

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 158 - Juin 2015

Achevée de rédiger le 05 | 06 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Le mois de mai est placé sous le signe d'un **regain de volatilité** des marchés, notamment européens. Les catalyseurs de cette montée de fièvre sont d'une part politiques, avec le **durcissement du bras de fer entre la Grèce et ses partenaires européens** à l'approche des échéances dues au FMI, et d'autre part la **fébrilité post-traumatique des marchés de taux gouvernementaux** suite au quasi-krach obligataire fin avril. S'y ajoute l'inquiétude suscitée par l'anticipation du **1^{er} relèvement des taux Fed Funds** désormais quasiment daté par Mme Yellen, même si certains chiffres économiques décevants publiés aux US, à l'image du chiffre révisé du PIB au T1, semblent compliquer la tâche de la banque centrale.

Les premières victimes de cette nervosité ambiante sont naturellement les marchés de dette publique. Les taux longs US ont d'abord progressé nettement vers le niveau de 2,30 % avant de se détendre sensiblement, sous l'effet de médiocres indicateurs d'activité et de la publication des Minutes de la Fed. En zone euro, la correction obligataire de fin avril a été suivie d'une volatilité sur les taux certes accrue, mais plus légitime que le régime excessivement bas qui prévalait jusqu'alors. Le 10 ans allemand termine le mois à 0,50 %, loin de son plancher historique de 0,07 %. La BCE joue l'apaisement, se dit satisfaite, à ce jour, du déroulement des achats d'actifs et indique qu'il n'y a pas de raréfaction de l'offre de papiers. Au demeurant, la croissance se fait plus dynamique dans certains pays de la zone, permettant une légère **révision des perspectives pour 2015** (+ 0,2 point de croissance à + 1,5 % pour 2015 et 1,9 % en 2016), **ces mêmes pays sortent progressivement de l'ornière de la déflation... ce qui justifie la normalisation des rendements en marche.**

Sur le front des changes, l'euro s'agite nerveusement entre 1,15 et 1,08 contre USD. Le discours de M. Cœuré

(membre du Directoire de la BCE) annonçant le renforcement temporaire, en mai et juin, du programme de rachats d'actifs mis en œuvre par la BCE, a rappelé aux investisseurs **l'importance, pour l'institution, du non renchérissement de l'euro pour alimenter la reprise économique modeste en cours.**

Les indices actions Europe s'avèrent particulièrement résilients aux turbulences obligataires et oscillent autour de l'équilibre, l'amélioration des fondamentaux, macro et micro-économiques, étant occultée par l'épée de Damoclès grecque. Néanmoins, l'indice EuroSTOXX50 affiche un différentiel + haut / +bas sur le mois de près de 7 %, qui témoigne de la fébrilité des opérateurs. Les indices actions US stagnent eux aussi et le marché japonais réalise le meilleur parcours (+ 2,51 % pour l'indice Nikkei), aidé par la baisse du Yen (- 4 % contre USD), les résultats des entreprises et des chiffres d'activité en amélioration. A l'autre bout du spectre, les marchés émergents aggravent leur retard (3,02 % pour l'indice MSCI Emerging en devises locales). En Chine, les marchés actions sont particulièrement volatils, tirillés entre craintes sur la croissance, interventionnisme monétaire et spéculation autour des IPO.

A court terme, les marchés vont continuer d'osciller au gré du feuilleton grec, nous gardons quelques cartouches pour profiter des à-coups. Néanmoins, les fondamentaux des marchés d'actions européens demeurent attractifs, justifiant, selon nous, la part significative du risque actions déployée sur cette zone. La correction récente des taux européens, et le maintien d'un programme d'achat de la BCE redonnent de la valeur aux actifs obligataires, nous ajustons simplement le budget de risque de cette poche pour tenir compte de la volatilité récente. Nous conservons un biais baissier sur l'euro, mais restons mobiles.

On en coasse



SCÉNARIO ECONOMIQUE

Le diagnostic de la poursuite d'une expansion modérée aux Etats-Unis, d'un ralentissement sans brutalité de la Chine et d'un renforcement très progressif de l'activité en Europe reste dominant parmi les prévisionnistes. On note cependant une tendance vers une révision en baisse du taux de croissance des Etats-Unis et des pays émergents. En revanche, la prévision antérieure pour l'Europe peut être maintenue malgré une croissance mondiale un peu moindre.

