

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 168 - Mai 2016

Achevée de rédiger le 10 | 05 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Après le grand "V" tracé par les bourses au 1^{er} trimestre, avril apparaît plus hésitant, bien que positif au final, avec les Etats-Unis presque égaux même si le Nasdaq achoppe sur les résultats de grands noms du secteur technologique américain, l'Europe qui réduit modestement son retard, le Japon qui pâtit du statu quo de sa banque centrale et les bourses émergentes qui poursuivent leur convalescence.

Dans cette ambiance toujours porteuse pour les actifs risqués, même si la dynamique s'émousse en fin de mois, les marchés de taux d'Etat reculent, notamment en zone Euro (-1,11 % pour un indice Euro Gov 7-10), et le T-Bond américain se maintient à l'équilibre, en deçà de 2 %, alors que l'emploi reste solide, que de premières tensions apparaissent sur les salaires, que la croissance du 1^{er} trimestre déçoit... et que la Fed risque la schizophrénie !

Le marché du Crédit affiche une très belle performance mensuelle, notamment sur le segment HY (+2,10 % pour un indice Euro HY et +1,66 % pour les subordonnées financières Tier 1). La BCE a, sur ce point, précisé les modalités de son programme d'achat d'obligations Corporate non financières à compter du mois de juin, ouvrant le champ des possibles à une large palette de ratings et de durations.

Le momentum reste favorable également sur la classe d'actifs taux émergents. La temporisation de la Fed sur la normalisation monétaire, le rebond des prix des matières premières et la tenue des monnaies locales sont autant de facteurs de soutien. La forte demande observée sur un placement obligataire argentin de 16,5 Mds USD illustre ce regain d'intérêt. **C'est donc bien l'engouement pour les primes de risques obligataires et pour les actifs à revenus qui s'affirme en ce mois d'avril et cela devrait rester une thématique forte en 2016.**

Côté fondamentaux, l'image est mitigée : certes le baril de pétrole reste campé sur ses plus hauts depuis 6 mois, aux alentours de 45 \$ le baril, mais le FMI ajuste de nouveau ses perspectives de croissance mondiale en légère baisse. L'institution pointe du doigt "l'escalade des menaces" venant de Chine et des grands pays émergents, mais également d'Europe avec le Brexit. Les indicateurs américains du mois sont plutôt décevants, mais en Europe le 1^{er} trimestre est de bonne facture. En Chine, l'accalmie sur le front de la devise et l'arrêt de l'hémorragie sur des réserves de change contribuent à la détente du stress, les derniers chiffres économiques rassurent également les investisseurs... Mais si le soutien de la croissance par l'expansion du crédit et les investissements semble donner des résultats, les déséquilibres financiers qui en découlent restent préoccupants.

Enfin, **sous l'angle micro-économique**, alors que les deux tiers des grandes entreprises américaines et européennes ont publié leurs résultats Q1 2016, le taux de bonnes surprises ne tient qu'à l'amplitude des révisions à la baisse du consensus, et **le trimestre va au final se solder par un net repli des chiffres d'affaires et des résultats de part et d'autre de l'atlantique.** Les effets devises sont sensibles et une poursuite de la consolidation du dollar impacterait certainement davantage les résultats européens et japonais.

Rien d'enthousiasmant donc, ou qui puisse nous motiver à pousser très fort les curseurs de risque actions. Le réalisme des bourses face à cette dynamique bien terne des profits est toutefois plutôt un facteur rassurant. Nous maintenons en conséquence un niveau conservateur du risque de nos portefeuilles mesuré par leur volatilité globale, tout en poursuivant le rééquilibrage des budgets de risque entre poches obligataires et poches actions.

