

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 154 - Février 2015

Achevée de rédiger le 06 | 02 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Quel mois de janvier... !!! En Europe surtout où le rattrapage des indices boursiers est fulgurant (+7%MTD sur le Stoxx 600, + 9 % sur le Dax), alors que les indices américains sont à la peine (-3 % sur le S&P500) et que le MSCI Monde en devises locales termine le mois quasi-flat ! La sphère obligataire n'est pas en reste avec 30 à 40bp de repli supplémentaire des taux gouvernementaux allemands, français, américains...et un rendement à 10 ans allemand désormais au niveau du 10 ans japonais ! L'évènement de ce mois de janvier, est bien sûr l'annonce de la mise en œuvre concrète du Quantitative Easing par la BCE : les anticipations du marché étaient importantes mais son président a, de toute évidence, convaincu les marchés et dépassé leurs attentes. **La BCE a annoncé des achats de dettes souveraines et privées, à hauteur de 60 Mds € par mois, jusqu'à septembre 2016, via les banques centrales nationales pour 80 % des titres achetés qui ne feront pas l'objet d'une mutualisation du risque. Les objectifs d'inflation restent le critère d'ajustement de ce programme et la BCE insiste sur la possibilité d'aller plus loin en cas d'impact limité de ces mesures sur l'inflation ou les anticipations d'inflation...**

L'euro recule de près de 7 % en janvier atteignant son plus bas niveau des 10 dernières années et si les impacts économiques de ce programme BCE sont aujourd'hui difficiles à quantifier, la dépréciation de l'euro et la faiblesse des prix de l'énergie sont clairement des facteurs positifs, tant sur la sphère macro que sur les résultats des entreprises européennes en 2015.

Pourtant, un peu partout dans le monde, on note quelques signes de fébrilité. La croissance mondiale est, de nouveau, révisée à la baisse au cours du mois, maintenant le prix du baril de Brent sous les 50\$. Confrontée au ralentissement de son économie très liée au pétrole,

la Banque Centrale du Canada réduit, par surprise, son taux directeur afin de contrecarrer la détérioration des termes de l'échange. La Nouvelle Zélande et l'Australie lui emboîtent le pas... **L'assouplissement monétaire se généralise et la guerre des changes est confirmée !** Mais la palme de l'effet de surprise revient ce mois-ci à la Banque Nationale Suisse avec **l'abandon surprise du cours plancher, instauré depuis 3 ans, du franc suisse contre euro**, qui a fait bondir la devise nationale et reculer les actions dans des proportions inédites : +28 % pour le CHF/-14 % pour l'indice SMI en séance !

Outre-Atlantique également, les bonnes surprises économiques s'émoussent, les chiffres du PIB Q4 sont inférieurs aux attentes et on note quelques **déceptions sur les résultats d'entreprises très internationales**, attribuées au **raffermissement du dollar** ou au choc dans la filière énergie. Après 5 années de surperformance des actions US, portées par des résultats d'entreprises en nette progression, la saison 2015 pourrait se révéler moins heureuse... et laisser leur chance aux actions européennes sans que les flux observés ne permettent, à ce stade, d'évoquer catégoriquement des réallocations stratégiques importantes.

Enfin, en toute fin de mois, **l'élection du parti d'extrême-gauche anti-austérité en Grèce** remet sur le devant de la scène le risque politique en zone euro. Feuilleton grec, saison 2 !

Profitant des performances historiques de ce mois de janvier en zone euro, nous avons abaissé le curseur de risque de nos portefeuilles. Notre vision reste constructive en 2015, en particulier sur les actions européennes, mais la trajectoire des marchés devrait s'accompagner de phases de respiration et de pics de volatilité en prévision desquels nous conservons quelques cartouches...

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Le bilan de l'année 2014 est plus que contrasté. Le rythme de la croissance mondiale a été proche de 3 %. L'expansion des pays émergents a été deux fois plus forte que la moyenne mondiale. Pour les pays développés, les taux de croissance ont été dans l'ordre de 2,5 % aux États-Unis, 1,5 % pour l'ensemble européen (hors Russie), 0,8 % pour la zone euro. L'économie mondiale avance, la zone euro est à la traîne.

