

Orientations et Stratégie n°150

Lettre mensuelle de La Française AM | Octobre 2014 - Achevée de rédiger le 06 | 10 | 2014

Regard sur les marchés

Septembre se termine sur une **image contrastée de l'évolution des marchés, avec des parcours boursiers à nouveau très disparates, et un regain de tension sur les taux.**

Outre Atlantique, en dépit d'indicateurs économiques en amélioration, le S&P 500 bute sur les 2 000 points d'indice, les taux longs reprennent 20 bp de taux et le compartiment High Yield fait l'objet d'importants flux sortants (-2,2 % sur le mois). Les marchés d'actions européens, tout comme les dettes d'Etats core ou périphériques zone euro, affichent sur le mois une meilleure performance que celle des titres américains, qui tient essentiellement aux stimuli additionnels de la Banque Centrale Européenne. L'euro atteint ainsi un plus bas de 2 ans en cours de mois à 1,2580 contre le dollar US, ce qui constitue, à terme, une nouvelle positive pour les bénéficiaires des entreprises de la zone.

La plupart des devises développées se sont d'ailleurs dépréciées contre le dollar, toujours porté par l'anticipation d'une remontée des taux directeurs de la Fed. Les devises émergentes souffrent également contre le dollar US (-2,70 % sur un panier de devises) et les marchés de dettes (-2 % en \$) et d'actions émergentes (-4,5 % en devises locales) ont été très affectés.

Seuls les indices actions japonais restent totalement immunes et caracolent en tête du hit-parade des performances mensuelles à près de +5 % avec un Yen à un plus bas sur 7 ans !

La différence de tempo des politiques monétaires entre les différentes zones apparaît très clairement comme le principal facteur explicatif de ces évolutions si diverses. La Fed a maintenu son discours accommodant, même si certaines projections ont fait état d'un rythme accéléré du cycle de hausse des taux, dès lors que les conditions économiques seront réunies. Prenant les investisseurs par surprise, la BCE a abaissé de son côté de 10 bp ses taux directeurs (taux REFI ramené à 0,05 %), en début de mois. Elle a parallèlement annoncé son intention d'acheter des actifs du secteur privé non-financier (ABS) et des obligations bancaires

sécurisées (covered bonds), selon des modalités précisées en octobre. En outre, le recours à de nouveaux instruments non-conventionnels et un programme massif d'achats d'actifs ont été discutés. Mario Draghi a martelé que la BCE maintiendra une politique monétaire accommodante pendant une "période relativement longue" et qu'elle est unanime pour utiliser tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat.

Face à des indicateurs économiques dégradés en termes d'activité et d'inflation, la pression s'accroît sur la BCE pour adopter un "QE" très large, mais les résultats de l'opération de TLTRO mi-septembre auprès des banques, ont, pour leur part, été jugés décevants. Enfin en Chine, face à une série de statistiques économiques moroses, la **Banque Centrale Chinoise** a réagi en **injectant environ 81 Mds de dollars US dans le système bancaire** via les 5 plus grandes banques du pays.

Mais de toute évidence ces perfusions monétaires ne suffisent plus à entretenir une dynamique positive des marchés. On observe tout au long du dernier mois, une **remontée graduelle de la volatilité** sur la plupart des classes d'actifs, sur fond de **spéculations sur le timing de remontée des taux d'intérêt de la Fed**, d'abord alimentée par les incertitudes sur l'évolution du conflit russo-ukrainien et les craintes sur le **referendum écossais**, puis exacerbée par les **doutes quant à la réelle capacité de la BCE à passer de la parole aux actes face à la dégradation patente de la conjoncture européenne.**

L'ensemble des marchés développés d'actions consolident assez légitimement à l'approche de leurs plus hauts de l'année respectifs, alors que les indicateurs économiques mondiaux se tassent et que le décalage de cycle et de politique monétaire entre les différentes zones s'accroît. Nous opérons donc des prises de bénéfices tactiques et une réduction globale des risques des portefeuilles au sein de nos gestions diversifiées, dans une optique de préservation des performances acquises.

