

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 155 - Mars 2015

Achevée de rédiger le 05 | 03 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Février confirme une amorce absolument exceptionnelle des performances financières 2015... et on peine aujourd'hui à imaginer la persistance d'un tel rythme ! Les marchés d'actions européennes profitent, en février, d'un appétit accru pour le risque grâce aux espoirs de négociation dans la crise grecque et d'un cessez-le-feu en Ukraine. Si les débats entre Athènes et l'Euro Groupe ont favorisé une certaine volatilité, les marchés sont restés de marbre face à un risque extrême de non résolution. Le secteur bancaire, également porté par la saison des résultats, en profite tout particulièrement (+14 % sur l'indice sectoriel Euro Zone Bank vs +6,6 % pour l'indice EuroSTOXX50). Les indicateurs de confiance et d'activité publiés montrent en outre une inflexion positive en Europe tandis qu'ils s'émeussent outre Atlantique. L'écart des indicateurs de surprise économique entre les deux zones, au plus haut depuis 12 mois, se traduit par une surperformance YTD de plus de 12 % de l'indice Europe STOXX600 versus S&P500. Enfin, les flux de réallocation (sorties US/achats Europe) confortent la progression continue des indices actions Europe, sans réelle correction de marché en février. Plusieurs fonds souverains ont ainsi annoncé renforcer le poids des actions européennes, très sous-pondérées depuis de nombreuses années.

L'Asie apparaît moins lisible : au Japon, malgré des indicateurs économiques décevants, l'indice Nikkei atteint son plus haut niveau depuis 7 ans. Les objectifs d'inflation et de progression des salaires restent éloignés des objectifs de la BOJ et du gouvernement. En Chine, alors que les indicateurs PMI offrent une visibilité dégradée, et que le secteur immobilier corrige, la banque centrale poursuit l'assouplissement de sa politique monétaire et l'atterrissage de sa croissance au voisinage de 7 %... pour l'instant.

Alors que bon nombre d'indices boursiers de marchés développés ont ainsi atteint des plus hauts de plusieurs années, les valorisations deviennent moins généreuses. A 16x les bénéfices 2015 en Europe, pour une croissance des BPA de l'ordre 4-5 %, tandis que les marchés US sont proches des 18x en P/E 2015 et le Japon à 15x, on observe donc une certaine normalisation des niveaux de valorisation entre les grandes zones.

Dans la sphère des marchés de taux, une phase de divergence se confirme puisque les taux « Core » et périphériques en zone euro ont continué de baisser fortement, sans que nul ne soit en mesure d'identifier les niveaux planchers. La BCE, qui doit prochainement démarrer ses achats de titres, pourrait assécher le marché, la taille de son programme étant supérieure à celle de l'offre nette.

Les minutes de la Fed et le discours de Janet Yellen devant le Sénat ont maintenu le biais accommodant du discours mais provoqué un mouvement de correction des taux à 10 ans qui remontent vers 2 %. Les membres de la Fed prônent en effet la « patience » et sont enclins à maintenir plus longtemps les taux d'intérêt proches de zéro si l'inflation reste faible, le temps que que la croissance de l'activité améliore la situation de l'emploi. L'euro s'est rapproché de son plus bas annuel contre US dollar.

Dans ce contexte, nous avons ramené le curseur de risque actions de notre portefeuille sur son plus bas niveau depuis un an, toujours dans une logique de capture des performances récentes et tandis que subsistent certains risques : le cessez-le-feu ukrainien reste précaire, l'accord grec est transitoire et la Fed très à l'écoute des indicateurs économiques. Parallèlement, nous redéployons du risque sur la poche taux d'Etat périphériques, en prévision des achats du nouvel acteur majeur déclaré en janvier !

On en coasse



SCÉNARIO ECONOMIQUE

Les estimations du produit intérieur brut mondial du quatrième trimestre 2014 confirment un tassement progressif du rythme d'expansion mondial. Le taux de croissance du quatrième trimestre ressort à 3,4 % l'an après 4,1 % au deuxième trimestre et 3,9 % au troisième trimestre. Le petit ralentissement de l'économie mondiale observé à la fin de l'année dernière ne semble pas se prolonger au début 2015. Les indicateurs conjoncturels disponibles sur le début de l'année traduisent une croissance, certes toujours inégale dans le monde, mais au total assez régulière. Le volume du PIB mondial devrait rester voisin de 3,5 % l'an au cours des prochains trimestres, ce qui est proche de la tendance moyenne passée. Il est vrai que certains grands pays hors de la zone OCDE sont en réelle difficulté. C'est le cas du Brésil et de la Russie. Mais les plus grands pays émergents, Chine et Inde, sont et se maintiennent sur des trajectoires de croissance sans menace apparente proche.

