

# Orientations et Stratégie n°144

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

## Regard sur les marchés

Les turbulences de janvier sur la sphère émergente, qui avaient impacté l'ensemble des classes d'actifs risquées et profité aux valeurs refuge, se sont estompées en Février. **Le sentiment des investisseurs s'est amélioré, considérant que la reprise des économies développées demeurerait intacte.**

Les marchés d'actions ont, dans l'ensemble rebondi de l'ordre de +4%, l'indice S&P500 atteignant de nouveaux plus hauts historiques. Seul l'indice Nikkei en Yen est resté relativement étal sur la période. **Les publications micro-économiques et l'activité en M&A ont constitué des facteurs de soutien.**

**Au Japon**, la correction de janvier sur les marchés d'actions, largement imputable aux sorties d'investisseurs non-résidents peut s'expliquer par les craintes associées au relèvement de la TVA en avril. **Le gouvernement a néanmoins martelé sa volonté de mettre en œuvre les mesures destinées à soutenir la consommation, tandis que la banque centrale reste à pied d'œuvre pour injecter des liquidités.** Les derniers indicateurs publiés (marché du travail, dépenses de consommation, production manufacturière, "core inflation" au plus haut de 5 ans) semblent pourtant valider le pari de la BOJ de sortie du pays de la déflation.

**Aux Etats-Unis, la lecture des indicateurs macro-économiques d'activité** (ISM manufacturier et chiffres de l'emploi) **est polluée par les conditions climatiques récentes.**

Néanmoins, les investisseurs ont préféré observer la bonne performance globale de l'économie américaine et considérer le caractère non récurrent de ces éléments. Les publications des sociétés ont plutôt rassuré et le M&A s'est révélé toujours actif. Sur le front des banques centrales, la nouvelle "chairman" de la FED poursuit le travail de communication de son prédécesseur, notamment sur la réduction progressive et pragmatique du programme mensuel de rachat d'actifs. En zone euro, malgré le ralentissement de l'inflation, une distribution de crédits bancaires au ralenti probablement impactée par l'AQR et les tests de résistance, la BCE n'a pas pris de nouvelles mesures. Le Refi est maintenu à 0,25% et aucune injection de liquidités n'a été mise en place. Mario Draghi rejette toujours l'idée d'un

risque déflationniste. **La BCE est en attente de nouvelles données avant d'intervenir, mais toutes les options restent ouvertes.** Le mois prochain, la Banque Centrale communiquera ses prévisions de croissance et d'inflation. La BCE pourrait se décider à agir en mars, une fois qu'elle aura plus d'éléments à sa disposition pour évaluer la situation. L'institut anticipe que l'activité économique devrait reprendre graduellement au second semestre 2014, grâce au caractère accommodant de la politique monétaire actuelle.

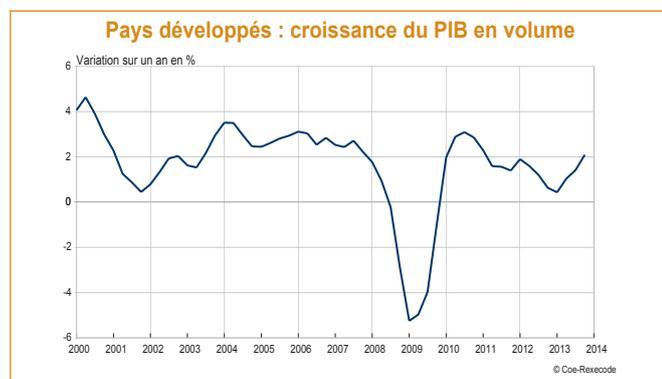
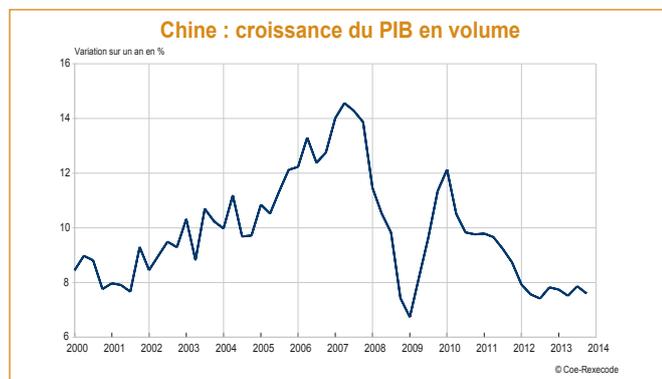
**En zone euro, la dernière publication des PMI manufacturiers s'est avérée très encourageante notamment au travers de l'amélioration observée dans les pays périphériques de la zone.** Signe de cette embellie, l'agence de notation financière Moody's a relevé d'un cran la note de solvabilité à long terme de l'Espagne, en l'accompagnant d'une perspective positive. En novembre, Standard & Poor's et Fitch Ratings avaient toutes les deux relevé à stable la perspective assortie à la note qu'elles attribuaient au pays, soit respectivement BBB- et BBB. Les agences plébiscitent les réformes structurelles engagées par Madrid pour rendre le pays de nouveau compétitif (réformes du marché du travail, du système des retraites et restructuration du système bancaire). "Ces efforts soutiennent l'idée d'une croissance à moyen terme plus solide et durable et d'une amélioration des comptes publics", souligne l'agence de notation.

