

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

---

## LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 159 - Juillet 2015

Achevée de rédiger le 07 | 07 | 2015

## REGARD SUR LES MARCHÉS

**Le dossier grec a éclipsé la plupart des autres problématiques en juin.** L'échec des négociations, le défaut de remboursement au FMI le 30 juin et la tenue d'un referendum ont cristallisé les peurs et provoqué un mouvement de "flight to quality", un élargissement des écarts de rendement sur dettes périphériques et une baisse globale des marchés d'actions. A l'heure où nous écrivons, **le NON massif au referendum tourne une page de l'histoire de la zone Euro et débouche sur une phase de grande incertitude.** Après des années de déni, nous sommes désormais confrontés à l'évidence économique : la dette grecque ne sera pas intégralement remboursée, soit parce qu'un nouveau round de négociations débouchera (enfin !) sur un réaménagement soutenable de l'échéancier ou du stock, soit parce que la Grèce sera contre son gré contrainte au "Grexit", acculée par le tarissement de toute liquidité. Les acteurs à surveiller dans ce rebondissement du drame grec, outre M.Tsipras qui sort plus fort de ce scrutin, sont bien sûr la BCE qui tient entre ses mains, au travers de l'ELA, l'avenir du système bancaire grec désormais dysfonctionnel, et le couple franco-allemand dont la cohésion sera clef dans la volonté d'aboutir à un compromis acceptable. Outre la problématique de contrôle des capitaux qui va rapidement geler toute capacité de règlement en Euro, les prochaines échéances dues par l'Etat grec sont imminentes (2Mds T-Bills le 10/7 et 3,5Mds BCE le 20/7). Elles contraignent fortement le calendrier de ces discussions dont **il faut souhaiter qu'elles évitent le Grexit, tant il est difficile d'en mesurer l'impact sur la confiance des agents économiques, les potentiels effets de contagion politique et financière dans la zone, les risques corollaires géopolitiques et les dommages causés par un tel précédent sur la pérennité de l'Union Monétaire...** Si à ce stade la réaction des

marchés reste mesurée, c'est bien parce que la BCE dispose aujourd'hui, au travers du QE et de l'OMT, d'une batterie d'outils dont les opérateurs espèrent qu'ils permettront de juguler tout excès de contagion aux autres pays du sud de la zone.

C'est aussi, sans doute, et cela nous ramène aux fondamentaux, **parce que de bons indicateurs d'activité (PMI) et de confiance des ménages illustrent l'inflexion positive de l'activité dans la zone,** et que la trajectoire économique de certains pays, autrefois en difficulté, rassure (Irlande, Portugal, Espagne). Par ailleurs, le CPI flash en zone euro ressort à 0,3 % sur un an et 0,9 % sur l'inflation "core", indiquant que l'inflation zéro s'éloigne. **Aux Etats-Unis, les indicateurs sur l'immobilier et l'emploi demeurent bien orientés et la Fed distille des messages apaisants sur la vigueur de la reprise américaine et un relèvement progressif des taux courts.**

**En Chine, autre source d'inquiétude de ce mois de juin,** l'indice composite de la bourse de Shanghai recule nettement et affiche désormais une baisse de - 20 % depuis son point haut du 12 juin. En cause, la spéculation des particuliers permise par le levier financier qui gonfle exagérément les volumes, dans un contexte de multiplication des IPO.

**La problématique grecque reste, en ce début de mois très critique, au cœur de toute considération en termes de construction de portefeuille.** Les fondamentaux européens demeurent attractifs et justifient notre exposition actions sur cette zone, pilotée tactiquement à plus court terme. Les risques sur taux périphériques, ajustés à la baisse pour prendre en compte leur volatilité, sont contrebalancés par une sensibilité aux taux "core", largement normalisés après leur récente correction. Nous adapterons, bien sûr, cette stratégie au fil des événements...

