

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 167 - Avril 2016

Achevée de rédiger le 07 | 04 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Après deux mois de stress important, les actifs risqués confirment en mars une trajectoire plus porteuse amorcée mi-février, avec toutefois une différenciation marquée des performances selon les zones, les secteurs, les catégories de titres... Outre la correction de certains excès, les raisons de cette dynamique positive sont principalement le rebond du prix du pétrole et le support indéfectible apporté à nouveau par les banquiers centraux ! Cela pose la question de la pérennité de ce mouvement si les fondamentaux s'avéraient ne pas être au rendez-vous...

Fait notable du mois : la classe d'actifs Emergents (dette, devises et actions) surperforme nettement les marchés développés. Le rebond du prix des matières premières et une moindre nervosité des changes ont permis de violents rebonds en Chine, en Russie et au Brésil. La faiblesse du dollar allège en effet la pression sur les devises émergentes, redonnant des marges de manœuvre aux banques centrales émergentes. Le positionnement très sous-pondéré des investisseurs sur l'ensemble des actifs EM depuis des années pourrait ainsi prolonger la tendance imprimée par des flux entrants observés depuis 5 semaines. A confirmer...

Aux Etats-Unis les annonces de Janet Yellen ont conduit l'€//\$ vers 1,15 son plus haut niveau de l'année en cours. La présidente de la FED s'est montrée très attentive à l'évolution de l'économie mondiale et aux différents risques externes présents, malgré des coûts salariaux et des indices d'inflation en progression. Elle souligne avec insistance l'impact d'un dollar trop fort sur l'inflation et le secteur manufacturier. Un catalyseur majeur des mouvements du mois sur les devises reste le tempo de normalisation des taux US et les opérateurs s'accordent désormais sur un maximum de deux hausses en 2016.

Côté actions, les indices reviennent dans le vert aux Etats-Unis depuis le début de l'année, avec plus de 7 % de rebond sur le mois, tandis que l'Europe (+ 1,50 % MTD et -7 % YTD) reste nettement à la traîne. A noter, toujours beaucoup d'hétérogénéité au niveau sectoriel en Europe, les banques restant à l'écart du rebond en raison de l'aplatissement de la courbe des taux, peu propice à l'amélioration de leur rentabilité. Le style cyclique tend à surperformer. Les anticipations de croissance des entreprises ont encore été revues à la baisse et s'affichent désormais en territoire à peine positif de part et d'autre de l'Atlantique. La saison des bénéfices Q1 2016 des entreprises américaines s'ouvre...avec des marges en décélération. A suivre...

Les obligations d'Etat Core varient peu, quelques bp sur le mois, tandis que les primes de risque sur le segment du Crédit continuent de s'écraser, portées par un apaisement du risque spécifique lié au prix du baril et par l'extension du QE de la BCE aux obligations d'entreprises. Les dettes financières AT1 ou les dettes d'entreprises High Yield voient ainsi leurs spreads perdre près de 100bp en un mois tandis que le segment Investment Grade perd 30bp et s'affiche désormais à 1 % de rendement environ !

L'embellie récente tient peu, on le voit, à l'amélioration des fondamentaux. L'action des banques centrales continue à faire débat, et le risque de chocs externes sur une conjoncture mondiale terne demeure. En conséquence, nous profitons de la respiration des marchés pour réduire la part des actions dont le couple performance/risque nous apparaît peu attractif. Nous maintenons notre préférence pour l'Europe et les Emergents en actions. Nous relevons en contrepartie la part du risque obligataire, au travers d'un renforcement de l'allocation crédit et de la dette émergente.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les évolutions des dernières semaines ont confirmé le rebond du prix du pétrole et des cours des matières premières. Le sentiment d'un retour vers une situation plus normale sur les marchés des commodités a permis un reflux de la volatilité et un rebond des cours boursiers sur l'ensemble des places et un certain retour au calme sur le marché des changes. La question redevient donc cruciale de l'orientation des perspectives macroéconomiques.

