

Orientations et Stratégie n°147

Lettre mensuelle de La Française AM | Juin 2014 - Achevée de rédiger le 04 | 06 | 2014

Regard sur les marchés

Le vieil adage "sell in May & go away" ne se sera pas vérifié cette année ; **dans un marché sans grande conviction, les indices actions développés ont continué de progresser modérément**, dans un contexte de volatilité toujours très faible, **tandis que les marchés émergents d'actions bénéficiaient d'une certaine normalisation et la perspective d'une remontée plus lointaine des taux US.**

Les grands indices actions développés progressent, de manière homogène, de l'ordre de +2 % sur le mois et dépassent leurs plus hauts annuels. Les marchés émergents (indice MSCI EM +5,16 % en euros) rebondissent nettement, alimentés par plusieurs semaines de flux entrants.

Les indicateurs d'activité (PMI Markit) sont ressortis sur des niveaux encourageants en Chine, aux Etats-Unis et en Europe, malgré une forte hétérogénéité selon les pays. Les signes d'amélioration graduelle de la conjoncture mondiale se poursuivent donc, tandis qu'aucun signe d'inflation ne vient inquiéter les investisseurs. La révision inattendue du PIB US (-1 % annualisé vs +0,1 % en première estimation), principalement impactée par les stocks et l'épisode climatique sévère, n'a pas pesé sur la tendance et laisse augurer un 2^e trimestre en fort rebond (attentes aux alentours de +3,5 %).

Les violentes rotations (pays, style de gestion, thématiques, secteurs) **observées le mois dernier, se sont atténuées mais l'observation sur 3 mois illustre la force du mouvement.** Ainsi, au sein de l'indice DJ STOXX600, le secteur pétrolier progresse de +8 % sur 3 mois, tandis que le secteur des ventes au détail recule de -2 %. Les annonces de fusion-acquisition se sont poursuivies de part et d'autre de l'atlantique, avec des primes substantielles payées par les acquéreurs, au détriment de la croissance organique et du désendettement, qui ont prévalu après la crise de 2008.

Les marchés de taux et de crédit ont, dans l'ensemble, enregistré des performances positives sur le mois, la partie longue de la courbe ayant nettement surperformé. Les indices de dette émergente continuent sur leur lancée et

affichent désormais des performances sur 3 mois de l'ordre de +6 %, en devise locale ou "hard currency". **En Europe, les taux périphériques, après avoir fait l'objet de courtes prises de bénéfices durant le mois, ont retrouvé, en moins d'une semaine, leurs meilleurs niveaux historiques** (Bonos espagnols à 2,80 %, BTP italiens à 2,92 %, 3,60 % pour le 10 ans portugais). Les taux Core atteignent eux aussi de nouveaux plateaux annuels (Bund à 1,35 % et OAT françaises à 1,75 %). L'imminence de la réunion BCE de Juin semble faire l'objet d'attentes élevées en matière d'assouplissement quantitatif.

L'euro s'est replié de -2 % contre USD sur le mois, les déclarations de la BCE semblant avoir convaincu les investisseurs de l'imminence de mesures destinées à renforcer la croissance et limiter la vigueur de la devise européenne. Les résultats des sociétés européennes ont, en effet, été pénalisés, lors des deux derniers trimestres, par la bonne tenue de l'euro. **L'effet de base devrait se révéler favorable lors des publications du 2^e trimestre 2014.**