On en coasse



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

La croissance économique mondiale d'un trimestre à l'autre avait nettement fléchi au premier trimestre, tombant à son plus bas niveau depuis 2001 (hors crise de 2009). Elle a retrouvé un rythme plus soutenu mais toujours modéré au second trimestre. Aux Etats-Unis, l'industrie continue de marquer le pas. La production industrielle se contractait encore en mai et l'indice des directeurs d'achat est nettement retombé depuis six mois. En revanche, l'activité dans le secteur non manufacturier se poursuit à un rythme plutôt élevé. Les dépenses des ménages américains sont en hausse (consommation et construction de logements). Les commandes high tech sont en nette reprise. L'inflation est stable. **Dans la zone euro, une lente amélioration se confirme.** L'indice Markit composite (ensemble industrie et services) est à son niveau le plus élevé depuis quatre ans. L'enquête de la Commission européenne, plus complète que celle de Markit, donne des résultats similaires mais plus prudents. Les industriels restent réservés sur leurs carnets de commandes.

La plupart des instituts économiques ont mis à jour leurs perspectives pour 2015 et 2016. Ils n'apportent pas de changements majeurs à leurs prévisions antérieures mais plutôt **quelques révisions en baisse des perspectives de croissance.** Le raisonnement macroéconomique est simple. L'économie mondiale a bénéficié de stimulants "exogènes" au deuxième semestre 2014 : baisse des prix du pétrole et de la plupart des commodités, baisse des taux d'intérêt en sur-réaction à l'attente du QE européen. Ces facteurs ont stimulé la demande finale. Comme il n'y a aucun goulot de production nulle part, ni réels ni financiers, nous ne voyons pas de raison pour que la machine économique se bloque à court terme. Nous ne voyons pas non plus de raison d'emballement,

précisément parce qu'il n'y a pas de goulots (le besoin d'investissement n'est donc pas intense) et aussi parce que l'effet des facteurs stimulants s'épuise progressivement. Par ailleurs, plusieurs freins structurels subsistent en Europe, d'où l'idée d'une probable retombée de croissance européenne d'ici fin 2016.

**Plusieurs risques et incertitudes continuent de planer.** Sur les prix du pétrole, le "risque" serait plutôt vers le bas (peu de hausse des prix avant quelques trimestres). Sur les conséquences de la normalisation des taux américains pour les pays émergents, la menace viendrait d'une hausse de taux trop brutale, appelant des retours de capitaux vers les Etats-Unis. Lors de sa dernière réunion, la Réserve Fédérale américaine a publié ses anticipations pour les Etats-Unis. De mars à juin, la prévision de croissance pour 2015 a été ramenée de la zone 2,3/2,7 (la Fed donne un intervalle et non un seul chiffre) à 1,8/2. Pour 2016, la prévision reste inchangée autour de 2,5 % (intervalle de 2,3/2,7). On note que la Fed s'attend à une croissance plus faible au cours des années suivantes, autour de 2,2 % l'an. La projection moyenne de taux des membres du Comité de la Fed est de 0,5 % à 0,75 % fin 2015 (sans changement par rapport à mars) et de 1,5 % à 1,75 % fin 2016.

Dans la zone euro, le défaut de l'Etat grec est désormais constaté. A l'heure où nous écrivons, de nouveaux rebondissements sont encore possibles. Quoi qu'il en soit, la Grèce est en insolvabilité de fait. **La stratégie des reports d'échéance peut permettre de gagner du temps, à supposer qu'elle puisse encore aboutir. Elle ne résoudra pas pour autant le problème économique structurel de la Grèce.**

Nous ne modifions pas nos perspectives économiques précédentes. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation faible, les taux d'intérêt resteraient bas, avec toutefois l'amorce progressive d'un cycle de hausse aux Etats-Unis autour de la fin 2015.