Pour l'instant, après le tassement intervenu à l'automne dernier, les indicateurs de conjoncture ne traduisent pas d'augmentation du rythme de l'activité mondiale. Aux Etats-Unis, les commandes nouvelles restent mal orientées. Les moteurs comme les ventes au détail ou le secteur du logement, qui avaient joué positivement, plafonnent depuis quelques mois. Les profits (en termes de comptabilité nationale) sont stationnaires. Ils ont même reculé récemment en raison de la baisse des prix à la production. Enfin, le rythme de l'investissement productif continue de se tasser et approche de la stagnation. La situation américaine suggère plutôt la fin d'un cycle d'expansion sans vigueur plutôt qu'une reprise en marche.

Les indicateurs de la zone euro sont plus ambigus. L'indice de la production industrielle de janvier a nettement augmenté ainsi que le volume des ventes au détail. Mais les indices du climat des affaires restent stationnaires. Un point haut semble même passé pour le commerce de détail et la confiance des consommateurs. **La zone euro est en croissance modeste et sans grand dynamisme.** Les effets favorables de la baisse du pétrole n'ont pas entraîné pour l'instant de reprise de l'investissement productif, condition nécessaire pour une accélération de la reprise.

Le ralentissement économique qui a touché les pays émergents s'est poursuivi au début 2016 malgré une modération de la récession au Brésil et en Russie.

Plusieurs risques significatifs demeurent. L'affaiblissement des gains de productivité dans l'ensemble des pays développés, dont l'explication n'est pas claire, annonce une **croissance potentielle plus faible dans les prochaines années.** A plus court terme, l'effondrement brutal du prix du pétrole a des effets déstabilisateurs sur les producteurs, les entreprises concernées et certains Etats. On rappelle aussi que sur le marché du pétrole, l'offre reste supérieure à la demande. Par ailleurs, la course à la baisse des taux d'intérêt et aux rachats de titres publics (et privés) par les banques centrales européennes et japonaise semble vouée à se poursuivre avec des résultats très incertains sur l'économie réelle. Enfin, **la forte augmentation, non soutenable, de l'endettement des entreprises en Chine laisse planer le risque d'un ajustement en baisse de l'investissement.**

Après quelques révisions en baisse, la moyenne des prévisions des instituts économiques est une croissance mondiale à peu près stable au voisinage de 3 % au cours des prochaines années, un retour de l'inflation à la moyenne basse antérieure et une remontée très lente des taux d'intérêt. Ce scénario idéal suppose que tous les déséquilibres actuels se résorbent d'eux-mêmes et sans difficultés, et que la remontée récente des taux de défaut ne se poursuive pas. Aussi convient-il de suivre avec attention les signaux qui pourraient annoncer un scénario moins favorable.

Scénario de référence		2015	2016	2017
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,4	1,9	1,6
	ZONE EURO	1,5	1,5	1,4
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	0,4	1,5	2,0
	ZONE EURO	0,0	0,7	1,0
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,5	1,0	2,0
	BCE	0,05	0,0	0,05

Nous maintenons nos estimations de croissance pour les Etats-Unis et 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 et les taux d'intervention de la BCE n'augmenteraient pas avant 2017.

*Taux d'accroissement annuel moyen

** 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



Mars **Avril**

FIXED INCOME

Commentaires

		Taux	Les politiques monétaires devraient rester très accommodantes dans tous les pays développés pour une longue période. Pour autant, il ne faut plus compter sur des gestes d'assouplissement supplémentaires pour soutenir les marchés de taux.
		Pays Core	La courbe des taux européenne est trop plate et les forwards trop bas. Seule une hausse de l'aversion au risque pourrait permettre une appréciation provisoire des taux.
		Pays Périphériques	Malgré l'offre très négative au mois d'avril, les préoccupations politiques et désormais budgétaires en Espagne, couplées au référendum sur le Brexit, nous poussent à rester neutres même si nous restons constructifs sur le Portugal.
		Inflation	Partout, les banques centrales resteront accommodantes après que l'inflation ait dépassé leur objectif. Il s'agit d'un facteur de soutien pour les obligations indexées, d'autant plus que les anticipations d'inflation sont très conservatrices.
		Emergents	Les primes de risque des obligations émergentes demeurent attractives à 400 bp. Les fondamentaux économiques se stabilisent, les prix des matières premières et la faiblesse du dollar US sont des points positifs sur cette classe d'actifs.
		Crédit	Les différentes mesures annoncées le 10 mars par la BCE (CSPP, TLTRO II, baisse des taux) sont positives pour le crédit et leur concrétisation au cours des mois à venir devrait continuer de jouer favorablement sur les spreads. Aux US, le resserrement des spreads devrait aussi intervenir suite au discours plus «dovish» de Mme Yellen et à la stabilisation des prix du pétrole.
		Investment Grade	Les spreads des obligations IG vont bénéficier du programme d'achats d'obligations corporates non-financières de la banque centrale, dans un contexte de dynamique des flux favorable par ailleurs.
		Subordonnées	Les dettes subordonnées sont attractives dans ce contexte de marché et nous anticipons des hausses de prix, par homothétie avec leurs dettes senior respectives.
		High Yield	La stabilisation du pétrole et l'action favorable des banques centrales, ajoutées à des résultats de bonne facture et des inflows importants vont soutenir les valorisations de part et d'autre de l'Atlantique.
		Convertibles	Les fondamentaux des émetteurs devraient rester soutenus par la reprise économique en Europe et la politique accommodante de la BCE. La classe d'actifs reste sur des niveaux de valorisation attrayants.

