

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 169 - Juin 2016

Achevée de rédiger le 08 | 06 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Contre toute attente, après un début de mois clairement orienté à la baisse, les actifs risqués, en particulier européens, ont nettement rebondi au cours des derniers jours, dans de faibles volumes, sous l'impulsion conjuguée d'un faisceau de facteurs apaisants : négociations constructives en Grèce, sondages semblant indiquer un moindre risque de « Brexit », poursuite du rebond du pétrole, et baisse de l'euro versus dollar.

Les indices actions Monde en devises locales (+0,60 % YTD) retrouvent ainsi leur niveau de début d'année, les US (+4 % YTD) restent en tête des grandes zones malgré leur moindre progression du mois, l'Europe (-2,25 % YTD) reste en territoire négatif en dépit d'un beau rattrapage en mai, et le grand perdant reste le Japon (-9 % YTD) pénalisé par sa devise. Les disparités sectorielles restent fortes : Energie, Matières premières, Utilities en vedettes, Santé et IT à la traîne.

Du côté des taux gouvernementaux européens, les niveaux très bas atteints en cours de mois suscitent un regain de nervosité. Les taux allemands à 10 ans sont désormais à peine positifs (+0,15 %), l'indice Euro Gov. 7-10 progresse de +1,14 % en mai tandis que le marché du Crédit s'assagit après la très forte performance d'avril (+0,62 % pour un indice Euro HY et +1,48 % pour les subordonnées financières AT1). **La quête de rendement reste frénétique en Europe, en particulier sur le haut rendement de courte durée.**

Aux Etats-Unis, la communication récente de plusieurs membres du FOMC et la publication des minutes d'avril montrent que la majorité des membres juge désormais « appropriée » une hausse des taux directeurs en juin ou juillet, si les indicateurs confirment un rebond de la croissance américaine. La désapprobation de certains banquiers centraux face au calibrage

des anticipations monétaires a provoqué un relèvement de ces anticipations sur le marché des futures sur Fed Funds, et une contagion aux taux obligataires à 2 ans (+15bp) revenus à près de 1 %. Le taux à 10 ans (+1,87 %) se tend plus modestement de 4 bp sur le mois.

Il est intéressant de noter qu'en dépit du spectaculaire rebond du cours du pétrole qui frôle 50\$ le baril, le niveau des taux d'Etat US reste globalement très bas. C'est la plus faible réaction des taux obligataires face à un rallye du baril en 5 ans. Entre autres explications possibles, **la rareté de plus en plus prononcée des actifs obligataires « sans risque » du fait des programmes de QE des banques centrales (BCE et BOJ notamment),** qui force les investisseurs à se tourner vers les taux américains.

Fort logiquement, sur le front des devises, **le Dollar US se renforce assez nettement contre un panier de devises, les investisseurs semblant adhérer à une hausse prochaine des taux directeurs US.**

Les taux émergents en devises locales reculent fortement sur le mois, impactés par le reflux des devises émergentes, après leur forte appréciation de début d'année versus Dollar US. Le discours plus restrictif de la Fed a naturellement encouragé les prises de bénéfices après le très beau parcours récent.

Nous avons profité de la baisse début mai pour remonter tactiquement le niveau global de risque des portefeuilles diversifiés, avant de prendre nos bénéfices en fin de mois, au regard du rebond observé et des échéances politiques de fin juin en Europe. Nous conservons, de facto, un positionnement conservateur au moins jusqu'au referendum au Royaume-Uni, dont le caractère binaire et peu prévisible justifie, selon nous, une position d'attente prudente.

On en coasse



SCÉNARIO ECONOMIQUE

Le rebond du prix du pétrole de près de 50 % en quatre mois a effacé la baisse du début de l'année. **Le cours du Brent est revenu à son niveau de l'automne dernier, autour de 50 dollars le baril. Ce niveau était, il faut le rappeler, un point bas**, proche de celui du début 2009 au creux de la récession. Il y a donc encore des marges de hausse à moyen terme. Cependant, malgré les incendies au Canada, le marché est toujours sur-approvisionné. La logique de court terme est donc pour l'instant plutôt une stabilisation du prix, avec peut-être même quelques risques de correction. Les marchés d'actions ont interprété la remontée du prix du pétrole comme une bonne nouvelle. Celle-ci limite en effet le risque de déstabilisation des entreprises et des pays producteurs. Les investisseurs restent dans l'expectative à l'approche du referendum au Royaume-Uni, mais ils intègrent tout de même, outre le rebond du pétrole, quelques informations économiques plus positives. **Après deux trimestres de croissance mondiale proche de 2,5 % l'an, sensiblement au-dessous de la tendance passée, nous anticipons une remontée au-dessus de 3 % l'an au cours des prochains trimestres.**

