

O R I E N T A T I O N S & S T R A T É G I E

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 153 - Janvier 2015

Achevée de rédiger le 06 | 01 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

L'effondrement en décembre du prix du baril de pétrole sous les 60 USD (-50 % depuis juin) a provoqué une onde de choc sur les marchés financiers, les investisseurs prenant conscience des effets dévastateurs sur certaines économies émergentes. Ainsi, face à la chute vertigineuse du Rouble les 15 & 16 décembre (plus forte baisse quotidienne depuis 1998) la Banque Centrale Russe a brutalement augmenté son taux d'intérêt (17 % contre 10,5 %). Les prévisionnistes convergent désormais vers une probable récession marquée de l'économie russe en 2015. **Les indices globaux ont, dans un premier temps, été pénalisés par l'impact négatif du secteur pétrolier, mais aussi par les risques spécifiques à certains opérateurs, américains notamment, dont la solvabilité fragilisée par le niveau du prix du brut.** On a également observé une accélération des sorties de capitaux sur le compartiment Haut Rendement US, le secteur de l'énergie représentant 15 % de l'indice HY US.

Certains pays émergents, bénéficiaires de ce contre-choc pétrolier, échappent logiquement à ces soubresauts. Ainsi **en Chine, si les dernières publications de PMI confirment un ralentissement modéré**, avec un objectif de croissance du PIB 2015 revu à +7 % vs +7,3 %, la bourse chinoise réalise une des meilleures performances mensuelles de l'ensemble des marchés d'actions (+7,60 % pour l'indice Hang Seng), soutenue par la baisse des taux opérée en novembre, la première depuis 2 ans. **Prenant acte du ralentissement de son économie, la Banque Centrale Chinoise multiplie les initiatives pour relancer l'activité et les crédits bancaires.**

Aux Etats-Unis, les indicateurs publiés confortent les investisseurs sur la robustesse de la croissance américaine. Les créations d'emplois restent par exemple très solides en novembre, ce qui n'émeut nullement la sphère obligataire, puisque la Fed, lors du dernier FOMC, s'est pressée d'indiquer qu'elle serait patiente avant

de procéder à une hausse des taux courts. Le meilleur des mondes pour les marchés américains qui voient le rendement du T-Note à 10 ans se stabiliser autour de 2,15 % en décembre, avec des indices boursiers quasi étales sur le mois.

En Europe, si la BCE affiche plus que jamais un soutien explicite, les indices en repli d'environ 2 % ont pâti, en fin de période, de **l'échec du Parlement grec à choisir un Président**, ce qui conduit à des élections anticipées début 2015, sans majorité claire. Le FMI a décidé de suspendre la prochaine tranche d'aide à la Grèce en attendant qu'un nouveau gouvernement se forme. L'euro a enfoncé son plancher annuel contre le dollar US, portant son recul à plus de 12 % sur 2014. Le volume drainé par la seconde opération de refinancement TLTRO des banques européennes auprès de la BCE, est jugé décevant au regard de l'objectif d'accroissement de son bilan. Un assouplissement quantitatif via des achats d'obligations d'Etat européens, au 1^{er} trimestre 2015 semble désormais largement intégré dans l'esprit des investisseurs.

L'année boursière 2014 reste très hétérogène en termes de performances entre les grandes zones géographiques, avec une tendance heurtée, notamment sur les actions européennes, s'accompagnant de fortes rotations sectorielles et de style. En ce début d'année 2015, **les évolutions récentes sur le prix de l'énergie sont porteuses d'espoir pour la croissance anémiée des zones importatrices, tout comme les politiques monétaires et conditions financières très accommodantes** qui viennent d'être réaffirmées. Les **entreprises européennes devraient en outre voir leurs résultats bénéficier de la dépréciation de l'euro.** Mais face à cela, gardons à l'esprit que les attentes du marché sont élevées, surtout côté banques centrales, et que certaines valorisations sont d'ores et déjà bien tendues... **2015 devrait confirmer le retour de la volatilité !**