Mars	Avril	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	La croissance moyenne des résultats sur 10 ans glissants est à zéro. Nous estimons que le consensus a exagérément corrigé ses attentes de résultats et qu'il existe une option pour revoir les profits 2016 à la hausse. La BCE constitue un soutien actif au marché européen et les statistiques récentes montrent un meilleur niveau d'activité. Positionnement technique neutre des investisseurs.
-	-	US	Dernier ISM manufacturier à 51,8 au-dessus des attentes (commandes > 58 ; prix payé à 51,5 pour la 1 ^{re} fois > au 50 depuis oct.14). S&P500 à nouveau proche de ses plus hauts, restons prudents avec la détérioration confirmée des marges (ROE au plus bas 2010). Résultats Q1 3 ^e semaine d'avril. PE 12M à 17x.
=	=	Japon	En parallèle à l'inaction de la BoJ et à la hausse du JPY, les investisseurs ont sous-pondéré le marché japonais et restent positionnés long JPY. La hausse du JPY pèse sur les attentes de résultats 2016 (de +12 % à +10 %). Les politiques de réforme donnent un potentiel de long terme au marché.
+	+	Emergents	La phase de baisse du dollar accompagnée d'une réaction technique à la hausse des matières premières et des devises émergentes (en correction depuis 2011) constituent des soutiens à la hausse des marchés émergents qui peut perdurer notamment en raison de l'attrait des valorisations qui restent sur de bas niveaux (historiquement et relativement aux marchés développés).

Mars	Avril	ACTIONS	Commentaires
=	+	Chine	Les marchés chinois ont rebondi en mars poussés par la baisse du dollar, le rebond des matières premières et les annonces des banques centrales occidentales. Le Congrès National Populaire chinois a annoncé le treizième plan quinquennal et des mesures de relance qui devraient avoir des effets positifs à court terme mais ne met pas en place les réformes nécessaires pour la Chine à long terme.
+	+	Asie	Les marchés asiatiques ont continué leur rebond entamé fin février et affichent des performances très fortes en mars. En Thaïlande, nous ne serions pas surpris de voir un rebond économique déclenché par des investissements et davantage de consommation au moment où le pays est sur le point d'adopter une nouvelle constitution et d'organiser sa transition vers un régime démocratique.

Mars	Avril	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Sur mars, les CTA ont corrigé après deux mois exceptionnels. Heureusement le ton « Dovish » des banques centrales a permis de limiter les pertes sur le mois. Les fonds Macro discrétionnaires ont remis timidement du risque en portefeuille, long devises EM vs USD, short GBP/USD (peu profitable sur mars), short EUR/USD (toujours un peu), long actions européennes. Ils ont faiblement pris le rebond et clôturent un trimestre difficile sur la stratégie Macro.
+	+	Long/Short Equity	Sur mars les performances sont très variables, de -4,5 % à +4,5 %. Le marché a rebondi en Europe porté par les actions « value » et mid cap alors que les valeurs défensives et low Beta ont largement sous performé. Les fonds les plus directionnels value ont rebondi mais les marchés neutres actions affichent un très mauvais trimestre. Nous restons confiants dans la capacité de nos gérants à générer de l'alpha dans cet environnement et nous conservons une exposition directionnelle actions faible.
=	=	Event Driven	Le rebond se poursuit. Les fonds continuent de bénéficier du resserrement des spreads M&A. Ils ont affiché des gains sur Yahoo, Office Depot, Premier Foods. Ce dernier a bondi de 80 % sur des rumeurs de rapprochements. Nous restons sous pondérés et favorisons l'arbitrage de fusions / acquisitions.
-	-	Arbitrage Credit	Le crédit a rebondi mais nous restons toujours peu exposés et encore moins directionnels. Notre sélection se comporte bien dans l'ensemble.
-	-	Distressed	Nous n'avons toujours pas d'exposition.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

