

Orientations et Stratégie n°152

Lettre mensuelle de La Française AM | Décembre 2014 - Achevée de rédiger le 04 | 12 | 2014

Regard sur les marchés

Une fois de plus en novembre, **les banquiers centraux ont volé la vedette aux fondamentaux et provoqué un double effet d'appréciation des bourses et d'écrasement des taux !**

Le meilleur des mondes... à ce stade.

La BCE a multiplié les propos favorables à de nouvelles mesures quantitatives visant à lutter contre les risques de déflation. Le recours à des achats d'actifs autres que les ABS et les obligations sécurisées est confirmé et l'idée d'un assouplissement quantitatif via des obligations d'Etats européens fait son chemin, même si nous ne la partageons pas. Si tel devait être néanmoins le cas, l'imminence de la seconde opération de TLTRO milite à notre sens plutôt pour une action en T1 2015.

Les minutes de la Fed ont souligné de leur côté la robustesse des chiffres d'activité mais la faiblesse des données d'inflation laisse encore une marge à la banque centrale pour différer l'infléchissement de sa politique monétaire.

A l'inverse, la poursuite du ralentissement en Chine a conduit la PBOC à abaisser, par surprise, ses taux directeurs. D'autres mesures sont attendues par les investisseurs, pour conforter la croissance et maintenir l'objectif de croissance du PIB au-delà de 7 % ce qui reste ambitieux.

Enfin au Japon, après l'augmentation de la taille du bilan de la BOJ et le changement d'allocation d'actifs du principal fonds de pension, annoncés fin octobre, c'est au gouvernement d'annoncer le report de la seconde hausse de la TVA et la conduite d'élections anticipées en décembre, pour conforter son assise dans la mise en œuvre de sa politique économique. C'est donc **une mobilisation mondiale et synchrone en faveur de la croissance et face au risque de déflation surtout prégnant dans les zones les plus fragiles**. Il faut toutefois mentionner que l'accélération récente de la chute du prix du pétrole mesuré par la référence Brent (-35 % depuis le début de l'année) nous amène à des niveaux inédits depuis mi-2010, sous l'effet d'un mix offre-demande bouleversé et de la stratégie de maintien de la production de l'OPEP. **L'impact sur les indices et**

perspectives d'inflation est majeur ce qui accroît la pression sur les banques centrales. Les devises des pays producteurs sont fortement impactées, à l'image de la couronne norvégienne, au plus bas depuis 2009 contre euro, ou du rouble qui s'effondre de près de 15 % contre dollars sans que la banque centrale ne parvienne à enrayer les sorties de capitaux.

Les premiers bénéficiaires de ce contexte sont les dettes gouvernementales qui poursuivent en novembre leur incroyable trajectoire vers des niveaux historiques : moins de 1 % sur l'OAT 10 ans, moins de 2 % sur le 10 ans espagnol... et un T-bond US toujours immune de tout stress Fed. A noter toutefois que les primes de risque des dettes privées ou émergentes sont, elles, plutôt stables.

Les marchés d'actions, européens notamment, en profitent largement (+4 % à 5 % proches de leur plus hauts), soutenus également par une saison T3 des résultats des entreprises satisfaisantes, le recul de l'euro et le repli désormais significatif des prix du pétrole étant jugés de bon augure pour une poursuite de cette amélioration des profits en 2015. L'indice S&P500 progresse plus modérément (+2,5 % en novembre) mais enchaîne de nouveaux plus hauts historiques. Les indices japonais réalisent la plus forte progression mensuelle (+6,4 % pour l'indice Nikkei sur le mois).

Notre scénario économique mondial pour 2015 tel que décrit page 2 et les politiques accommodantes des principales banques centrales restent des facteurs de soutien aux classes d'actifs risquées. Néanmoins, face aux niveaux de valorisations atteints par certaines classes d'actifs et dans une approche de préservation des performances accumulées, nous avons poursuivi la réduction de l'enveloppe globale de risque de nos portefeuilles via un allègement des positions Actions, assortie d'un positionnement plus neutre en duration, tout en gardant quelques paris obligataires spécifiques.