Dans la zone des pays les plus développés, le Japon qui avait rechuté un peu avec deux trimestres de contraction, s'est un peu redressé au quatrième trimestre avec un taux de croissance de 2,2 % par rapport au troisième trimestre 2014 (le taux de croissance de l'ensemble de l'année est nul). La croissance américaine avait faibli à l'automne 2014. Elle reste néanmoins solide. Le signe le plus significatif de cette vigueur est l'augmentation du rythme des créations d'emplois et la baisse du chômage qui se poursuit depuis la mi-2009. Les créations d'emplois sont passées à plus de 300 000 par mois. Le taux de chômage est tombé à moins de 6 %,

seuil considéré traditionnellement comme marquant le début de tensions sur le marché du travail. Au-delà des controverses sur la stabilité de la courbe de Phillips, il est clair que l'économie américaine reste cyclique et qu'elle est déjà avancée dans son cycle d'expansion. La politique monétaire ne pourra pas l'ignorer longtemps mais les marchés ont semble-t-il reporté au-delà de l'été le début du cycle de hausse du taux des fonds fédéraux. Les années récentes ont pourtant montré que la Fed suivait avec sérénité mais détermination le calendrier du cycle économique.

La zone euro donne depuis peu des signaux un peu plus positifs. Le principal d'entre eux est la remontée assez marquée des ventes au détail dans tous les pays de la zone euro. Celle-ci s'explique par les gains de pouvoir d'achat permis par la désinflation. La baisse du prix du pétrole se traduit par une reprise du volume des achats de consommation qui entraîne un début de redressement de l'activité. Celui-ci, comme l'ont montré les derniers indices, est plus visible dans les activités de service que dans l'industrie selon les PMI du mois de février. Le stimulant du pétrole a commencé à jouer mais il n'a pas encore entraîné de mécanisme de reprise dans la zone euro. Le Quantitative Easing décidé le 22 janvier va noyer les risques dans la liquidité mais il ne peut résoudre ni le vrai problème de la Grèce qui est un problème de solvabilité, ni le vrai problème de la zone euro qui est un problème de divergences entre les pays. Les marchés veulent ignorer ces questions de fond mais elles demeureront et elles réapparaîtront périodiquement.

Nous révisons légèrement en hausse la croissance de la zone euro. Dans un contexte de croissance en légère accélération mais toujours modeste et d'inflation faible, les taux d'intérêt resteraient bas avec toutefois l'amorce d'un cycle de hausse aux États-Unis au deuxième semestre 2015.

Scénario de référence pour 2015		2014	2015
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,4	3,1
	ZONE EURO	0,9	1,2
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,6	1,8
	ZONE EURO	0,4	0,6
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,25	0,5
	BCE	0,05	0,05

