

Orientations et Stratégie n°145

Lettre mensuelle de La Française AM | Avril 2014 - Achevée de rédiger le 04 | 04 | 2014

Regard sur les marchés

Les grands indices actions terminent le trimestre sans grande tendance et proches de leurs niveaux de début d'année. Seul le Japon affiche un repli marqué sur 3 mois (-8,98 % pour l'indice Nikkei). **L'épisode ukrainien et les doutes sur la croissance et le système financier chinois n'ont pas impacté durablement le sentiment des investisseurs toujours favorables à la classe d'actifs actions.** Les marchés émergents ont d'ailleurs rebondi en fin de mois pour se rapprocher de l'équilibre (-1,4 % pour l'indice MSCI Emerging markets en devises locales sur 3 mois).

En dépit de deux courtes corrections de l'ordre de -6% en janvier et février sur les indices actions Europe, **les flux entrants positifs depuis plus de 8 mois témoignent de l'appétit des investisseurs pour les actions européennes. Les indices actions US plafonnent sous leurs plus hauts historiques,** la valorisation de certains segments (valeurs moyennes, secteur technologique entre autres) apparaissant désormais au prix, dans un contexte de reprise de la croissance américaine plus modérée. Sur le front des actions émergentes, on observe, au 1^{er} trimestre, une poursuite des flux négatifs enregistrés depuis l'été 2013.

A noter néanmoins le retour des flux et le fort rebond de la classe d'actifs sur la deuxième partie du mois : ainsi, l'indice brésilien affiche une performance de +6,7% au mois de mars. La dette émergente s'illustre également sur le mois, avec quelques flux positifs en fin de période, et des performances positives (+3,03 % pour la dette exprimée en devises locales dont une large partie émanant à l'appréciation des devises émergentes).

En chine, les chiffres économiques publiés témoignent uniformément d'un ralentissement plus marqué de la croissance, laissant penser aux investisseurs que des mesures de relance pourraient être annoncées. Face à la spéculation sur la devise chinoise, les autorités encadrent une dérive modérée de leur devise (Yuan en recul de près de -3 % vs USD à fin mars). Le niveau de valorisation du marché chinois reflète néanmoins ce manque de dynamisme, passager pour certains.

Au Japon, les investisseurs, notamment non-résidents, se

sont massivement détournés, depuis deux mois, des actions nippones, dans l'attente des chiffres de consommation une fois la hausse des taxes de début avril mise en œuvre et d'une action supplémentaire de la BOJ. **Au-delà de la volatilité intrinsèque à ce marché, sa valorisation reste attractive, au regard notamment des perspectives de croissance bénéficiaire des sociétés pour 2014 et 2015 et de la détermination de la BOJ à augmenter son programme si nécessaire.**

L'Euro est demeuré fort contre les autres devises, le risque déflationniste en zone euro rendant plus plausible une action de la BCE, sur laquelle les investisseurs restent dubitatifs pour l'instant. Pourtant, les taux à 5 ans italien, espagnol et irlandais ont atteint des niveaux historiquement bas en fin de mois, le ralentissement de l'inflation dans la zone ayant alimenté la spéculation sur davantage de stimulus monétaire de la BCE lors de sa réunion du 03 avril. Le taux 2 ans italien est passé sous le 2 ans UK pour la première fois depuis 2009. Au demeurant, la reprise économique de la zone semble se profiler et la restauration du bilan des banques européennes se poursuit, en préparation des stress tests de la BCE.

Le FOMC a réitéré son message d'une politique de taux bas des fonds fédéraux "pendant une période considérable après la fin du programme de rachats d'actifs", **même s'il a quelque peu surpris les marchés en laissant entrevoir une hausse probable des taux courts 6 mois après la fin du programme de rachats d'actifs, censé s'achever en octobre, au rythme actuel.** En outre, il a étendu les indicateurs prospectifs pré-alables à une modification de sa politique monétaire (forward guidance) à des mesures plus qualitatives, le seul niveau cible du taux de chômage étant en passe d'être atteint. Le 10 ans US est légèrement remonté mais reste très encadré pour le moment, sous les 2,75 % en fin de mois.

Les taux d'intérêt et la liquidité mondiale d'une part, la reprise modérée et mieux répartie de la croissance globale et les séquences bénéficiaires des sociétés, d'autre part, constituent autant d'atouts pour les marchés d'actions en 2014, toutes choses égales par ailleurs.

