

# Orientations et Stratégie n°148

Lettre mensuelle de La Française AM | Juillet/Août 2014 - Achevée de rédiger le 04 | 07 | 2014

## Regard sur les marchés

### **Le mois de Juin a été riche d'annonces banques centrales :**

la BCE a contenté les investisseurs en annonçant différentes mesures portant sur les conditions de refinancement des banques. Des mesures portant sur des rachats d'actifs restent une éventualité pour la fin de l'année. Si la FED vise toujours mi 2015 pour amorcer la normalisation des taux courts, les derniers indicateurs d'activité militent pour un mouvement plus précoce.

**Les marchés d'actions européens et les obligations d'Etat périphériques ont été,** dans un premier temps, **les principaux bénéficiaires de ces annonces.** Par la suite, les tensions en Irak et la remontée du prix de l'or noir ont fait fléchir les bourses européennes. Les secteurs Energie et la Santé sont les deux seuls secteurs de l'indice DJ STOXX600 à afficher des progressions mensuelles substantielles. Les indices actions européens terminent le mois de juin légèrement négatifs, tandis que les marchés américains initient de nouveaux plus hauts historiques (+2 % sur le S&P500 TR sur le mois). Les marchés émergents (MSCI EM +2,31 % en euros) affichent un second mois consécutif de net rebond, tandis que le marché japonais réalise la meilleure performance mensuelle (+5 % pour l'indice Topix en JPY), mais reste en berne sur 2014 .

**En Chine, les indicateurs semblent confirmer le soutien effectif apporté à l'économie par les mesures ciblées d'assouplissement du crédit opérées par le gouvernement.**

Aux US, la révision à la baisse, plus forte qu'attendue, du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre, a été contrebalancée par des sondages d'activité de bon augure pour le second semestre. Ceci a néanmoins conduit le marché à revoir à la baisse ses perspectives de croissance pour l'exercice 2014. Les investisseurs, confortés par des publications d'entreprises sans écueil et une avalanche de M&A, ont continué de se porter sur les marchés d'actions américaines, tandis que les taux US refluaient, avec l'éloignement d'une remontée rapide des taux courts. Au Japon, les indicateurs économiques valident le pari du gouvernement Abe, même si l'on n'observe pas d'inflation salariale. De nouvelles mesures, attendues des investisseurs, pourraient n'intervenir que plus

tard, au second semestre. Des modifications d'allocation des fonds de pension japonais, au profit des marchés d'actions, sont également évoquées pour septembre. Sur le front des marchés émergents, les indices PMI publiés en amélioration conjugués à une valorisation attractive de la classe d'actifs ont conduit au retour des flux acheteurs, toutes zones confondues.

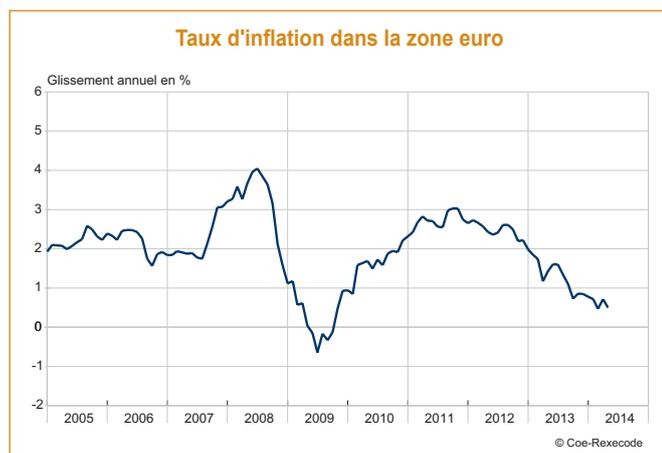
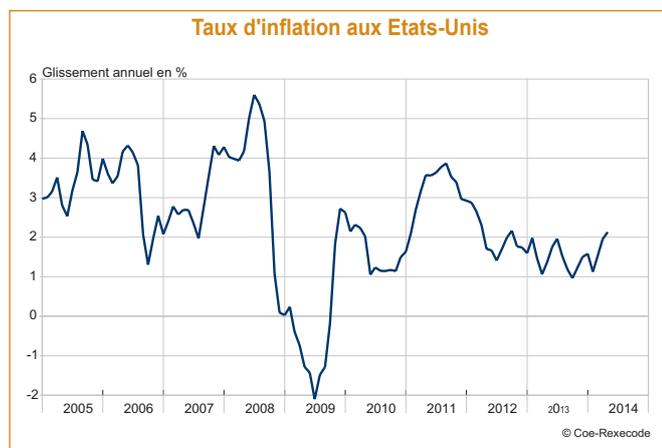
A l'image du mois précédent, **les marchés de taux et de crédit ont enregistré des performances positives sur le mois,** la partie longue de la courbe ayant nettement surperformé. Dans un contexte de taux bas, le portage attractif des obligations émergentes a continué d'alimenter les flux. Les indices de dette émergente progressent sur 3 mois de l'ordre de +6 % en "hard currency" et de +4 % en devises locales. **En Europe, les taux périphériques se sont ancrés sur leurs niveaux post annonce BCE du 5 juin** (Bonos à 2,63 %, BTP à 2,82 %). Les taux core ont, eux aussi, atteint de nouveaux planchers annuels (Bund à 1,25 % et OAT à 1,70 %). Le pilotage de la communication FED sur la possible remontée des taux courts, centrée sur l'emploi et l'inflation, a permis l'ancrage du TNote 10 ans dans une fourchette 2,50-2,65 % sur le mois.

