

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 157 - Mai 2015

Achevée de rédiger le 06 | 05 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Net retournement de tendance sur les marchés fin avril, où l'on voit **s'inverser tous les flux qui ont fait les beaux jours de ce début d'année**, prééminence des actions européennes, baisse de l'euro face au dollar, écrasement des taux, pétrole bas... mais sans pour autant remettre en cause, à ce stade, la hiérarchie des performances de ce début d'année. En Europe, on observe dans la baisse, une surperformance des indices européens vs indices zone euro (Stoxx600 à -0,38 % vs -2,2 1% pour l'EuroSTOXX50). Les indices US restent toujours coiffés sur leurs plus hauts historiques, bien qu'en progression de +0,85% pour l'indice S&P500 sur le mois. L'indice Nikkei progresse de +1,63 % en Yen. A contre-courant, les marchés émergents, portés par le rebond des matières premières, surperforment très nettement (l'indice MSCI EM en devises locales ressort à +6,99 %). Le retournement des taux d'intérêt apparaît de son côté salubre après des mois d'excès liés aux QE... et les rendements se tendent de 10 à 25bp dans les zones développées, redevenant ainsi positifs dès la maturité 5 ans en Allemagne. Sur le front des changes, l'€ progresse de +4 % vs \$, au plus haut de 2 mois, proche de la zone 1,12.

L'ampleur de ces mouvements relève largement de prises de bénéfices bien logiques après des mois de trajectoires exceptionnelles sur ces classes d'actifs, et il est en effet souvent délicat de justifier ces évolutions par le rationnel des seuls fondamentaux. Ainsi les taux longs US ont progressé avant l'annonce du FOMC... et après la publication du chiffre du PIB US du 1^{er} trimestre (+0,2 % contre +1 % attendu par le consensus et +2,2% au trimestre précédent) qui a douché le marché et provoqué, contre toute attente, une forte tension obligataire ! **En Europe toutefois, les craintes déflationnistes s'estompent**, aidées par le rebond du pétrole, les flux observés sur les obligations indexées sur l'inflation en attestent, ce qui

provoque légitimement une remontée sensible du niveau des taux et une pentification des courbes. Sur l'€/\$, outre quelques commentaires plus positifs sur la Grèce et la nomination d'une nouvelle équipe pour négocier avec ses créanciers, c'est surtout la réunion du FOMC et le positionnement massif vendeur sur l'euro qui semblent avoir provoqué d'importantes prises de bénéfices et le rebond de la devise européenne.

Le repli des actions des zones développées semble nettement plus logique, **les indicateurs économiques déçoivent outre-Atlantique et leur momentum s'érousse en Europe** (PMI, indices de confiance), **jetant le doute sur la poursuite de la reprise**. Outre-Atlantique, les rachats de titres et la poursuite des fusions-acquisitions permettent d'atténuer une saison des résultats sans relief, notamment sur le front des chiffres d'affaires. La saison des résultats en Europe, trop peu avancée pour en tirer des enseignements, semble néanmoins corroborer l'impact favorable des changes et du prix des matières premières. Côté Asie, **les inquiétudes sur l'activité sont marquées en Chine**, pourtant le marché chinois s'envole (+13 % pour l'indice Hang Seng), porté par la libéralisation progressive des bourses d'échange et les anticipations de nouvelles mesures de relance.