Quant aux marchés émergents, une certaine accalmie a été observée, après le stress de janvier, avant que l'épisode ukrainien vienne ajouter une dimension géopolitique au ralentissement économique qui avait alimenté les craintes en début d'année, sur fond de stress sur les devises.

**Si les perspectives globales d'activité restent favorablement orientées, des facteurs de risque subsistent à court terme** (tensions politiques en Ukraine, pression baissière sur les devises émergentes, indicateurs d'activité en demi-teinte au Japon et en Chine) **propices à des épisodes de volatilité.** Les phases de correction nous semblent, à ce titre, plutôt propices à des achats tactiques, dans une approche de moyen terme.

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit à un rythme proche de sa tendance longue, un peu au-dessus de 3,5 % l'an. C'est un rythme d'équilibre pour les marchés des commodities mondiales comme le confirme la stabilité générale des prix du pétrole et des matières premières. Par ailleurs, **les facteurs de risque se sont dans l'ensemble atténués dans la période récente**. Du côté de la zone euro, les garanties affichées par la BCE, les nouveaux mécanismes de soutien financier et de surveillance budgétaire et les efforts de compétitivité-coût dans les pays périphériques (l'Espagne notamment) ont éloigné la menace de tensions. Les rendements des obligations publiques ont encore baissé depuis le début de l'année. Le taux à dix ans espagnol est revenu au-dessous de ses niveaux d'avant la crise. On observera toutefois que l'inflation était à l'époque de l'ordre de 3 % en Espagne et qu'elle est actuellement proche

Le taux de croissance de la Chine (glissement sur un an) a fortement accéléré de 2000 à 2007, contribuant largement à la vague d'expansion mondiale. Après la crise financière et le rebond de sortie de récession, un rythme plus mesuré a été trouvé. La croissance des pays développés a enregistré plus fortement les effets de la crise et les effets de la deuxième récession européenne. Elle revient vers une tendance de long terme.



de zéro, ce qui conduit à des taux réels très différents. Du côté des pays émergents, après les mouvements de capitaux liés à l'inflexion de la politique monétaire américaine, les hausses de taux des banques centrales de plusieurs pays (Inde, Brésil, Indonésie, Turquie) ont ramené un calme relatif sur les marchés des changes. La confirmation d'une croissance mondiale modérée mais régulière et le recul apparent des facteurs de risque constituent actuellement un environnement favorable pour les marchés d'actions.

**La croissance chinoise a clairement changé de tendance depuis 2011** comme le montre le graphique ci-contre. Le rythme d'expansion de la production industrielle est passé de plus de 15 % l'an avant 2011 à environ 10 % l'an depuis. La surface totale des constructions terminées augmentait de 15 % par an avant 2011, elle est stable depuis. Les exportations et l'investissement restent les premiers moteurs de croissance et ils ne paraissent pas menacés. Cependant, l'indice PMI-Markit du climat des affaires dans l'industrie a baissé depuis le début 2014 un peu au-dessous de la ligne d'équilibre des 50.