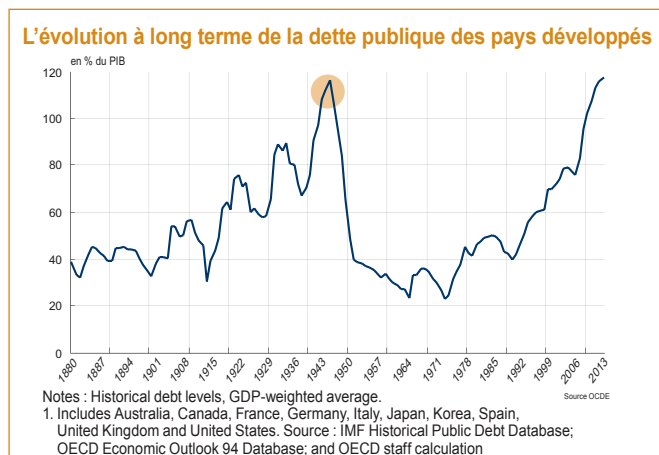
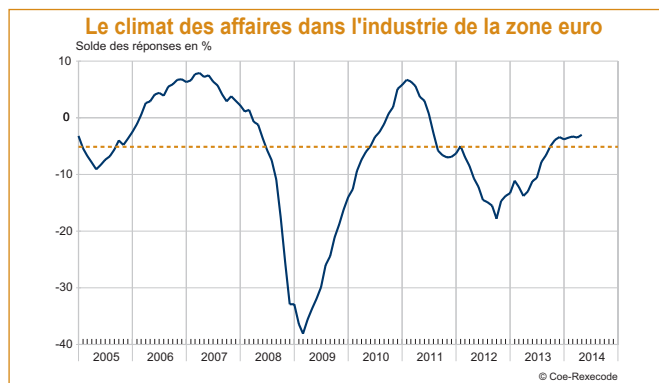
Au Japon les minutes de la BoJ indiquent que trois des neuf membres souhaitaient redéfinir la stratégie de la Banque, avec une attention particulière sur les risques de "downside", compte tenu des indicateurs mitigés publiés sur la période, et ce, malgré des commentaires de son gouverneur sur les bons résultats de la stratégie en place. **La publication du compte-rendu de la dernière réunion du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC), a confirmé que la Banque centrale américaine ne s'inquiète pas de l'impact sur l'inflation de sa politique monétaire et qu'aucune décision concernant la normalisation de sa politique n'avait été prise, ce qui confirme qu'un relèvement des taux est loin d'être imminent.**

Le niveau élevé des attentes concernant la réunion BCE du 5 juin ne souffrira pas de déception. Malgré un environnement global en modeste amélioration, la progression récente des indices actions autorise une prudence accrue sur le niveau global des expositions.

Les informations dont on dispose sur le premier trimestre de 2014 sont désormais plus complètes et elles s'avèrent dans l'ensemble décevantes. Le taux de croissance mondiale serait en effet revenu de 3,9 % au troisième trimestre 2013 à près de 2 % l'an au premier trimestre 2014, c'est-à-dire à son niveau du printemps 2012, au creux de la dernière récession de la zone euro. La croissance mondiale a donc connu une baisse de régime significative à partir de l'été 2013 et les données conjoncturelles récentes sont mitigées.

Aux Etats-Unis, après les perturbations du début de l'année qui ont entraîné un recul du PIB, les tendances sont redevenues plus favorables. Les commandes de biens durables, les créations d'emplois, les ventes au détail sont bien orientées. Les permis de construire restent en revanche dans une période d'hésitation, les ménages américains étant

Le premier graphique donne l'évolution des opinions des industriels de la zone euro sur le climat des affaires. Il montre la remontée des opinions qui se maintiennent mais ne s'améliorent plus depuis l'automne dernier. Le second graphique, établi par l'OCDE, représente le ratio dette publique/PIB pour un ensemble des grands pays de la zone OCDE. Le niveau actuel a rejoint les niveaux les plus élevés du passé, lors de la deuxième guerre mondiale.



plus orientés vers la consommation qui est soutenue par l'évolution des revenus et par la baisse du taux d'épargne. **Au total l'économie américaine a retrouvé son rythme d'expansion antérieur et celui-ci devrait se maintenir à court terme.** Le taux d'inflation est remonté au voisinage de 2 % l'an comme l'avait anticipé la Réserve Fédérale.

La zone euro est dans une situation différente. Pour la zone prise dans son ensemble, le rythme de croissance entre le dernier trimestre de 2013 et le premier trimestre de 2014 est estimé à 0,8 % en rythme annualisé. Cela paraît mieux qu'aux Etats-Unis, mais ce résultat qui n'a pas été affecté par un aléa climatique, ne reflète aucune accélération par rapport à son faible rythme antérieur. **La tendance de la production industrielle de la zone euro est à peine positive et le climat des affaires dans l'industrie ne s'améliore plus (cf : graphique).** Il est un peu meilleur dans les activités de services mais toujours très médiocre dans le secteur de la construction. Quant à l'indice des directeurs d'achat (ensemble industrie et services) de la zone euro, il est pratiquement stable en mai (53,9 contre 54,0 en avril). Si cet indice ne traduit pas un renforcement de l'activité, son niveau au-dessus de cinquante signifie tout de même une croissance modeste. L'activité globale continue donc de se redresser très progressivement au printemps dans la zone euro, l'indice des commandes nouvelles confirmant son avancée. La zone euro reste par ailleurs très hétérogène, avec une accélération de la croissance au premier trimestre 2014 en Allemagne (3,3 % l'an après 1,5 % au trimestre précédent) et en Espagne, une stagnation en France, et une petite rechute en Italie, aux Pays-Bas, au Portugal. Hors zone euro le Royaume-Uni affiche toujours des résultats économiques favorables. **La hausse des prix d'avril qui ressort à 0,7 % en glissement annuel ne clôture pas le débat sur le risque de déflation. Elle est cependant pour la première fois depuis environ un an en hausse par rapport au mois précédent,** ce qui semble confirmer l'idée que l'inflation a désormais dépassé son point bas. Sauf accident sur l'activité, le taux d'inflation restera faible mais il ne devrait plus reculer.