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

** 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



Fév. Mars

FIXED INCOME

Commentaires

		Taux	La remontée des rendements aux Etats-Unis initiée début février redonne un peu d'attrait aux taux américains. Proches de 2 %, ils offrent en effet l'une des meilleures rémunérations des pays développés.
		Pays Core	En zone euro, les taux core n'offrent pas de valeur. Seule l'ampleur de QE permet de justifier ces niveaux. Nous préférons rester à l'écart de ce marché, les effets du QE sont encore à ce stade difficiles à apprécier avec, à court terme, une baisse significative de l'offre de papier, mais à moyen terme, une remontée probable des anticipations de croissance et d'inflation.
		Pays Périphériques	La BCE devrait expliciter son programme d'achat d'actifs dès sa prochaine réunion mais nous continuons de penser que l'impact sera encore positif pour les pays périphériques malgré des spreads qui ont diminué depuis le début de l'année.
		Inflation	Mario Draghi a démontré qu'il ferait tout pour ramener l'inflation et les anticipations d'inflation proches de 2 %. Il met ainsi de fait un cap sur les taux réels. A horizon moyen terme, la remontée des rendements obligataires devra se faire initialement par une hausse marquée des points morts d'inflation.
		Emergents	La croissance des pays émergents est en dessous des attentes, cependant les banques centrales (Chine, Inde, Mexique Pologne...) assouplissent leurs politiques monétaires, ce qui devrait donner des résultats positifs à court terme.
		Crédit	Porté par la BCE, le crédit devrait poursuivre sa tendance haussière de ce début d'année. La ruée vers les actifs à rendements devrait même s'accélérer.
		Investment Grade	L'appétit sur le marché primaire est important, prouvant que l'intérêt pour la classe d'actifs est toujours fort même si les niveaux paraissent un peu dissuasifs.
		Subordonnées	Hybrides corporates et subordonnées d'assurances affichent des performances quasiment à 2 chiffres sur 1 an. Les CoCo's n'ont pas connu la même trajectoire, le potentiel d'appréciation reste intact.
		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 CT (Grèce, Russie).
		Convertibles	Bonne performance des actions européennes YTD, nous réduisons le niveau de conviction mais restons positifs sur le directionnel. Attention à la cherté de certains titres Investment Grade, rester sélectif.

Fév.	Mars	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Nous sommes positifs sur le marché européen, la politique de la BCE est un élément de soutien, la prime de risque devrait se comprimer dans un contexte d'amélioration des perspectives. La croissance des BPA 2015 est revue en baisse à +4 % mais les effets €//\$ et pétrole sont encore peu tangibles, les BPA 2016 sont attendus à +12 %. La hausse des indices entraîne une convergence des valorisations vers le standard US avec un PE 12 mois Stoxx 600 à 16,0x
=	=	US	Nombreux commentaires prudents des sociétés US sur l'impact de la hausse du \$, tandis que l'échéance de la normalisation des taux courts se rapproche. Les surprises économiques sont au global négative, les BPA 2015 attendus à +5 % et le PE 12 mois sur le S&P500 à 17,4x. Cela justifie notre position neutre sur le marché américain.
+	+	Japon	Avis positif sur le marché japonais maintenu y compris après le rallye récent (+7,7 % en Yen donc +16,7 % en €). Les BPA 2016 sont estimés en hausse de 22 % pour un PE 12 mois de 16,5x, ce qui offre un couple croissance/valorisation très attractif. La bourse japonaise se désolidarise petit à petit de la trajectoire du Yen et les investisseurs domestiques sont très présents.
+	=	Emergents	Position neutre sur les marchés émergents en raison de situations très hétérogènes entre les pays composants l'indice. Notamment la décote des marchés frontières s'amplifie vis-à-vis des BRIC's. Les points marquants à surveiller ce mois sont : le ralentissement économique marqué du Brésil (PIB 2015 -0,58 % ; inflation en hausse) et la reprise prochaine des IPO en Chine (24 sociétés approuvées).

Fév.	Mars	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	La politique d'assouplissement monétaire chinoise s'est poursuivie en février avec une baisse du taux de réserve obligatoire des banques et une baisse asymétrique des taux d'intérêt. Ces mesures sont propices aux banques dans un secteur devenu très compétitif avec l'apparition d'une concurrence privée. Dans le secteur pharmaceutique, une réforme des prix des médicaments et des appels d'offre dans les hôpitaux est en cours, ce qui a fait baisser nombre de valeurs du secteur.
=	+	Asie	En Indonésie une baisse des taux d'intérêt et la validation par le parlement d'un nouveau budget qui voit les dépenses doubler a entraîné un rallye du marché en terme local mais a fait chuter la devise. La réforme des choeboles se poursuit et le niveau de rendement des dividendes offert par les entreprises a augmenté, tout comme celui des rachats d'actions par les entreprises. A Taiwan la consommation augmente avec un marché de l'emploi dynamique et des salaires en hausse, ce qui est positif pour les valeurs exposées au marché taiwanais domestique.