Fidèles à notre approche contrariante, nous avons progressivement relevé, en fin de mois, notre curseur de risque actions dont le positionnement était très défensif, en agissant principalement sur les actions européennes. Les indicateurs macro avancés sur toutes zones nous encouragent pour l'instant à conserver un biais prudent. Les positions sur le haut rendement européen ont été maintenues et les dettes d'états périphériques légèrement allégées, pour jouer la continuité du programme de QE de la BCE. La faiblesse du dollar nous a également amenés à reprendre quelques positions.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Le ralentissement économique mondial déjà constaté au deuxième semestre 2014 s'est poursuivi en 2015 et peut-être même légèrement accentué. **L'activité économique a marqué le pas au début de l'année 2015 aux Etats-Unis.** L'indice d'opinion des directeurs d'achat du secteur non manufacturier se maintient à un haut niveau mais l'indice manufacturier recule depuis plusieurs mois et les carnets de commandes comme les perspectives de production se tassent. L'opinion sur les carnets de commandes étrangères est même retombée en territoire négatif. Il est probable que la hausse du dollar commence à pénaliser les exportateurs américains. Le rythme des créations d'emplois s'est nettement replié. Le taux d'épargne est remonté, ce qui a pesé sur la consommation des ménages. Le secteur du logement reste fragile, comme le montre le net recul des mises en chantier depuis le début 2015. Au total, selon la première estimation, la croissance au premier trimestre aurait été quasi-nulle. L'inflation globale est revenue aux Etats-Unis de 2 % l'an à zéro en raison de l'effondrement du prix du pétrole. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) recule légèrement mais elle est beaucoup plus régulière, au voisinage de 1,6 % l'an. L'ensemble de ces données n'est pas de nature à rendre très proche la première hausse de taux par la Fed. Nous restons cependant confiants sur la poursuite de la croissance américaine.

Dans la zone euro, la production industrielle continue à augmenter en s'accéléralant légèrement. Les enquêtes de conjoncture européennes, qui résument l'opinion des chefs d'entreprises sur la tendance de l'activité, s'améliorent un peu en avril. Les ventes au détail ainsi que l'indice de confiance des ménages sur

leur situation financière confirment leur progression. La désinflation rapide a donné un coup de fouet au pouvoir d'achat et à la consommation, mais elle est terminée ce qui met fin à la menace de véritable déflation, à laquelle nous n'avons jamais souscrit. Le taux d'inflation en glissement sur un an a cessé de reculer. Il est revenu de -0,3 % en février à -0,1 % en mars. Il devrait retrouver un rythme légèrement positif au cours des prochains mois. Les prix des matières premières ne baissent plus et le prix du pétrole est même remonté à 63 dollars le baril. Le sentiment est que l'effet direct du Quantitative Easing monétaire sur les marchés financiers a trouvé un palier. L'amélioration de l'activité européenne marque elle aussi une pause et les marchés redeviennent plus réalistes sur les risques qui subsistent : en Europe l'incapacité de la Grèce à financer sa dette publique et sur le continent asiatique, la problématique chinoise.

La croissance de la Chine est tombée à 4,5 % en rythme annualisé au premier trimestre 2015. Le rythme d'accroissement de la production industrielle est à son plus bas niveau des vingt-cinq dernières années (hormis l'année de la crise financière mondiale). Le ralentissement de l'économie suscite l'inquiétude des autorités alors qu'elles ont aussi à gérer la transition du système économique. Une nouvelle fois, la Banque Centrale examine des mesures de soutien du crédit aux gouvernements locaux déjà surendettés, afin qu'ils continuent à investir dans des projets d'infrastructures. Une nouvelle fois la Chine est prise entre le souci d'accompagner la transition vers la consommation et la nécessité de soutenir la croissance par l'investissement. Le dilemme chinois demeure.

Nous révisons légèrement en hausse la croissance de la zone euro. Les taux d'inflation en moyennes annuelles seraient très faibles en raison des très faibles acquis au début 2015. Mais, ces moyennes annuelles masquent un retour à des taux d'inflation positifs au printemps 2015. Les taux d'intérêt resteraient bas avec toutefois un début de normalisation des taux longs contenu par les banques centrales.