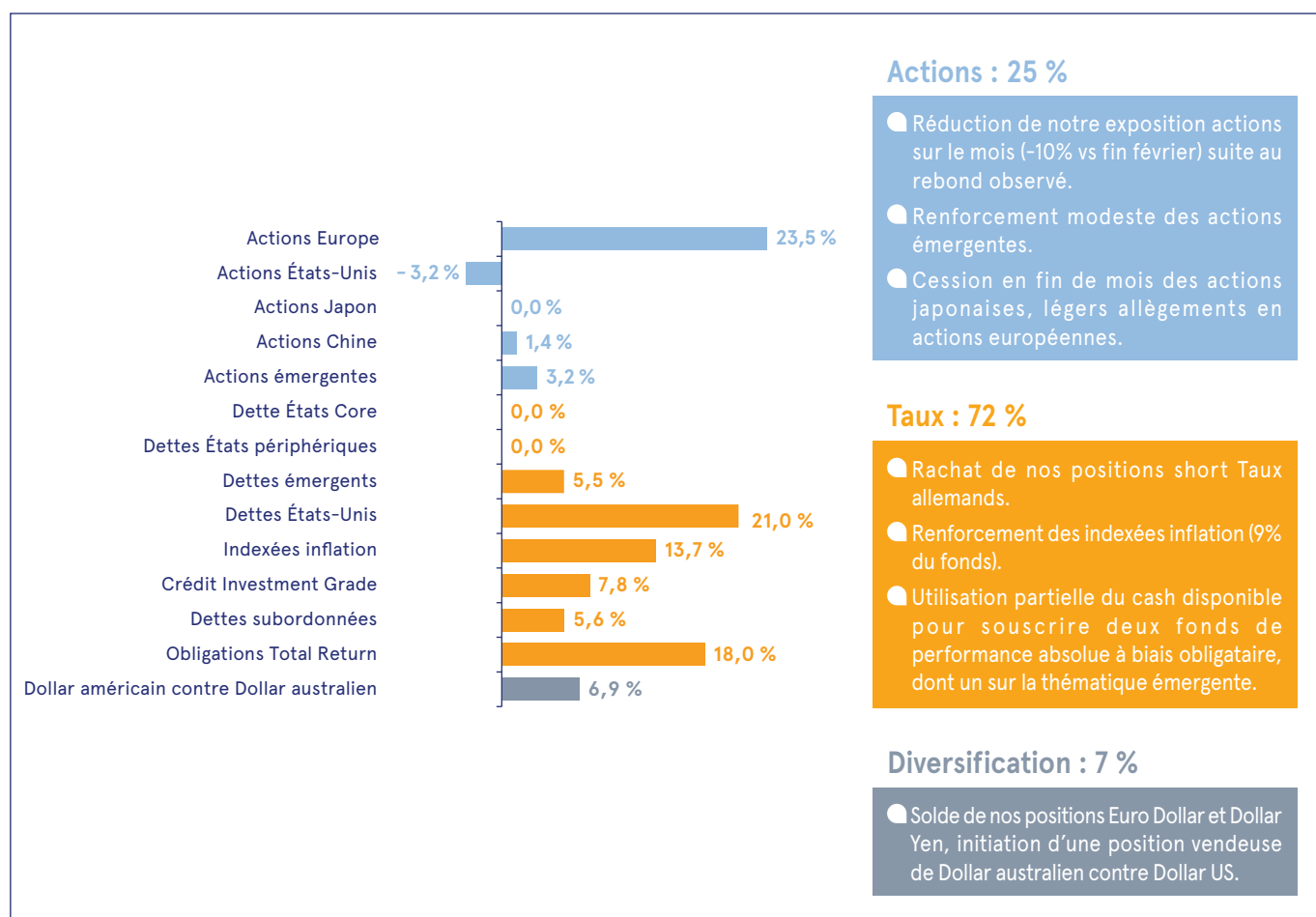
FAUSSE ACCALMIE OU REBOND DURABLE ?