Scénario de référence pour 2015-2016		2014	2015	2016
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,4	2,4	2,6
	ZONE EURO	0,9	1,5	1,4
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,6	0,5	1,5
	ZONE EURO	0,4	0,4	1,0
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,25	0,5	1,25
	BCE	0,05	0,05	0,05

\*Taux d'accroissement annuel (moyenne 2014 /moyenne 2015/moyenne 2016)

\*\*Taux en fin d'année

# EN UN CLIN D'ŒIL **NOS CONVICTIONS DE GESTION** PAR CLASSE D'ACTIFS

À TRAVERS LA FRANÇAISE, JKC ET TAGES



Juin **Juillet**

**FIXED INCOME**

Commentaires

		<b>Taux</b>	<b>La remontée des rendements des pays développés redonne du potentiel d'appréciation aux classes d'actifs obligataires, d'autant plus que la croissance mondiale a été plutôt décevante en ce début d'année.</b>
		Pays Core	Les taux core en zone euro sont très proches de leur niveau d'équilibre fondamental. Leur très forte volatilité de court terme ne les rend pas attractifs dans l'absolu. Ils conservent néanmoins un caractère protecteur face à des actifs risqués.
		Pays Périphériques	Le risque économique d'un Grexit apparaît absorbable mais cela fragiliserait la zone euro et pèserait sur les spreads périphériques. La possibilité d'une évolution positive en Grèce est envisageable mais prendra du temps à se mettre en place. Nous préférons donc rester neutres dans cette période de forte volatilité.
		Inflation	La hausse de l'aversion au risque devrait limiter le potentiel d'appréciation des titres indexés dans un contexte où les pressions inflationnistes restent extrêmement faibles.
		Emergents	Le ralentissement de la croissance et la volatilité sur les marchés obligataires européens pèsent sur les primes de risque. A 360 bp en moyenne sur les marchés émergents, elles demeurent attractives. Nous privilégions la dette externe à la dette locale. Nous pensons que le rebond de la croissance dans les EM est différé au moins à fin 2015.
		<b>Crédit</b>	<b>La volatilité des taux sans risque et la situation grecque justifient le maintien du positionnement neutre.</b>
		Investment Grade	Appétit modéré sur les seniors bancaires dû à l'incertitude grecque. En revanche, les seniors corporates subissent peu de contagion, certains étant soutenus par les achats de la BCE.
		Subordonnées	Les valorisations des subordonnées bancaires ont relativement bien tenu dans une phase de forte volatilité de marché, à l'inverse des segments des subordonnées corporates et d'assurance. En revanche, l'extension du programme d'achats de la BCE, sur certains corporates, ainsi que l'absence de primaire sur les corporates hybrides, devraient être favorables au resserrement des spreads.
		High Yield	Malgré l'action de la BCE et l'amélioration de la macro européenne, l'enlisement du dossier grec pèse sur les valorisations. A noter la surperformance du 'high Béta' (B/CCC), moins sensible aux taux.
		Convertibles	Les valorisations et la volatilité incitent à la prudence. Cependant, le marché actions qui se tient bien en relatif est un facteur positif.

Juin	Juillet	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Sous-performance du marché rythmée par le psychodrame grec. La reprise engagée de la croissance en zone Euro et des résultats des entreprises ne sont pas remis en cause. Nous restons positifs sur les marchés européens et sur l'accélération des résultats des entreprises.
=	=	US	Amélioration sensible des données macroéconomiques, ce qui n'empêchera pas une baisse des profits sur l'ensemble du 1 <sup>er</sup> semestre. Nous restons prudents à l'égard du marché américain.
+	+	Japon	Nous conservons une opinion positive. Le marché japonais fait preuve de solidité dans l'environnement actuel. La progression des résultats des entreprises reste forte, comme la part des profits redistribués aux actionnaires.
=	=	Emergents	La POBC abaisse à nouveau son taux directeur de 25 bp et tente de limiter l'accès et l'excès des investissements des particuliers sur le marché A (80 % retail vs 70 % institutionnel sur Hong-Kong). L'indice de confiance en Corée a subi les effets négatifs du virus MERS, passant de 73 en mai à 66 en juin. Ces deux marchés expliquent l'essentiel de la baisse des marchés émergents.