Les zones émergentes sont dans des situations différentes. **Le ralentissement chinois se confirme, notamment dans les secteurs industriels.** En Amérique Latine, l'économie brésilienne est en nette récession et rien ne permet d'anticiper un rebond très prochain. Face à une inflation élevée, la politique monétaire est restrictive (taux d'intervention de la Banque Centrale à 13,25 %), le refinancement de la dette publique est très coûteux et cela implique une politique budgétaire restrictive. Le dilemme inflation-chômage, qui a disparu dans une large partie du monde, reste d'actualité au Brésil et dans d'autres pays d'Amérique Latine.

Le rebond de l'activité se confirme dans la zone euro.

Le taux de croissance du volume du PIB s'est accéléré au premier trimestre 2015 à 1,6 % l'an, après 1,3 % au dernier trimestre 2014. L'Italie est sortie de la récession (1,2 % l'an au premier trimestre 2015), l'Espagne rebondit vigoureusement (+ 3,6 % l'an). En Allemagne, le taux de croissance du premier trimestre a été en revanche décevant. Il s'est établi à + 1,1 % en rythme annualisé, après 2,8 % au dernier trimestre 2014 et + 0,3 % au troisième trimestre. Ces à-coups s'expliquent par les effets de surprise créés par l'effondrement du prix du pétrole. L'effet positif est très visible sur la consommation privée (+ 2,8 % au quatrième trimestre 2014, + 2,4 % au premier trimestre 2015) mais aussi sur

l'investissement (+ 4,9 % au quatrième trimestre 2014, + 6,0 % au premier trimestre 2015). L'accélération de la demande intérieure a entraîné une forte poussée des importations et un déstockage de plus d'un point de PIB car la production intérieure ne s'est pas adaptée assez vite au surcroît de demande. Il est cependant probable que la vigueur de la demande finale entraînera la production. Le mécanisme de reprise paraît donc assuré. Le déflateur du PIB qui mesure l'inflation d'origine intérieure hors mouvements de prix importés a augmenté en Allemagne de 1,7 % au quatrième trimestre 2014, puis de 3,2 % au premier trimestre 2015. On est bien loin de la déflation.

En mai l'indice PMI composite (industrie et services réunis) de la zone euro s'est inscrit à 53,4 après 53,9 en avril.

Cet indice traduit une croissance très modérée sans franche accélération. Selon les auteurs de l'enquête PMI "en France, la croissance reste anémique" jugement qui peut surprendre compte tenu de l'estimation de la croissance à 0,6 % pour le premier trimestre (+ 2,2 % en rythme annualisé). Ils estiment que "C'est en dehors du noyau franco-allemand que l'on observera probablement l'évolution la plus remarquable, le reste de la région étant en voie d'enregistrer son meilleur trimestre depuis près de 8 ans".

La Fed n'a pas modifié son diagnostic : faiblesse de l'économie américaine transitoire au premier trimestre, retour en vue à une croissance modérée et vers une inflation à 2 %, début de la normalisation des taux en 2015 par des hausses très graduelles étalées sur plusieurs années. Dans la zone euro, la BCE maintient son programme d'achat de titres, et affirme que la politique monétaire restera longtemps accommodante. Elle attire l'attention (un peu tard) sur le risque d'une période de volatilité.

Nous révisons une nouvelle fois en baisse le taux de la croissance américaine pour 2015 en raison de la contraction du PIB au premier trimestre liée aux intempéries exceptionnelles. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et 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	2,4	2,6
	ZONE EURO	0,9	1,5	1,4
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,6	0,3	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



