

Orientations et Stratégie n°146

Lettre mensuelle de La Française AM | Mai 2014 - Achevée de rédiger le 07 | 05 | 2014

Regard sur les marchés

Depuis quatre mois, en dépit de quelques épisodes ponctuels de volatilité, l'environnement demeure globalement favorable aux actifs risqués. **La plupart des marchés de taux d'intérêt, de crédit et d'actions, Japon excepté, ont affiché des performances positives, dans un contexte de volatilité décroissante.**

Les indicateurs de sentiment témoignent toujours de l'appétit des investisseurs pour le risque. Les flux entrant dans les US Mutual Funds ont concerné les obligations et les actions, notamment européennes, en face de rachats dans les fonds monétaires.

Les indicateurs d'activité dans la plupart des marchés développés montrent des signes d'amélioration graduelle, tandis qu'aucun signe d'inflation ne vient inquiéter les investisseurs. Ainsi, les ISM aux Etats-Unis et les PMI zone Euro se maintiennent en zone d'expansion. Aux Etats-Unis, la déception sur le PIB Q1, attribué au climat, est contrebalancée par des chiffres de consommation et d'emploi de très bonne facture. **Sur le front des marchés émergents, les indices d'activité faiblissent modérément, à la frontière du niveau théorique d'expansion, à l'image de l'économie chinoise. Cela étant, on a assisté à de violentes rotations dans les portefeuilles** (pays, style de gestion, thématiques, secteurs) davantage alimentées par la normalisation d'une certaine concentration des portefeuilles que par une pure approche disciplinée des paramètres fondamentaux.

Ainsi, sur le front des actions, les secteurs les plus chèrement valorisés (valeurs moyennes, secteur technologique) ont été vendus au profit de secteurs moins regardés, comme le secteur pétrolier, la pharmacie et les télécommunications ; alimentés, il est vrai par un grand nombre d'opérations de fusions acquisitions. La publication des résultats US se révèle plutôt rassurante. **Les grands indices actions développés progressent modérément sur le mois et se rapprochent de leurs plus hauts annuels. L'Europe surperforme le marché américain.** Seuls les indices actions japonais reculent légèrement en avril, l'indice Nikkei restant plus de 10 % en-deçà de ses plus hauts de 2014. Bien que les derniers chiffres de consommation aient été moins

impactés qu'anticipé par la hausse des taxes de début avril, les investisseurs sont en attente d'une tendance claire sur la hausse des salaires, pour juger du succès de la politique en place, ainsi que d'une action supplémentaire de la BOJ. **Les marchés émergents se stabilisent, après le fort rebond enregistré fin mars. Les marchés de taux et de crédit ont à nouveau enregistré des performances positives sur le mois.** On observe une surperformance du compartiment Investment Grade relativement au Haut Rendement. Sous l'angle des valorisations, certains segments, comme le crédit, commencent à être jugés un peu chers mais la faible perspective de remontée des taux et la recherche de rendement permettent la poursuite de leur bonne tenue. **En Europe, les taux périphériques, italien et espagnol, se sont détendus à des niveaux records, proches des 3 %, dans le sillage de données économiques zone Euro en amélioration et d'une perspective de stimulus additionnelle de la BCE.** Le 10 ans irlandais se rapproche du niveau de 2,75 % en fin de période. La Grèce est revenue sur le marché international des capitaux avec une émission de 3 Mds Euros de 5 ans, largement sur-souscrite, tandis que l'Irlande émettait 1 Md Euros de 10 ans à un niveau de taux record depuis près de 15 ans.

L'Euro est demeuré fort contre les autres devises, en dépit d'une communication BCE renouvelée sur l'impact du renchérissement de la devise sur la croissance et les risques de déflation dans la zone.

Lors du dernier FOMC, la Réserve fédérale a de nouveau réduit de 10 Mds USD son programme d'assouplissement, à 45 milliards de dollars par mois (20 Mds\$ de titres adossés à des prêts hypothécaires, 25 Mds\$ d'obligations d'Etat). **Au rythme actuel (-10 Mds USD lors de chaque réunion), la Fed pourrait être totalement sortie de son programme d'assouplissement d'ici octobre 2014.**

Le niveau actuel des taux d'intérêt, l'amélioration tendancielle de la conjoncture mondiale et les séquences bénéficiaires des sociétés, militent pour maintenir une surpondération de la classe d'actifs actions.