Scénario Economique

Deux faits nouveaux favorables sont intervenus dans le courant du mois de septembre. Le premier est la baisse sensible du cours de l'euro en dollar. Le mouvement avait commencé dès le mois de juillet et il s'est accentué après la décision de la Banque Centrale Européenne le 4 septembre de pousser la politique monétaire dans ses derniers retranchements. Il est au total de grande ampleur puisque l'euro a perdu en moins de trois mois 7 % de sa valeur en dollar, et il pourrait encore se poursuivre. Il s'agit en fait à la fois d'une baisse de l'euro contre de nombreuses monnaies et d'une hausse du dollar contre la plupart des monnaies. La cause est donc à rechercher des deux côtés de l'Atlantique.

Le second facteur favorable est la baisse significative du prix du pétrole de 110/115 dollars le baril de Brent en juin dernier à près de 95 dollars actuellement, soit un recul de l'ordre de 14 %. La baisse de prix est évidemment nettement moins marquée en euro mais l'allègement de la facture pétrolière pour l'ensemble des pays consommateurs aura, s'il se maintient, un effet positif sur leur pouvoir d'achat et sur le niveau de la consommation.

Les indicateurs de l'activité mondiale ne reflètent pas d'inflexion marquée par rapport aux tendances antérieures. La croissance se poursuit à une allure modérée mais régulière en moyenne dans les pays émergents avec toutefois des différences importantes entre les plus grands pays : expansion stable en Chine, accélération en Inde, quasi-récession au Brésil et en Russie. Cette situation traduit des forces contraires au sein des BRIC et laisse ouverts plusieurs scénarios possibles pour les pays

émergents. C'est peut-être ce que reflète l'instabilité de l'indice boursier moyen des pays émergents.

Aux Etats-Unis, après le mauvais début d'année le rebond de l'activité se confirme. Le taux de croissance annualisé du deuxième trimestre a été révisé en hausse à 4,6 % et les indices conjoncturels du troisième trimestre reflètent la poursuite de l'amélioration. L'inflation est proche de 2 % l'an et ne donne cependant aucun signe de tension. La Fed déroule le scénario prévu : finalisation prochaine de la sortie du "tapering", puis période "longue" de neutralité avant d'engager la hausse du taux des Fed funds.

La zone euro continue de décevoir. Les enquêtes communautaires et les indices des directeurs d'achat montrent que la croissance est très modeste et ne donne pas de signe de renforcement. **Elle aurait même tendance à rechuter légèrement.** Nous estimons que la croissance pourrait être un peu plus forte en 2015 qu'en 2014 en raison des facteurs de soutien venant de la politique monétaire et de la demande mondiale. Nous restons toutefois très prudents sur les perspectives de la zone euro. La divergence entre la France et l'Allemagne ne concerne pas que les résultats économiques et budgétaires. Elle concerne plus profondément les visions politiques des deux pays. Les avancées institutionnelles qui seraient nécessaires risquent dans ce contexte de rester durablement bloquées et la croissance de demeurer faible. L'inflation moyenne de la zone se maintiendra proche de zéro avant de remonter vers 1 % en 2015 et, sauf événement majeur, les taux d'intérêt resteront donc durablement bas.

Scénario de référence pour 2014 - 2015

		2014	2015
Taux de croissance*	États-Unis	2,20	3,00
	Zone euro	0,80	1,20
Taux d'inflation*	États-Unis	1,80	1,80
	Zone euro	0,70	1,00
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50
	BCE	0,05	0,05

Nous maintenons un scénario de poursuite de la reprise américaine et de difficile sortie de récession en zone euro. 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 très au-dessous de leur cible de moyen terme en 2015.