Mai	Jun	FIXED INCOME	Commentaires
=	=	Taux	Les marchés de taux se remettent doucement de la brutale remontée des rendements initiée fin avril. Dans la plupart des pays développés, les niveaux nous semblent désormais cohérents avec notre scénario macroéconomique.
-	=	Pays Core	Le niveau d'équilibre du taux allemand à 10 ans se situe probablement entre 0,75 % et 1 %. Le programme d'achat d'actifs de la BCE en cours est néanmoins susceptible de maintenir les taux sous ces niveaux d'équilibre pour quelque temps.
+	=/+	Pays Périphériques	Les achats anticipés de la BCE devraient augmenter au mois de juin sachant que les offres nettes seront très négatives pendant l'été, ce qui devrait soutenir les marchés. Les spreads, de même que les taux, sont au plus haut depuis le début de l'année. Si un accord est trouvé avec la Grèce, nous pourrions assister à une amélioration sur les marchés périphériques.
+	=/+	Inflation	La remontée progressive des glissements annuels d'inflation devrait permettre aux titres indexés de poursuivre leur mouvement d'appréciation relative.
+	=	Emergents	Les chiffres d'activité dans les pays émergents ne traduisent pas de rebond marquant... Nous sommes neutres en raison de la volatilité des résultats économiques, des matières premières et de la lenteur de la reprise globale.
+	=	Crédit	Un positionnement neutre qui se justifie par la volatilité des taux sans risque, la situation de la Grèce et la relative résistance de la classe d'actif.
+	=	Investment Grade	Les marges tiennent et la remontée des taux favorise les émissions des entreprises dont les fondamentaux restent stables.
+	=	Subordonnées	La classe d'actif affiche toujours une très bonne performance depuis le début de l'année. La performance devrait rester immune à une volatilité accrue des taux. Le primaire est revenu sur les subordonnées d'assurance mais reste absent sur les hybrides corporates.
=/+	=	High Yield	L'action de la BCE, l'amélioration de la macro européenne, l'éloignement d'une remontée imminente des taux US soutiennent le High Yield. Reste à surveiller le dossier grec, l'offre et la volatilité du Bund.
=/+	=/+	Convertibles	La saison des résultats a été bonne et reste un soutien au marché d'actions, mais les convertibles Investment Grade sont chères

Mai	Juin	ACTIONS	Commentaires
=	+	Europe	Surperformance du marché liée à la progression du différentiel de croissance comme des résultats des entreprises, ainsi qu'à la liquidité fournie par la banque centrale. Nous attendons une matérialisation de la croissance attendue et des résultats supérieurs aux attentes des analystes. Nous reprenons une vue positive après la stagnation depuis mi-avril.
=	=	US	La forte appréciation du dollar handicape les producteurs américains et pèse sur la part des profits générés à l'étranger, ainsi que sur la croissance du PIB malgré une demande intérieure soutenue. La baisse des profits pourrait s'étendre à l'ensemble du 1 ^{er} semestre et remettre en question le niveau de marge des entreprises. Nous restons prudents à l'égard du marché américain.
+	+	Japon	Marché en hausse, nous conservons une opinion positive avec l'amélioration régulière des résultats des entreprises, en parallèle avec des statistiques économiques plus positives. La nouvelle baisse du JPY contre USD (120 à 124JPY par USD) est un point positif. On constate une amélioration de la part des profits redistribués aux actionnaires.
=	=	Emergents	Statistiques chinoises décevantes malgré une action déterminée des autorités. L'activité commerciale intra-Asie est inférieure aux attentes et pèse notamment sur la Corée. Une nouvelle phase de baisse des matières premières nuit à une partie importante des marchés émergents.

Mai	Juin	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	Les actions H de Hong Kong ont décliné en mai après une performance remarquable en avril qui a engendré des prises de profit. Les actions A ont progressé, poussées par les flux retail sur les mid-caps. Le rythme soutenu des réformes se poursuit avec en mire la convertibilité du RMB et l'ouverture des marchés. FTSE a annoncé la progressive intégration des actions A dans ses indices.
+	+	Asie	L'Indonésie a été le deuxième meilleur marché d'Asie derrière les actions A et après un très mauvais mois d'avril. Nous restons prudents devant la croissante faiblesse de la gouvernance du président Jokowi. Les Philippines ont affiché un ralentissement de la croissance au T1 2015 en raison de faibles exportations. Nous restons confiants et pensons que cette faiblesse n'est que temporaire.