C'est aussi dans la zone euro que la désinflation a été la plus marquée. Elle a en effet enregistré simultanément l'impact de la baisse de 50 % du prix du pétrole et la forte pression sur les marges et les salaires due à la longue période de stagnation de la production et au chômage élevé. Pour 2015 et 2016, **les diverses prévisions économiques publiées au cours des dernières semaines sont très convergentes**. Pour la zone euro, le taux de croissance serait de l'ordre de 1 % en 2015 et de 1,5 % en 2016, le taux d'inflation serait en moyenne nul en 2015, puis remonterait à 1/1,5 % en 2016.

Cependant, plusieurs changements de grande ampleur sont en cours : effondrement du prix du pétrole, forte baisse de l'euro, nouvelle politique budgétaire européenne, ouverture des vannes monétaires par la Banque Centrale Européenne. **La Commission Européenne a aussi annoncé à la fois un plan d'investissement et une plus grande souplesse dans la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance**. On peut estimer le stimulus du plan à 0,3 point de PIB. L'annonce par la Commission européenne qu'elle ne comptera pas les investissements réalisés dans ce cadre dans le déficit et dans la dette publique pour l'application du Pacte de Stabilité et de Croissance facilitera les choses.

La BCE a annoncé de son côté un Quantitative Easing de grande ampleur après que la Cour de justice européenne lui ait donné un avis favorable, mais prudent, à l'achat de dettes souveraines. Le QE consistera à acheter 60 milliards d'euros de titres par mois (10 correspondant au programme antérieur d'ABS et de Covered Bonds, 50 de dettes d'institutions publiques et dettes souveraines). Les créances nouvelles seront mutualisées pour 20 % du total et portées en risque par les Banques Centrales nationales pour 80 %. Les achats de dettes souveraines seront répartis au prorata des parts de chaque pays dans le capital de la BCE.

Celle-ci attend du QE de nouvelles baisses de coût du financement, une relance de la demande de consommation et d'investissement et une remontée de l'inflation vers l'objectif de 2 %. **Une vision moins optimiste met plutôt l'accent sur le risque de gonflement artificiel des valeurs d'actifs et d'instabilité financière**.

En résumé, les indicateurs de conjoncture actuels reflètent une croissance modérée tendant à se tasser dans les pays émergents, forte mais qui s'est atténuée en fin d'année aux États-Unis, encore médiocre avec de petits signes d'amélioration en Europe. **Les changements en cours sont dans l'ensemble favorables à l'expansion. Mais simultanément des facteurs d'instabilité financière apparaissent** : la perspective d'une normalisation de la politique monétaire américaine, le saut dans l'inconnu de la BCE, les chocs de grande ampleur des prix mondiaux et des taux de change, enfin la menace récente de restructuration de la dette grecque, dont il faut rappeler que la maturité moyenne est déjà de 17 ans et le taux moyen de 2 %. La marge entre restructuration et défaut est étroite.

Dans un contexte de croissance en accélération modérée et d'inflation encore très faible les banques centrales resteront accommodantes avec toutefois l'amorce d'un cycle de hausse aux États-Unis. Les principales inconnues concernent le prix du pétrole et l'impact des « chocs » récents sur la croissance mais aussi sur la stabilité financière, notamment de la zone euro. Nous conservons pour l'instant une position de prudence.