*Moyenne annuelle - ** En fin d'année



Août **Sept.** **FIXED INCOME**

Commentaires

Août	Sept.	FIXED INCOME	Commentaires
=	+	Taux	- L'environnement global des grandes banques centrales reste très accommodant. Aux Etats Unis, la Fed pourrait ainsi maintenir ses taux à zéro même si l'inflation venait à dépasser son objectif de 2 %. Au regard des derniers chiffres d'inflation et du renforcement du dollar, nous pensons que les pressions sur les prix resteront contenues et que le timing de la première hausse de taux est une nouvelle fois repoussé de quelques mois.
=	=	Pays Core	- Le faible niveau d'activité nominale en zone euro et la garantie du maintien d'une politique monétaire ultra accommodante justifient pleinement le niveau des taux d'intérêt actuels. Le potentiel d'appréciation reste faible, mais les taux core continuent d'offrir une protection intéressante en cas de hausse de l'aversion au risque.
+	+	Pays Périphériques	- Les perspectives de croissance s'affaiblissent dans la zone euro, l'inflation reste sur des niveaux faibles et les efforts structurels à réaliser restent importants. Dans cet environnement, des doutes sur la solvabilité peuvent réapparaître. Nous avons pris des profits sur les dettes périphériques mais restons toujours positifs.
-	-	Inflation	- La forte baisse des prix des matières premières ne laisse pas anticiper de rebond de l'inflation à court terme. Dans ce contexte, et bien qu'ils offrent des niveaux historiquement bas, les points morts d'inflation offrent peu de potentiel d'ici la fin d'année.
+	+	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	- Nous restons confiants avec une politique accommodante de la BCE qui soutiendra le segment.
+	+	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, et qui a bien résisté dans les périodes de volatilité de septembre.
+	+	High Yield	- Malgré de meilleurs fondamentaux aux US, nous préférons le crédit européen, notamment sur les entreprises de meilleure qualité (BB, high B) et ce en raison de politiques divergentes des banques centrales.
+	+	Convertibles	- La baisse des sous-jacents et des valorisations au mois de septembre plaide pour la classe d'actifs, attention néanmoins aux titres dont les volatilités implicites ne se sont pas encore normalisées, la volatilité des marchés d'action étant toujours très faible.

Août	Sept.	ACTIONS	Commentaires
=	=	Europe	<ul style="list-style-type: none"> - Les marchés actions européens affichent une performance stable en septembre, dans un contexte de croissance faible. Nous continuons de penser que la politique de la BCE, associée à la normalisation bancaire, constituent les principaux facteurs techniques positifs pour le marché des actions. - Possible point d'inflexion positif de la tendance des résultats des sociétés au 4^e trimestre lié à la baisse du dollar et aux conditions de financement favorables - Nous maintenons une exposition à l'appréciation du dollar et à des taux d'intérêts bas.
+	=	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"> - Quelques grands pays émergents à la peine : moindre lisibilité de la croissance en Chine, troubles à Hong Kong, situation dégradée en Russie et Brésil entre récession et élections - Prudence tactique mais nous restons sélectifs et confiants à moyen terme.

JK CAPITAL MANAGEMENT LTD.

+	=	Chine	<ul style="list-style-type: none"> - Les récentes manifestations de Hong Kong ont entraîné une forte volatilité des sociétés cotées sur la bourse locale. Cette baisse est, nous pensons, temporaire car ces événements ne devraient pas être pénalisant pour l'économie chinoise. - La Chine poursuit ses réformes et notamment a entamé la réforme budgétaire qui ouvre la voie à la réforme fiscale attendue. Dans le même temps, des mesures de micro-stimulations assurent le maintien de la croissance et des marchés en attendant les effets des réformes.
+	+	Asie	<ul style="list-style-type: none"> - En Indonésie et aux Philippines l'agitation politique menace de perturber les marchés d'actions à court terme. - En Thaïlande le gouvernement militaire a mis en place un gouvernement dominé par des officiers et poursuit son programme de mesures de relance de l'économie qui bénéficie aux marchés mais a conduit à des valorisations déjà hautes. - En Corée, la série de mesures de relance du gouvernement semble porter ses fruits.



Août	Sept.	MULTIGESTION ALTERNATIVE	Commentaires
+	+	Global Macro	<ul style="list-style-type: none"> - Les divergences de politiques monétaires entre Fed et BOE d'une part, BCE et BOJ d'autre part, sont sources d'opportunités pour les gérants.
+	+	Long/Short Equity	<ul style="list-style-type: none"> - L'abondance de liquidité devrait continuer de favoriser la classe d'actifs - Etant donné le niveau des valorisations nous continuons de favoriser des fonds opportunistes sans biais long structurel.
+	+	Event Driven	<ul style="list-style-type: none"> - Fondamentaux favorables aux fusions-acquisitions et marché des IPO dynamique (Alibaba, Paypal, etc.) - Nombre de fusions transfrontalières en forte hausse. L'offensive des autorités américaines sur les opérations de "tax inversion" ne devrait pas menacer les deals stratégiques.
-	-	Arbitrage Credit	<ul style="list-style-type: none"> - La qualité de crédit des émetteurs se détériore. Certains inquiètent déjà les marchés (Tesco, Phones 4U). - 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"> - Aux USA, taux de défaut bas et opportunités rares, mis à part sur certains segments (middle-market). - 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