On en coasse



SCÉNARIO ECONOMIQUE

Le tassement de la croissance mondiale observé à l'automne dernier ne s'est pas accentué au premier trimestre 2016, mais nous n'apercevons pas pour l'instant de signes d'accélération. La première estimation du taux de croissance des Etats-Unis, soit un taux de 0,5 % en rythme annualisé, confirme ce qu'annonçait la médiocrité des indices de conjoncture du début de l'année. La consommation des ménages a été le seul moteur de la demande finale, moteur qui s'affaiblit progressivement depuis quelques trimestres. Le pouvoir d'achat du salaire enregistre les effets des mouvements heurtés de l'inflation. Le taux d'inflation mesuré sur trois mois s'était nettement redressé à la mi-2015. Il est retombé au voisinage de zéro après la rechute du prix du pétrole au second semestre 2015. Le glissement annuel de la hausse des prix à la consommation, qui était proche de zéro, est remonté à 0,9 %. Il rejoindra prochainement l'inflation sous-jacente, un peu au-dessus de 2 % l'an, ce qui pèsera sur le pouvoir d'achat. Les autres postes de la demande sont en recul. La baisse des exportations s'explique par l'appréciation du dollar. En termes de taux de change effectif (calculé en pondérant le change du dollar dans les différentes devises par la part des pays dans les exportations américaines) le dollar s'est apprécié de plus de 20 % en dix-huit mois. Un point d'attention crucial est le recul de l'investissement productif. **Il semble bien que le cycle de l'investissement productif touche à sa fin aux Etats-Unis.**

La Chine est parvenue à limiter le ralentissement d'activité, qui inquiétait fortement les marchés à l'été dernier, par une politique de soutien budgétaire, de baisse des taux de la Banque centrale (près de

200 points de base en dix-huit mois), et de relance du crédit. Le yuan tend à se déprécier malgré un excédent commercial de 600 milliards de dollars en rythme annuel. Les sorties de capitaux compensent largement l'excédent commercial de sorte que les réserves de devises ont reculé de 800 milliards de dollars depuis leur point haut de la mi-2014.

La zone euro enregistre au premier trimestre une croissance proche de 2 % en rythme annualisé. Elle bénéficie avec retard, mais à plein actuellement, de l'impact de la baisse du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat intérieur. La consommation a rebondi nettement et elle a entraîné la conjoncture dans une zone de croissance modérée. La construction affiche de grandes différences entre pays. Au total, pour l'ensemble de la zone euro, elle a retrouvé une tendance légèrement positive. En Allemagne, le nombre de permis de construire est remonté de 150 000 à 350 000 par an. Il retrouve ainsi son niveau de l'année 2000. En Espagne, le nombre de permis augmente légèrement depuis peu à partir d'un très bas niveau. On rappelle que ce nombre a connu une chute vertigineuse, de 500 000 en 2008 jusqu'à 50 000 en 2013. La forte désinflation (-0,2 % sur un an en avril) a largement contribué à soutenir la consommation, sauf nouvelle rechute du pétrole le mouvement est proche de s'inverser. L'inflation remontera un peu mais elle restera faible. L'inflation sous-jacente est voisine de 1 % et le déflateur du PIB de 0,6 %. **Malgré l'embellie récente, les enquêtes de conjoncture dans la zone euro ne suggèrent pas d'accélération de l'activité prochaine et tendent même à retomber quelque peu.**

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.

Scénario de référence		2016	2017
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	1,9	1,6
	ZONE EURO	1,5	1,4
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,5	2,0
	ZONE EURO	0,6	0,9
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,75	1,50
	BCE	0,0	0,05

*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



Avril	Mai	FIXED INCOME	Commentaires
-	-	Taux	Le consensus macroéconomique nous semble aujourd'hui trop pessimiste. Une révision à la hausse de ce dernier pourrait peser sur les marchés de taux, d'autant plus que les valorisations sont relativement tendues.
-	-	Pays Core	Le mouvement de hausse des taux que nous anticipions s'est amorcé au cours du mois. A ce stade, nous conservons un biais défensif dans nos gestions sans pour autant envisager une forte hausse des rendements.
=	=	Pays Périphériques	Les problèmes bancaires italiens, portugais, les nouvelles élections en Espagne, les négociations difficiles avec la Grèce ainsi que la perspective du referendum UK nous poussent à rester prudents à court terme.
+	+	Inflation	La remontée des prix du pétrole devrait soutenir les points morts d'inflation, d'autant plus que ceux-ci offrent des niveaux de valorisation attractifs.
+	+	Emergents	Les primes de risque des obligations émergentes restent très attractives à 395 bp. Le rebond des produits de base et des devises EM sont des facteurs positifs pour la valorisation des obligations émergentes.
+	+	Crédit	La tendance sur le crédit reste positive après la divulgation en avril des détails du programme d'achats d'obligations de la BCE en amont du début des achats en juin, et ce même au-delà des obligations éligibles au CSPP.
+	+	Investment Grade	L'effet BCE restera le principal driver de resserrement des spreads Investment Grade, et ce malgré un marché primaire très dynamique depuis mars. Les publications de résultats du 1 ^{er} trimestre 2016 sont rassurantes sur la solvabilité des entreprises.
+	+	Subordonnées	Les valorisations des dettes subordonnées sont très attractives, en particulier dans un environnement où les rendements élevés sont appelés à être de plus en plus rares et recherchés.
+	+	High Yield	La hausse du cours des matières premières, le retour d'importants flux, l'action accommodante des banques centrales et des résultats dans l'ensemble de correcte facture soutiennent les valorisations.
+	+	Convertibles	Les publications des sociétés européennes devraient continuer de surprendre favorablement, mais en relatif à un consensus qui s'est fortement dégradé. Nous maintenons notre avis positif eu égard au caractère hybride des convertibles.