Dans le reste du Monde, la conjoncture marque le pas au Japon comme on s'y attendait. Les enquêtes industrielles se sont en revanche redressées en Chine, elles restent médiocres au Brésil et en Russie. **Au total nous ne voyons pas d'obstacles majeurs à court terme à la poursuite d'une croissance modérée.**

Perspectives économiques

La rechute du taux d'expansion mondial au premier trimestre 2014 n'a pas modifié la vision des prévisionnistes sur les prochains trimestres. Il est vrai que ce résultat médiocre tient à la conjonction de tempêtes exceptionnelles aux Etats-Unis et à une baisse de régime de l'économie chinoise, qui devrait être transitoire. **Les perspectives économiques des principaux instituts de prévision privilégient toujours ainsi un scénario de retour à un niveau de croissance tendancielle d'ici la fin 2014.** Le "consensus" retient un gain de croissance de 0,4 point de PIB en 2014 par rapport à 2013 et un nouveau gain de 0,3 point en 2015, grâce pour l'essentiel à l'amélioration de la situation des pays développés. Le taux d'inflation serait proche de 2 % aux Etats-Unis et remonterait de 0,8 % à 1,3 % dans la zone euro.

La macroéconomie mondiale devrait donc rester caractérisée par une croissance modérée mais durable et une inflation faible. C'est ce que reflètent les cours des actions qui poursuivent leur mouvement de hausse. L'indice mondial en dollars a légèrement dépassé son pic d'octobre 2007 et calculé en euros, il se situe 7 % au-dessus de son précédent sommet. **On voit mal aujourd'hui ce qui pourrait interrompre la poursuite de la lente amélioration de l'économie mondiale.** Les risques sont considérés comme faibles par les investisseurs, qu'il s'agisse des primes de risque de crédit ou de la volatilité des marchés d'actions, et les marchés des matières premières et du pétrole sont à peu près à l'équilibre.

Le principal obstacle qui bride la demande finale est la nécessité d'endiguer, et si possible de réduire à terme, les taux d'endettement du secteur privé et du secteur public. Les déficits publics des Etats-Unis et de la zone euro prise globalement se résorbent

lentement mais cela ne suffit pas pour réduire la dette et, comme le montre le graphique de la page 2, **le taux d'endettement public moyen des dix grands pays de la zone OCDE est proche de 120 %.** C'est le taux le plus élevé depuis le dix-neuvième siècle, à peu près celui de la fin de la deuxième guerre mondiale. On peut se demander comment le poids de la dette pourra être allégé et revenir vers sa moyenne historique de l'ordre de 60 %. Après la deuxième guerre mondiale, et après la première dans le cas de la France et de l'Allemagne, c'est la forte poussée d'inflation qui avait balayé la dette, au prix de "l'euthanasie" des rentiers selon l'expression de Keynes. La situation actuelle est évidemment très différente et personne n'imagine une telle issue. Le scénario qui paraît le plus vraisemblable est donc une stabilisation et un allègement très progressifs de la dette par une très longue période d'efforts budgétaires.

La faiblesse des taux d'intérêt à long terme sur les Etats "refuges" (Etats-Unis, Allemagne), taux qui ont encore reculé depuis le début de l'année pour tomber au voisinage de 2,5 % aux Etats-Unis et de 1,5 % en Allemagne, montre que **les investisseurs continuent de parier sur des perspectives de croissance et d'inflation faibles et sur des politiques monétaires durablement expansionnistes.** Dans le cas où les faits conduiraient à réviser l'une de ces anticipations (croissance ou inflation plus fortes que prévu ou crainte que la politique monétaire ne conduise à des excès de valorisation de certains actifs), il faudrait s'attendre à un recalage en hausse des taux d'intérêt. Il ne nous semble pas que cela soit très probable dans un proche avenir.

Scénario de référence pour 2014 - 2015

		2014	2015
Taux de croissance*	États-Unis	2,40	3,00
	Zone euro	0,80	1,30
Taux d'inflation*	États-Unis	1,80	1,60
	Zone euro	1,00	1,30
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50
	BCE	0,15	0,15
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 Etats-Unis pour tenir compte des mauvais résultats du premier trimestre (qui seront partiellement corrigés au deuxième trimestre). La croissance mondiale, encore très modérée, ne justifie 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 tout en restant au-dessous de leur cible de moyen terme encore en 2015.