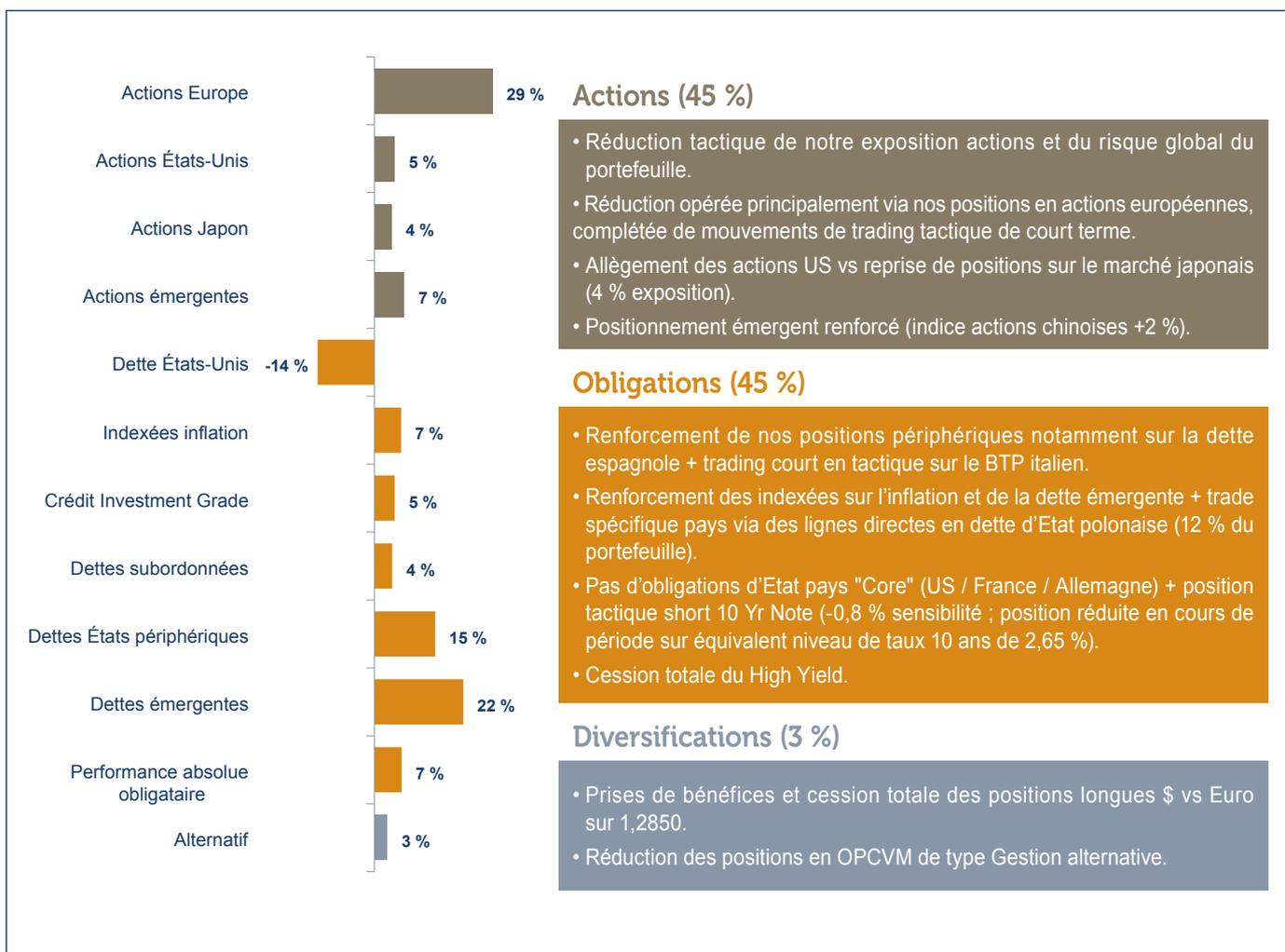
à travers notre fonds* diversifié de Gestion Flexible

Vendanges tardives...

Nous avons profité des disparités géographiques des performances boursières et de la bonne tenue relative des marchés d'actions européens, pour à la fois abaisser significativement notre exposition à la classe d'actifs et revoir nos pondérations par zones.

Ce mouvement de prises de bénéfices nous a conduits à réduire le delta actions global de 60 à 45% en fin de période, conformément à notre stratégie de prises de bénéfices tactiques systématiques, mise en œuvre depuis le début de l'année.