Mai	Juin	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Le mois d'avril a été marqué par un retournement de tendance sur les principaux trades macro gagnants de l'année, le long USD en particulier. Les gérants ont réduit les expositions et pris quelques profits. Les thématiques restent cependant inchangées.
+	+	Long/Short Equity	Nous restons positifs sur l'Europe et sur le Japon. Sur les USA, nous sommes plus prudents et réduisons les fonds très directionnels.
+	+	Event Driven	Les volumes de M&A sont à des niveaux record en 2015 (meilleurs 5 premiers mois depuis 20 ans), sous l'impulsion des secteurs pharma, télécoms et financières. Parmi les derniers deals annoncés, l'acquisition de TWC par Charter a profité aux gérants. Au préalable, la vague de méga fusions dans le secteur pharmaceutique (Teva/Mylan/Perrigo, Actavis/Allergan, AbbVie/Pharmacyclics) a soutenu la performance des fonds.
-	-	Arbitrage Credit	Les fonds d'arbitrage crédit résistent bien dans un environnement volatil. En Europe, les incertitudes proviennent des négociations autour du cas grec, alors qu'aux USA le secteur de l'énergie fait toujours les gros titres. A ce point du cycle nous restons prudents sur la stratégie dans son ensemble et privilégions dans une certaine mesure les gérants européens alors que le QE de la BCE devrait continuer de pousser les spreads 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

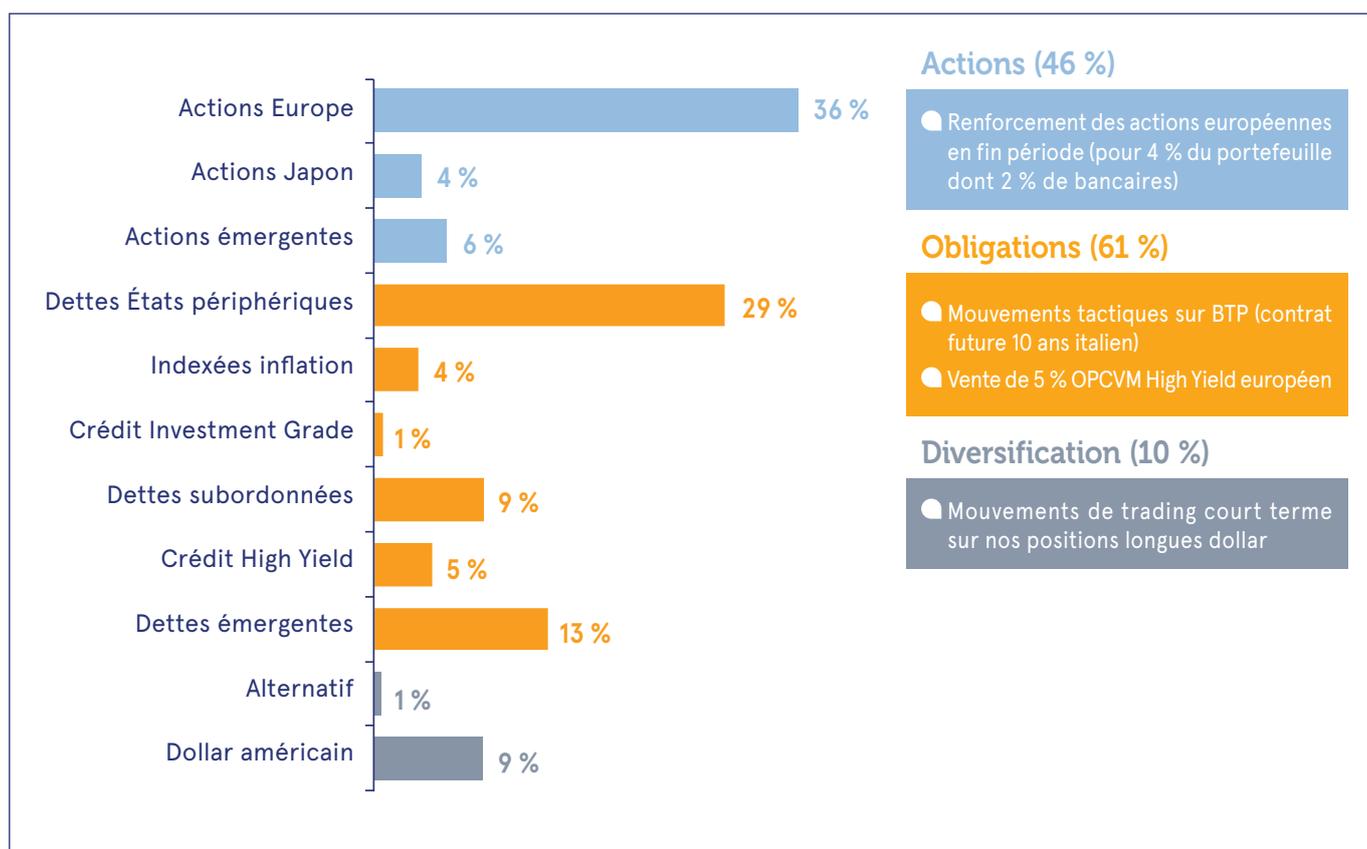
À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

TRAGÉDIE GRECQUE ?