Scénario Economique

Les perspectives économiques que l'OCDE vient de publier retiennent pour les Etats-Unis un taux d'expansion au-dessus de 3 % en 2015 et 2016 et pour la zone euro 1,1 % en 2015 et 1,7 % en 2016. Le PIB de l'ensemble de l'OCDE gagnerait un demi-point en 2015 puis en 2016. L'inflation moyenne serait de 1,5 % en 2015 puis de 1,8 % en 2016. **Nous sommes sur une ligne voisine, peut-être un peu plus optimiste pour la croissance américaine et moins pour la zone euro.**

Dans les pays émergents l'expansion s'est poursuivie au troisième trimestre sur la tendance antérieure, voisine de 5 % par an. Les mouvements de change ont fait remonter la volatilité sur les marchés mais n'ont pas entamé le rythme d'expansion. En Asie l'expansion est régulière à 6 % l'an et l'inflation est revenue vers 3 % l'an. Le maillon faible des émergents est l'Amérique Latine. La croissance y est tombée un peu au-dessus de 1 % et l'inflation est remontée fortement. La Russie est par ailleurs déséquilibrée par la baisse des prix de l'énergie et les sanctions occidentales qui restreignent l'accès au financement international des banques russes. La conséquence la plus visible est la forte dépréciation du rouble (-25 % en quelques mois). La menace d'une nouvelle crise russe n'est pas à l'ordre du jour, mais la prolongation des tendances actuelles finirait par créer une situation préoccupante.

Aux Etats-Unis, la croissance du troisième trimestre a été révisée en hausse à 3,9 % (au lieu de 3,5 %). La zone euro est en revanche en quasi-stagnation. La BCE cherche par tous les moyens à gonfler la masse monétaire. L'OMT annoncée en 2012, qui se limitait au court terme, n'a jamais été lancée, l'intention affichée de discriminer entre les Etats étant vite apparue contraire

aux Traités. La perspective d'achat de dette souveraine réapparaît maintenant sous la forme d'achats répartis proportionnellement entre les Etats. Le fonds du sujet est que la prise en charge de la dette publique par la création monétaire peut certes gonfler artificiellement (et temporairement) les prix des actifs financiers et immobiliers, mais ne peut pas se substituer aux ajustements budgétaires et structurels nécessaires pour enrayer les divergences et stabiliser la zone euro. Elle peut même aboutir à les reporter. **Nous insistons donc une nouvelle fois sur la menace latente d'instabilité qui pèse sur la zone euro.** Pour la croissance, la stimulation de l'investissement est une piste plus sérieuse que l'inondation monétaire. C'est l'objectif du plan Juncker. Ce plan propose la création d'un Fonds Stratégique doté de 8 milliards d'euros pris sur le budget européen afin de garantir 16 milliards d'euros, qui seraient abondés de 5 milliards par la BEI, soit en tout 21 milliards d'euros (déjà existants pour la plupart). Le pari est que ces 21 milliards génèrent 63 milliards de prêts de la BEI auxquels s'ajouteraient 252 milliards privés, soit en tout 315 milliards d'euros.

La désinflation alimente le débat sur le risque de déflation. La forte baisse du prix du pétrole se traduit en effet par une baisse des taux d'inflation et crée une illusion de déflation. La réalité est que le risque d'enchaînements déflationnistes est circonscrit à quelques pays de la zone euro. Dans 90 % de la planète, la croissance est solide et l'inflation modérée mais clairement positive. La baisse du prix du pétrole est d'abord une très bonne nouvelle pour la croissance. Elle représente un gain de revenu de plus de deux points de PIB pour les pays importateurs. **Si les prix actuels se maintenaient il faudrait sans doute commencer à réviser en hausse les perspectives de croissance.**

Scénario de référence pour 2014 - 2015

| | | 2014 | 2015 |
|---------------------------|------------|------|------|
| Taux de croissance* | États-Unis | 2,20 | 3,10 |
| | Zone euro | 0,80 | 1,10 |
| Taux d'inflation* | États-Unis | 1,80 | 1,80 |
| | Zone euro | 0,50 | 0,70 |
| Taux d'intérêt centraux** | Fed | 0,25 | 0,50 |
| | BCE | 0,05 | 0,05 |

Nous ne modifions pas nos perspectives pour 2015. Dans un contexte de croissance en légère accélération mais toujours modeste et d'inflation faible les taux d'intérêt resteraient bas avec toutefois l'amorce d'un cycle de hausse aux Etats-Unis.

