

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 156 - Avril 2015

Achevée de rédiger le 07 | 04 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Le 1^{er} trimestre 2015 se termine dans la continuité des tendances fortes observées depuis le début de l'année, avec la confirmation de la **prééminence boursière des zones développées encore sous haute dose de QE**. En effet, pénalisées par la force du Dollar US et des bénéfices attendus en repli au T1, **les actions américaines sous-performent** en mars (-1,74 % pour l'indice S&P500 vs +1,68 % pour le STOXX Europe 600). **En Europe, la progression des indices** est en particulier alimentée par la **nette surperformance des valeurs de croissance de qualité**, dopées par le niveau des taux longs et dont la valorisation intègre des hypothèses conservatrices sur la dynamique des profits en 2015 (+5 % désormais vs +10/12 % en début d'exercice). Dans la sphère Value, **le secteur bancaire zone euro** bénéficie également d'une dynamique très porteuse depuis l'annonce du programme d'assouplissement de la BCE, il surperforme en effet d'environ 7 % l'indice STOXX Europe 600 depuis le 23 janvier.

La Grèce et ses créanciers discutent pourtant âprement des réformes à mener, avec encore de nombreuses zones de désaccord sur les retraites, le marché du travail ou le rythme des privatisations, et à la clef le déblocage progressif de la tranche d'aide de 7,2Mds€. Les marchés ont toutefois choisi d'ignorer le stress induit par les échéances à refinancer à court terme et se focalisent sur **l'inflexion très favorable des indicateurs économiques avancés**, avec des PMI Allemagne et zone euro au-dessus des attentes et au + haut depuis mai 2011. La BCE revoit à la hausse ses prévisions de croissance pour 2015 et 2016.

La Fed, du fait de données encourageantes sur le marché du travail, **devient moins « patiente »**, en tout cas dans ses déclarations, mais le débat sur le tempo de la normalisation monétaire se poursuit... d'autant

que les surprises économiques se sont fortement dégradées au T1 aux Etats-Unis. Les taux américains à 10 ans repassent ainsi sous le seuil des 2 % et le FOMC révisé vers le bas les perspectives d'inflation, de croissance et souligne sa préoccupation face à la hausse du dollar... les marchés font donc logiquement **une lecture accommodante du communiqué**. Le Dollar US, après un trend majeur depuis l'été 2014, notamment versus euro, a stoppé son mouvement haussier autour de 1,0450 courant mars, dans un contexte devenu plus volatil.

Avec des taux zone euro à de nouveaux planchers historiques depuis le coup d'envoi du vaste programme d'achat de dettes par la BCE, les investisseurs européens plébiscitent la dette US (flux trimestriels records dans les ETF européens investis en obligations US). Les investisseurs américains font preuve de plus de scepticisme, témoin la demande lors des adjudications en bons du trésor à 5 ans au plus bas depuis 2009. Les actions zone euro enregistrent des flux nets acheteurs depuis 10 semaines désormais, tout comme le Japon, tandis que les allègements concernent les actions américaines et surtout les marchés émergents.

Dans ce contexte, alors que le bal des publications trimestrielles va bientôt débuter (première baisse trimestrielle des bénéfices par action des sociétés américaines depuis 6 ans, largement expliquée, il est vrai, par le secteur énergie), nous avons maintenu le curseur de risque actions de notre portefeuille proche de son plus bas, les attentes sur les sociétés européennes devant être confirmées pour justifier une poursuite de leur ascension boursière. Les positions sur le haut rendement européen et les dettes d'état périphériques ont été, pour leur part, maintenues dans la continuité du programme de QE de la BCE.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les indicateurs avancés de l'activité ne suggèrent pas de rupture du rythme de l'expansion mondiale au cours des prochains trimestres mais un certain **rééquilibrage entre les régions du monde**. Dans les pays émergents, le ralentissement se confirme depuis l'automne dernier, y compris en Chine et en Inde. Aux Etats-Unis la reprise se poursuit, mais les données récentes sont assez mitigées (baisse des mises en chantier, des commandes de biens durables, des investissements du secteur énergétique). Le cycle américain est dans sa sixième année d'expansion, le taux de chômage est proche de 5,5 % et le taux d'utilisation des capacités de production industrielles est revenu à sa moyenne passée. La Fed en a tiré la conclusion que la patience n'était plus le principe de base de sa politique monétaire sans montrer pour autant d'impatience. Elle prépare les marchés à une hausse très progressive du taux des Fed Funds.