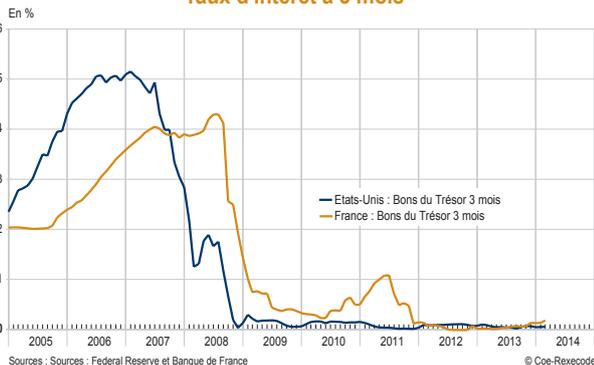
La croissance mondiale reste un peu en-dessous de sa tendance longue et ne parvient pas encore à accélérer. La production de certains métaux de base comme l'acier et l'aluminium a même rechuté en début d'année ce qui a sans doute permis d'enrayer la baisse des prix mais ne traduit pas une forte demande. En revanche, la production mondiale de pétrole reste abondante et elle continue d'augmenter. La production de l'OPEP, qui avait beaucoup diminué en 2012 puis jusqu'à l'automne 2013, est stable depuis lors. La production des pays hors OPEP augmente en revanche. Par ailleurs la demande nette des Etats-Unis recule en raison de l'apport intérieur du pétrole non conventionnel. Au total, le prix courant du baril de Brent est stable et l'anticipation du marché n'est pas à la hausse. Ces évolutions traduisent très probablement un tassement de la croissance chinoise et de certains pays émergents.

Le premier graphique rapproche le taux de variation de la masse monétaire aux Etats-Unis (M2) et dans la zone euro (M3). L'expansion monétaire aux Etats-Unis fluctue autour de 6 % l'an. Dans la zone euro, la masse monétaire M3 (ensemble des liquidités des agents privés), plus directement liée au crédit bancaire, est passée d'un taux d'expansion de 12 % avant la crise à zéro avant de remonter un peu. Elle est toujours modeste. Le décalage des taux d'intérêt à 3 mois est visible sur le deuxième graphique, les taux s'étant désormais rejoints à un très bas niveau.

Taux de variation de la masse monétaire sur 12 mois



Taux d'intérêt à 3 mois



Aux Etats-Unis la lisibilité des indicateurs n'est pas encore totalement rétablie après les perturbations climatiques du début de l'année. Les indices de conjoncture continuent de refléter une **reprise à pas comptés sans obstacles significatifs devant elle** susceptibles de la bloquer mais sans signes d'accélération. Les mauvais indices des directeurs d'achats du début d'année n'ont pas été pour l'instant compensés. Cependant les indices de confiance des ménages remontent régulièrement, le chômage poursuit son recul, les hausses de salaires s'accroissent, les dépenses de construction augmentent et les deux principaux déséquilibres financiers se résorbent. C'est le cas du déficit du budget fédéral mais aussi du déficit extérieur courant revenu au voisinage de 2 % du PIB. Le frein à une reprise plus vigoureuse de la consommation est la faiblesse du taux d'épargne des ménages alors que l'encours de crédit à la consommation rapporté au revenu disponible a déjà retrouvé son niveau d'avant la crise financière.

Dans la zone euro la conjoncture poursuit son mouvement de lente amélioration. Les indices PMI qui mesurent l'évolution des opinions des directeurs d'achat sont en nette remontée dans l'industrie, plus hésitantes dans les services. L'enquête analogue mais plus complète menée par Eurostat tempère le diagnostic. Les soldes d'opinion des chefs d'entreprises interrogés sont remontés au voisinage de leur moyenne passée puis stagnent depuis quelques mois. La confiance des consommateurs est presque revenue à la moyenne passée. Cela se traduit pour l'instant par une reprise des ventes au détail qui restent sans orientation claire. Les conditions d'accès au crédit bancaire se sont détendues sans déclencher pour autant une reprise de la distribution de crédit.