**La faible dispersion des valorisations entre les titres de la cote européenne au plus bas de 2007, illustre le travail rendu plus difficile des gérants pour capter de l'alpha, dans un marché devenu de moins en moins différencié.** Dans un contexte toujours dominé par l'interventionnisme des banques centrales, on observe une volatilité historiquement basse sur la majorité des classes d'actifs, et des volumes en constante diminution. La volatilité action, au plus bas depuis plus de 15 ans, traduit davantage l'urgente nécessité, pour les investisseurs, de trouver, dans les marchés d'actions, une alternative aux autres classes d'actifs jugées chères en relatif, qu'une véritable absence de risques. **La cherté relative de nombreuses classes d'actifs milite pour de la prudence. Les marchés d'actions conservent de l'attractivité, pour autant que les résultats d'entreprises, européennes notamment, progressent au second semestre.**

Les inquiétudes sur la croissance, que nous avons déjà mentionnées lors de la dernière lettre, se confirment au vu des indicateurs les plus récents. Il semble bien en effet que l'amélioration de la conjoncture prévue en début d'année prend du retard. Mais qu'en est-il exactement ?

Pour les Etats-Unis, la principale information est la nouvelle révision en baisse du PIB du premier trimestre 2014, en principe définitive. Les nouvelles données disponibles sur le début d'année ont conduit les comptes nationaux à diminuer une nouvelle fois la demande et les stocks. **Au total, le PIB se serait contracté au rythme de 2,9 % l'an au premier trimestre 2014, ce qui effacerait totalement la hausse**

Les taux d'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro ont, en général, des évolutions similaires. Ils se sont nettement déconnectés depuis quelques mois.



**du dernier trimestre 2013.** On rappelle que la croissance américaine était il y a un an en nette accélération avec des taux d'expansion de 1,1 % au premier trimestre 2013, 2,5 % au deuxième, 4,1 % au troisième. Il s'avère que les tempêtes du début de l'année ont fortement affecté la production au premier trimestre 2014. Une partie de cette baisse de production sera définitivement perdue, une partie peut être rattrapée. Un rattrapage total impliquerait un rebond de l'activité à un rythme de l'ordre de 6 % à 8 % l'an au deuxième trimestre. Cela n'est pas le cas actuellement au vu des indicateurs récents. **Les indices des directeurs d'achat américains se sont certes vivement redressés** au cours du printemps dans l'industrie comme dans les activités de services. Les créations d'emplois ont retrouvé un rythme supérieur à 200 000 par mois et la plupart des indicateurs conjoncturels sont bien orientés mais ils ne traduisent pas une vigueur aussi exceptionnelle. Le taux d'inflation qui était tombé à moins de 1,5 % l'an est remonté au voisinage de 2 %, ce qui écarte toute idée de déflation pour les Etats-Unis.

**La conjoncture de la zone euro reste toujours dans l'expectative.** Le premier trimestre 2014 a été relativement satisfaisant. Depuis, les indices des directeurs d'achat ont donné des signes d'essoufflement. L'indice flash composite de l'activité globale dans la zone euro s'inscrit à 52,8 après 53,5 en mai. C'est son plus bas niveau depuis plus de six mois. Les composantes industrielles et de services suivent des mouvements comparables. Les enquêtes des services de la Commission qui portent sur un échantillon plus vaste ne délivrent pas un message plus optimiste. Les dépenses de consommation des ménages restent soutenues par la baisse du taux d'épargne. Dans ce contexte de croissance molle, le taux d'inflation sur la période récente est tombé à des niveaux exceptionnellement bas qui enregistrent aussi en partie la hausse passée de l'euro.