Aux Etats-Unis, l'estimation du taux de croissance du premier trimestre a été relevée de 0,5 % à 0,8 % l'an en rythme annualisé. Cela modifie peu le constat d'une baisse de régime au début 2016. Le deuxième trimestre sera meilleur, mais ne fera probablement que refléter la compensation de l'aléa climatique du premier trimestre. Les indices des directeurs d'achat oscillent autour d'un niveau modeste stable. **L'investissement productif paraît s'essouffler, d'autant plus que le taux d'utilisation des capacités de production est bas et que les cash-flows au niveau macroéconomique baissent.** Le fait que la Réserve Fédérale ait engagé un cycle de

hausse de taux est désormais ancré dans les esprits. Comme toujours la Fed maintient l'incertitude sur le moment de la prochaine hausse. La tendance de l'activité aux Etats-Unis reste une croissance modérée et une inflation proche de 2 % l'an.

Dans la zone euro, le premier trimestre a révélé une bonne surprise, avec un taux de croissance estimé en rythme annuel à un peu plus de 2 %. Dans l'industrie et les services, le climat des affaires est stable à un niveau légèrement positif. Dans la construction, il est revenu au voisinage de la tendance passée et l'amélioration marque maintenant le pas. Dans le commerce de détail, après avoir atteint un niveau exceptionnellement haut, il revient vers un niveau plus normal. **Au total, les derniers indicateurs de la zone euro reflètent une croissance modérée, autour de 1,5 % l'an.** L'inflation sous-jacente est à moins de 1 % l'an. L'inflation sur trois mois est nettement négative sous l'effet retardé de la baisse du pétrole. Le glissement annuel de l'inflation baisse encore à 0,2 % en avril. Il restera négatif encore quelques mois avant d'enregistrer les effets du rebond du pétrole.

Dans ce contexte de lente amélioration économique et d'inflation très faible, la BCE continue d'affirmer qu'elle dispose de moyens d'intervention supplémentaires pour ramener l'inflation vers son objectif de moyen terme de 2 %. En fait, le véritable objectif de la BCE est d'éviter que les divergences structurelles entre les économies des différents pays ne fassent réapparaître des divergences de taux d'intérêt. C'est pourquoi **elle maintiendra sa politique durablement, sans pour autant contribuer à la convergence nécessaire.**

Scénario de référence		2016	2017	
Nous abaissons notre estimation de croissance de 2016 pour les Etats-Unis et nous relevons légèrement 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 et les taux d'intervention de la BCE ne devraient pas augmenter avant 2017.	Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	1,8	1,7
		ZONE EURO	1,6	1,4
	Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,5	2,0
		ZONE EURO	0,6	1,1
	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