Nous avons par ailleurs renforcé notre poche obligataire, et réduit notre position short sur les taux US, contribuant ainsi à abaisser notre risque global. Mesuré par la volatilité ex-ante, il ressort fin septembre à moins de 6%, niveau historiquement bas.



*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 30 septembre 2014		Actif net m€	Performance 2014		Vol 52 semaines	1 an	3 ans	5 ans	Création	Date de création
			Annualisées	Flat						
Equity										
LFP Trend Opportunities	Part B	83	-7,06 %	-5,33 %	14,42 %	0,18 %	36,39 %	40,76 %	71,99 %	12/05/09
FCP Mon PEA	Part R	74	0,19 %	0,14 %	12,90 %	6,18 %	64,87 %	-	53,41 %	27/05/10
LFP Actions Euro	Part I	190	-1,25 %	-0,93 %	14,89 %	5,30 %	41,13 %	18,18 %	86,17 %	04/06/03
LFP JKC China Value	Part I	209	-16,24 %	-12,41 %	14,31 %	-5,60 %	31,54 %	-	-4,67 %	08/10/10
LFP JKC Asia Value	Part I	69	-2,36 %	-1,77 %	10,48 %	4,00 %	25,42 %	-	-1,90 %	01/07/11
Fixed In Come										
LFP R2P global credit	Part I	131	8,14 %	6,03 %	2,55 %	7,19 %	-	-	7,35 %	17/09/12
LFP Crédit Flexible International	Part I	51	4,31 %	3,20 %	1,46 %	5,21 %	27,17 %	-	22,09 %	31/12/10
LFP Multistratégies Obligataires	Part I	14	10,46 %	7,73 %	1,91 %	9,81 %	19,75 %	15,65 %	67,21 %	10/01/01
LFP Librobliq	Part C	380	8,51 %	6,30 %	4,05 %	10,37 %	59,75 %	28,36 %	71,99 %	20/10/08
LFP Rendement 4X4	Part R	9	2,73 %	2,03 %	0,53 %	3,39 %	-	-	23,39 %	21/11/11
LFP Rendement Emergent 2017	Part R	9	5,69 %	4,22 %	1,34 %	7,90 %	-	-	23,90 %	20/03/12
LFP Rendement Global 2018	Part R	63	4,21 %	3,14 %	2,03 %	5,60 %	-	-	7,88 %	23/01/13
LFP Rendement Global 2020	Part R	160	4,77 %	3,54 %	2,83 %	8,03 %	-	-	7,82 %	24/09/13
	Part I		5,18 %	3,85 %	2,83 %	8,53 %	-	-	8,35 %	23/09/13
LFP Obligations Emergentes	Part P	112	5,84 %	4,33 %	5,41 %	2,90 %	12,99 %	25,45 %	48,26 %	11/10/05
	Part I		6,10 %	4,53 %	5,41 %	3,16 %	13,78 %	27,47 %	65,20 %	18/02/05
LFP Leaders Emergents	Part B	22	1,56 %	1,16 %	13,04 %	4,00 %	18,96 %	22,74 %	35,60 %	12/05/09
LFP Trésorerie	Part I	3 408	0,44 %	0,33 %	0,01 %	0,43 %	2,15 %	3,75 %	8,31 %	15/04/08
LFP Trésorerie Activ	Part R	276	0,52 %	0,39 %	0,06 %	0,52 %	2,64 %	4,45 %	34,98 %	20/06/96
Cross-Asset										
LFP Patrimoine Flexible	Part R	334	7,82 %	5,79 %	7,97 %	11,11 %	28,22 %	26,64 %	64,67 %	05/04/01
	Part I		8,36 %	6,19 %	7,93 %	11,59 %	29,93 %	-	18,70 %	29/11/10
LFP PEA Flex	Part R	7	-	-	7,69 %	-	-	-	4,18 %	11/02/14
LFP Allocation	Part R	247	6,54 %	4,85 %	5,36 %	4,83 %	10,85 %	10,68 %	15,63 %	07/12/05
	Part I		7,00 %	5,19 %	5,32 %	5,33 %	13,04 %	14,43 %	47,13 %	24/10/03

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'Autorités 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 directoire 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** : Claudine Prêtre Procida. **Maquette** : Sylvia Chadi. **Ont participé à ce numéro** : **Photos/illustration** : Fotolia. **Impression** : SB Grafic - 01 60 35 10 35.