Scénario de référence pour 2014 - 2015		2014	2015
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,50	3,10
	ZONE EURO	0,80	1,10
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,70	1,80
	ZONE EURO	0,50	0,60
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,25	0,50
	BCE	0,05	0,05

*Moyenne annuelle - ** En fin d'année

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

À TRAVERS LA FRANÇAISE, JKC ET TAGES



Janv.	Feb.	FIXED INCOME	Commentaires
=	-	Taux	Le fort mouvement de détente des taux à travers le monde s'explique une nouvelle fois par l'activisme des banques centrales face aux risques de déflation. Les niveaux de taux atteints sont globalement peu attractifs, notamment dans les zones où le marché des emprunts d'Etat n'est plus soutenu par des interventions de banques centrales.
=	=	Pays Core	En zone euro, le programme d'achat de la BCE sera massif, notamment pour l'Allemagne dont la banque centrale nationale devrait acheter 21 % du montant de la dette supérieure à 2 ans d'ici septembre 2016. Dans ce contexte, les taux à long terme pourront se déconnecter significativement des fondamentaux, et les taux allemands à 10 ans demeurer à des niveaux de cherté élevés.
+	+	Pays Périphériques	Mario Draghi a de nouveau réussi à surprendre les marchés par l'ampleur de son programme d'achat de dettes mais aussi par l'absence d'une véritable échéance et est parvenu à faire passer au second plan les inquiétudes liées au faible partage des risques. Même si la situation grecque reste encore à traiter, nous restons positifs sur les périphériques.
=	+	Inflation	Le QE de la BCE n'aura pas empêché les anticipations d'inflation de finir le mois de janvier en forte baisse. Bien que le timing d'entrée soit délicat, il nous apparaît de plus en plus clair qu'à horizon fin d'année, les titres indexés devraient mieux se comporter que les obligations nominales.
+	=	Emergents	L'activité et l'inflation dans les pays émergents montrent des signes de ralentissement. Cependant, les banques centrales restent généralement accommodantes et le train des réformes continue en Inde, en Indonésie, au Mexique ou au Brésil par exemple. Les flux d'entrée de capitaux reviennent après de fortes sorties, dans un marché où les primes de risques sont attractives à près de 400 points de base en USD.
+	+	Crédit	Le QE au-dessus des attentes constitue un soutien important pour les classes d'actifs crédit. La volatilité devrait toutefois remonter sur le risque grec.
+	+	Investment Grade	La BCE devrait maintenir les spreads de crédit à des niveaux serrés en Europe. Nous n'excluons pas un resserrement une fois passée la volatilité apportée par la Grèce. Le marché US devrait s'améliorer.
+	+	Subordonnées	Nous restons positifs sur la dette subordonnée financière. Nous passons neutres sur la dette corporate hybride en raison d'une valorisation désormais élevée et d'un marché primaire qui pourrait se rouvrir.
=/-	=/+	High Yield	L'action de la BCE et l'amélioration progressive de la macro européenne soutiennent la classe d'actifs, même s'il ne faut pas exclure une certaine volatilité à court terme (Grèce, Russie).
+	+	Convertibles	QE, USD et pétrole favorables aux actions européennes vs US. Mais risque de volatilité fort. Préférer les obligations convertibles pour jouer les actions et amortir les chocs. Encore du potentiel sur les valorisations.

Janv.	Fev.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	+7 % en janvier 2015, effet de rattrapage vis-à-vis du marché américain qui consolide de 3 % en dollars. Le QE de la BCE, associé à la hausse de l'USD et la baisse du prix du pétrole, aura des effets sur les chiffres de la croissance européenne, avec des surprises positives, et logiquement sur les résultats des sociétés. Nous attendons une amélioration de la croissance des résultats pour 2015 qui est aujourd'hui estimée 10 %.
=	=	US	Premier bilan des publications : progression des résultats pour le Q4 2014 grâce aux bons chiffres d'Apple. 80 % des sociétés du S&P ayant publié ont dépassé les attentes. Sur le Q1 2015 et pour la première fois depuis 8 trimestres, la croissance des BPA pourrait être négative, très impactée par le secteur de l'énergie (aujourd'hui attendu à -53,8 % !). Inquiétudes répétées des sociétés liées à la hausse de l'USD.
+	+	Japon	Publications du 3 ^e trimestre (année fiscale au 31 mars) : 62 % des sociétés ayant publié, ont affiché des résultats supérieurs aux attentes. Le Japon reste à un niveau de valorisation historiquement bas en relatif au marché Américain sur la base des BPA à 12 mois.
+	+	Emergents	Le MSCI Emerging markets s'est apprécié de 1,4 %, tiré par le CEMEA. Comme attendu, les émergents ne réagissent pas de façon homogène à la baisse du baril et au renforcement du dollar. Nous privilégions : Inde, Philippines, Thaïlande, Taïwan, et restons circonspects sur la Grèce et la Russie.

