

Orientations et Stratégie n°149

Lettre mensuelle de La Française AM | Septembre 2014 - Achevée de rédiger le 05 | 09 | 2014

Regard sur les marchés

Les deux mois d'été ont été agités sur la plupart des classes d'actifs, avec **deux tendances qui se distinguent nettement** : un mouvement **d'écrasement du rendement des taux d'Etats** d'une part, assorti d'une **divergence marquée des grands indices boursiers** d'autre part. Si le contexte géopolitique est un déterminant essentiel de ces évolutions, nous y voyons également la matérialisation de facteurs fondamentaux macro et micro-économiques souvent divergents entre les zones géographiques, ainsi que l'influence majeure des banques centrales sur la valorisation des classes d'actifs.

→ **Les marchés de dettes gouvernementales sont les principaux bénéficiaires de l'aversion au risque des investisseurs**, surtout en Europe où **le 10 ans allemand atteint un plus bas historique** à 0,86 % de rendement tandis que le taux à 2 ans passe en territoire négatif. C'est toutefois sur les parties longues des courbes obligataires que le mouvement est le plus marqué. Les rendements périphériques battent eux aussi des records à la baisse, à peine au-dessus de 2 % pour l'Espagne et l'Italie à 10 ans. Au-delà du stress géopolitique aux portes de l'Europe, ce mouvement s'explique logiquement par la **médiocrité des données macroéconomiques** de l'été, Allemagne comprise, le thème récurrent des **craintes déflationnistes** et le discours très velléitaire de Mario Draghi à Jackson Hole fin août qui promet des **ajustements monétaires supplémentaires**. Aux États-Unis, en dépit d'un environnement économique en amélioration, les taux à 10 ans restent ancrés sur un niveau bas proche de 2,40 %, ce qui nous semble largement moins justifié.

→ Les **dettes émergentes** profitent pour leur part d'un double effet favorable : celui d'un **portage resté très attractif** dans cet environnement de taux quasi-nuls et celui d'une consolidation du marché du crédit privé à haut rendement au début du mois d'août. **Ces flux qui concernent tant les dettes émergentes en \$ qu'en devises locales,**

devraient, à notre sens, perdurer et confirmer les jolies performances récentes.

→ **Sur le front des actions, l'Europe** pâtit des tensions entre la Russie et son voisin ukrainien et c'est l'Allemagne qui est le pays le plus impacté au travers de la nature de ses échanges commerciaux. Mais dans une **conjoncture atone**, la **teneur décevante des résultats des entreprises au 2^e trimestre** pèse considérablement, alors même que les **effets géopolitiques sont largement à venir**. Les seuls vrais facteurs de soutien restent les **attentes autour de la BCE**, ainsi que l'impact positif sur certaines valeurs du **mouvement baissier opéré par la devise européenne (près de 4 %)**. À contrario, la bourse américaine est portée par le rebond de la croissance au 2^e trimestre, des indicateurs avancés bien orientés, accompagnés d'une saison des résultats des sociétés de bonne facture et un discours de la Fed lui aussi très rassurant. Cela explique aisément **l'effet ciseau majeur observé entre les indices européens et américains** (près de 8 % sur 3 mois à fin août en devises locales) qui porte le S&P 500 pour la 1^{ère} fois de son histoire au-delà des 2 000 points. Ce même mouvement s'observe, pour des raisons similaires, entre Europe et zones émergentes, l'écart entre leurs indices boursiers sur 3 mois s'affichant ainsi à près de 10 %. **Les marchés asiatiques confirment en particulier leur rebond**, auquel nous adhérons pleinement, eu égard à **la stabilisation de l'économie chinoise, à la vigilance de la banque centrale** et à une **dynamique bénéficiaire en amélioration**.

Le rallye obligataire de l'été nous conduit ainsi à un réaménagement des poches taux pour prendre quelques profits et optimiser le portage.

Nous conservons, sur les actions, une vision constructive pour la fin de l'année mais réduisons tactiquement le niveau de nos expositions pour, là-aussi, capter d'une part les meilleures performances de l'été, et réallouer d'autre part sur les segments aux fondamentaux les plus prometteurs.

Scénario Economique

La croissance mondiale s'est poursuivie au second trimestre à un rythme modéré, légèrement inférieur à 3 % l'an. Elle est un peu plus forte qu'au premier trimestre, qui avait été perturbée par des tempêtes aux Etats-Unis. Elle reste cependant au-dessous de sa tendance de long terme. Cette relative faiblesse de la croissance globale et l'abondance de l'offre expliquent la stabilité des prix du pétrole et des matières premières, voire la détente de certains d'entre eux.