Juin	Juillet	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	Les marchés chinois ont été volatils en juin, en particulier les marchés domestiques qui ont fortement corrigé après une hausse spectaculaire ces derniers mois. Les actions A, investies largement par les particuliers, ont été très pénalisées. Le marché de Hong Kong, plus institutionnel, est beaucoup plus stable. Au niveau macro, le consensus attend pour T2 une croissance d'environ 7 %, ce qui semble ambitieux.
+	+	Asie	Le marché le plus performant en juin a été la Thaïlande (+ 0,6 %). La banque centrale a gardé les taux bas car l'économie est encore trop faible pour arrêter l'assouplissement monétaire. Les élections présidentielles Philippines sont prévues dans un an et peuvent perturber le marché. Néanmoins, quel que soit le résultat, les conditions macro du pays restent très favorables.

Juin	Juillet	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Les fonds ont eu des performances plus disparates en juin avec la baisse des marchés actions européens. A l'inverse, certains ont bénéficié de positions short sur les A Shares chinoises ou de positions longues sur les taux US et allemands et shorts EM. Nous restons positifs sur cette stratégie.
+	+	Long/Short Equity	Comme mentionné depuis plusieurs mois, nous privilégions les fonds à faible exposition nette ou tactiques. Certains ont profité du sell off fin juin dû aux incertitudes sur la Grèce pour renforcer leurs expositions bancaires européennes (hors Grèce). Le mois de juin a été assez solide pour notre sélection. Nous restons confiants.
+	+	Event Driven	Les volumes de M&A sont à des niveaux historiques, les spreads au 26/06 sont de 8% annualisés et le nombre d'opérations hostiles est en forte augmentation aux USA. Cet environnement reste favorable au secteur.
-	-	Arbitrage Credit	Les fonds d'arbitrage crédit résistent bien dans un environnement chahuté. En Europe, les négociations autour du cas Grec ont été pénalisantes pour le secteur. Nous restons prudents sur la stratégie dans son ensemble et du fait d'une liquidité médiocre. Nous privilégions les gérants européens sans biais directionnel.
=	=	Distressed	Les opportunités sont limitées sur la stratégie. Le manque de liquidité du marché reste aussi un obstacle.