*Moyenne annuelle - ** En fin d'année



| Nov. | Déc. | FIXED INCOME | Commentaires |
|------|------|--------------------|---|
| = | = | Taux | La baisse des prix des matières premières est un argument supplémentaire pour que les banquiers centraux conservent un environnement global de liquidités abondantes. La faiblesse des rendements court terme devrait continuer de pousser les investisseurs institutionnels à l'achat des titres de maturités les plus longues. |
| | = | Pays Core | En zone euro, la pression sur la BCE devrait s'accroître fortement en début d'année lorsque les glissements annuels d'inflation passeront en territoire négatif. Dès lors, toute remontée des rendements se fera dans des proportions minimales, et seulement si une réelle embellie économique se dessine. |
| | + | Pays Périphériques | Le marché attend un élargissement du QE, ce qui profite aux spreads périphériques. Nous restons positifs d'ici la fin de l'année mais prudents au vu de la difficulté juridique de sa mise en œuvre sur les dettes souveraines et aux échéances électorales qui s'annoncent, dès début 2015. |
| | - | Inflation | Bien que la valorisation des points morts d'inflation soit attractive, le passage en territoire négatif de l'inflation début 2015 ainsi qu'une saisonnalité défavorable devraient être deux éléments qui pèseront sur les anticipations d'inflation au cours des prochains mois. |
| | + | Emergents | La forte baisse du pétrole, et des matières premières en général, est globalement positive pour la croissance des pays émergents, notamment en Asie. Le faible niveau d'inflation permet aux banquiers centraux des pays émergents d'assouplir leurs politiques monétaires. La prime de risque moyenne de 320 points de base sur la dette externe, et les rendements obligataires des marchés locaux à plus de 7 % en moyenne, sont des opportunités d'investissement dans ce contexte. |
| + | + | Crédit | A l'approche de la fin d'année nous renouvelons notre opinion positive sur les marchés de crédit, soutenus par une banque centrale toujours accommodante. |
| | + | Investment Grade | Nous continuons de favoriser le crédit libellé en \$ suite à l'augmentation de l'écart de spread entre Europe et US (au plus haut de l'année). |
| | + | Subordonnées | Nous restons positifs sur les dettes subordonnées (entreprises et bancaires). Les propositions de réglementations supplémentaires sur le capital des banques (TLAC) nous confortent. |
| | =/- | High Yield | La croissance mondiale modérée, la liquidité et le poids du secteur énergétique dans les indices globaux font que nous restons négatifs sur la classe d'actifs avec une préférence pour le crédit EUR. |
| | + | Convertibles | Reprise des valorisations dans un contexte haussier sur les actions, perspectives positives renouvelées pour décembre. |

| Nov. | Déc. | ACTIONS | Commentaires |
|------|------|-----------|---|
| + | + | Europe | Nous attendons une amélioration des estimations de croissance pour le PIB Euro 2015-2016, après une longue série de surprises négatives ; Après une phase de sentiment négatif des investisseurs à l'égard de l'Europe, le rapport risque / opportunité nous paraît à présent plus attrayant ; les attentes de résultats pour 2014 ont été corrigées. La baisse de l'EUR doit stabiliser la tendance, voire permettre des révisions à la hausse 2015 ; Les effets conjugués de la baisse du prix du pétrole (-38 %), de l'affaiblissement de l'euro contre l'USD (-11 %), et du potentiel de relance budgétaire (plan Junker) constitueront des éléments positifs. |
| = | = | US | Les indicateurs macroéconomiques restent solides ; La fin des rachats d'actifs par la Fed n'a pas affecté les marchés ; La bonne croissance attendue des résultats des entreprises nous semble à présent valorisée par le marché |
| + | + | Japon | La Banque du Japon reste active après avoir pris les marchés à contre-pied le mois dernier ; La progression des résultats et la confirmation de la forte augmentation à venir des achats d'actions par le premier fonds de pension japonais constituent de forts soutiens |
| + | + | Emergents | Pas d'homogénéité au sein des marchés émergents ; Le Chine a bien géré les attentes et malgré un RMB haussier, l'excédent commercial s'est amplifié. Le rapprochement des bourses chinoises et de Hong Kong est en place. Le marché reste faiblement valorisé ; Le rouble a poursuivi sa chute en parallèle avec la baisse des prix du baril de pétrole |

JK CAPITAL MANAGEMENT LTD.