Mai	Juin	FIXED INCOME	Commentaires
-	-	Taux	Les taux longs sont restés immunes au changement de discours de la Fed entraînant un aplatissement de la courbe des taux et un renchérissement des taux à terme. La rémunération sur les échéances longues apparaît trop faible au regard du risque de duration.
-	-	Pays Core	Avec des taux négatifs jusqu'à 9 ans, la courbe des taux allemands offre la garantie aux investisseurs de perdre de l'argent. Le seul intérêt des taux core euro réside dans leur caractère protecteur en cas de hausse de l'aversion au risque.
=	=	Pays Périphériques	L'incertitude quant aux décisions de la Fed et au résultat du référendum sur le Brexit nous pousse à rester neutres sur les pays périphériques.
+	+	Inflation	Nous attendons une remontée graduelle des niveaux d'inflation entre le mois d'août et le début d'année prochaine. Cette hausse n'est que très faiblement anticipée par le marché, et les points morts d'inflation court terme apparaissent dès lors très attractifs.
+	+	Emergents	Les primes de risque des obligations émergentes sont, comme en mai, à 395 bp pour une duration de 6. La volatilité s'est écrasée, nous maintenons un avis positif sur cette classe d'actifs.
+	+	Crédit	La BCE débute son programme d'achats d'obligations corporates et va lancer la 1 ^{re} TLTRO 2 pour les banques. Ces mesures sont des soutiens de poids pour le marché du crédit, qui devrait poursuivre sa tendance favorable.
+	+	Investment Grade	La performance des souches Investment Grade va être influencée par le début des achats de la BCE et un marché primaire certainement abondant avant l'été.
+	+	Subordonnées	Les subordonnées gardent des valorisations attractives, dans un contexte favorable : effet du CSPP pour les dettes d'assurance et corporates non-financières et assouplissement réglementaire qui se profile pour les dettes bancaires AT1.
+	+	High Yield	La hausse du cours des matières premières, le retour des flux positifs couplé à un faible niveau de primaire et des résultats macros/micros honorables soutiennent les valorisations. L'approche du vote sur le Brexit pourrait cependant générer un peu de volatilité.
+	+	Convertibles	Malgré une valorisation attrayante, la classe d'actifs reste impactée par une dynamique de flux négative. L'imminence d'une décision sur le Brexit ne devrait pas inciter les investisseurs à revenir immédiatement sur les convertibles.

Mai	Juin	ACTIONS	Commentaires
+	=	Europe	Le STOXX600 enregistre une progression équivalente à celle du marché américain depuis la reprise de mi-février, en parallèle avec une amélioration des anticipations macro. Le mois de juin constitue un test politique, Brexit mais aussi Italie et Espagne, pouvant générer des tensions sur le marché, notamment après des publications de résultats du T1 sans relief.
-	-	US	Baisse des nouvelles commandes et des rachats d'actions, compression des marges, ISM des services en dessous des attentes... Ce début juin remet en cause le mix inflation/croissance mettant la Fed dans une position difficile. Le S&P500 résiste et démarre le mois à un niveau de valorisation élevé autour de 2100 avec un risque de correction.
=	=	Japon	Stabilité du marché sur le mois. Statistiques économiques atones et fermeté du Yen limitent la hausse. Le marché a corrigé après une intervention décevante du PM Abe à la Diet qui, après avoir confirmé le report de la hausse de TVA à 2019, donne l'impression que toutes les cartes sont jouées.
+	+	Emergents	L'évolution du dollar américain conditionne le flux de capitaux émergents, particulièrement dans une nouvelle phase d'inquiétude de croissance mondiale. Les chiffres de l'activité chinoise publiés en juin seront essentiels après la période de stimulation par le crédit du 1 ^{er} trimestre.

Mai	Juin	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	Le rebond des attentes de relèvement des taux US a impacté négativement les marchés chinois. A mesure que l'impact du stimulus s'atténue on voit réapparaître dans le discours officiel la réforme de l'offre qui serait bénéfique à long terme. Pour l'heure la fermeture du compte de capital chinois allié à l'excédent de la balance commerciale assure qu'il n'y aura pas de crise de liquidité.
=	=	Asie	Le rebond de l'USD a fait baisser les devises asiatiques à l'exception du HKD et du peso PHP. Aux Philippines, l'élection de M. Duterte à la présidence a déclenché un étonnant rallye malgré son populisme et son absence de programme. En Inde, M. Modi a remporté deux succès avec une loi sur les faillites et une révision des accords avec l'île Maurice qui devraient augmenter les recettes.