Janv.	Fev.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	Le début de l'année 2015 a vu le prolongement du rally sur le marché de quelques large caps tandis que le reste du marché a stagné faute de catalyseurs forts. Le marché des actions a vu ses volumes quotidiens baisser de 50 % par rapport au pic de décembre, signe que le marché des actions va probablement connaître une accalmie, voire une légère correction. Il pourrait cependant trouver un nouveau relais si le gouvernement décide de prolonger son assouplissement monétaire, aidé en cela par une inflation faible et un prix du pétrole bas.
+	=	Asie	Le marché philippin a connu le meilleur début d'année de la région (+6,4 %), ce qui résulte d'une bonne situation macro du pays, avec un rebond à +6,9 % de la croissance du PIB au T4 combiné à la baisse du prix du pétrole. A l'opposé la Malaisie, qui est un exportateur net de pétrole, a vu son marché corriger de 7,7 % sur les 2 derniers mois et ses prévisions de croissance pour 2015 baisser. En Indonésie, quoique le nouveau président élu Joko Widodo ait fait une très bonne impression sur les premiers mois de son mandat, ses récentes déclarations prônant l'intervention de l'Etat dans la sphère ont réveillé la méfiance des investisseurs.

Janv.	Fev.	MULTIGESTION ALTERNATIVE	Commentaires
+	+	Global Macro	Le mois de janvier 2015 a été bon sur la stratégie. Les mouvements importants sur le USD/ EUR et sur les taux ont permis aux fonds d'afficher des gains significatifs. Le mouvement surprise sur le CHF n'a pas affecté nos portefeuilles et certains gérants avaient des positions longues sur les taux suisses qui ont été profitables. Nous conservons une vision positive.
+	+	Long/Short Equity	Les fonds LS Actions ont eu un début d'année mitigé car positionnés de manière prudente. La volatilité en hausse et le QE en Europe devraient être sources d'opportunités. Cet environnement est favorable à la stratégie et nous privilégions les stock-pickers sans biais long structurel au vu de la valorisation actuelle des marchés.
+	+	Event Driven	Les fondamentaux présents l'an passé pour le M&A demeurent. Les financements restent peu chers, les entreprises sont à la recherche de croissance externe. Les spreads sont à des niveaux intéressants. Les restructurations d'entreprises, les spin-offs et ventes d'actifs devraient rester un thème dominant aux USA et en Europe en 2015, sous la pression exercée par les investisseurs soucieux d'un meilleur retour sur capital.
-	-	Arbitrage Credit	Le profil risque / rendement de la classe d'actifs est moins favorable, en particulier aux USA. Nous favorisons des fonds opportunistes à biais variables ou encore jouant des thématiques bien précises comme les financières en Europe ou les Loans.
=	=	Distressed	Nous sommes dans une phase avancée d'un cycle de crédit expansionniste aux USA, caractérisée par d'amples liquidités mises à disposition des entreprises. De ce fait, les taux de défauts sont bas et devraient le rester, mais des opportunités demeurent sur les entreprises de taille intermédiaire. Le secteur de l'énergie devrait fournir un terrain favorable aux gérants. En Europe, la thématique des ventes de portefeuilles de prêts non core par les banques demeure.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