Les craintes de nouvelles baisses de régime de l'économie chinoise se sont atténuées. En mai, la production industrielle a repris sa tendance à un rythme de près de 9 % l'an. L'investissement urbain augmente au rythme de 17 % l'an et les ventes au détail augmentent de plus de 12 % sur un an. En résumé **la croissance mondiale devrait se poursuivre dans les prochains mois à un rythme toujours très modéré.**

# Perspectives économiques

**Nous privilégions toujours le scénario d'une croissance mondiale un peu au-dessous de sa tendance longue en 2014 et s'en rapprochant en 2015**, sans tensions sur les prix des matières premières et du pétrole et de façon générale sans grande inflexion par rapport à la tendance actuelle. La croissance resterait durablement au-dessous de ses niveaux d'il y a dix ans. Dans ce contexte de croissance molle et de stabilité des prix mondiaux, l'inflation resterait faible. Compte tenu du décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et la zone euro **la logique macroéconomique voudrait que les taux d'intervention monétaire remontent aux Etats-Unis bien avant l'Europe** et que le taux de change de l'euro en dollar continue de baisser légèrement. Dans les pays émergents, le calme relatif qui a suivi la petite crise de change du début 2013 se maintient mais il est relatif et fragile.

**La Banque Centrale Européenne a pris le 5 juin un ensemble important de décisions** afin de montrer qu'elle est bien déterminée à stimuler le crédit bancaire, à réunifier autant que possible les marchés de capitaux de la zone euro et à consolider l'amorce de reprise de l'activité. Les taux directeurs ont été réduits une nouvelle fois (baisse du taux des opérations de refinancement principal de 0,25 % à 0,15 %, baisse du taux de la facilité de prêt marginale de 0,75 % à 0,40 %). La rémunération de la facilité de dépôt des liquidités des banques commerciales à la BCE est devenue négative (-0,10 %), ce qui signifie **qu'il faut désormais payer la BCE pour y conserver des dépôts au-delà des réserves obligatoires**. En outre une série de TLTRO

(opérations ciblées de refinancement à plus long terme ou Target Longer-term Refinancing Operations) seront lancées selon des modalités originales. Les contreparties recevront au départ en 2014 un droit à un prêt de la BCE au titre du programme TLTRO pour un montant de 7 % de leur encours total de crédit actuel au secteur privé, hors crédits au logement. Par la suite, en 2015 et 2016, les contreparties auront droit à des facilités supplémentaires accordées par la BCE pour des montants proportionnels aux nouveaux prêts qu'elles auront consentis à leurs clients. Enfin, la procédure d'appel d'offres à taux fixe sans limitation de montant sera maintenue au moins jusqu'à décembre 2016. Ces mesures ont été plutôt bien accueillies par les marchés d'actions qui s'attendaient à une relance de la politique monétaire. Cependant, Les nouvelles macroéconomiques mitigées sur la zone euro les ont ensuite rendus plus réservés.

Les taux d'intérêt des obligations des pays "périphériques" se sont encore approchés des taux core sans remontée de ces derniers, le taux français étant même tombé à un point bas historique de 1,7 %. Ils se sont récemment tendus de nouveau. La décision de la BCE laisse évidemment entière la question de la sortie de la situation actuelle, totalement atypique, jamais observée dans le passé, dans laquelle la plupart des risques sont noyés dans le flot des liquidités créées par les banques centrales. **Faute de se déverser dans l'économie, ces liquidités gonflent les prix des actifs à des niveaux qui risquent de devenir artificiels et de créer une menace d'instabilité future.**

Scénario de référence pour 2014 - 2015

		2014	2015
Taux de croissance*	États-Unis	2,00	3,00
	Zone euro	0,80	1,20
Taux d'inflation*	États-Unis	1,80	1,80
	Zone euro	0,70	1,20
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	2,00	2,50

Nous maintenons un scénario de poursuite de la reprise américaine et de difficile sortie de récession en zone euro. Nous révisons en baisse le taux de croissance des Etats-Unis pour tenir compte des 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. Les taux d'intérêt directeurs resteraient très bas, les taux longs augmenteraient légèrement tout en restant encore au-dessous de leur cible de moyen terme en 2015.