Le rattrapage de l'activité aux Etats-Unis est vigoureux et il semble se poursuivre au troisième trimestre. Les indices du climat des affaires s'améliorent dans l'industrie comme dans les services et ils sont actuellement à des niveaux élevés.

La reprise américaine est en marche. Nous estimons qu'elle persistera, sans doute même en s'accélégrant. Janet Yellen, Présidente de la Réserve Fédérale, a présenté au séminaire des Banques Centrales à Jackson Hole de longs développements concernant l'incertitude sur le niveau du chômage aux Etats-Unis (probablement sous-estimé). Il ressort de son analyse que la Réserve Fédérale américaine n'engagera pas de resserrement de sa politique de taux avant plusieurs mois.

La zone euro enregistre au deuxième trimestre sa plus mauvaise performance depuis qu'elle est sortie de la récession au deuxième trimestre 2013. Le taux de croissance trimestriel s'établit à 0,2 % en rythme annuel, après 1,2 % au quatrième trimestre 2013 et 0,8 % au premier trimestre 2014. Au sein de la zone euro, les divergences s'accroissent. L'écart entre pays s'accroît. La croissance allemande est supérieure à celle de la zone euro de près d'un point. La croissance française avait été temporairement supérieure à celle de la zone euro jusqu'au printemps 2013, au

creux des récessions espagnole et italienne. Elle a décroché il y a un an et elle est depuis quatre trimestres inférieure à la croissance de la zone euro. La divergence des dettes publiques entre la France et l'Allemagne s'est amorcée et elle s'amplifiera au cours des prochains trimestres. Lors de son intervention à Jackson Hole, Mario Draghi a, pour la première fois, souligné le risque d'un décrochage des anticipations d'inflation. L'indicateur mis en avant est le taux du swap à 5 ans dans 5 ans, qui a effectivement baissé récemment au-dessous de 2 % l'an. L'argument développé jusqu'ici, selon lequel les anticipations d'inflation à moyen terme étaient "bien ancrées" au voisinage de 2 %, est désormais plus difficile à défendre.

De nouvelles initiatives d'assouplissement monétaires sont probables. Dans ce contexte très peu inflationniste et de croissance faible, les politiques monétaires devraient donc dans l'ensemble rester durablement accommodantes, à l'exception peut-être du Royaume-Uni.

Si l'on ne prend pas en compte le risque géopolitique, qui s'amplifie malheureusement et peut provoquer un retour de volatilité, nous maintenons à quelques détails près nos perspectives économiques pour 2014 et 2015. Celles-ci décrivent **une accélération modeste de la croissance mondiale au deuxième semestre 2014 et en 2015** pour revenir vers sa tendance longue. Les pays émergents se maintiendraient sur une tendance de 4 à 5 % l'an. Les Etats-Unis gagneraient un point de croissance (3 % en 2015 après 2 % en 2014), la zone euro un peu moins d'un demi-point (1,2 % en 2015 après 0,8 % en 2014). L'inflation européenne resterait faible mais devrait regagner quelques dixièmes de point en raison de la baisse de l'euro et d'une activité un peu plus assurée. **Le basculement dans la déflation serait donc évité mais de justesse.**

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	0,60	1,10
Taux d'intérêt centraux*	Fed	0,25	0,50
	BCE	0,05	0,05

*Les taux de croissance indiqués pour le PIB et l'inflation sont des taux d'accroissement moyen annuels. Les taux d'intérêts des banques centrales sont des taux au 31 décembre.

