

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

---

## LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

---

N° 166 - Mars 2016

Achevée de rédiger le 07 | 03 | 2016

## REGARD SUR LES MARCHÉS

**Après un nouvel épisode de stress en début de période, les actifs risqués se redressent en fin de mois, les marchés d'actions bénéficiant du resserrement des spreads de taux et d'un repli de la volatilité. Les marchés restent toutefois très fébriles :** au plus bas de février les indices européens affichaient ainsi un recul de -20 % depuis le début de l'année, avant de rebondir de 10 % lors des deux dernières semaines du mois !  
Signe de cette détente, on observe également quelques flux entrants sur le compartiment du Haut Rendement en fin de mois, le niveau des spreads devenant attractif au regard du taux de défaut de la classe d'actifs.

**La stabilisation des prix du pétrole a également contribué à cette embellie,** même si un accord sur un gel partiel de la production semble lointain, et si le niveau des stocks de pétrole américain illustre l'excès actuel de capacités. L'impact de la faiblesse du prix du baril sur les émergents producteurs de pétrole continue toutefois de se manifester. Ainsi, le Mexique a relevé ses taux par surprise, pour lutter contre la chute continue de sa devise, en accompagnement de mesures de réduction budgétaire.

Le marché chinois, qui cristallise l'inquiétude depuis l'été 2015, reste très volatil. Les autorités poursuivent leur équilibrage entre stimulus à la croissance et resserrement monétaire. Les chiffres montrent toujours une poursuite de l'expansion du crédit bancaire, que la banque centrale cherche à encadrer en ajustant le ratio des réserves obligatoires des banques.

Les investisseurs scrutent également avec circonspection l'érosion des bénéfices et les perspectives de résultats des sociétés américaines. En Europe, paradoxe ou excès de pessimisme, alors que le secteur bancaire européen affiche la pire performance sectorielle depuis le début de l'année (-20 % contre -8 % pour l'indice STOXX600),

les six principaux groupes bancaires français ont dégagé en 2015, des profits cumulés proches de ceux de 2006, avant la crise des "subprimes".

Malgré l'accalmie sur les actifs risqués, **les rendements obligataires européens poursuivent leur baisse en territoire négatif,** emportés par les anticipations de mesures supplémentaires de la BCE en mars. Les taux allemands sont négatifs jusqu'à 9 ans (70 % de l'encours de la dette allemande), ceux de la France jusqu'à 7 ans, ceux de la Suisse jusqu'à 20 ans. Cette détente continue des rendements obligataires s'inscrit dans un contexte de détérioration des perspectives économiques globales, et de chiffres d'inflation en zone euro jugés décevants (inflation sous-jacente, hors alimentation et énergie, à 0,7 %, niveau le plus faible depuis avril 2015).

**Les données économiques publiées sont mitigées et plutôt décevantes ;** aux Etats-Unis, si les indicateurs retardés restent corrects (PIB, consommation et chiffres de l'emploi) les indicateurs avancés témoignent d'une certaine dégradation, notamment sur la dynamique des services. En zone euro, on observe un ralentissement du "moteur" allemand et le referendum qui décidera de l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union Européenne, fixé au 23 juin, ajoute une incertitude politique à la morosité ambiante.

**A l'approche des trois rendez-vous banques centrales de mars (BCE, BOJ, Fed), la volatilité devrait perdurer ; nous avons maintenu en conséquence, un niveau de risque global modéré, en essayant de profiter des rebonds de court terme sur les indices actions. Nous renforçons progressivement les dettes privées européennes et la dette émergente, au regard des niveaux de valorisation atteints lors du stress de février.**

### On en coasse



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les prix du pétrole et des matières premières restent au centre des interrogations des marchés de capitaux et des incertitudes sur les perspectives macroéconomiques. Les prix restent erratiques d'un mois sur l'autre, cependant à l'examen des évolutions récentes, **l'hypothèse d'une stabilisation commence à devenir crédible**. Un point bas a été atteint à la mi-janvier pour les métaux communs et les matières premières industrielles. Depuis, la tendance est à la hausse. Le point bas a aussi été touché à la mi-février pour les produits de base agricoles et alimentaires. L'indice des prix du fret maritime (cargaisons sèches) qui avait été divisé par trois d'octobre à janvier, s'est stabilisé. Enfin, si le prix du pétrole oscille toujours assez largement, la tendance est stabilisée autour de 32 dollars par baril. L'espoir d'une stabilisation plus durable a entraîné un recul de la volatilité sur les marchés boursiers. Il faut toutefois rappeler que le marché du pétrole reste largement sur-approvisionné. Sauf décision politique de restriction de l'offre, il est peu probable que l'équilibre offre-demande soit retrouvé avant le printemps 2017.