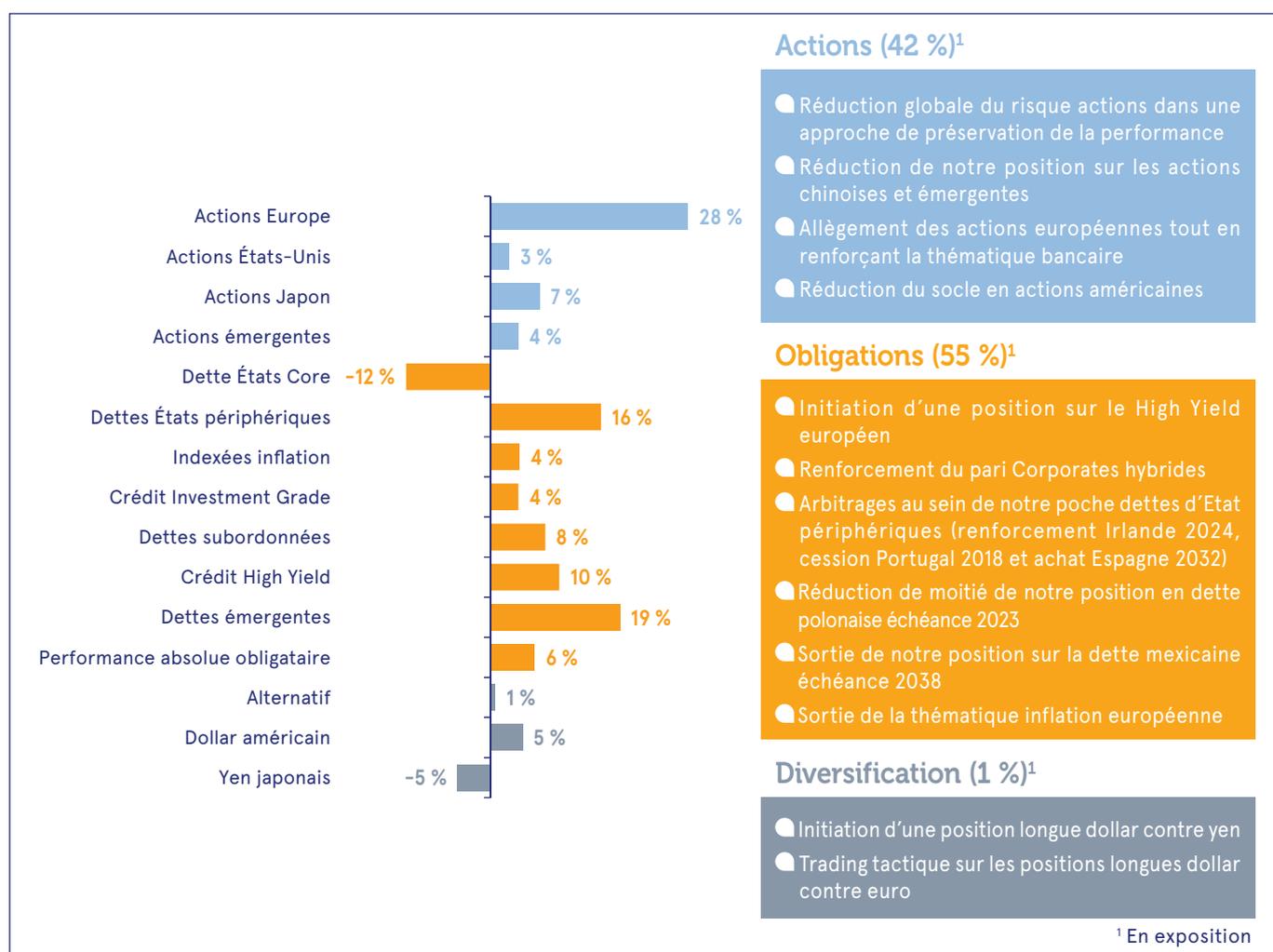
LA BCE FAIT "LE GRAND SAUT..."

Nous avons significativement réduit notre enveloppe de risque "actions" au cours du mois et pris des bénéfices sur l'ensemble des zones géographiques tout en conservant un positionnement majoritairement européen. En effet, le niveau de l'Euro, la baisse des matières premières et le Quantitative Easing de la BCE autorisent une appréciation supplémentaire de la zone, mais nous pensons que la trajectoire ne sera pas une ligne droite.