Fév.	Mars	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Les mois de Janvier et février 2015 ont été bons sur la stratégie. les gérants gardent un positionnement long USD, short Euro et short JPY. Les positions longues sur les taux en Europe et aux USA sont fortement réduites. La position longue actions en Europe fait l'unanimité.
+	+	Long/Short Equity	Les fonds les plus directionnels européens ont fait le meilleur début d'année. Le marché européen semble sur acheté même si les résultats des entreprises sont en amélioration. Nous prenons quelques profits sur les positions les plus directionnelles et continuons de privilégier les stock-pickers sans biais long structurel au vu de la valorisation actuelle et d'une possible hausse des taux US sur Q2 2015.
+	+	Event Driven	Pas de changement sur la stratégie et des perspectives qui restent très positives. Les principales positions en arbitrages M&A sont sur Allergan / Actavis, Time Warner / Comcast, Direct TV et AT &T, Family Dollar Stores et Dollar Tree.
-	-	Arbitrage Credit	Le profil risque / rendement de la classe d'actifs est moins favorable, en particulier aux USA. Le crédit en Europe reste soutenu par un QE imminent. Nous favorisons des fonds opportunistes à biais variables ou encore jouant des thématiques financières en Europe ou les Loans.
=	=	Distressed	Les secteurs énergie / métaux précieux continuent de peser sur la stratégie avec des performances mitigées sur le début d'année. Le taux de défaut augmente sur début 2015. Nous restons peu exposés en attendant plus de visibilité sur l'impact de la baisse du pétrole.

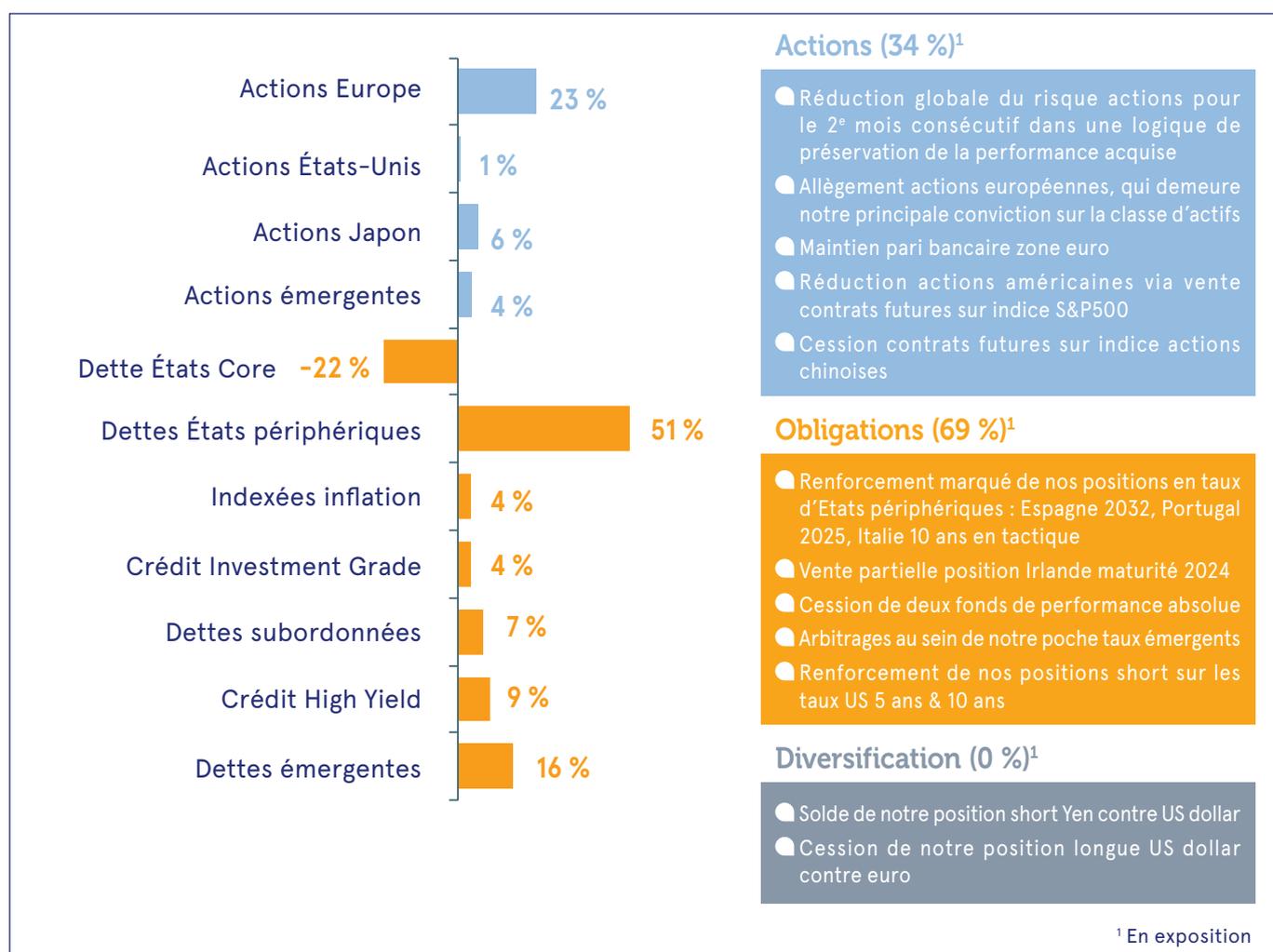
BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