Mai	Juin	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	=	Global Macro	Les CTA sont dans le rouge en mai 2016 avec toujours des positions longues Taux US & Bund. Le reste des pertes provient du secteur agricole et du short GBP. Sur les fonds macro discrétionnaires, peu de changement avec un niveau de risque très faible. Les fonds sont généralement sortis des Taux US et sont peu exposés sur le Brexit. Le long USD reste une thématique importante et le long « Or » est sorti des portefeuilles. Nous passons neutres sur la stratégie du fait du faible niveau de conviction des gérants.
+	+	Long/Short Equity	La plupart de nos fonds repassent dans le vert sur l'année après un très bon mois de mai, en particulier sur le secteur Techno, Santé et Financier. Les gérants restent prudents et peu directionnels dans l'attente du vote sur le Brexit.
=	=	Event Driven	Tous les fonds affichent une bonne performance avec, par exemple, le spread Dell / EMC qui s'est resserré suite à l'émission réussie de \$20bn de Dell et le Deal TWC / Charter qui a clôturé le 18 mai. Le rebond des Pharmaceutiques (Mylan, Valeant, Allergan) et matières premières (Akorn, Athasbasca Oil) a complété le tableau. Nous profitons du rebond pour alléger notre biais directionnel et activiste.
-	-	Arbitrage Credit	Tous nos fonds ont affiché une performance positive sur mai avec un marché HY soutenu par la hausse du pétrole. Nos fonds ont pu en bénéficier.
-	-	Distressed	Nous n'avons pas d'exposition.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

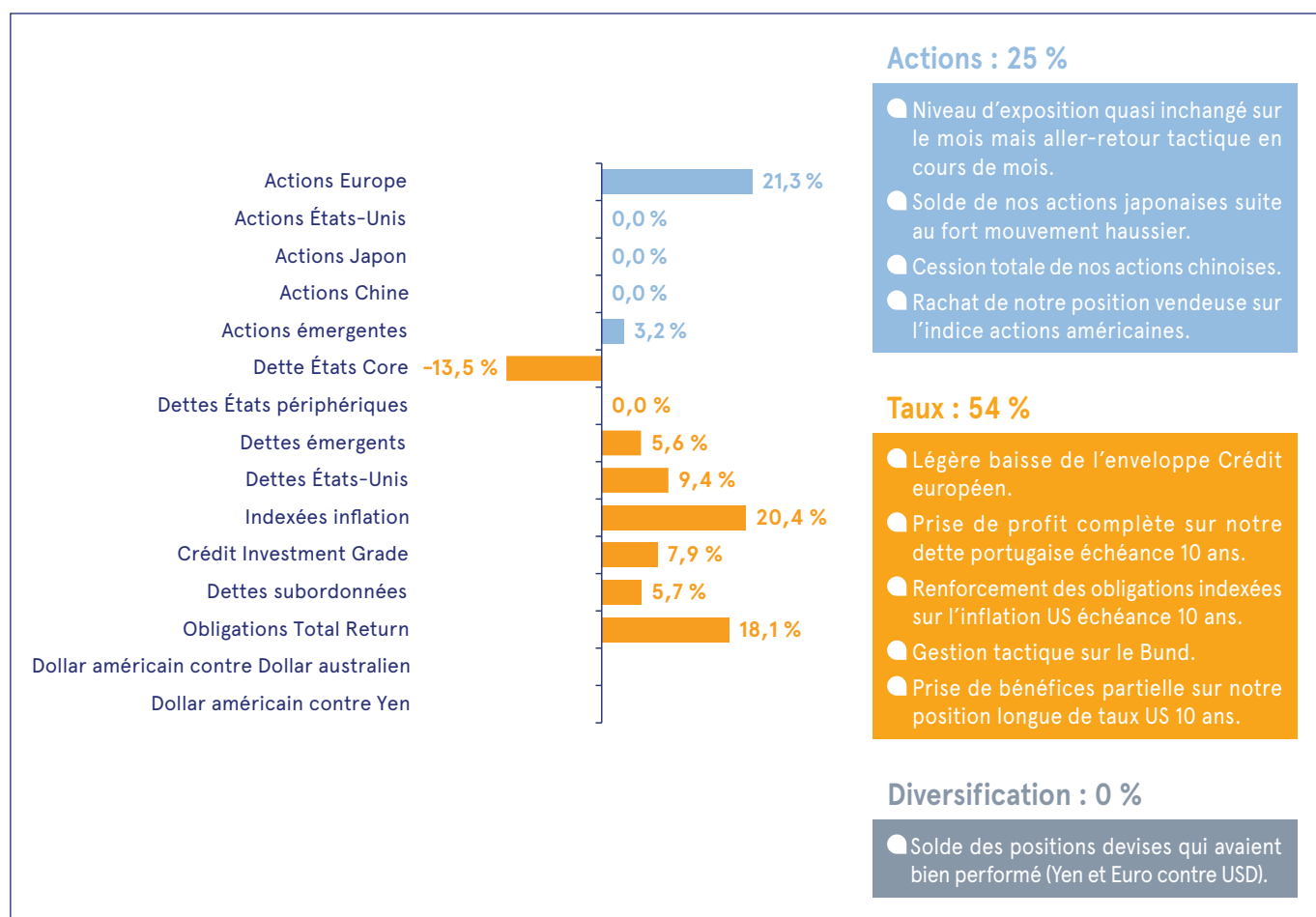
LA FED REMET LES PENDULES À L'HEURE...