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



Avril	Mai	FIXED INCOME	Commentaires
=	=	Taux	La remontée des prix des matières premières met un peu plus de pression sur les niveaux de taux des pays développés. Le discours accommodant de la Fed ainsi que la faible dynamique de croissance mondiale devraient néanmoins limiter la correction des rendements.
-	-	Pays Core	La violente correction observée en fin de mois sur les échéances longues ne constitue pas à notre sens un point d'achat. Les taux restent trop chers au regard des fondamentaux.
+	+	Pays Périphériques	Le programme d'achat d'actifs de la BCE et l'environnement de taux actuel restent les principaux arguments au resserrement des spreads périphériques. La forte probabilité d'un remboursement grec au FMI au mois de mai devrait soutenir cette conviction.
+	+	Inflation	Le portage positif devrait continuer de soutenir les valorisations des points morts d'inflation européens au cours des prochains mois.
+	+	Emergents	Malgré des chiffres d'activité toujours en deçà des attentes dans les pays émergents, les primes de risques sont en voie d'amélioration.
+	+	Crédit	Le QE Européen devrait contenir la volatilité des taux longs. Les déceptions économiques au Q1 outre-Atlantique repoussent les anticipations de normalisation de la politique monétaire.
+	+	Investment Grade	Les marges ont bien absorbé la remontée des taux d'Etats. Attention au primaire, le marché Européen est devenu attractif pour le monde entier.
+	+	Subordonnées	La performance devrait rester immune à une volatilité accrue des taux. Le primaire abondant sur les hybrides va ralentir, ce qui va protéger le marché secondaire.
=/+	=/+	High Yield	Les volumes de primaire ont été impressionnants mais largement contrebalancés par l'environnement de taux. Cet équilibre devrait perdurer. La remontée du pétrole soutient largement la partie US.
=/+	=/+	Convertibles	L'absence de marché primaire est un soutien pour la classe d'actifs, mais nous maintenons notre biais légèrement plus prudent sur le directionnel actions, la saison des résultats commence.

Avril	Mai	ACTIONS	Commentaires
+	=	Europe	Premiers résultats du trimestre légèrement positifs avec une amélioration des perspectives pour l'automobile et la consommation et des déceptions pour les cycliques industrielles et la technologie. La hausse de la parité €//\$ et des matières premières peut entraîner des arbitrages en défaveur des actions européennes au cours du mois de mai.
=	=	US	L'écart de performance YTD en faveur de l'Europe se maintient. Le PIB du 1 ^{er} trimestre (0,2 %) corrobore les prévisions de ralentissement des anticipations de résultats pour 2015. Nous restons neutres, beaucoup des attentes négatives nous paraissent intégrées dans les prix. La baisse récente du dollar constitue un facteur positif pour les actions américaines.
+	+	Japon	Marché stable, nous conservons une opinion positive avec l'amélioration des perspectives de résultats des entreprises. La production industrielle est en recul de 0,3 % en mars contre -2,3 % attendu et 1 ^{er} excédent commercial depuis 2012. Le yen devrait se déprécier au fur et à mesure que l'on approche du moment où la Fed relèvera son taux directeur.
=	=	Emergents	L'environnement macro, comme la faiblesse des données macro US et une action déterminée des autorités chinoises soutiennent la Chine et les émergents d'Asie. La polarisation en défaveur du Brésil se maintient.

Avril	Mai	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	Le rythme des réformes visant à ouvrir le marché chinois, internationaliser le RMB et faire de la Chine un pays à l'influence globale s'accélère. Le marché des actions H à Hong Kong a connu une remarquable progression de 16 % en avril voyant sa décote de valorisation par rapport aux actions A se réduire de 32 % à 23 % et l'on peut imaginer voir cette dynamique se poursuivre.
+	+	Asie	En Indonésie les préoccupations sur la croissance du pays suite aux chiffres décevants du T1 ont entraîné une chute du marché de 8 %. Le marché coréen était en hausse de 5 % à la suite des bons résultats des entreprises qui indiquent qu'elles pourraient enregistrer une croissance significative de leurs bénéfices en 2015. Par ailleurs, nous remarquons des améliorations en termes de gouvernance.

Avril	Mai	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	La stratégie continue de bien se comporter. Les gérants ont bien profité du mouvement sur le USD. Ils ont aussi joué les marchés actions européens et bénéficié, là aussi, du QE en Europe. Les perspectives restent bonnes sur ce segment.
+	+	Long/Short Equity	Nous restons positifs sur l'Europe et sur le Japon. Le GPIF (fonds de pension souverain japonais) a maintenant une allocation de 25% en actions japonaises, modèle qui devrait être suivi par la plupart des fonds de pension du Pays. Le mode de gouvernance des entreprises est aussi revu en faveur des actionnaires, le marché devrait rester soutenu. Sur les USA, nous sommes plus prudents et réduisons les fonds très directionnels.
+	+	Event Driven	Les fondamentaux de la stratégie sont toujours très positifs. Les fusions-acquisitions continuent à un rythme soutenu, entraînées par le dynamisme des secteurs TMT et pharmaceutiques. Les gérants ont dans l'ensemble bien résisté à l'échec du deal TWC/Comcast.
-	-	Arbitrage Credit	L'Europe et les USA sont dans des dynamiques différentes. Les gérants européens surperforment leurs homologues américains sous l'effet du QE et de l'appétit pour le rendement qui ne se dément pas. Aux USA, le secteur de l'énergie continue de peser sur les marchés, à la hausse comme à la baisse.
=	=	Distressed	Les opportunités sont limitées sur la stratégie, nous restons prudents pour l'instant. A moyen terme, le secteur de l'énergie devrait fournir des cibles de choix pour les gérants distressed.