| | | | |
|---|---|-------|---|
| + | + | Chine | Le mois a vu les débuts décevants du programme d'intégration entre les bourses de Shanghai et Hong Kong, avec des volumes très inférieurs aux attentes qui ont causé une correction des marchés. Ces débuts médiocres peuvent cependant être en grande partie imputés au fait que les dépositaires et régulateurs des investisseurs potentiels ne sont pas encore prêts. Les mesures monétaires annoncées le 21 novembre ont permis aux cours des valeurs financières de rebondir, notamment les promoteurs immobiliers. A la fin du mois les volumes ont très significativement augmenté sur le marché des actions « A », entraînant un décalage avec celui des actions « H ». |
| + | + | Asie | Aux Philippines la croissance du PIB a enregistré son chiffre le plus bas des 3 dernières années à 5.3 % au T3. Cette faiblesse devrait cependant être temporaire et le marché n'en a pas été particulièrement impacté. En Indonésie, le président Jokowi a entamé la suppression des subventions sur le prix de l'essence avec une première hausse. Cela va permettre au pays de réduire le déficit de sa balance courante. |



| Nov. | Déc. | MULTIGESTION ALTERNATIVE | Commentaires |
|------|------|--------------------------|---|
| + | + | Global Macro | Les politiques monétaires divergentes entre pays du G10 et le regain de volatilité sur les marchés sont positifs pour la stratégie. Les mouvements sur les devises (JPY et USD) et sur le pétrole ont permis des gains importants depuis quelques mois et nous conservons une vision positive sur la stratégie. |
| + | + | Long/Short Equity | Forte dispersion des performances des marchés actions. Nous continuons de favoriser les stock-pickers sans biais long structurel. Japon et Brésil présentent des opportunités d'investissement, de même que les secteurs de l'énergie (short) et des financières. |
| + | + | Event Driven | Le récent écartement des spreads de risk arbitrage (Deal Abbvie/ Shire) crée un bon point d'entrée sur la stratégie. Nous avons renforcé nos allocations sur cet écartement et nous conservons une forte allocation jusqu' en fin d'année. |
| - | - | Arbitrage Credit | L'écartement des spreads High Yield redonne du souffle à la stratégie, mais la trajectoire à moyen terme ne nous semble pas bonne. Nous favorisons toujours des fonds ayant la capacité de se positionner short sur la stratégie et nous avons coupé tous les fonds de carry. |
| = | = | Distressed | Les USA sont à un point bas du cycle distressed mais des opportunités demeurent sur les entreprises de taille intermédiaire. En Europe, l'accès au financement est plus difficile et les banques vendent leurs portefeuilles de prêts non core, ce qui offre de nombreuses opportunités si on peut jouer cette prime d'illiquidité. |