LE BRAS DE FER GREC

Le mois de février a été le théâtre d'intenses négociations entre le gouvernement grec et l'Euro Groupe. Si une sortie de la zone de la Grèce est évitée, l'accord trouvé n'est que provisoire. Le cessez-le-feu entre Kiev et les rebelles pro-russes est tout aussi précaire. Outre Atlantique, les potentiels changements de politique de la Fed n'ont que peu affecté la recherche de rendement et la prise de risque des investisseurs. Dans un environnement où les bourses mondiales poursuivaient une trajectoire ascendante sans états d'âme, nous avons continué à écrieter les positions actions du portefeuille. En parallèle,

nous avons continué de renforcer nos positions obligataires risquées via des taux périphériques, dans la perspective désormais proche des achats de la BCE. Nous avons également renforcé notre position en dette polonaise échéance 2023, pari spécifique du portefeuille dans la poche émergente. Enfin, nous accentuons notre position vendeuse sur les taux Core US. De manière tactique et afin de concrétiser nos gains, nous avons soldé, en toute fin de mois, notre poche de diversification, essentiellement constituée de positions devises.



*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 27 février 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	301	5,89 %	16,69 %	20,33 %	22,40 %	28,27 %	5,91 %	07.12.2005
	Part I		5,97 %	17,20 %	22,70 %	26,44 %	63,53 %	5,89 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	393	9,27 %	13,87 %	31,55 %	34,37 %	81,44 %	10,01 %	05.04.2001
	Part I		9,34 %	14,38 %	33,30 %		31,03 %	10,00 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	14	8,21 %	10,95 %			12,63 %	8,96 %	11.02.2014
La Française Séréni Flex	Part R	180	5,34 %	8,02 %	20,40 %	21,25 %	60,58 %	5,13 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	126	2,39 %	-0,45 %			6,04 %	3,44 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	76	2,48 %				1,42 %		17.09.2014
	Part I		2,54 %				1,64 %		17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	151	2,08 %	1,76 %			8,32 %	3,62 %	24.09.2013
	Part I		2,14 %	2,16 %			9,03 %	3,62 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	208	3,29 %	10,64 %	21,28 %	20,03 %	75,85 %	2,23 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	94	2,09 %	6,52 %			10,90 %	2,55 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	65	3,10 %				2,19 %		27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	592	4,69 %	11,32 %	44,96 %		84,83 %	5,14 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	136	1,37 %	2,60 %	0,70 %	14,39 %	44,76 %	6,20 %	12.10.2005
	Part I		1,41 %	2,86 %	1,39 %	15,72 %	61,63 %	6,20 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	210	17,53 %	11,59 %	39,23 %	50,91 %	116,10 %	18,61 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	83	15,56 %	8,93 %	64,66 %		77,32 %	16,23 %	27.05.2010
LFP-JKC China Value	Part I€	125	-0,99 %	-13,14 %	10,61 %		-8,32 %	14,98 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	41	4,20 %	-2,84 %	9,58 %		-2,70 %	10,69 %	01.07.2011
LFIP Global Equity	Part I€	68	13,46 %				17,91 %		15.12.2014
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R€	84	6,00 %	15,54 %			15,54 %	4,24 %	28.02.2014
	Part I€		6,15 %	16,42 %			16,42 %	4,24 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 146	0,04 %	0,38 %	1,67 %	3,63 %	8,44 %	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 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 Ian 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



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