La zone euro, dont la conjoncture était depuis 2010 restée décalée de celle du reste du monde, donne depuis peu quelques signaux un peu plus positifs. Le principal d'entre eux est la remontée marquée des ventes au détail et de la consommation des ménages. Ce regain de consommation est surtout dû au coup de chance de l'effondrement du prix du pétrole. Nous prenons en compte ces données nouvelles en révisant à la hausse notre estimation du taux de croissance pour 2015 de la zone euro à 1,5 %. La question principale porte sur la suite du mouvement. A court terme, on peut s'attendre à une confirmation de l'amélioration conjoncturelle grâce entre autres à la période d'euphorie créée par le QE, de la BCE de sorte que le taux de croissance

moyen de 2016 serait encore proche de celui de 2015. Cependant, **le QE n'a pas supprimé les freins qui brident la croissance dans la plupart des pays de la zone euro** : ralentissement démographique, diminution des gains de productivité, déficits publics à résorber, lenteur des réformes structurelles, poursuite des divergences européennes. Le plus probable est qu'une fois l'effet pétrolier passé, probablement à partir de la mi-2016, la zone euro retombera à un étiage de croissance plus faible, de l'ordre de 1 % l'an. L'inflation restera faible, mais elle reviendra progressivement vers 1,0 % à 1,5 % en Europe (2 % aux Etats-Unis). Les taux longs core s'orienteront alors vers les taux de progression du produit intérieur nominal, à un horizon encore lointain, que nous situons au-delà de 2016.

Il faut souligner que la situation économique actuelle est à de nombreux égards très atypique : tassement des gains de productivité qui bride la croissance potentielle dans les pays développés, épargne élevée, liquidités surabondantes, sous l'effet des politiques monétaires, baisse des taux d'intérêt à des niveaux inconnus dans le passé, difficultés de la croissance à redémarrer franchement. Sous l'effet de politiques monétaires extrêmes, nous sommes aujourd'hui dans des territoires économiques nouveaux, inconnus jusqu'ici quelle que soit la période. Plus de 1 500 milliards de dollars d'obligations européennes se négocient avec un taux de rendement négatif, chiffre qui double si on ajoute le Japon. Nous privilégions dans notre scénario de référence, une sortie sans heurts de cette situation. **D'autres scénarios plus inattendus et plus heurtés sont évidemment possibles.**

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

Scénario de référence pour 2015-2016		2014	2015	2016
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,4	3,1	2,6
	ZONE EURO	0,9	1,5	1,5
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,6	0,8	2,0
	ZONE EURO	0,4	0,4	1,1
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