L'économie américaine a été perturbée par les intempéries de la fin 2013 et du début de 2014. La production, la consommation, la construction, les créations d'emploi ont marqué des décrochements qui reflètent ces perturbations. Celles-ci devraient se corriger dans la mesure où nous ne voyons pas de raisons de mise en cause des mécanismes de la reprise. **Il conviendra toutefois de surveiller les indicateurs de conjoncture américains de février et mars afin de s'assurer qu'il s'agisse bien d'un aléa temporaire**. Dans la zone euro, la sortie de récession se confirme avec beaucoup d'hésitations. La production industrielle hors bâtiment augmente à peine, le climat des affaires dans la construction stagne à un niveau historiquement bas et le volume des ventes au détail a nettement rechuté après l'été 2013. Les enquêtes d'Eurostat comme les indices PMI sont revenus en territoire positif mais ils marquent le pas depuis le début de l'année. L'inflation sous-jacente continue de se tasser et la masse monétaire est presque stagnante. Au total, les informations récentes ne suggèrent pas de renforcement de la croissance mondiale au cours des tout derniers mois.

# Perspectives économiques

Les derniers indicateurs avancés de l'OCDE anticipent pour les six prochains mois, selon les termes du communiqué de l'organisation, une "croissance autour de la tendance" en Asie, au Canada, au Royaume-Uni, au Brésil, en Russie, en Chine et en France, une "inflexion positive de la croissance" en Italie, et une "consolidation de la croissance" aux Etats-Unis. Dans la présentation de ces indices, la principale hésitation se situe entre "croissance autour de la tendance" et "inflexion positive de la croissance". **La prévision moyenne des instituts suivis par Consensus Forecasts est une légère augmentation du taux de croissance dans l'ensemble des régions du monde en 2014 par rapport à 2013** et, plus modestement, en 2015. Le prix du pétrole resterait alors dans une zone de 100 à 115 dollars le baril, avec plutôt un risque bas. L'inflation serait autour de 1,5 point aux Etats-Unis et proche de 1 % dans la zone euro. La balance courante des Etats-Unis se réduirait et les déficits des administrations publiques seraient en recul.

La Commission européenne vient de publier des perspectives similaires au consensus. Selon ces perspectives, le taux de croissance de la zone euro serait de 1,2 % en 2014 et de 1,8 % en 2015, le taux d'inflation respectivement de 1,0 % et 1,3 %. Un tel retour de la croissance s'accompagnerait d'une très légère baisse du chômage à partir de 2015. **Les points de vigilance concernent la France où le déficit reste supérieur à 4 % du PIB et l'Espagne où le déficit reste proche de 7 % du PIB.**

**L'inquiétude sur les pays émergents demeure** si l'on en juge par le niveau du spread EMBI, qui a retrouvé des niveaux élevés,

et par le ratio entre le cours boursier moyen des pays émergents et le cours moyen des pays développés. Sur la base 100, fin 2005, ce ratio était monté à 180 fin 2010. Il est retombé depuis à 150 début 2013 puis à 115 depuis, sans donner pour l'instant de signe de redressement. Les chercheurs de l'Institut International de Finance soulignent la sensibilité des investisseurs au risque, mais ils n'anticipent pas pour 2014 une poursuite du mouvement de retrait des capitaux des zones émergentes. Ils envisagent toujours un rebond graduel des entrées de capitaux et ils ont même révisé en hausse leurs prévisions d'octobre dernier.

La reprise économique mondiale sera largement commandée par la reprise de l'investissement et notamment par celle de l'investissement en biens d'équipement. Celle-ci avait fortement rebondi dans la zone OCDE en 2010 et 2011, au rythme de 6 à 7 % l'an. Ce rebond avait concerné la plupart des régions. L'investissement en biens d'équipement s'est retourné en 2012 dans la zone euro et en 2013 (plus modestement) au Japon. Il a simplement ralenti aux Etats-Unis. Le nouveau cycle d'investissement a été contrarié en 2011 et 2012 par la crise de la zone euro, mais il devrait reprendre progressivement. **Plusieurs obstacles brident encore le redémarrage de l'investissement** : sous-emploi des capacités de production et priorité donnée par les entreprises au désendettement. Ces obstacles devraient se lever lentement en 2014 et 2015 avec la détente des conditions du crédit bancaire et le recul des capacités de production inemployées sous réserve que les événements géopolitiques autour de l'Ukraine ne viennent pas susciter une nouvelle vague d'attentisme.