La croissance de l'économie mondiale se poursuit à un rythme très modéré et inégal d'une zone économique à l'autre. **Dans l'ensemble, les informations récentes reflètent encore beaucoup d'hésitations sur la reprise économique.** Les pays avancés et les pays émergents paraissent relativement déconnectés comme le montrent les graphiques ci-dessous, aucune région n'entraînant l'autre par ses importations.

L'économie américaine enregistre au premier trimestre 2014 les effets des perturbations climatiques du début de l'année. Selon la première estimation, le PIB aurait presque stagné à son niveau du quatrième trimestre 2013. Sur les douze districts suivis dans le Beige Book de la Fed, sur la base des informations disponibles le 7 avril, huit districts affichaient un accroissement de l'activité modeste ou modérée. Trois districts indiquaient un rebond de l'activité largement dû à la normalisation des conditions climatiques. Deux districts rendaient compte en revanche d'un recul d'activité en conséquence des événements climatiques. Au niveau national, on constate tout de même une

Nous montrons l'évolution du total des importations des pays émergents d'une part, des pays développés d'autre part. On voit que depuis la fin du rebond de sortie de récession de 2011, les importations des deux ensembles (mesurés ici en euros) sont stables ou en recul. Cela signifie qu'aucune des deux zones n'exerce d'effet d'entraînement sur l'autre.



nette remontée de la production industrielle et un rebond des ventes au détail. En outre les créations d'emploi en avril ont été très fortes (environ 280 000 emplois) et le taux de chômage accuse une nouvelle baisse marquée. L'inflation globale et l'inflation sous-jacente sont stables, un peu au-dessous de 2 % l'an. **L'économie américaine a désormais retrouvé à peu près sa tendance de la deuxième partie de l'année 2013, avant les grosses perturbations météorologiques, avec devant elle de nouvelles perspectives d'amélioration.**

Dans la zone euro, la production industrielle progresse lentement. Les ventes au détail sont sans orientation. Les enquêtes sur le climat des affaires dans l'industrie ont rejoint leur niveau moyen passé mais elles ont du mal à poursuivre leur rebond. Le taux de chômage, proche de 12 %, a amorcé une très légère régression. L'inflation sous-jacente est proche de 1 % l'an. Le taux d'inflation globale est tombé à 0,5 % sur un an et il est même proche de zéro sur les derniers mois. **Le crédit bancaire se contracte toujours dans la zone euro, à un rythme qui s'atténue toutefois.** La situation économique de la Russie est déstabilisée par de fortes sorties de capitaux et par un net recul des exportations, notamment de produits pétroliers et de gaz. Les ventes au détail n'augmentent pas et au total la production industrielle a reculé au début 2014. Le chômage est pour l'instant très bas (taux de 5 %), la hausse des prix qui s'est accélérée semble contenue à 7 % et les balances extérieures (commerce et paiements courants) restent très largement excédentaires.

En Chine, le début d'année a été plutôt médiocre. La production d'électricité, d'acier, de ciment a baissé. Les ventes au détail et la production industrielle ont marqué une pause. Les comptes nationaux du premier trimestre 2014 confirment le ralentissement de l'économie chinoise, avec une progression du PIB en rythme annuel de 5,9 % au premier trimestre 2014 après 7,0 % au quatrième trimestre 2013 et 9,5 % au troisième. Malgré le ralentissement la Chine reste le principal pôle de croissance de l'économie mondiale. Le gouvernement est attentif aux signes d'essoufflement mais il n'envisage pas de mesures de soutien très significatives et la distribution de crédit se poursuit à un rythme soutenu. Au Japon, le coup de fouet donné à l'économie il y a dix-huit mois par la forte baisse du yen donne des signes d'épuisement. **En résumé, au total, on ne voit pas de signes d'accélération de la croissance mondiale.**