Nous profitons du rebond observé, en cours de période, pour réduire assez nettement notre delta actions, le couple performance/risque de la classe d'actifs s'étant détérioré à nos yeux. Nous profitons notamment de la baisse du yen en fin de mois pour couper l'intégralité de nos positions en actions japonaises. Nous conservons un prisme actions européennes, les marchés émergents (5 % environ du portefeuille) devenant notre principal pari actif.

Nous avons remonté d'un point notre sensibilité obligataire à 3,1 fin mars, en privilégiant une distribution du risque tout d'abord sur le crédit global (subordonnées

financières et Haut Rendement), puis sur la dette émergente, assortie de quelques positions sur les taux Core, pour équilibrer le portefeuille.

Notre poche de diversification devises a été largement amendée par une cession de nos positions Risk On (short Euro et short Yen contre Euro) au profit d'une position plus Risk Off (short Dollar australien contre Dollar US), plus diversifiante et non corrélée au reste du portefeuille. 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 31 mars 2016		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2016	1 an	3 ans	5 ans	Création		
Cross-Asset									
La Française Allocation	Part R	318 m€	-4,18 %	-5,44 %	12,04 %	13,00 %	22,48 %	6,03 %	07.12.2005
	Part I		-4,03 %	-4,96 %	13,78 %	16,66 %	57,01 %	6,37 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	371 m€	-9,35 %	-14,80 %	8,47 %	8,36 %	56,21 %	11,61 %	05.04.2001
	Part I		-9,25 %	-14,41 %	9,92 %	10,79 %	13,37 %	11,62 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	33 m€	-6,77 %	-10,82 %	-	-	1,49 %	13,10 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	243 m€	-2,06 %	-5,26 %	9,31 %	14,10 %	53,62 %	6,79 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	18 m€	-2,59 %	-4,28 %	-	-	2,34 %	3,99 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	208 m€	3,35 %	0,35 %	-	-	1,95 %	6,13 %	17.09.2014
	Part I		3,45 %	0,76 %	-	-	2,63 %	6,14 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	123 m€	2,69 %	1,98 %	-	-	10,48 %	4,97 %	24.09.2013
	Part I		2,79 %	2,38 %	-	-	11,69 %	4,97 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	412 m€	1,29 %	0,67 %	17,89 %	22,08 %	77,76 %	4,57 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	49 m€	2,80 %	-0,05 %	8,94 %	-	11,22 %	3,36 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	67 m€	3,28 %	-0,77 %	-	-	0,88 %	6,58 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	619 m€	-2,28 %	-7,46 %	16,12 %	12,87 %	71,48 %	10,54 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	89 m€	4,46 %	0,16 %	-8,91 %	6,43 %	44,91 %	5,75 %	12.10.2005
	Part I		4,53 %	0,41 %	-8,22 %	7,71 %	62,24 %	5,75 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	280 m€	-7,44 %	-11,38 %	23,76 %	23,28 %	98,31 %	20,88 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	91 m€	-8,87 %	-11,20 %	27,35 %	45,24 %	63,34 %	19,03 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	576 m€	-3,15 %	-2,43 %	43,69 %	71,03 %	93,35 %	16,77 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	66 m€	-8,56 %	-13,16 %	-20,06 %	-21,01 %	-19,65 %	24,70 %	01.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	29 m€	-4,99 %	-11,23 %	-14,18 %	-	-12,39 %	19,10 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	44 m€	-7,41 %	-	-	-	-7,41 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	109 m€	-0,80 %	-7,43 %	-	-	7,24 %	10,26 %	28.02.2014
	Part I€		-0,63 %	-6,75 %	-	-	8,92 %	10,26 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	4 333 m€	0,02 %	0,11 %	0,89 %	3,01 %	8,59 %	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 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).

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 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 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



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