## 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	1,10
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

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. Nous révisons même en baisse l'inflation de la zone euro. Les taux d'intérêt directeurs resteraient très bas, les taux longs augmenteraient légèrement en demeurant au-dessous de leur cible de moyen terme.

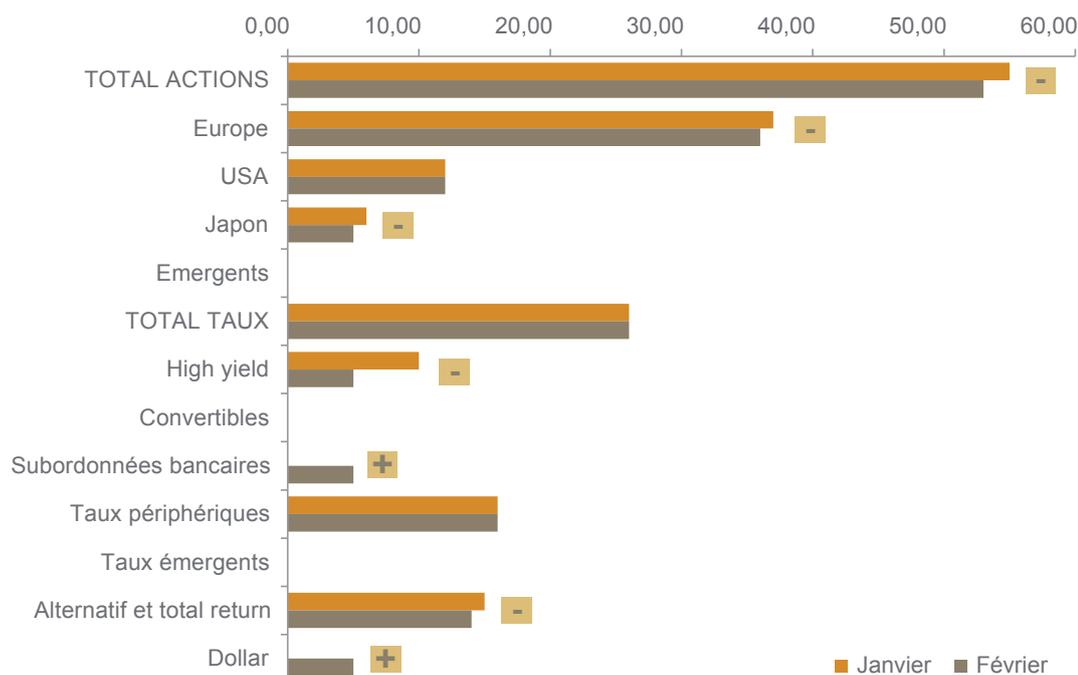
\*Moyenne annuelle - \*\*En fin d'année

# 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 %)



## "En attendant Draghi..."

Le débat sur les risques déflationnistes en zone euro alimente les chroniques, alimenté par l'ajustement de l'activité et des salaires nominaux dans plusieurs pays. La réunion du 6 mars sera, à ce titre, importante au regard des annonces qui pourraient être faites. La reprise graduelle des économies développées semble sur les rails. Néanmoins, en Europe, les publications trimestrielles des sociétés seront un révélateur de cette amélioration conjoncturelle. Le levier opérationnel et les croissances bénéficiaires vont être observés avec la plus grande attention.

Nous avons maintenu notre biais positif sur les actifs risqués, en privilégiant les actions européennes et japonaises, au sein du portefeuille. Les actions américaines, bien que moins attractives en termes de valorisation relative, restent présentes en

portefeuille, compte tenu de la visibilité sur la croissance US et de la moindre volatilité de ce marché. Quelques arbitrages ont été réalisés entre le marché italien et espagnol, prenant acte du momentum positif sur l'activité de la péninsule ibérique, ainsi qu'illustré par l'annonce de Moody's sur la note de solvabilité à long terme de l'Espagne. Sur la partie obligataire du portefeuille, un arbitrage a été réalisé entre le High Yield US, pour des questions de cherté relative au profit de la dette subordonnée bancaire, en anticipation de l'AQR, qui devrait conduire les banques de la zone euro à émettre de nouvelles souches à des niveaux de rendements attractifs. Nous avons maintenu notre poids sur la dette périphérique italienne, alors que le taux du 10 ans italien est revenu sur ses niveaux de fin 2005.

*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.*