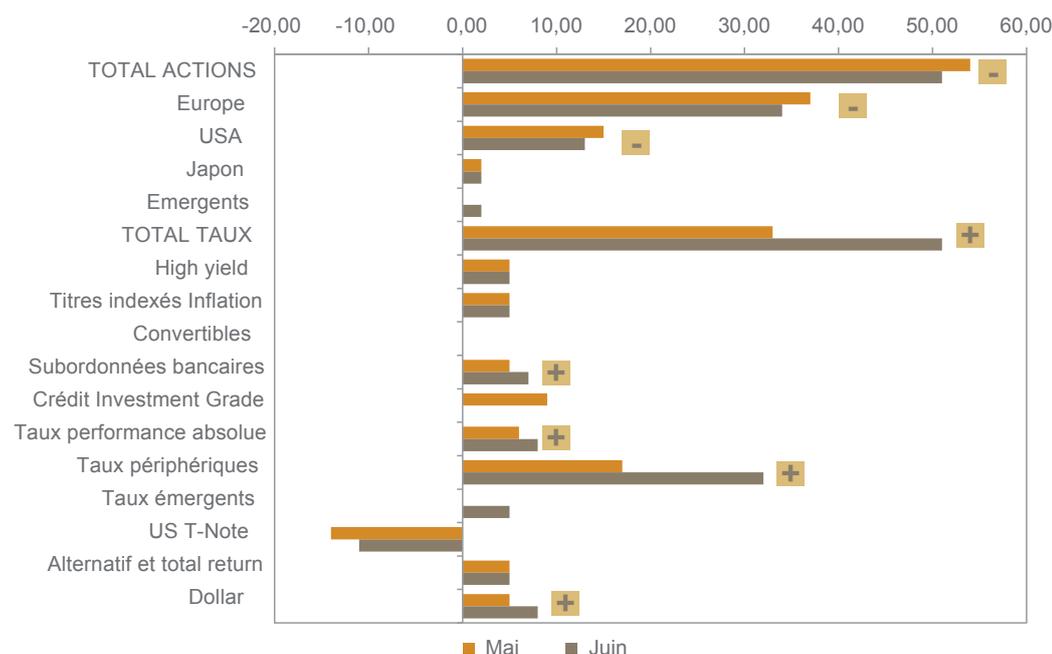
\*Moyenne annuelle - \*\*En fin d'année

# 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 %)



## "Si tout est incertain, pourquoi craindre quelque chose ?" Selon.

Nous avons maintenu une position neutre légèrement positive en delta mais poursuivi la réduction graduelle de l'exposition globale aux marchés d'actions, profitant du retour de la plupart des marchés sur leurs plus hauts annuels. Absents des marchés émergents jusqu'alors, nous avons initié une position en actions chinoises en fin de période. Les annonces de la BCE début juin nous ont conduits à initier des positions en trackers banques européennes. Parallèlement, nous avons pris nos bénéfices, en fin de mois, sur notre position en financières américaines. Ces mouvements se sont accompagnés d'un pilotage tactique au quotidien via des contrats sur indice EuroSTOXX50, avec des prises de bénéfices rapides sur ces positions de trading. In fine, le delta du portefeuille a oscillé entre 48 et 52 % tout au long de la période d'observation. Sur la partie obligataire du portefeuille, nous avons abordé la réunion BCE avec du cash, que nous avons ensuite décidé de mobiliser en achetant des obligations d'état périphériques, convaincus de la nécessité de limiter le cash non rémunéré du portefeuille.

Après la très forte appréciation de ces titres et une croissance toujours faible en Europe, il nous est néanmoins apparu judicieux de nous repositionner à minima sur les parties plus longues des courbes après la forte pentification des dernières semaines. Parmi les mouvements du mois, nous avons, à ce titre, allégé un fonds "maison" investi en dettes d'états périphériques sur des maturités courtes au profit de lignes directes sur des maturités supérieures à 10 ans ; nous avons réduit d'un tiers notre short T-Note américain, à l'approche de la zone haute de la fourchette que nous avons identifiée à 2,65 % de niveau de taux. Notre position Long Dollar US, travaillée de manière tactique, a été remontée à 8 % du portefeuille. Le temps joue a priori pour nous, la divergence des politiques monétaires se rapproche. En toute fin de période, nous avons également initié une position de dette émergente à hauteur de 5 % du portefeuille. Nous restons confiants dans la convergence des taux des obligations périphériques vs core. Sur la partie Actions, la progression récente des indices autorise une prudence accrue sur le niveau global des expositions.

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.