**Les effets de l'effondrement des prix des produits de base continuent à se diffuser dans l'ensemble de l'économie mondiale.** Au quatrième trimestre 2015, le taux de croissance mondiale était tombé à son plus bas niveau des dernières années (2,3 % en rythme annualisé). Les indicateurs de conjoncture du début 2016 ne traduisent pas de rebond significatif. Aux Etats-Unis, l'effet de la désinflation s'estompe et le taux d'inflation instantané remonte vers 2 %. Le taux de croissance du quatrième trimestre 2015 a été légèrement révisé en hausse, mais les enquêtes auprès des directeurs d'achat reflètent toujours un ralentissement du rythme d'activité.

**Le cycle d'expansion de l'investissement productif semble même toucher à sa fin** alors que le taux d'utilisation des capacités est toujours au-dessous de sa moyenne passée. La Fed en a pris note lors de sa dernière réunion, laissant entendre que le moment du prochain relèvement de taux restait incertain.

Dans la zone euro, les indicateurs du climat des affaires se sont légèrement repliés dans les activités de services comme dans l'industrie. **La zone euro a retrouvé la croissance mais elle n'est pas engagée dans un processus de reprise.** Le taux de croissance a même faibli au cours de l'année 2015 (+2,2 % l'an en T1, 1,6 % en T2, 1,2 % en T3, 1,1 % en T4) et le début 2016 ne donne pas de signe de rebond.

Dans les autres régions du monde, on discerne mal ce que pourraient être de nouveaux moteurs de croissance. **L'OCDE vient de réviser en baisse ses perspectives de croissance mondiale pour 2016.** Si l'économie réelle tient assez longtemps pour que les facteurs de volatilité financière disparaissent progressivement, la perspective est une croissance modérée peu inflationniste. C'est plutôt notre hypothèse. Si en revanche les chocs de volatilité finissent par enrayer les mécanismes de croissance, un vrai risque de nouveaux ajustements économiques et financiers subsiste. En attendant, **les taux de change connaissent de fortes variations** (hausse du yen, hausse de l'euro, baisse du won coréen et de la livre sterling) qui ne sont bienvenues ni en termes de soutien de l'activité, ni en termes de ré-inflation en Europe et au Japon où celle-ci serait souhaitable.

Scénario de référence pour 2016		2015	2016
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,4	1,9
	ZONE EURO	1,5	1,5
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	0,4	1,5
	ZONE EURO	0,1	0,8
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,5	1,25
	BCE	0,05	0,05

Nous abaissons la perspective de croissance US. Nous maintenons celle de la zone euro. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation faible, les taux d'intérêt resteront bas. Le cycle de hausse aux Etats-Unis devrait être très progressif.

\*Taux d'accroissement annuel (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

## LA FRANÇAISE

Fév.	Mars	FIXED INCOME	Commentaires
		<b>Taux</b>	Suite aux turbulences des marchés financiers, les anticipations d'évolution de politiques monétaires se sont détendues dans l'ensemble des pays développés. A ce stade, cette détente nous semble prématurée au regard des données macroéconomiques.
		Pays Core	La BCE devrait selon toute vraisemblance baisser ses taux directeurs et annoncer d'autres mesures pour essayer de relancer la distribution de crédit en zone euro lors de sa réunion du 10 mars. Les taux euros devraient dès lors rester relativement immunes à une remontée des rendements outre-Atlantique.
		Pays Périphériques	Nous conservons un biais neutre sur les dettes des pays périphériques. Cependant nous modifions nos allocations en privilégiant les dettes de l'État portugais et celles de l'Italie au détriment de celle de l'Espagne et surtout de l'Irlande, en raison du référendum sur le Brexit.
		Inflation	La baisse des anticipations d'inflation offre de belles opportunités d'investissement, que ce soit en Europe, aux Etats-Unis ou même au Japon.
		Emergents	Nous continuons de renforcer nos investissements sur les obligations des pays émergents compte tenu de l'amélioration des publications économiques, du rebond du prix des matières premières et de la forte attractivité des primes de risque à 430 bp en moyenne.
		<b>Crédit</b>	Les yeux sont tournés vers la BCE, dont nous attendons l'annonce de davantage de mesures non-conventionnelle, ce qui devrait soutenir le crédit.
		Investment Grade	Les publications de résultats ont été bonnes dans l'ensemble et renforcent nos convictions de resserrements de spreads, en particulier à l'approche de la réunion de la BCE.
		Subordonnées	Les subordonnées restent attractives après le «sell-off» de janvier-février et les fondamentaux sont rassurants après les résultats annuels.
		High Yield	La perspective d'une action plus marquée de la BCE ainsi que la remontée du prix du pétrole nous rendent positifs sur la classe d'actifs. La hausse du risque spécifique tempère cependant notre optimisme.
		Convertibles	Les émetteurs de Convertibles ont publié des résultats annuels satisfaisants. La valorisation des Convertibles reste toujours attractive, et nous attendons un primaire plus actif qui devrait redynamiser la classe d'actifs.