Fév.	Mars	FIXED INCOME	Commentaires
=	=	Taux	A l'exception de la zone euro et du Japon où des programmes d'achat d'actifs viennent biaiser les niveaux de marché, les taux des pays développés sont proches de leurs niveaux d'équilibre.
-	-	Pays Core	Le mouvement d'aplatissement de la courbe core nous semble excessif. A ce prix, les échéances longues n'offrent plus de valeur et les niveaux atteints ne sont pas en ligne avec l'amélioration de la conjoncture européenne.
+	+	Pays Périphériques	Si les spreads périphériques se sont fortement resserrés à l'annonce du QE, ils sont quasiment restés stables au mois de mars. Nous restons toujours positifs sur cette classe d'actif pour le mois prochain, avec des remboursements importants couplés aux achats de la BCE même si les négociations avec la Grèce peuvent amener de la volatilité.
+	+	Inflation	Mars aura été le dernier mois d'une série de cinq mois consécutifs de portage négatif sur les obligations indexées sur l'inflation. Nous préférons aujourd'hui les titres indexés aux titres à taux fixe.
=	+	Emergents	Les politiques monétaires des pays émergents sont très accommodantes dans leur grande majorité, par conséquent de meilleurs résultats économiques sont attendus à partir du deuxième semestre. Quantitative easing et baisse des taux doivent mécaniquement profiter aux obligations des pays émergents.
+	+	Crédit	L'environnement de taux bas constitue toujours un soutien important, même si le primaire devrait freiner le resserrement des spreads.
+	+	Investment Grade	De nombreux émetteurs US ont déséquilibré l'offre et la demande, provoquant une tension sur les marges. Nous anticipons moins de primaire et donc des resserrements de marges.
+	+	Subordonnées	Les hybrides corporates et subordonnées d'assurances ont souffert du primaire très important. Nous sommes largement positionnés sur les CoCo's, moins en risque car plus généreuses en spreads.
=/+	=/+	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 un possible retour de la volatilité (Grèce et prix du pétrole).
=/+	=/+	Convertibles	Réouverture du marché primaire, légère baisse des valorisations OC, directionnel actions toujours favorable : la classe d'actifs conserve de l'intérêt.

Fév.	Mars	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Les indicateurs de confiance témoignent de la poursuite du redémarrage lent de l'activité. L'amélioration soutient la hausse des actions (+16 % ce 1 ^{er} trimestre). Cette hausse a été alimentée par la baisse de la prime de risque et en anticipation d'une croissance soutenue des bénéficiaires, alors que le consensus n'anticipe que de 6 % de croissance pour 2015. Les publications du 1 ^{er} trimestre (mi-avril) doivent permettre une amélioration de la tendance. Prudence à l'égard du marché anglais avant les élections du 7 mai.
=	=	US	La dichotomie des performances en faveur de l'Europe vs. Etats-Unis se creuse en mars. Le marché américain est affecté par le renforcement du dollar et la baisse des cours du pétrole, les deux pesant sur la croissance bénéficiaire. Nous restons neutres sur le marché américain, l'essentiel des attentes négatives pour le 1 ^{er} trimestre nous paraît intégré dans les prix.
+	+	Japon	Le Japon reste ferme (+2,2 % en mars et +10,1 % sur le trimestre) malgré un yen stable et contrairement aux autres régions, des révisions en hausse de BPA. A l'approche de la fin d'année fiscale au Japon, le marché affiche ainsi 3 années consécutives de hausse à 2 chiffres. Nous restons positifs.
=	=	Emergents	Position neutre maintenue : poursuite de la détérioration des conditions en Amérique Latine, notamment au Brésil ; normalisation en Chine de la croissance entre 6,5 %/7 % (intervention PBOC favorable et un plan infrastructure) ; poursuite des réformes en Inde. La valorisation de ces marchés est attractive et le risque de révision en baisse des résultats (hors change) faible.

Fév.	Mars	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	En mars les marchés chinois ont vu une nouvelle décorrélation entre actions A et H. Les actions A ont eu une forte progression (13 %) suite aux annonces relatives aux réformes du prochain plan quinquennal et aux mesures financières assainissant le bilan des banques. Les actions H ont eu une progression modeste (MSCI China 2,4 %) sur fond d'annonces de résultats mitigés par les entreprises.
+	+	Asie	La Corée du sud a entamé une politique d'assouplissement monétaire reflétant des inquiétudes quant à la faiblesse de la reprise domestique et à celle du Yen. En Indonésie le risque sur la devise est fort dans un contexte de matières premières faible. Les Philippines poursuivent sur leur bonne lancée et pourraient devenir l'économie à la meilleure croissance d'Asie pour cette année.