Juill. Août

FIXED INCOME

Commentaires

=	+	Taux	- Les Banques Centrales sont un facteur de soutien important pour les marchés obligataires. Aux US et au UK, les hausses de taux à venir se feront à un rythme bien plus faible que par le passé et à des niveaux finaux plus bas. En Zone Euro et au Japon, les Banques Centrales ouvrent la porte à un accroissement (BCE) ou à un prolongement (BOJ) des politiques monétaires non conventionnelles.
	=	Pays Core	- La faiblesse de la croissance et de l'inflation en zone euro ainsi que la garantie du maintien d'une politique monétaire ultra accommodante ne militent pas pour une hausse des rendements. Une légère correction du violent mouvement de baisse des taux enclenché en début d'année n'est cependant pas à exclure.
	+	Pays Périphériques	- Le contexte d'inflation faible avec une croissance faible milite pour un maintien d'un environnement de taux bas. Même si le mouvement de resserrement a été important au mois d'Août, nous maintenons notre biais positif des périphériques versus pays "core".
	=	Inflation	- Nous privilégions les points morts d'inflation de la partie courte de la courbe des taux qui ont exagérément reculé avec la faiblesse des chiffres d'inflation constatée. Sur la partie long terme, malgré le passage sous les 2 % sur le 5 ans, nous conservons une orientation encore négative.
	+	Emergents	- L'inflation est en recul dans de nombreux pays et l'activité redémarre, notamment en Chine, Inde, Pologne et Mexique. - Pour notre choix de pays (Mexique, Indonésie et Pologne) nous continuons à privilégier la croissance, l'équilibre des comptes, le levier monétaire, quand il est disponible, et les politiques de réformes.
+	+	Crédit	- Confortés par le discours BCE, nous privilégions le crédit euro par rapport aux \$ et £ ; l'appréciation du dollar crée un contexte favorable pour les entreprises exportatrices européennes. - Nous restons positifs sur la classe d'actifs crédit et plus particulièrement sur les dettes subordonnées notamment les hybrides corporate, les obligations convertibles et le high yield.
	+	Investment Grade	- Nous restons positifs sur les financières notamment périphériques et sur les subordonnées "Core" qui disposent de solides fondamentaux.
	+	Subordonnées	- Nous sommes toujours positifs sur les dettes subordonnées (entreprises et bancaires), un marché caractérisé par une demande forte et des primes attractives.
	+	High Yield	- Nous passons de neutre à positif sur le marché du High-Yield en raison de l'écartement des spreads de crédits de cet été et de l'environnement monétaire en zone Euro.
	+	Convertibles	- Augmentation progressive du delta en cours, nous favorisons les titres ayant connu une correction de valorisation au cours de l'été. - Les entreprises européennes sont soutenues par les actions de la BCE et l'appréciation du dollar.

Juill.	Août	ACTIONS	Commentaires
+	=	Europe	<ul style="list-style-type: none"> - Dans un contexte de croissance faible, la politique de la BCE constitue le principal facteur positif pour le marché des actions en Europe - Nous maintenons un biais tactique prudent adopté en juillet et confirmé par une saison des publications des résultats du 2^e trimestre décevante - Nos investissements se concentrent sur des entreprises de qualité et exposées aux zones de croissance constituées par des pays émergents (Chine, Mexique) et les Etats-Unis - Nous misons sur une appréciation du dollar - La combinaison : taux d'intérêts bas et soutien de la BCE, nous invite à mettre l'accent sur les titres de rendement. - Notre allocation sectorielle est positive sur la Santé, la Technologie et à nouveau sur les Banques
+	+	US	<ul style="list-style-type: none"> - Après un premier trimestre négatif, les Etats-Unis ont enregistré une série d'indicateurs macroéconomiques marquant la solidité de la reprise américaine - Cette reprise se reflète dans les publications de résultats des entreprises du 2^e trimestre, avec plus de 75 % de résultats supérieurs aux attentes - Exposition à l'appréciation du dollar contre euro
+	+	Japon	<ul style="list-style-type: none"> - Reprise technique attendue après une performance négative depuis le début de cette année - Attente d'une nouvelle série de mesures économiques et une action de la Banque Centrale
=	+	Emergents	<ul style="list-style-type: none"> - Réveil des indices émergents depuis mars 2014 après une longue phase de correction en 2013 - Contribution essentielle à la croissance mondiale, ou pas de reprise mondiale sans les émergents - Premiers témoignages de l'efficacité des mesures du gouvernement chinois tout en maintenant le rythme des réformes

JK CAPITAL MANAGEMENT LTD.

=	+	Chine	<ul style="list-style-type: none"> - Les actions chinoises ont rebondi depuis le mois de mai, portées par des meilleures données macro-économiques et des mesures de stimulation ponctuelle de l'économie et notamment du marché immobilier. - Les réformes annoncées en Novembre 2013 progressent, notamment sur la réforme des sociétés étatiques et la lutte contre la corruption ce qui à terme devrait permettre l'émergence de sociétés mieux gérées et plus profitables.
-	+	Asie	<ul style="list-style-type: none"> - Les chiffres en Asie du Sud-Est se sont améliorés notamment en Indonésie et en Thaïlande où les changements politiques récents ont apporté plus de stabilité. Les marchés ont progressé en conséquence et les niveaux de valorisation incluent désormais un scénario favorable. - Les Philippines et la Malaisie ont également annoncé des chiffres de croissance en hausse au deuxième trimestre à 6,4 % en glissement annuel pour les deux pays. - En Corée, le gouvernement a annoncé une série de mesures pour relancer la croissance stagnante du pays. Ces mesures ont été accueillies favorablement mais il faudra peut-être quelques mois pour en voir les effets concrets.