Fév.	Mars	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	La croissance moyenne des résultats sur 10 ans glissants est à zéro. Nous pensons que le consensus a exagérément corrigé ses attentes de résultats et que les profits 2016 pourraient être revus à la hausse, particulièrement pour la zone euro.
=	-	US	Rebond du S&P sur un point bas le 11 février. Les données macro créent la confusion : emploi et consommateur solides et PIB Q4 en retrait justifient un statu quo de la Fed. Les publications 2015 confirment une baisse de l'activité et des marges opérationnelles. Nous sous-pondérons le marché américain.
=	=	Japon	Malgré une possible intervention de la BoJ en mars, difficile d'imaginer une baisse significative du JPY, même avec des taux d'intérêts négatifs. Les attentes de hausse des profits restent fortes (EPS16 +13 %) alors que le PIB se contracte au Q4 (4 fois en 7 trimestres). Un rebond technique est possible mais les fondamentaux et la confiance sont faibles.
=	+	Emergents	La phase de baisse du dollar a été un facteur positif pour les matières premières et les devises émergentes (en correction depuis 2011). Même si le rebond sur les points bas est plus un effet technique qu'un renversement de tendance, nous adoptons une vue plus constructive et continuons de favoriser le marché chinois.

Fév.	Mars	ACTIONS	Commentaires
=	=	Chine	Le mois de février a vu des signes de stabilisation après un mauvais mois de janvier. Les messages du gouvernement annonçant des mesures de relance budgétaire ont aidé en cela. Si à court terme on peut voir une amélioration, on attend encore de voir comment le gouvernement va gérer la réforme des surcapacités industrielles et l'évaluation du RMB pour le long terme.
=	+	Asie	L'Inde a subi d'importantes sorties de capitaux affectant ses marchés. Une certaine perte de confiance dans la capacité du gouvernement à passer des réformes semble en cause. Côté positif, la croissance indonésienne a augmenté de 5 % en glissement annuel au T4 contre 4,7 % au T3. Ceci est de bon augure, toutefois il faut suivre de près les comptes du commerce extérieur/exportations.

Fév.	Mars	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	En moyenne, les CTA sont en hausse de +5 % sur l'année alors que les fonds macro affichent -2 % en moyenne. Les premiers ont continué de bénéficier de la baisse des taux (Australie, Allemagne par exemple) et de leurs positions short GBP. Ils perdent sur leurs positions short actions et long EUR sur fin février. La poche Macro discrétionnaire est décevante et la plupart des gérants ont dû couper leurs positions short taux Europe et US. De manière générale le risque est réduit sur les fonds Macro dans l'attente d'une meilleure visibilité sur l'action des banques centrales en mars.
+	+	Long/Short Equity	Février fut marqué par une bonne performance des fonds L/S Actions les plus directionnels qui ont profité du rebond sur les valeurs cycliques. A l'inverse les fonds marché neutre ont souffert de leurs expositions vendeuses sur les matières premières et minières. Les principales expositions sectorielles nettes longues sont actuellement la techno, la pharmacie et l'assurance. Nous conservons un biais défensif sur les actions.
=	=	Event Driven	Premier mois positif sur la stratégie depuis longtemps. Les fonds ont bénéficié du resserrement des spreads M&A. Ils ont affiché des gains sur Yahoo et sur les deals comme TWC / Charter, Pfizer / Allergan, BG / Royal Dutch. Nous restons sous pondérés et favorisons l'arbitrage de fusions/acquisitions.
-	-	Arbitrage Credit	Le crédit continue de souffrir. Les défauts vont augmenter et nous restons à l'écart. Notre sélection se comporte bien dans cet environnement.
-	-	Distressed	Nous n'avons toujours pas d'exposition en attendant des jours meilleurs.

# BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS\* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

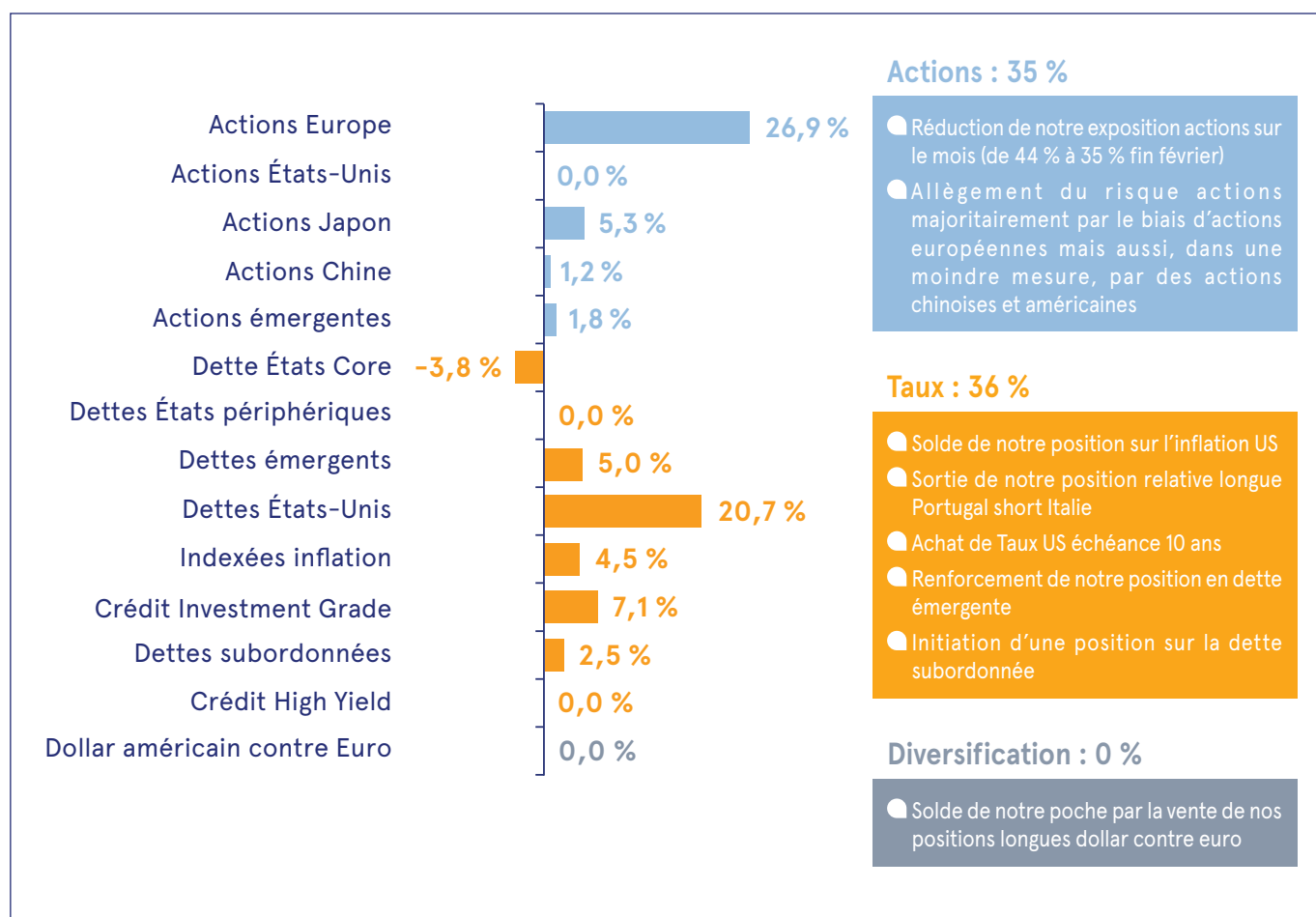
## DE L'OPTIMISME LE PLUS BÉAT AU PESSIMISME LE PLUS SOMBRE...

Nous avons abordé le mois de février avec un delta actions réduit à 44 %. La hausse globale de la volatilité observée en milieu de mois, nous a conduits à poursuivre l'allègement de certaines positions, dans un souci de respect du cadre de risque du portefeuille. Nous conservons tout de même les actions européennes comme principal pari actif dans le portefeuille. Le Japon reste aussi une de nos convictions (5 % environ du portefeuille).