Baromètre de nos allocations

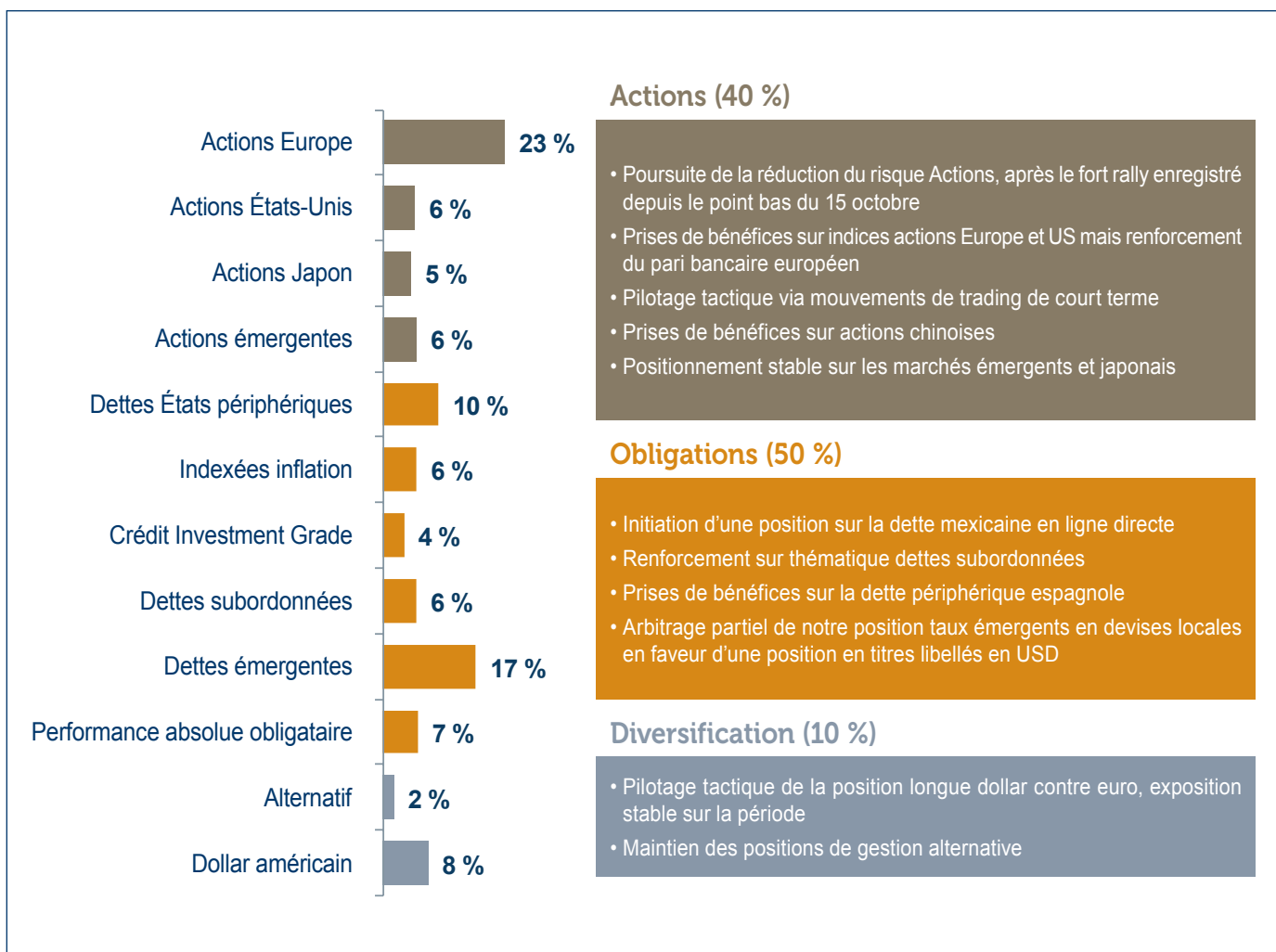
à travers notre fonds* diversifié de Gestion Flexible

"L'insolence des marchés..."

Les journées de capitulation du 15 & 16 octobre constitueront le point de retournement de cette fin d'exercice. Sur le point bas, l'indice ESX50 progresse de +13 % à fin novembre (+11 % pour l'indice S&P500, +18 % pour l'indice Nikkei et +4 % pour l'indice MSCI EM). Dans ce contexte, nous avons réduit notre exposition aux marchés d'actions à 40 % en toute fin de mois. Cette baisse s'est faite par le biais de futures sur indice actions européennes et américaines. Nous conservons nos positions

en actions japonaises estimant que d'autres flux sont à venir sur la classe d'actifs et que le yen peut continuer de se déprécier. Nous avons également profité des annonces en Chine pour réduire notre exposition sur cette zone. Nous conservons donc, à dessein, un positionnement tactique majoritairement européen sur la partie Actions. En ce qui concerne la poche Taux du portefeuille, nous avons continué de prendre des profits sur les périphériques, en écrétant notre ligne d'obligations espagnoles échéance

2032. Dans un souci de diversification de notre poche Taux émergents, nous avons arbitré des positions en devises locales pour de la dette libellée en dollar US. Nous avons également initié une position de dette mexicaine d'échéance 2038 en ligne directe. Enfin, nous avons renforcé modérément la poche de dettes subordonnées. Comme en octobre, nous avons été très mobiles sur devises, via des positions longues USD vs euro, travaillées activement. L'exposition est néanmoins restée inchangée au final.



*LFP 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 Mensuelles des Fonds Phares La Française AM