Perspectives économiques

Le FMI n'a pratiquement pas modifié ses prévisions d'octobre 2013. Selon ces perspectives, "la reprise qui commençait à s'installer dans les pays avancés prend de l'ampleur". **La croissance mondiale devrait ainsi s'accélérer de 3 % en 2013 à 3,6 % en 2014 et à 3,9 % en 2015.** Les pays avancés gagneraient un point de croissance en deux ans. L'activité continuerait de s'affermir en 2014 et 2015 principalement sous l'impulsion des pays avancés, avec trois réserves toutefois : les risques ont augmenté dans les pays émergents, l'inflation est inférieure aux prévisions dans les pays avancés et des risques géopolitiques sont réapparus. Selon les économistes du Fonds Monétaire, "globalement, le solde des aléas reste négatif" et **la balance des risques continue donc pour l'instant de pencher vers le bas.**

Dans la plupart des pays développés, la politique budgétaire reste contrainte par la nécessité de réduire les déficits publics. Elle ne sera donc d'aucun secours pour soutenir la conjoncture au et cela pendant plusieurs années. La pression politique se tourne ainsi dans l'ensemble des pays avancés vers les politiques monétaires, dans des contextes qui sont cependant assez différents. La Réserve Fédérale américaine a amorcé une décrue du *Quantitative Easing*. Elle a commencé à évoquer furtivement la perspective d'une hausse de taux, mais elle reste très prudente et elle reporte le début de la normalisation du niveau des taux d'intervention à plusieurs trimestres. Le Japon et dans une moindre mesure le Royaume-Uni soutiennent une politique monétaire quantitative agressive pour relancer la demande finale. **Dans la zone euro, la BCE est incitée à accentuer le rythme de la création monétaire** et à éviter de

nouvelles hausses de l'euro si cela s'avérait nécessaire. Mario Draghi a précisé la stratégie de la BCE lors de la conférence organisée par la Banque Centrale des Pays-Bas.

La BCE n'a plus de marges d'action classiques par les taux directeurs. Elle se prépare à agir par des mesures moins conventionnelles. **Plusieurs types d'événements pourraient légitimer une action de la Banque Centrale Européenne :** des tensions marquées sur les marchés monétaires (ce qui a été récemment le cas), des blocages de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle (ce qui est encore le cas), enfin une baisse marquée des anticipations d'inflation à moyen terme qui menaceraient d'un risque de déflation (ce qui n'est pas actuellement le cas). La BCE a indiqué sa préférence pour des mesures plus ou moins conventionnelles (nouvelle baisse des taux, instauration d'un taux négatif sur les dépôts à la Banque Centrale, extension des appels d'offre illimités à taux fixe), réservant plutôt la possibilité d'une politique d'achat significative de titres (*Quantitative Easing*) au cas où l'inflation décrocherait véritablement vers le bas. Ce n'est pas l'hypothèse que nous privilégions. Le glissement annuel d'inflation en Europe est actuellement proche de son point bas, et devrait amorcer une remontée progressive. Mais il est vrai que **les perspectives de croissance de la zone euro restent très incertaines et que l'on voit mal aujourd'hui quel moteur serait susceptible d'entraîner l'activité à la hausse.** On voit bien en revanche la nécessité durable de désendettement public et privé, de restructurations industrielles profondes et de réformes des marchés du travail.

Scénario de référence pour 2014 - 2015

		2014	2015
Taux de croissance*	États-Unis	2,60	3,00
	Zone euro	0,80	1,30
Taux d'inflation*	États-Unis	1,70	1,50
	Zone euro	1,00	1,30
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	2,50	2,50

Nous maintenons un scénario de poursuite de la reprise américaine et de sortie de récession en zone euro. Nous révisons en baisse le taux de croissance des États-Unis pour tenir compte des pertes de production liées aux perturbations météorologiques. La croissance mondiale, encore très modérée, ne justifierait pas un changement de rythme de l'inflation qui resterait faible. Nous écartons cependant l'hypothèse déflationniste. Les taux d'intérêt directeurs resteraient très bas, les taux longs augmenteraient légèrement en demeurant au-dessous de leur cible de moyen terme.