L'élément positif qui dénote dans le paysage économique mondial est **la performance du Japon** qui enregistre un fort rebond industriel. Le climat des affaires dans les grandes entreprises a retrouvé son niveau élevé de 2005-2006. Le taux d'inflation se maintient depuis plusieurs mois au voisinage de 2 % l'an. L'incertitude demeure sur la reprise effective des salaires et sur les effets des resserrements budgétaires et fiscaux attendus très prochainement. Il s'est clairement passé quelque chose au Japon sous l'effet de la politique d'expansion monétaire et de la baisse du change du yen. Compte tenu des délais de diffusion dans l'économie, l'incertitude sur le caractère pérenne du rebond japonais demeurera jusqu'à l'automne prochain.

Perspectives économiques

Au-delà des aléas de court terme, notre diagnostic pour les années 2014 et 2015 reste à peu près inchangé. **Les pays émergents sont dans une phase de ralentissement qui devrait trouver un socle assez rapidement** au voisinage d'un taux de 4,5 à 5 % l'an. La reprise américaine repose sur des bases saines et elle se prolongera en 2014 et 2015. La zone euro restera une zone de faible croissance et de fragilité, faute de moteurs de demande intérieure et de convergence réelle et financière suffisante des économies nationales comme le **montre l'évolution préoccupante des déficits publics français et espagnols**.

Dans les pays émergents la croissance a été bridée par la réapparition de déséquilibres macroéconomiques et par de fortes baisses du taux de change dans plusieurs grands pays. La menace d'inflation paraît limitée en raison de la pression modérée de la demande finale. La dépréciation de la devise équivaut à un prélèvement sur le pouvoir d'achat des agents intérieurs qui doivent payer plus cher les produits importés. Ce prélèvement représente de l'ordre d'un demi-point du PIB mondial. La remontée de l'écart de taux d'intérêt avec les taux américains (spread EMBI de JP Morgan) jusqu'à 400 points de base au début février témoigne de la remontée du risque perçu par les marchés. **On observe toutefois depuis, une nette réduction de ce spread, une réappréciation de plusieurs devises qui avaient fortement chuté** et plus globalement une remontée des cours moyen des actions des pays émergents. En Chine plusieurs indicateurs semblent fléchir et le système financier est confronté à plusieurs défauts de paiement. Si la

menace est réelle, la Chine semble en mesure de juguler tout risque systémique et de soutenir s'il le faut la croissance à son rythme plus modéré actuel.

Dans la zone euro la crainte déflationniste s'est invitée dans le débat en octobre 2013 lorsque le glissement moyen annuel du taux d'inflation est tombé à moins de 1 %. La baisse surprise du taux de refinancement de la Banque Centrale Européenne en novembre dernier a renforcé cette crainte. M. Draghi a pourtant indiqué dans son introduction à la conférence de presse du 6 mars qu'il tablait sur la persistance du taux d'inflation au voisinage de son niveau actuel encore quelques mois puis que ce taux devrait remonter graduellement vers 2 %. Les prévisions d'inflation des services économiques de la BCE sont de 1 % en 2014, 1,3 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Nous soutenons cette perspective en rappelant que le recul de l'inflation en 2013 était du en partie à des facteurs externes (notamment à l'évolution des prix mondiaux des produits de base), en partie à des facteurs internes (effet retardé de la récession sur les marges et les salaires). **Ces facteurs en désinflation devraient s'atténuer, voire s'inverser si l'on souscrit à la perspective d'une activité se renforçant un peu**. Ce qui reste probable c'est que même si elle était en légère accélération la croissance européenne restera molle, l'inflation faible, la menace de rechute européenne latente. La BCE sera tentée de stimuler la conjoncture par de nouvelles initiatives que l'assouplissement du discours de la Bundesbank semble faciliter, mais, comme le montre le graphique de la page 2, ses marges d'action sont très limitées.

Scénario de référence pour 2014

Scénario de référence pour 2014		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	1,90	3,00
	Zone euro	- 0,40	0,80
Taux d'inflation*	États-Unis	1,50	1,70
	Zone euro	1,20	1,00
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	2,50

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. Les taux d'intérêt directeurs resteraient très bas, les taux longs augmenteraient légèrement en demeurant au-dessous de leur cible de moyen terme.