Juill.	Août	MULTIGESTION ALTERNATIVE	Commentaires
=	+	Global Macro	<ul style="list-style-type: none"> - La Fed et la BOE entament un cycle de resserrement monétaire progressif. - Les divergences de politiques monétaires sont sources d'opportunités pour les gérants.
+	+	Long/Short Equity	<ul style="list-style-type: none"> - La dispersion des valeurs sur le S&P s'améliore. - L'abondance de liquidité devrait continuer de favoriser la classe d'actifs → Nous continuons de favoriser des fonds opportunistes sans biais long structurel.
+	+	Event Driven	<ul style="list-style-type: none"> - Fondamentaux favorables aux fusions-acquisitions (réserves de cash importantes, taux bas, marchés haussiers). - Nombre de fusions transfrontalières en forte hausse et marché des introductions dynamique
=	-	Arbitrage Credit	<ul style="list-style-type: none"> - La qualité de crédit des émetteurs se détériore avec une hausse des leviers financiers et des politiques moins favorables aux crédateurs (M&A, rachats d'actions). - Le retrait de liquidité opéré par la Fed devrait conduire à plus de volatilité sur la classe d'actifs.
=	=	Distressed	<ul style="list-style-type: none"> - Taux de défaut sont très bas aux USA et opportunités rares. - En Europe les banques se séparent de leurs actifs non-stratégiques afin de se conformer aux exigences réglementaires de fonds propres.

Baromètre de nos allocations

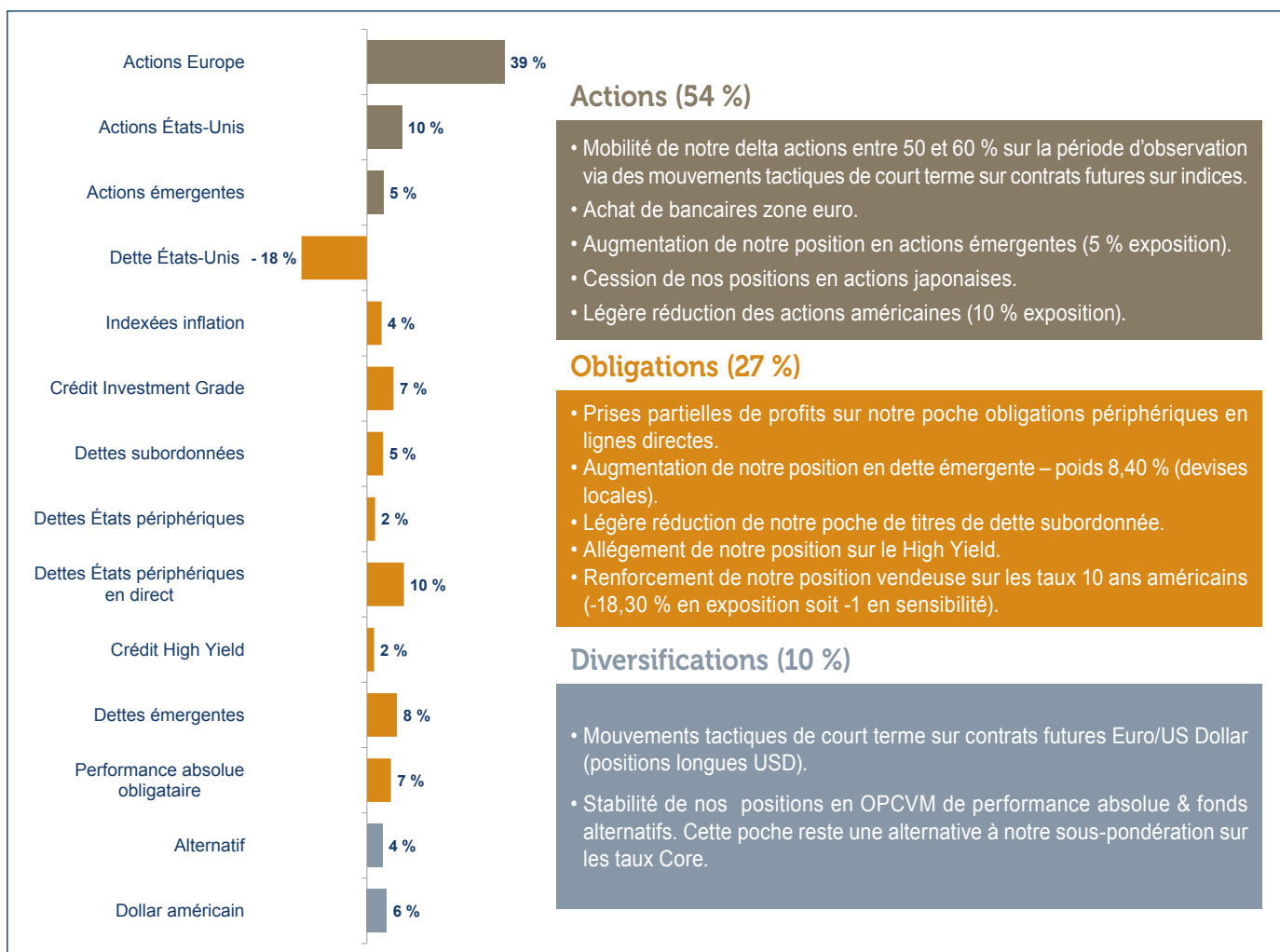
à travers notre fonds* diversifié de Gestion Flexible