Avril	Mai	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Les résultats du 1 ^{er} trimestre 2016 sont disponibles pour 85 % de la capitalisation du STOXX600. Surprises plus négatives pour les chiffres d'affaires que pour les résultats. Les titres les plus sensibles à la zone Euro ont mieux publié que la moyenne. Un comportement logique avec une amélioration des statistiques économiques de la zone. Surprises positives pour les pétrolières et les assureurs.
-	-	US	Les résultats du 1 ^{er} trimestre 2016 sont disponibles pour 90 % de la capitalisation du S&P 500. Modestement supérieurs aux attentes, ils sont à -6 % par rapport au 1 ^{er} trimestre 2015 (-3 % hors énergie) et négatifs pour 7 secteurs sur 10 (consommation discrétionnaire, santé et télécom sont en hausse). 6 ^e trimestre consécutif de baisse des bénéfices par action mais commentaires plus positifs des sociétés.
=	=	Japon	Le marché japonais reste lié à sa devise qui continue de progresser après un plus haut depuis 18 mois à 105.80Y/\$ cette semaine. Le ministre des Finances se dit "très préoccupé par cette situation".
+	+	Emergents	Situation très contrastée des émergents avec des incertitudes politiques au Latam, un tassement du rebond des matières premières, et en Chine, les indices PMI manufacturier et des services en recul en avril. L'activité chinoise rassure plutôt mais les marchés s'inquiètent de la rapide expansion du crédit accentuant la fragilité des banques.

Avril	Mai	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	La pression sur l'USD allié à l'impact spectaculaire des mesures de relance prises par le gouvernement au cours des derniers mois ont eu un impact favorable sur les marchés chinois. Si la stimulation peut avoir des effets néfastes à long terme sur l'économie, la faiblesse du dollar qui permet une dévaluation du Yuan et le strict contrôle des changes les atténuera.
+	=	Asie	La politique a dominé l'actualité en avril dans la région: du changement de majorité parlementaire en Corée, au prolongement du scandale 1MDB en Malaisie, à la proposition par l'armée thaïlandaise d'une nouvelle constitution ou aux très proches élections philippines dont l'issue pourrait être négative. Cette actualité a quelque peu contrebalancé le retour de la liquidité sur les marchés émergents.

Avril	Mai	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Sur Avril, les CTA ont rendu une partie de leurs gains. Ils ont souffert des positions longues sur les taux (Europe et USA), courte énergie et long USD. Les fonds discrétionnaires ont continué à maintenir un profil de risque limité. L'exposition principale est toujours long USD, short EUR, GBP et YEN. La position longue sur les marchés actions a été légèrement profitable. Le calendrier est chargé et il faut s'attendre à plus de volatilité avec les prochains meetings de la Fed, de la BoJ et le vote sur le "Brexit".
+	+	Long/Short Equity	Sur Avril les performances ont été décevantes, en particulier pour les fonds Equity Market Neutral qui ont à nouveau souffert de la rotation sectorielle débute en 2016. Les fonds actions directionnels ont terminé le mois en territoire positif mais Q1 2016 est médiocre. Heureusement notre allocation EM (Asie, Latam) a sauvé l'honneur.
=	=	Event Driven	La stratégie affiche un mois positif sauf sur quelques fonds Merger Arbitrage qui ont pris des pertes sur Allergan / Pfizer, Alere / Abbott ou Office Depot / Staples. Ces "Deal Break" se suivent et se ressemblent. Un peu inquiétant pour les spécialistes du secteur.
-	-	Arbitrage Credit	Le crédit se porte bien, soutenu par la remontée des prix des matières premières, le support de la BCE et un rendement négatif sur la plupart des obligations souveraines ! La chasse au carry est ouverte mais nous restons peu exposés.
-	-	Distressed	Nous n'avons toujours pas d'exposition.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