| Au 30 novembre 2014 | Actif net m€ | Performance 2014 | | Vol 52 semaines | 1 an | 3 ans | 5 ans | Création | Date de création | |
|-----------------------------------|--------------|------------------|----------|-----------------|---------|---------|---------|----------|------------------|----------|
| | | Annualisées | Flat | | | | | | | |
| Cross-Asset | | | | | | | | | | |
| LFP Allocation | Part R | 256 | 9,21 % | 8,40 % | 5,44 % | 8,40 % | 13,93 % | 13,90 % | 19,54 % | 07/12/05 |
| | Part I | | 9,69 % | 8,83 % | 5,41 % | 8,89 % | 16,18 % | 17,75 % | 52,22 % | 24/10/03 |
| LFP Patrimoine Flexible | Part R | 343 | 8,44 % | 7,70 % | 8,80 % | 8,34 % | 29,54 % | 27,92 % | 67,64 % | 05/04/01 |
| | Part I | | 8,98 % | 8,18 % | 8,77 % | 8,82 % | 31,26 % | - | 20,93 % | 29/11/10 |
| LFP PEA Flex | Part R | 9 | - | - | 8,17 % | - | - | - | 4,87 % | 11/02/14 |
| Fixed-Income | | | | | | | | | | |
| LFP Rendement Global 2020 | Part R | 156 | 3,72 % | 3,40 % | 3,17 % | 4,67 % | - | - | 7,67 % | 24/09/13 |
| | Part I | | 4,14 % | 3,78 % | 3,16 % | 5,09 % | - | - | 8,27 % | 23/09/13 |
| LFP Rendement Global 2018 | Part R | 62 | 4,25 % | 3,88 % | 2,01 % | 4,71 % | - | - | 8,66 % | 23/01/13 |
| LFP Rendement Emergent 2017 | Part R | 5 | 5,05 % | 4,61 % | 1,34 % | 5,23 % | - | - | 24,36 % | 20/03/12 |
| LFP Rendement 4X4 | Part R | 8 | 2,35 % | 2,15 % | 0,48 % | 2,28 % | 23,38 % | - | 23,53 % | 21/11/11 |
| LFP Multistratégies Obligataires | Part I | 16 | 10,09 % | 9,19 % | 1,90 % | 9,05 % | 26,12 % | 16,37 % | 69,49 % | 10/01/01 |
| LFP Crédit Flexible International | Part I | 39 | 3,67 % | 3,36 % | 1,48 % | 3,24 % | 29,19 % | - | 22,27 % | 31/12/10 |
| LFP R2P Global Credit | Part I | 127 | 7,89 % | 7,20 % | 2,45 % | 6,94 % | - | - | 8,53 % | 17/09/12 |
| LFP Librobliq | Part C | 395 | 9,69 % | 8,84 % | 4,51 % | 9,21 % | 73,55 % | 30,47 % | 76,10 % | 20/10/08 |
| LFP Obligations Emergentes | Part P | 107 | 5,62 % | 5,13 % | 5,12 % | 5,02 % | 10,28 % | 22,82 % | 49,39 % | 11/10/05 |
| | Part I | | 5,88 % | 5,36 % | 5,11 % | 5,28 % | 11,04 % | 24,59 % | 66,51 % | 18/02/05 |
| Equity | | | | | | | | | | |
| LFIP Actions Euro | Part I | 190 | -0,46 % | -0,42 % | 16,96 % | 0,16 % | 37,51 % | 25,57 % | 87,14 % | 04/06/03 |
| FCP Mon PEA | Part R | 70 | 0,51 % | 0,46 % | 15,27 % | 1,83 % | 60,95 % | - | 53,90 % | 27/05/10 |
| LFIP Trend Opportunities | Part B | 84 | -3,90 % | -3,57 % | 16,24 % | -1,70 % | 29,80 % | 45,42 % | 75,17 % | 12/05/09 |
| LFIP Leaders Emergents | Part B | 22 | 5,09 % | 4,65 % | 13,68 % | 3,04 % | 15,06 % | 19,87 % | 40,27 % | 12/05/09 |
| LFP JKC China Value | Part I | 217 | -10,61 % | -9,75 % | 14,87 % | -9,38 % | 32,64 % | - | -1,78 % | 08/10/10 |
| LFP JKC Asia Value | Part I | 60 | -2,60 % | -2,38 % | 10,93 % | -1,60 % | 25,78 % | - | -2,51 % | 01/07/11 |
| Money-Market | | | | | | | | | | |
| LFP Trésorerie | Part I | 3 701 | 0,42 % | 0,38 % | 0,01 % | 0,42 % | 1,99 % | 3,70 % | 8,37 % | 15/04/08 |
| LFP Trésorerie Activ | Part R | 254 | 0,44 % | 0,41 % | 0,05 % | 0,43 % | 2,53 % | 4,24 % | 35,00 % | 20/06/96 |

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 des Placements

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

LFP-JKC China Value et LFP-JKC : China Value : 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.

Tagess Capital LLP : Société de droit anglais enregistrée auprès de la Companies House (N° OC364873) et agréée par l'an 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

Groupe 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

LA FRANÇAISE AM