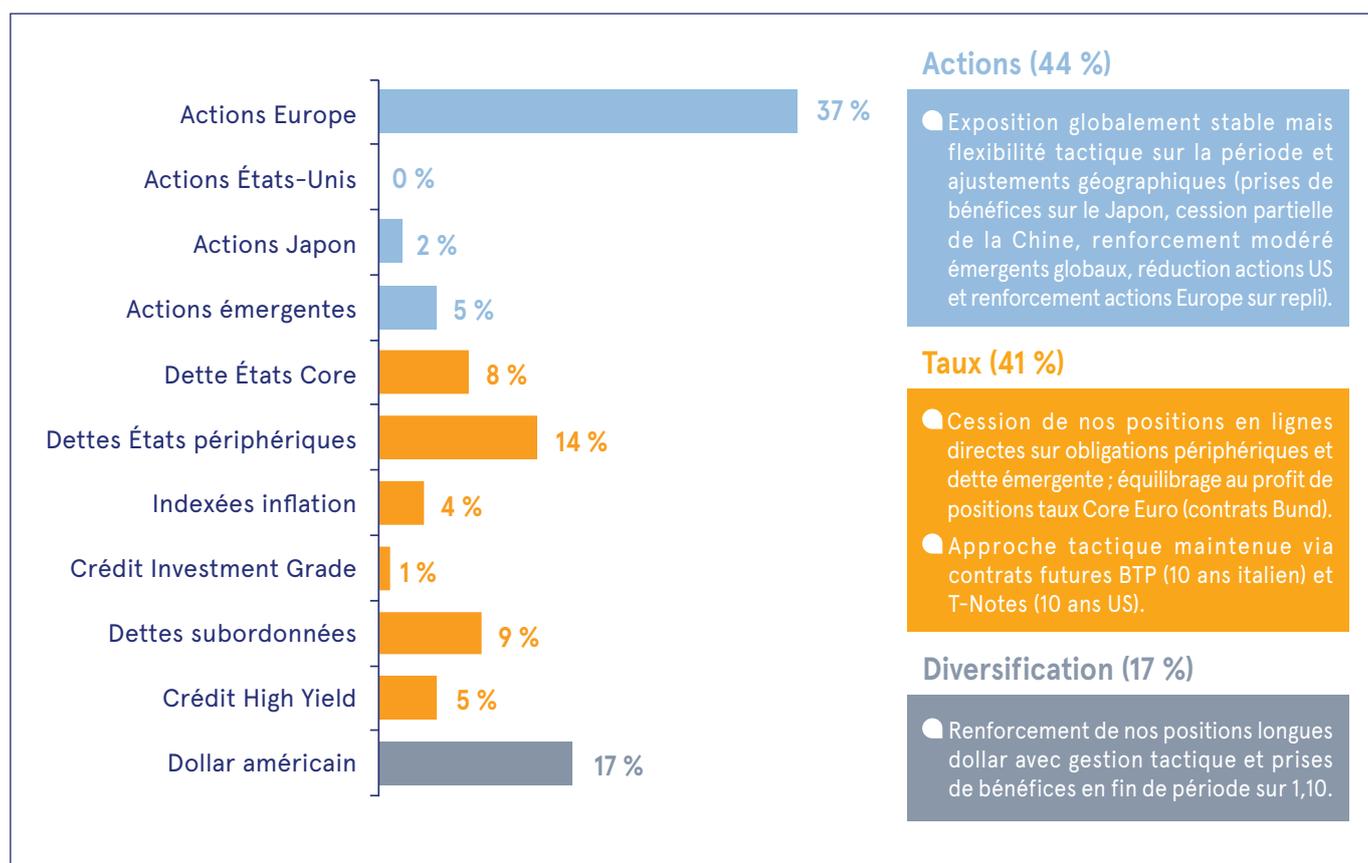
# BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS\* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

## TERRA INCOGNITA...

Juin ressort comme un des mois les plus heurtés depuis le début de l'année, plus de 8 % séparant les extrêmes sur l'indice EuroSTOXX50. L'indice de volatilité V2X progresse de 8 points à 32 % en fin de mois. Le bras de fer entre le gouvernement grec, ses créanciers et l'Euro Groupe a largement pollué une conjoncture macro et micro-économique de la zone en légère inflexion positive. Les marchés d'actions européennes affichent, in fine, un recul marqué (- 4,50 % pour l'EuroSTOXX50 dividendes réinvestis). Les taux périphériques ont connu un second mois difficile, dans la continuité de mai. Ainsi, le 10 ans italien se tend de 50bp (40bp en mai), sur la période. Le taux du Bund se tend de 28bp à 0,76 % fin

de mois, après avoir touché 1 % en cours de mois, puis être redevenu valeur refuge au pic du stress grec. Comme en Mai, nous avons privilégié une approche très tactique sur toutes les classes d'actifs afin de profiter de la remontée de la volatilité "intraday". Ainsi, notre exposition actions a oscillé entre 40 et 50 %, avec un biais contrariant, captant les creux de marchés mais prenant rapidement nos bénéfices. Nous avons poursuivi la réduction de la sensibilité du portefeuille obligataire de près de 2 points, dans une approche de préservation de la performance. Le couple rendement-risque nous est apparu plus attractif sur la classe d'actifs actions, notamment européennes.