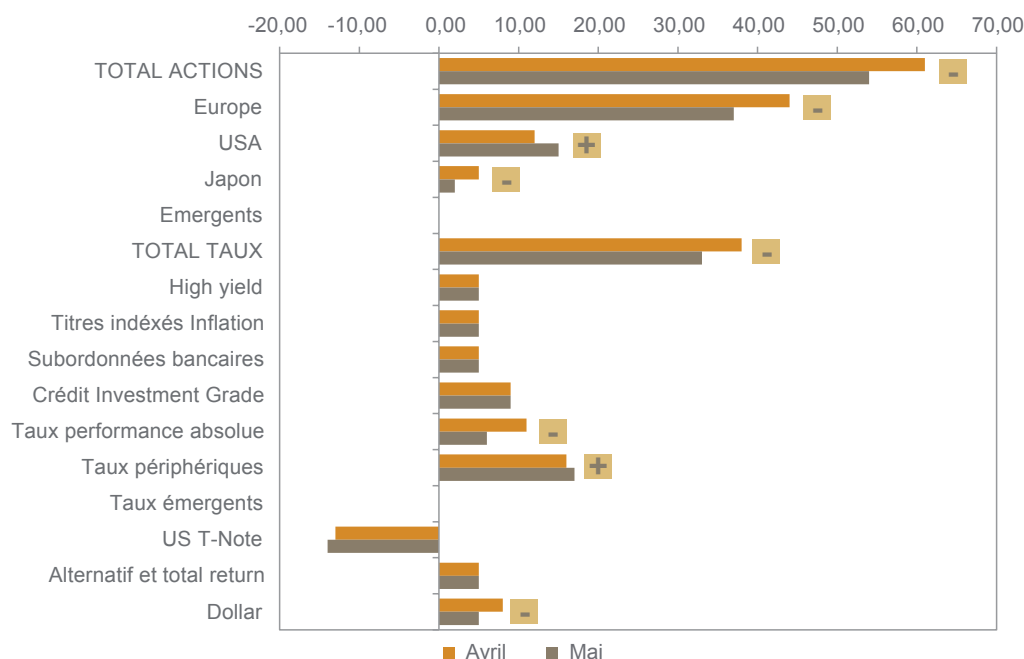
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 joli mois de Mai..."

Nous avons graduellement réduit notre exposition globale aux marchés d'actions, profitant du retour de la plupart des marchés sur leurs plus hauts annuels. Outre des arbitrages sur OPCVM, nous avons cédé des actions européennes et japonaises au profit du marché US, notamment via des contrats futures sur indices et des trackers sur les financières américaines. Ces mouvements se sont accompagnés d'un pilotage tactique au quotidien via des contrats sur indice EuroSTOXX50, pour profiter de marchés relativement encadrés dans des bornes étroites. In fine, le delta du portefeuille a été porté de 61 à 52 % en toute fin de mois, alors que les marchés actions Euro revenaient sur leurs plus hauts annuels (cession de 3,5 % de futures sur indice espagnol IBEX35). Nous sommes toujours absents des marchés émergents (actions et taux) et n'avons donc pas directement profité du rebond de ces deux classes d'actifs sur 3 mois. Certes, les flux se sont retournés positivement ; néanmoins, des incertitudes demeurent (atterrissage brutal de la croissance en Chine...) et la classe d'actifs 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'Etat périphériques zone Euro aux obligations d'Etat "core", même si la valorisation du Crédit Corporate, limite le potentiel d'appréciation. Parmi les mouvements du mois, nous avons cédé un fonds de performance absolue, après son très beau parcours (+7,3 % en Ytd) et arbitré partiellement un fonds de taux d'état périphériques au profit d'une ligne d'état Irlandais de maturité plus longue ; nous avons renforcé modérément notre short T-Note américain, à 1 point de sensibilité négative et réduit notre position Long Dollar US à 5 % du portefeuille (prises de bénéfices pour 3 % du portefeuille dans le sillage de l'affaiblissement de l'Euro). Les perspectives de croissance américaine semblent se renforcer, malgré la déception ponctuelle sur le PIB définitif du 1^{er} trimestre. C'est cette thématique de l'accélération de la croissance US que nous implémentons dans le portefeuille au travers de ces deux positions, que nous pilotons, malgré tout, de manière tactique.

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.