L'été en pente douce...

Nous avons profité de la baisse violente des marchés, en début de période, pour remonter le delta du fonds, rejoignant ainsi notre borne haute, à 60 %, via des achats de titres bancaires et des actions émergentes, notamment. Conformément à notre stratégie de prises de bénéfices tactiques, mise en œuvre depuis le début de l'année, nous avons réduit le risque du portefeuille en toute fin de période profitant du rebond des actions

européennes. Nous avons également soldé notre position sur les actions japonaises, le marché ayant été immune au contexte géopolitique mondial. Ce marché conserve, selon nous, de l'attractivité ; mais nous attendons plus d'éclairages sur une éventuelle nouvelle action de la part de la Banque du Japon. Parallèlement, nous avons continué d'augmenter nos positions sur la partie actions émergentes.

Nous avons également pris des bénéfices sur notre poche obligataire, notamment sur la partie périphérique, après le très beau rallye enregistré sur cette composante. Outre Atlantique, la Fed poursuit son discours accommodant malgré une économie continuant d'afficher des signes de bonne santé économique, nous avons donc augmenté de notre position vendeuse sur les taux US. Parallèlement, nous avons complété nos positions en dette émergente.



*LFP Patrimoine Flexible

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 leurs auteurs 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.

Performances Mensuelles des Fonds Phares La Française AM

Au 29 août 2014		2014	Vol 52 semaines	1 an	3 ans	5 ans	Création	Date de création
Gamme Monétaire								
LFP Trésorerie Court Terme	Part I	0,17 %	0,01 %	0,39 %	2,04 %	2,72 %	2,77 %	22/06/09
LFP Trésorerie	Part I	0,29 %	0,01 %	0,44 %	2,20 %	3,77 %	8,27 %	15/04/08
LFP Trésorerie Activ	Part R	0,34 %	0,06 %	0,54 %	2,67 %	4,58 %	84,11 %	20/06/96
LFP Trésorerie Moyen Terme	Part I	0,78 %	0,23 %	1,38 %	-	-	1,41 %	21/05/13
Gamme Diversifiés								
LFP Patrimoine Flexible	Part R	5,43 %	7,84 %	13,49 %	23,34 %	28,72 %	63,97 %	12/04/01
	Part I	5,78 %	7,80 %	13,98 %	24,98 %	-	18,24 %	29/11/10
Gamme Emergents								
LFP Obligations Emergentes	Part P	5,91 %	5,81 %	6,42 %	7,96 %	32,84 %	50,50 %	12/10/05
	Part I	6,08 %	5,81 %	6,69 %	8,71 %	35,31 %	67,64 %	24/12/04
LFIP Europe Impact Emergent	Part R	-0,16 %	12,93 %	7,78 %	23,17 %	42,32 %	27,88 %	19/10/05
LFIP Leaders Emergents	Part B	6,07 %	12,76 %	14,18 %	17,48 %	31,96 %	42,17 %	12/05/09
Gamme Actions								
LFIP Trend Opportunities	Part B	-3,45 %	14,68 %	5,84 %	28,68 %	52,18 %	75,40 %	12/05/09
FCP Mon PEA	Part R	0,41 %	13,21 %	13,04 %	49,78 %	-	53,82 %	27/05/10
LFP Foncières Europe	Part R	15,84 %	10,50 %	22,75 %	34,46 %	65,35 %	20,84 %	06/10/05
LFP JKC China Value	Part I	-8,51 %	13,75 %	-0,64 %	16,18 %	-	-0,42 %	01/10/10
LFP JKC Asia Value	Part I	-0,75 %	10,32 %	1,22 %	-	-	1,09 %	01/07/11
LFIP Actions Euro	Part I	-0,50 %	14,86 %	11,02 %	35,44 %	24,38 %	86,99 %	17/11/08
Gamme Taux & Crédit								
LFP R2P Global Credit	Part I	6,92 %	2,60 %	8,52 %	-	-	8,25 %	17/09/12