En mai, les marchés ont été rythmés par les incessantes déclarations, aussitôt démenties, concernant un éventuel accord sur la situation grecque. Les taux périphériques ont ainsi connu un mois difficile, dans la continuité de la tension observée les deux derniers jours du mois d'avril. Ainsi, le 10 ans italien se tend de 40 bp sur la période, soit une performance négative de - 2,50 % environ.

Le mois de juin sera décisif pour la Grèce au vu des échéances du 5 et du 12, dates auxquelles le pays devra rembourser plus de 300 millions d'euros au FMI. Dans ce contexte, nous avons privilégié une approche très tactique sur toutes les classes d'actifs afin de profi-

ter de la remontée de la volatilité intraday. Ainsi, notre exposition actions a oscillé entre 38 et 50 %, adoptant un biais contrariant, en achetant les creux de marchés mais prenant rapidement nos bénéfices. En début de mois, nous avons réduit une partie de nos positions sur le High Yield européen, craignant une contagion plus importante sur le segment du crédit. Les variations sur les devises ont été aussi très importantes au cours du mois (1,08-1,15 sur le cross Euro/USD). Comme pour notre positionnement actions, nous avons été très mobiles. Notre position longue dollar contre euro a, par conséquent, oscillé entre 10 % et 20% sur la période.



*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	332	5,33 %	11,51 %	19,69 %	22,93 %	27,59 %	5,87 %	07.12.2005
	Part I		5,54 %	12,05 %	21,69 %	26,90 %	62,86 %	5,86 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	414	8,27 %	10,55 %	33,59 %	29,64 %	79,78 %	9,98 %	05.04.2001
	Part I		8,47 %	11,05 %	35,37 %	-	29,98 %	9,99 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	19	9,89 %	10,92 %	-	-	14,37 %	9,00 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	184	5,12 %	6,47 %	22,28 %	21,13 %	60,26 %	5,65 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	69	3,34 %	1,29 %	-	-	7,02 %	3,48 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	99	4,21 %	-	-	-	3,14 %	-	17.09.2014
	Part I		4,39 %	-	-	-	3,47 %	-	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	144	4,19 %	1,44 %	-	-	10,56 %	3,66 %	24.09.2013
	Part I		4,36 %	1,85 %	-	-	11,40 %	3,66 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	298	2,53 %	7,07 %	22,43 %	20,23 %	74,55 %	2,75 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	107	1,59 %	3,40 %	-	-	10,36 %	2,85 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	66	3,22 %	-	-	-	2,31 %	-	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	757	4,09 %	6,88 %	53,50 %	34,45 %	83,77 %	5,29 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	121	0,90 %	-3,04 %	3,28 %	9,66 %	44,08 %	6,10 %	12.10.2005
	Part I		1,00 %	-2,80 %	4,00 %	10,94 %	60,97 %	6,10 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	254	23,18 %	16,09 %	57,58 %	59,03 %	126,49 %	17,80 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	89	23,45 %	19,90 %	81,19 %	89,88 %	89,42 %	15,60 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	566	7,89 %	18,11 %	80,16 %	126,02 %	103,22 %	12,76 %	18.05.2007
LFP-JKC China Value	Part I€	104	14,74 %	12,15 %	44,33 %	-	6,23 %	17,40 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	37	13,81 %	7,69 %	30,48 %	-	6,28 %	12,26 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	71	18,47 %	-	-	-	23,11 %	-	15.12.2014
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R€	121	4,62 %	12,05 %	-	-	14,04 %	4,81 %	28.02.2014
	Part I€		4,96 %	12,90 %	-	-	15,12 %	4,81 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 418	0,10 %	0,32 %	1,46 %	3,56 %	8,50 %	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 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



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