La sensibilité obligataire du fonds a augmenté sur la période, passant de 0,67 à fin janvier à 2 fin février. Parmi les positions réduites, nous avons d'abord soldé nos positions présentant un potentiel de baisse

important, comme nos positions sur l'inflation US ainsi que notre spread Portugal/Italie. Ensuite, dans une optique de couverture, nous avons décidé de nous positionner sur des taux US échéance 10 ans. En fin de période, nous avons repris des positions sur la dette subordonnée et renforcé la dette émergente en raison de points d'entrée jugés attractifs, suite à la baisse des marchés d'actifs risqués.

Notre poche de diversification devises a été soldée complètement au cours du mois. La part de cash du portefeuille demeure élevée pour profiter d'opportunités susceptibles de se présenter dans un contexte que nous percevons toujours volatil.



\*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 29 février 2016		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2016	1 an	3 ans	5 ans	Création		
<b>Cross-Asset</b>									
La Française Allocation	Part R	317 m€	-5,47 %	-5,80 %	10,12 %	10,59 %	20,83 %	5,76 %	07.12.2005
	Part I		-5,38 %	-5,34 %	11,80 %	14,15 %	54,81 %	6,11 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	395 m€	-10,62 %	-15,11 %	7,14 %	5,29 %	54,03 %	11,53 %	05.04.2001
	Part I		-10,55 %	-14,72 %	8,57 %	7,81 %	11,74 %	11,53 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	32 m€	-8,79 %	-11,84 %	-	-	-0,71 %	12,83 %	11.02.2014
La Française Séréni Flex	Part R	236 m€	-2,97 %	-5,22 %	8,81 %	12,24 %	52,20 %	6,77 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	38 m€	-2,84 %	-3,88 %	0,67 %	-	2,08 %	4,06 %	20.02.2012
<b>Fixed-Income</b>									
La Française Rendement Global 2022	Part R	187 m€	-0,10 %	-2,83 %	-	-	-1,45 %	5,65 %	17.09.2014
	Part I		-0,04 %	-2,43 %	-	-	-0,83 %	5,65 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	120 m€	-1,28 %	-1,95 %	-	-	6,21 %	4,47 %	24.09.2013
	Part I		-1,21 %	-1,55 %	-	-	7,34 %	4,48 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	326 m€	-1,49 %	-1,69 %	14,68 %	19,02 %	72,88 %	4,08 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	50 m€	0,05 %	-2,40 %	6,34 %	-	8,24 %	3,14 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	62 m€	0,50 %	-3,94 %	-	-	-1,84 %	6,11 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	593 m€	-6,43 %	-11,16 %	11,41 %	10,48 %	64,21 %	9,17 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	75 m€	1,27 %	-2,96 %	-11,55 %	3,70 %	40,48 %	5,58 %	12.10.2005
	Part I		1,31 %	-2,71 %	-10,89 %	4,94 %	57,25 %	5,58 %	24.12.2004
<b>Equity</b>									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	272 m€	-10,29 %	-11,06 %	18,43 %	19,68 %	92,20 %	20,63 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	90 m€	-9,11 %	-8,13 %	25,80 %	43,05 %	62,91 %	19,05 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	571 m€	-8,98 %	-8,18 %	39,38 %	61,61 %	81,71 %	17,05 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	63 m€	-15,55 %	-19,06 %	-25,94 %	-24,57 %	-25,80 %	24,35 %	01.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	27 m€	-12,19 %	-16,78 %	-20,95 %	-	-19,03 %	18,74 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	44 m€	-9,18 %	-20,74 %	-	-	-6,54 %	23,18 %	15.12.2014
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	108 m€	-3,16 %	-9,39 %	-	-	4,69 %	9,98 %	28.02.2014
	Part I€		-3,06 %	-8,73 %	-	-	6,26 %	9,98 %	28.02.2014
<b>Money-Market</b>									
La Française Trésorerie	Part I	3 609 m€	0,01 %	0,13 %	0,92 %	3,08 %	8,58 %	0,01 %	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](http://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 : 128, boulevard Raspail 75006 Paris - France - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

#### La Française Inflection Point

Société par Actions Simplifiée au capital de 500 150 € - Adresse : 128, boulevard Raspail 75006 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 77 015 300 € -  
RCS : 480 871 490

**Directeur de la publication :** Pascale Auclair  
**Responsable de la rédaction :** Pascale Cheynet

**Chef d'édition :** Thomas Scremin

**Maquette :** Wanda Le Sauze

**Photos/illustration :** Fotolia

**Impression :** SB Grafic - 01 60 35 10 35

[www.lafrancaise-group.com](http://www.lafrancaise-group.com)



## LA FRANÇAISE

128, bd Raspail 75006 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](http://www.lafrancaise-group.com)