\*La Française 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

## DES FONDS PHARES LA FRANÇAISE GAM

Au 30 juin 2015		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2015	1 an	3 ans	5 ans	Création		
<b>Cross-Asset</b>									
La Française Allocation	Part R	326	3,00 %	8,99 %	17,45 %	22,64 %	24,76 %	6,13%	07.12.2005
	Part I		3,02 %	9,28 %	19,03 %	26,32 %	58,97 %	6,26%	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	413	4,57 %	6,63 %	29,71 %	24,82 %	73,65 %	10,56%	05.04.2001
	Part I		4,81 %	7,11 %	31,44 %	-	25,60 %	10,56%	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	24	6,62 %	7,75 %	-	-	10,97 %	9,71%	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	186	2,49 %	3,65 %	18,26 %	18,72 %	56,24 %	6,12%	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	68	2,74 %	0,66 %	7,04 %	-	6,40 %	3,59%	20.02.2012
<b>Fixed-Income</b>									
La Française Rendement Global 2022	Part R	105	2,65 %	-	-	-	1,59 %	-	17.09.2014
	Part I		2,86 %	-	-	-	1,95 %	-	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	140	3,10 %	-0,25 %	-	-	9,40 %	3,72 %	24.09.2013
	Part I		3,30 %	0,15 %	-	-	10,26 %	3,72 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	301	1,08 %	4,86 %	20,25 %	19,44 %	72,09 %	3,03 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	105	-0,22 %	1,19 %	-	-	8,40 %	3,28 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	66	1,27 %	-	-	-	0,38 %	-	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	704	0,31 %	2,15 %	44,05 %	35,22 %	77,10 %	5,96 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	101	-0,83 %	-5,21 %	-1,96 %	6,17 %	41,62 %	6,23 %	12.10.2005
	Part I		-0,70 %	-4,98 %	-1,27 %	7,42 %	58,25 %	6,23 %	24.12.2004
<b>Equity</b>									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	250	19,08 %	16,03 %	48,48 %	55,21 %	118,95 %	18,02 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	87	18,27 %	17,80 %	69,23 %	85,28 %	81,48 %	16,06 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	557	6,76 %	13,33 %	72,84 %	139,02 %	101,08 %	12,65 %	18.05.2007
LFP-JKC China Value	Part I€	97	8,58 %	2,89 %	34,80 %	-	0,53 %	17,70 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	35	9,33 %	3,00 %	22,56 %	-	2,09 %	12,42 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	69	11,72 %	-	-	-	16,10 %	-	15.12.2014
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R€	126	1,96 %	8,23 %	-	-	11,14 %	5,05 %	28.02.2014
	Part I€		2,35 %	9,04 %	-	-	12,26 %	5,05 %	28.02.2014
<b>Money-Market</b>									
La Française Trésorerie	Part I	3 347	0,11 %	0,30 %	1,40 %	3,53 %	8,52 %	0,02 %	15.04.2008

**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 futures. L'ensemble des risques portés par les produits figure dans la documentation légale et commerciale. 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](http://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.

#### La Française AM

Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Adresse : 173, boulevard Haussmann 75008 Paris - France - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

#### La Française Inflection Point

Société par Actions Simplifiée au capital de 500 150 € - Adresse : 173, boulevard Haussmann 75008 Paris - France - RCS PARIS 412 382 632 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97055 le 30/06/1997

#### 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.

#### Tages Capital Lp.

Société de droit anglais enregistrée auprès de la Companies House (N° OC364873) et agréée par lan Financial Conduct Authority (FRN 563369). Siège social : 39 St. James's Street, London SW1A 1JD, United Kingdom

**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.

**Photos/illustration :** Fotolia.

**Impression :** SB Grafic - 01 60 35 10 35.

[www.lafrancaise-group.com](http://www.lafrancaise-group.com)



## LA FRANÇAISE

173, bd Haussmann 75008 Paris - France  
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00  
480 871 490 RCS PARIS - [www.lafrancaise-group.com](http://www.lafrancaise-group.com)