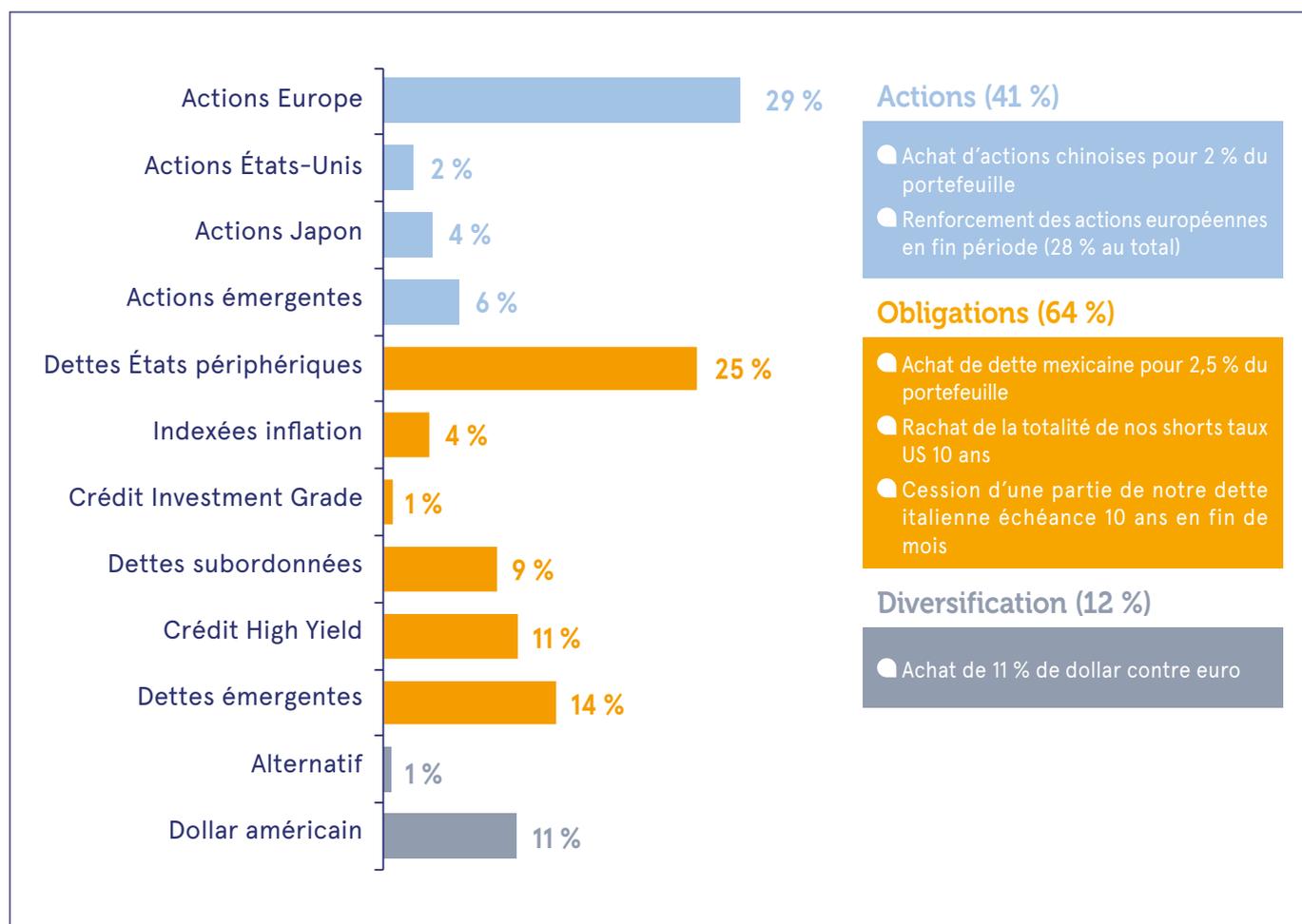
BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

LES ARBRES NE MONTENT PAS JUSQU'AU CIEL...