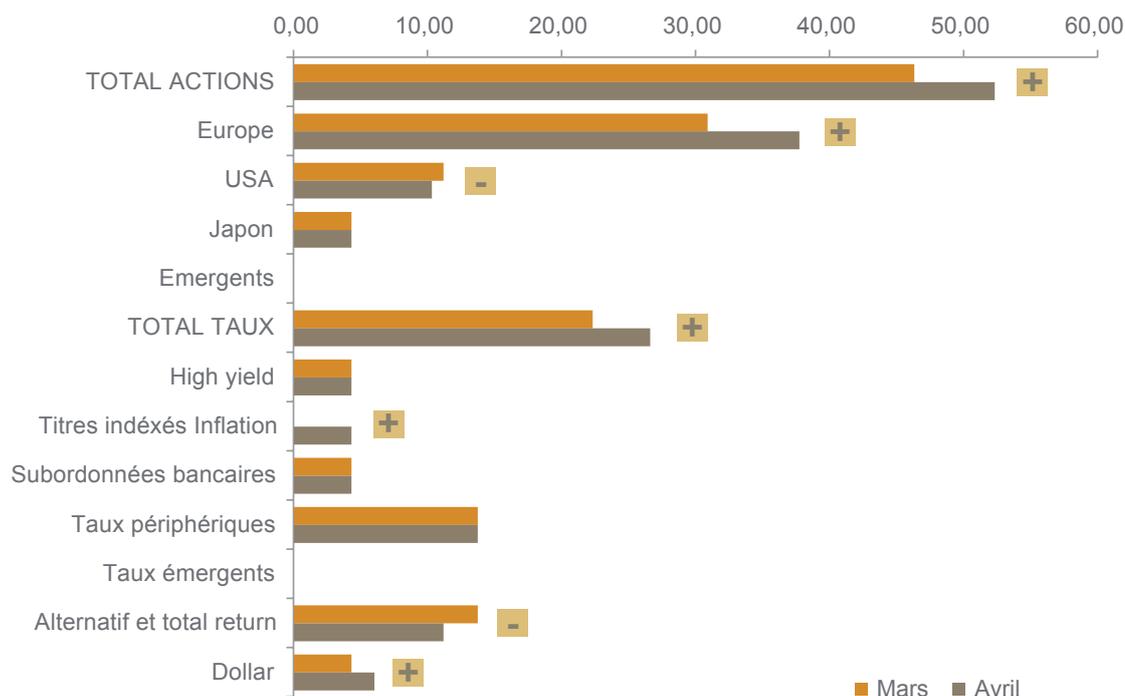
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



"Jusqu'ici tout va bien..."

Nous avons graduellement renforcé notre exposition aux actions européennes au cours du mois et maintenu notre socle d'investissement actions sur les zones US et Japon. Ce renforcement a été réalisé principalement via des achats de contrats futures sur indice EuroSTOXX50, de sorte à piloter les points d'entrée sur la classe d'actifs. In fine, le delta du portefeuille a été porté de 55 à 64 % en cours de période, avant de faire l'objet de prises de bénéfices partielles en toute fin de mois, alors que les marchés actions euro revenaient proches de leurs plus hauts annuels. Nous sommes toujours absents des marchés émergents (actions et taux), en dépit de niveaux de valorisation relatifs attractifs. Certes, l'hémorragie des flux sortants s'est inversée et le niveau des rendements limite quelque peu le potentiel baissier ; néanmoins, les indicateurs de surprises économiques continuent de surprendre à la baisse sur la zone et la classe

d'actifs "marchés émergents" reste très sensible à l'évolution de la liquidité mondiale. Sur la partie obligataire du portefeuille, nous continuons de préférer la dette d'entreprise et les obligations d'état périphériques zone euro aux obligations d'état "core", même si la valorisation du crédit corporate, limite le potentiel d'appréciation. Parmi les mouvements du mois, nous avons initié une position short T-Note américain, pour 0,75 point de sensibilité et renforcé modérément notre position long dollar US à 7 % du portefeuille. Les perspectives de croissance américaine semblent se renforcer, après l'épisode de froid qui a perturbé la lecture des chiffres de mars. Les dernières données publiées sur l'emploi et la consommation sont de bon augure pour les publications à venir. C'est cette thématique de l'accélération de la croissance US que nous implémentons dans le portefeuille au travers de ces deux positions.

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.