Tous les marchés actions profitent d'une embellie à des degrés divers en mai, nous conduisant à prendre des profits sur le marché japonais mais aussi à couper nos positions shorts sur les actions américaines.

La classe obligataire, elle aussi, bénéficie d'un mois positif. Nous avons donc profité de la bonne tenue de notre position portugaise pour la solder. Dans une même logique de prise de profits, nous avons réduit légèrement la partie crédit européen après le bon

parcours effectué par cette poche. La détente sur les taux US à 10 ans, en milieu de mois, nous a conduits à alléger notre position longue sur ce segment. En revanche, les obligations indexées sur l'inflation US ont souffert (à titre d'exemple, notre obligation échéance 2025 a perdu 0,8 % en mai), nous avons donc profité de l'attractivité des niveaux pour renforcer notre position.

La partie diversification du portefeuille a été complètement soldée suite au rebond du Dollar US et à la baisse du Yen.



*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 mai 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	315 m€	-5,37 %	-5,20 %	9,10 %	11,66 %	20,96 %	5,73 %	07.12.2005
	Part I		-5,13 %	-4,70 %	10,80 %	15,29 %	55,21 %	6,08 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	371 m€	-7,35 %	-11,19 %	7,82 %	11,16 %	59,66 %	11,38 %	05.04.2001
	Part I		-7,19 %	-10,80 %	9,25 %	13,64 %	15,94 %	11,39 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	34 m€	-4,92 %	-9,50 %	-	-	3,50 %	13,18 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	251 m€	-1,52 %	-3,61 %	8,14 %	14,16 %	54,46 %	6,36 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	16 m€	-2,80 %	-4,38 %	-	-	2,12 %	3,88 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	235 m€	5,93 %	1,32 %	-	-	4,50 %	6,22 %	17.09.2014
	Part I		6,10 %	1,73 %	-	-	5,26 %	6,23 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	123 m€	5,45 %	2,61 %	-	-	13,45 %	5,04 %	24.09.2013
	Part I		5,62 %	3,03 %	-	-	14,77 %	5,05 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	438 m€	1,98 %	2,53 %	18,03 %	22,43 %	78,97 %	4,44 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	50 m€	3,89 %	1,85 %	10,12 %	-	12,40 %	3,27 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	69 m€	5,30 %	0,53 %	-	-	2,85 %	6,68 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	634 m€	-0,21 %	-4,71 %	14,80 %	13,80 %	75,12 %	10,96 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	90 m€	5,26 %	1,35 %	-3,92 %	5,91 %	46,02 %	5,88 %	12.10.2005
	Part I		5,38 %	1,60 %	-3,20 %	7,19 %	63,55 %	5,88 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	292 m€	-3,23 %	-8,47 %	23,06 %	26,86 %	107,31 %	20,92 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	94 m€	-6,55 %	-11,58 %	22,88 %	40,98 %	67,49 %	18,97 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	559 m€	-1,54 %	-3,27 %	41,33 %	70,49 %	96,57 %	16,99 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	52 m€	-11,25 %	-26,59 %	-27,05 %	-24,65 %	-22,01 %	21,48 %	01.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	28 m€	-5,99 %	-18,43 %	-17,00 %	-	-13,31 %	18,22 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	46 m€	-2,50 %	-	-	-	-2,50 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	107 m€	-0,30 %	-5,48 %	-	-	7,79 %	10,21 %	28.02.2014
	Part I€		0,01 %	-4,78 %	-	-	9,62 %	10,21 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	4 759 m€	0,02 %	0,08 %	0,82 %	2,80 %	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 : 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