Si le début de mois a été un long fleuve tranquille dans la continuité du premier trimestre, la dernière semaine s'est avérée très chahutée dans un contexte de déboulements importants de positions, toutes classes d'actifs confondus. La recherche effrénée de rendement qui avait conduit les investisseurs à allonger les durations et à augmenter la taille des paris sur les positions consentuelles (taux périphériques, short Euro, long actions européennes) a été rappelée à l'ordre ! Peu d'actifs ont apporté de la décorélation aux portefeuilles diversifiés. Dans cet environnement ponctuellement plus stressé et compte tenu de notre positionnement modéré

en actions, nous avons profité de ce mouvement pour réexposer tactiquement le portefeuille aux actions européennes : le delta actions a été remonté à **41 %** (28 % fin mars), dont 29 % d'Europe. Nous avons également acheté tactiquement des actions chinoises afin d'accompagner les mesures de relance de l'économie. Sur la partie Taux, nous avons réduit le risque sur la dette périphérique Euro, sur laquelle nous avions un positionnement marqué. Absents des devises, nous initions quelques positions : **10 %** de long dollar contre euro à la fin du mois d'avril, et du trading court sur Yen/Dollar.



*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 avril 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	330	4,47 %	11,16 %	18,58 %	18,12 %	26,55 %	5,52 %	07.12.2005
	Part I		4,64 %	11,70 %	20,66 %	22,12 %	61,48 %	5,51 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	410	8,33 %	12,32 %	30,80 %	26,89 %	79,88 %	9,53 %	05.04.2001
	Part I		8,49 %	12,82 %	32,54 %	-	30,01 %	9,53 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	18	8,56 %	11,30 %	-	-	12,99 %	8,48 %	11.02.2014
La Française Sérèni Flex	Part R	184	5,39 %	7,64 %	20,88 %	19,51 %	60,66 %	5,17 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	75	2,68 %	1,18 %	-	-	6,34 %	3,37 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	95	4,12 %	-	-	-	3,05 %	-	17.09.2014
	Part I		4,26 %	-	-	-	3,35 %	-	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	147	3,65 %	1,83 %	-	-	9,98 %	3,67 %	24.09.2013
	Part I		3,78 %	2,24 %	-	-	10,77 %	3,67 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	296	3,27 %	8,63 %	21,94 %	20,47 %	75,81 %	2,47 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	107	2,03 %	5,09 %	-	-	10,84 %	2,63 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	65	3,41 %	-	-	-	2,50 %	-	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	746	4,98 %	9,14 %	46,09 %	29,19 %	85,34 %	5,22 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	131	1,93 %	0,71 %	0,19 %	9,14 %	45,56 %	6,22 %	12.10.2005
	Part I		2,02 %	0,96 %	0,89 %	10,41 %	62,59 %	6,22 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	251	21,15 %	15,67 %	42,52 %	45,89 %	122,75 %	17,74 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	88	22,13 %	19,39 %	71,40 %	-	87,39 %	15,39 %	27.05.2010
LFP-JKC China Value	Part I€	133	17,21 %	16,29 %	37,31 %	-	8,52 %	18,51 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	37	13,56 %	9,42 %	19,66 %	-	6,04 %	12,08 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	69	15,33 %	-	-	-	19,85 %	-	15.12.2014
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R€	118	5,66 %	15,38 %	-	-	15,17 %	4,51 %	28.02.2014
	Part I€		5,94 %	16,27 %	-	-	16,19 %	4,51 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 250,05	0,09 %	0,35 %	1,51 %	3,58 %	8,49 %	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