Fév.	Mars	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	La stratégie continue de bien se comporter. Les gérants ont bien profité du mouvement sur le USD, le CHF ou l'AUD. Ils ont aussi joué les marchés actions européens et bénéficie là aussi du QE en Europe. Les perspectives restent bonnes sur ce segment.
+	+	Long/Short Equity	L'Europe doit rattraper son retard sur les autres marchés développés. La faiblesse du pétrole, de l'euro devraient profiter aux entreprises de la zone et favoriser la consommation. Nous restons positifs sur l'Europe. Nous investissons aussi sur le Japon et les Abenomics. Sur les USA, nous sommes plus prudents et réduisons les fonds très directionnels.
+	+	Event Driven	Pas de changement sur la stratégie et des perspectives qui restent très positives. La zone Europe devrait là encore surperformer la zone US. Le secteur santé continue d'être très actif avec l'annonce en février du deal Salix / Valeant.
-	-	Arbitrage Credit	Le profil risque / rendement de la classe d'actifs reste peu attractif, en particulier aux USA. Le crédit en Europe a été soutenu par le QE et a bien bénéficié à certains fonds exposés sur les financières. Nous favorisons des fonds opportunistes à biais variables.
=	=	Distressed	Les secteurs énergie / métaux précieux continuent de peser sur la stratégie avec des performances mitigées sur le début d'année. Nous restons peu exposés en attendant plus de visibilité sur l'impact de la baisse des matières premières et sur la situation de la Grèce.

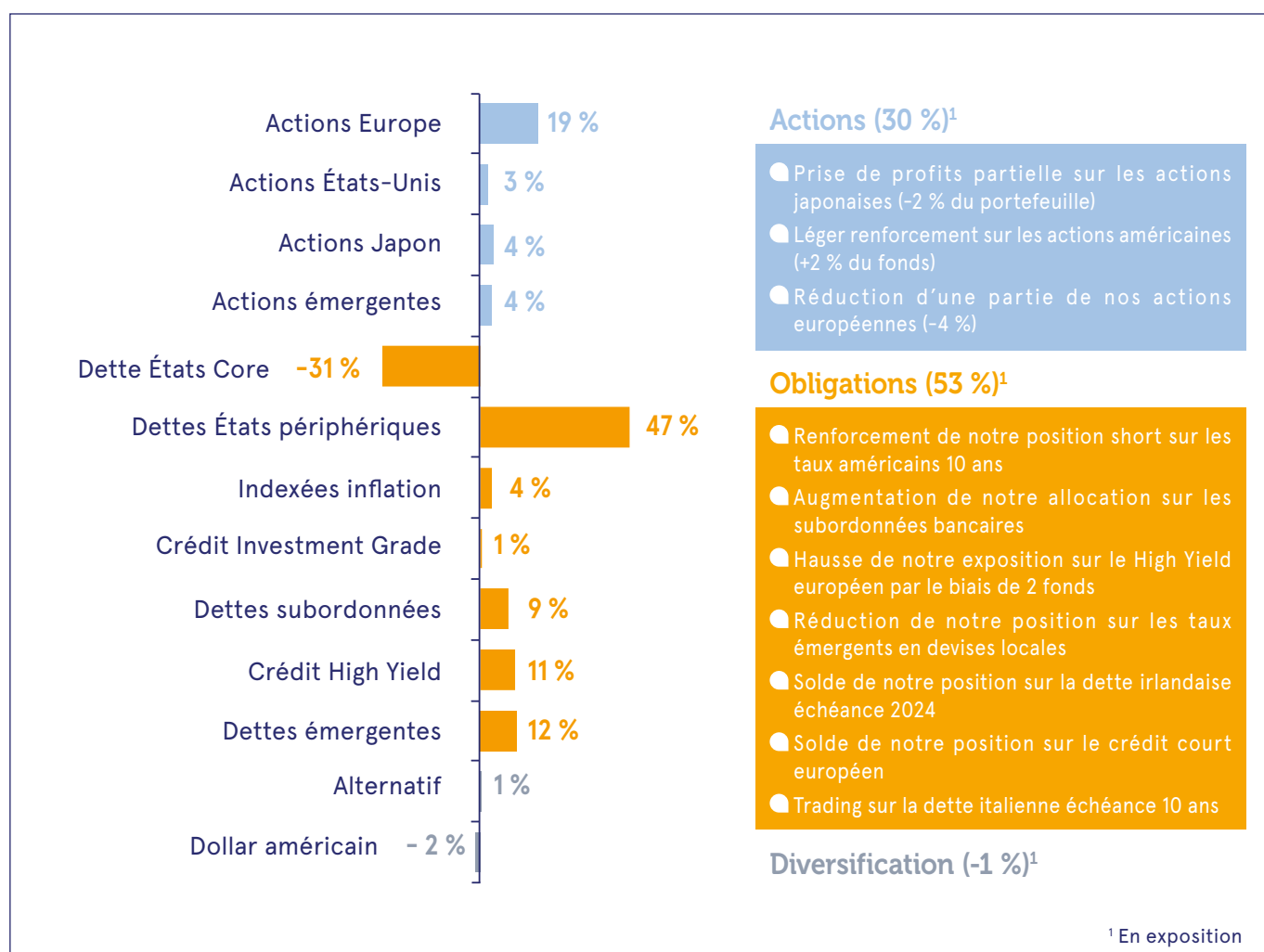
BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