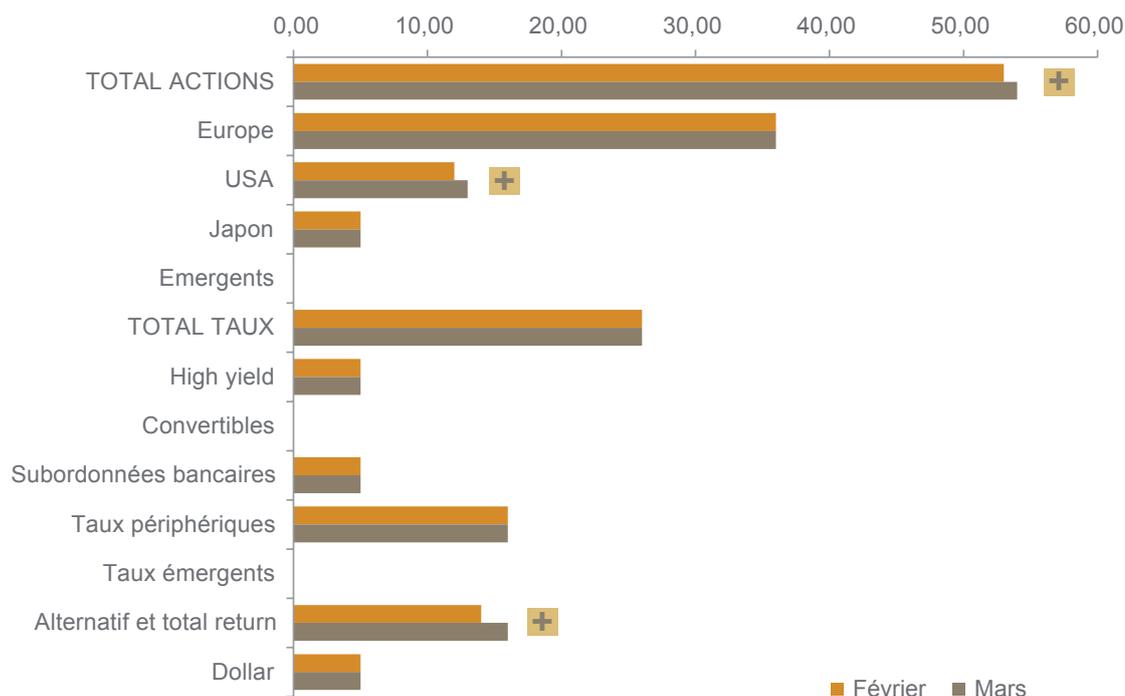
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



"Le voyage en Occident..."

Les flux observés sur les marchés d'actions depuis 3 mois illustrent l'appétit maintenu des investisseurs pour les actifs européens, tant sur le front des actions que des taux d'état périphériques, au détriment notamment des actifs émergents, délaissés pour l'heure, malgré des valorisations plus attractives dans une approche de moyen terme. L'amélioration continue des chiffres économiques publiés et les réformes en cours (mesures fortes du nouveau gouvernement italien, réduction du risque bancaire) déterminent ces réallocations. Malgré cela, le poids des actions européennes dans les portefeuilles des investisseurs globaux reste sur des niveaux éloignés de leurs moyennes de long terme. Les taux d'état périphériques bénéficient de l'amélioration conjoncturelle continue de la zone. La validation de ce tropisme européen nécessite néanmoins d'être confirmée, lors des prochaines publications trimestrielles des sociétés.

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 valorisations relatives, restent présentes en portefeuille, compte tenu de la visibilité sur la croissance US et de la moindre volatilité de ce marché. Des arbitrages ont, malgré tout, été réalisés, via la cession de nos positions résiduelles en actions italiennes (+13 % en 2014, contre un indice DJ STOXX 600 en hausse de +1 %) au profit d'une construction de position en actions grecques. Sur la partie obligataire du portefeuille, nous continuons de préférer la dette d'entreprise aux obligations d'Etat «core», même si leurs rendements totaux pour cette année, high yield et investment grade confondus, seront probablement modestes. Nous avons également maintenu notre poids sur la dette d'état périphérique zone euro, mais réalisé des arbitrages au profit de lignes directes en 10 ans irlandais et 4 ans portugais. Nous avons également poursuivi le renforcement de notre allocation en produits de performance absolue, une poche qui représente désormais 5 % du portefeuille.

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.