l'allocation de notre portefeuille : la part actions est de 55 % (nous étions à 62 % début janvier) avec une surpondération européenne par rapport aux USA et au Japon... Nous avons conservé les positions obligataires High Yield et périphériques afin de profiter du portage très rémunérateur dans ce contexte de taux toujours très bas.

Nous restons persuadés que le désordre que les marchés connaissent actuellement ne remet pas en cause le scénario de reprise graduelle de la croissance mondiale avec une appréciation des marchés actions, tirés par des perspectives de résultats d'entreprises en progression pour 2014. Néanmoins nous restons attentifs à l'évolution que les zones émergentes vont connaître, conscients qu'une dégradation supplémentaire pourrait avoir un impact plus important que prévu sur le reste du monde.

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.