Sur la partie obligataire du portefeuille, prises de bénéfices sur deux lignes spécifiques (Pologne et Mexique). Nous conservons, malgré tout, un pari modéré sur la classe d'actifs Dette

Emergente justifié par le niveau des rendements. Outre une sélectivité accrue, cette poche sensible à l'évolution des taux US requiert une certaine vigilance. Face à ces allègements, nous renforçons la dette d'Etats périphériques (Irlande, Espagne) et le segment Haut Rendement européen. Après l'annonce du QE en zone Euro, le maintien des taux d'intérêt sur un niveau très bas, dans un contexte d'émissions privées qui se raréfient, devrait être, selon nous, favorable à ces thématiques.

Enfin, nous avons réduit notre position short Euro/USD et initié une position longue USD contre yen.



*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

DES FONDS PHARES LA FRANÇAISE GAM

Au 31 janvier 2015		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2015	1 an	3 ans	5 ans	Création		
Cross-Asset									
La Française Allocation	Part R	285	3,57 %	14,87 %	19,33 %	20,08 %	25,45 %	5,69 %	07/12/05
	Part I		3,61 %	15,37 %	21,63 %	24,06 %	59,88 %	5,67 %	24/10/03
La Française Patrimoine Flexible	Part R	366	4,58 %	11,97 %	28,99 %	29,82 %	73,66 %	9,88 %	05/04/01
	Part I		4,62 %	12,47 %	30,71 %		25,37 %	9,87 %	29/11/10
La Française PEA Flex	Part R	12	3,92 %				8,16 %		11/02/14
La Française Séréni Flex	Part R	176	2,59 %	6,75 %	19,34 %	18,32 %	56,39 %	5,01 %	08/01/98
Tages Global Alpha Selection	Part R	152	0,54 %	-1,35 %			4,12 %	3,48 %	21/02/12
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	66	0,10 %				-0,93 %		17/09/14
	Part I		0,14 %				-0,75 %		17/09/14
La Française Rendement Global 2020	Part R	150	-0,35 %	1,48 %			5,74 %	3,58 %	24/09/13
	Part I		-0,32 %	1,88 %			6,40 %	3,57 %	23/09/13
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	220	1,89 %	9,81 %	22,98 %	19,11 %	73,46 %	2,08 %	10/01/01
LFP R2P Global Credit	Part I	106	2,07 %	7,56 %			10,74 %	2,45 %	17/09/12
LFP R2P Global High Yield	Part I	50	0,82 %				-0,07 %		27/10/14
La Française Sub Debt	Part C	488	2,72 %	11,54 %	51,58 %	29,94 %	81,35 %	5,04 %	20/10/08
La Française Obligations Émergentes	Part R	143	1,35 %	4,29 %	2,28 %	15,57 %	44,73 %	6,16 %	11/10/05
	Part I		1,37 %	4,55 %	2,98 %	16,91 %	61,39 %	6,16 %	18/02/05
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	196	8,81 %	8,25 %	35,22 %	35,27 %	100,07 %	18,47 %	04/06/03
FCP Mon PEA	Part R	77	7,18 %	7,08 %	60,51 %		64,46 %	16,18 %	27/05/10
LFP-JKC China Value	Part I	137	-0,75 %	-10,26 %	20,27 %		-8,10 %	15,07 %	08/10/10
LFP-JKC Asia Value	Part I	44	2,57 %	0,55 %	15,65 %		-4,22 %	11,19 %	01/07/11
LFIP Global Equity	Part I	55	6,62 %				10,80 %		15/12/14
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R	79	4,13 %				13,50 %		28/02/14
	Part I		4,20 %				14,29 %		28/02/14
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 317	0,02 %	0,39 %	1,77 %	3,65 %	8,42 %	0,02 %	15/04/08

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 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).

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 Llp.

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 Prête Procida.

Maquette : Sylvia Chadi.

Photos/illustration : Fotolia.

Impression : SB Grafic - 01 60 35 10 35.

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