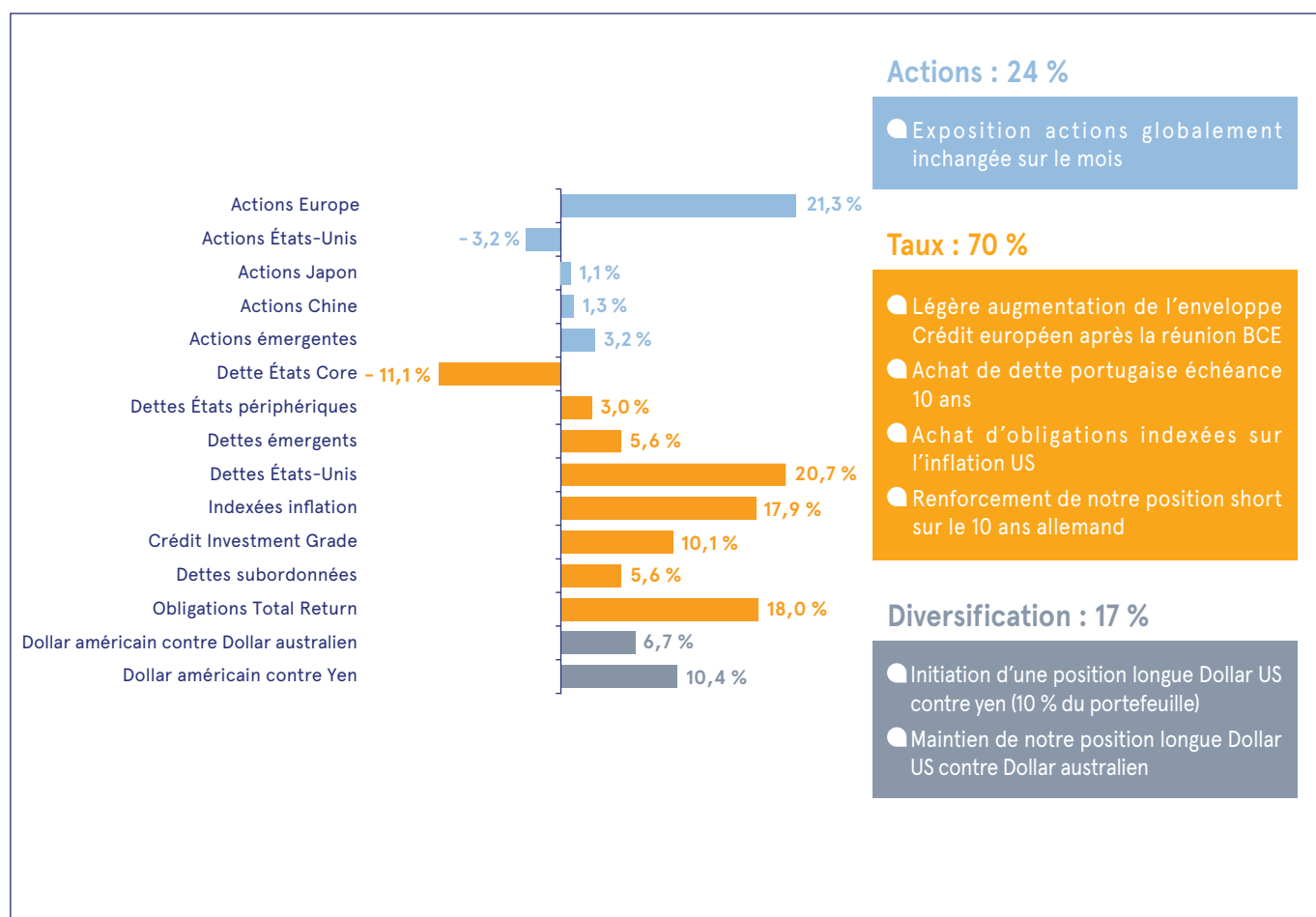
CALME APRÈS LA TEMPÊTE :

Si nous avons profité de points d'entrée au début du mois d'avril pour remonter tactiquement notre exposition actions vers 30 %, nous terminons le mois sans changement sur notre allocation actions. Pas de modification substantielle de nos paris géographiques.