PATIENCE DE LA FED...MÈRE DES VERTUS ?

Accompagnant les marchés dans leurs trajectoires très différenciées selon les zones, nous avons poursuivi notre arbitrage entre les classes d'actifs : nous avons réduit les actions sur les zones ayant bien performé (européennes et japonaises) en faveur des obligations d'Etat, principalement périphériques, l'assouplissement quantitatif européen restant très favorable à la classe d'actifs. Nous avons privilégié les segments

les plus sensibles au QE selon nous, à savoir le High Yield européen et les subordonnées bancaires. Nous avons continué notre trading sur les taux italiens via le contrat future BTP maturité 10 ans. Enfin, nous avons quasiment soldé nos positions devises EUR/USD mais nous continuons en revanche à intervenir tactiquement, la volatilité sur cette classe d'actifs ayant nettement augmenté récemment.



*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	333	6,93 %	14,81 %	20,71 %	20,73 %	29,53 %	5,62 %	07.12.2005
	Part I		7,06 %	15,35 %	23,01 %	24,81 %	65,20 %	5,61 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	406	10,41 %	14,67 %	32,76 %	30,16 %	83,34 %	9,76 %	05.04.2001
	Part I		10,53 %	15,19 %	34,53 %		32,46 %	9,76 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	16	9,34 %	12,05 %			13,80 %	8,79 %	11.02.2014
La Française Sérèni Flex	Part R	183	6,36 %	8,77 %	21,04 %	20,11 %	62,15 %	5,12 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	83	3,24 %	0,75 %			6,92 %	3,55 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	86	2,65 %				1,59 %		17.09.2014
	Part I		2,76 %				1,86 %		17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	147	2,10 %	0,99 %			8,34 %	3,59 %	24.09.2013
	Part I		2,20 %	1,40 %			9,09 %	3,59 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	263	3,72 %	10,11 %	21,52 %	19,97 %	76,57 %	2,25 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	89	2,43 %	6,70 %			11,27 %	2,68 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	65	2,57 %				1,67 %		27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	750	4,96 %	11,23 %	41,58 %	29,96 %	85,31 %	5,16 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	133	1,32 %	0,69 %	1,03 %	9,96 %	44,68 %	6,13 %	12.10.2005
	Part I		1,38 %	0,94 %	1,73 %	11,24 %	61,57 %	6,13 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	211	21,70 %	15,70 %	42,41 %	44,21 %	123,78 %	18,18 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	86	19,88 %	15,21 %	65,47 %		83,95 %	15,52 %	27.05.2010
LFP-JKC China Value	Part I€	124	-0,07 %	-7,38 %	17,16 %		-7,48 %	14,10 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	41	5,69 %	-0,05 %	12,36 %		-1,31 %	10,89 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	70	15,98 %				20,53 %		15.12.2014
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R€	111	6,28 %	16,56 %			15,85 %	4,37 %	28.02.2014
	Part I€		6,49 %	17,45 %			16,80 %	4,37 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 271	0,07 %	0,37 %	1,58 %	3,61 %	8,47 %	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 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



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