LFP Crédit Flexible International	Part I	3,46 %	1,45 %	6,13 %	23,91 %	-	51,28 %	31/12/10
LFP Multistratégies Obligataires	Part I	7,99 %	1,80 %	10,98 %	18,62 %	16,76 %	67,62 %	10/01/01
LFP Obligations Emergentes	Part I	6,08 %	5,81 %	6,69 %	8,71 %	35,31 %	67,64 %	24/12/04
LFPLibrobli	Part C	8,42 %	3,73 %	14,13 %	33,57 %	37,59 %	75,43 %	20/10/08
Gamme Obligataire à échéance								
LFP Rendement 4X4	Part R	1,87 %	0,54 %	3,56 %	-	-	23,19 %	21/11/11
LFP Rendement 2017	Part R	4,03 %	1,34 %	8,49 %	-	-	23,67 %	20/03/12
LFP Rendement Emergent 2017	Part R	4,37 %	2,85 %	7,34 %	-	-	12,15 %	20/03/12
LFP Rendement Global 2018	Part R	3,83 %	2,06 %	7,44 %	-	-	8,61 %	14/01/13
LFP Rendement Global 2020	Part R	5,23 %	-	-	-	-	9,58 %	24/09/13
	Part I	5,51 %	-	-	-	-	10,08 %	23/09/13

Risques associés : gestion flexible et diversifiée à caractère discrétionnaire, effet de levier, surexposition, gestion dissymétrique, taux, crédit, actions, change, matières premières, défaut, inflation, arbitrage, alternatifs, volatilité, perte en capital, contrepartie, risque lié aux investissements en titres spéculatifs, en obligations convertibles et lié à l'investissement sur les marchés émergents.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances future. L'ensemble des risques portés par les produits figure dans la documentation légale et commerciale. LFP-JKC China Value et LFP-JKC China Value : JK Capital Management Limited - Montant du capital social (au 31/10/2010) : 11.385.799 HK\$ Numéro d'immatriculation au Companies Registry of Hong Kong: 542867 - Date de constitution le 21/03/1996 Siège social: Suite 1101, 11/F., Chinachem Tower, 34-37 Connaught Road Central, Hong Kong SAR.

La Française recommande aux clients souhaitant souscrire au fonds de prendre connaissance des documents contractuels et notamment de la section détaillant les risques associés sur www.lafrancaise.am.com et de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers habituels afin de s'assurer que ce produit est adapté à leurs attentes.

ERASMUS GESTION est une société par actions simplifiée, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro B 793 904 053, agréée par l'Autorité des marchés financiers en tant que Société de gestion de portefeuille le 12 juin 2013 sous le numéro GP-13000021, dont le siège social est situé au 14 rue de Marignan, 75008 Paris.

La Française des Placements est une société du Groupe La Française – www.lafrancaise-group.com

La Française des Placements : SAS au capital de 17 696 676 € - R.C.S. PARIS B 314 024 019 - 173, bd Haussmann - 75008 PARIS - Société de gestion de portefeuille relevant de l'Autorité des Marchés Financiers AGREMENT AMF N°GP 97-076 (www.amf-france.org).

Publications éditée par La Française, Société anonyme à directeur et conseil de surveillance au capital de 73 368 840 € - RCS : 480 871 490. **Directeur de la publication** : Pascale Auclair. **Responsable de la rédaction** : Pascale Cheynet. **Chef d'édition** : Aïcha Zagai. **Maquette** : Sylvia Chadi.

Ont participé à ce numéro : Photos/illustration : Fotolia. Impression : SB Grafic - 01 60 35 10 35.