La partie obligataire du portefeuille a été légèrement accrue, notamment via un renforcement de l'enveloppe Crédit, après la réunion BCE précisant les modalités du programme d'achats de dettes Corporate non financières. Nous avons également introduit des positions sur la dette d'Etat portugaise avant la revue de la notation par l'agence DBRS ainsi

que sur les obligations indexées sur inflation US. Ces dernières sont motivées par des anticipations d'inflation jugées trop conservatrices. Nous avons initié une position tactique à la vente de taux Core européen, les niveaux nous semblant sensibles à une remontée, même modeste, des points morts d'inflation.

La BCE peinant à peser sur l'Euro, malgré son impressionnant train de mesures, nous avons soldé nos positions en fin de mois. Nous conservons des positions longues dollar contre Yen et Dollar australien, les unes tactiques, les autres présentant un caractère diversifiant au sein du portefeuille.



*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	320 m€	-3,91 %	-2,95 %	11,04 %	13,13 %	22,82 %	5,80 %	07.12.2005
	Part I		-3,72 %	-2,45 %	12,77 %	16,80 %	57,52 %	6,15 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	374 m€	-8,49 %	-12,33 %	6,84 %	8,67 %	57,70 %	11,48 %	05.04.2001
	Part I		-8,36 %	-11,95 %	8,25 %	11,11 %	14,48 %	11,48 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	33 m€	-5,96 %	-9,40 %	-	-	2,37 %	13,20 %	11.02.2014
La Française Séréni Flex	Part R	247 m€	-2,15 %	-4,47 %	7,82 %	13,32 %	53,48 %	6,51 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	17 m€	-2,97 %	-4,14 %	-	-	1,94 %	3,91 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	229 m€	5,69 %	1,17 %	-	-	4,26 %	6,16 %	17.09.2014
	Part I		5,82 %	1,58 %	-	-	4,98 %	6,17 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	125 m€	4,72 %	2,45 %	-	-	12,67 %	5,02 %	24.09.2013
	Part I		4,86 %	2,86 %	-	-	13,94 %	5,03 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	419 m€	1,83 %	1,65 %	17,84 %	22,48 %	78,71 %	4,54 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	50 m€	3,87 %	1,39 %	8,40 %	-	12,38 %	3,33 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	70 m€	5,42 %	0,47 %	-	-	2,98 %	6,62 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	633 m€	-0,78 %	-6,05 %	14,04 %	12,85 %	74,13 %	10,83 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	92 m€	5,80 %	0,82 %	-8,28 %	7,82 %	46,76 %	5,76 %	12.10.2005
	Part I		5,89 %	1,08 %	-7,59 %	9,12 %	64,34 %	5,76 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	286 m€	-5,54 %	-9,15 %	24,85 %	22,76 %	102,38 %	20,79 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	92 m€	-8,38 %	-12,37 %	26,06 %	37,29 %	64,21 %	18,95 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	566 m€	-4,29 %	-2,87 %	41,58 %	62,32 %	91,07 %	16,85 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	64 m€	-9,93 %	-27,07 %	-23,63 %	-26,29 %	-20,85 %	21,26 %	01.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	29 m€	-5,25 %	-17,61 %	-15,90 %	-	-12,63 %	17,97 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	45 m€	-4,55 %	-	-	-	-4,55 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	110 m€	0,26 %	-5,89 %	-	-	8,39 %	10,16 %	28.02.2014
	Part I€		0,50 %	-5,19 %	-	-	10,16 %	10,16 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	4 597 m€	0,02 %	0,09 %	0,85 %	2,91 %	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 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 : Sylvia Chadi

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