LA FRANÇAISE

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Nous avons conclu notre lettre de décembre en soulignant que le maintien du prix du pétrole durablement à son niveau actuel conduirait sans doute à réviser à la hausse les perspectives de croissance. Les comptes nationaux l'ont déjà fait aux États-Unis pour le troisième trimestre 2014 en montant le taux d'expansion du PIB à 5 % l'an. Nous maintenons pour l'instant notre prévision annuelle à 3,1 % pour 2015, en sachant qu'elle a désormais de bonnes chances d'être dépassée. **Les indicateurs américains des dernières semaines sont dans l'ensemble plutôt bons.** Les créations d'emploi dépassent largement les 200 000 par mois depuis plusieurs mois. L'accélération de l'activité depuis le printemps ne s'accompagne d'aucune tension inflationniste, bien au contraire. L'inflation globale est tombée à 1,3 % en glissement annuel avec même une baisse du niveau des prix en novembre. Les gains salariaux poursuivant leur route, la baisse des prix rend du pouvoir d'achat aux consommateurs. **Les mécanismes d'une reprise économique solide sont en marche aux États-Unis, avec toutefois deux facteurs de modération.** L'investissement en logement n'est pas complètement débridé et la dépense publique est contrainte par le déficit toujours élevé. C'est à ces freins et naturellement à la faiblesse de l'inflation que la Réserve Fédérale s'accroche pour maintenir des taux d'intervention anormalement faibles et annoncer qu'ils le resteront encore pendant une période considérable de temps.

Dans la zone euro, l'heure n'est pas encore venue de réviser en hausse les perspectives de croissance. La production industrielle stagnait encore à l'automne. Les indices de climat des affaires se redressent très légèrement dans l'ensemble des secteurs d'activité

sans que l'on puisse y voir pour l'instant une tendance nouvelle. Le taux d'utilisation des capacités de production est trop faible pour nécessiter de nouveaux investissements et l'indice de volume des ventes au détail piétine depuis l'été dernier. En novembre, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente sur un an sont stables à respectivement 0,3 % l'an et 0,6 % l'an. Nous maintenons pour la zone euro notre perspective de croissance de 1,1 % pour 2015 avec une très faible remontée du taux d'inflation. Dans le reste du monde, la croissance resterait sur sa tendance malgré la crise russe.

Deux incertitudes peuvent peser sur les marchés. La première concerne le pétrole. La forte baisse récente vient d'un excès d'offre. C'est une situation qui peut évoluer. La deuxième incertitude concerne la politique monétaire. **La politique mise en œuvre par la BCE semble avoir de premiers effets.** La masse monétaire M3 a accéléré sa progression, de 1 % l'an au début de l'année à 3 % l'an en novembre dernier. M. Draghi a souvent répété qu'il était prêt à aller plus loin. La prochaine réunion de la BCE se tiendra le 22 janvier prochain et la suivante le 5 mars, puisque les réunions monétaires seront désormais espacées de six semaines. Les marchés s'attendent à un QE le 22 janvier, sans bien savoir ce qu'il comporterait. La Cour de Justice Européenne ne s'étant pas prononcée sur les modalités acceptables des achats de titres souverains, on voit mal la BCE prendre maintenant le risque qu'elle a renoncé à prendre en 2012 après l'annonce du programme OMT, jamais lancé depuis. **L'année peut donc commencer par une période d'incertitude sur les marchés financiers.**

Scénario de référence pour 2014 - 2015

		2014	2015
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,40	3,10
	ZONE EURO	0,80	1,10
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,80	1,80
	ZONE EURO	0,50	0,60
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,25	0,50
	BCE	0,05	0,05

Nous ne modifions pas pour le moment nos perspectives pour 2015, en sachant que la prévision 2015 pour les États-Unis devra sans doute être révisée en hausse. 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 États-Unis.

*Moyenne annuelle - **En fin d'année

EN UN CLIN D'ŒIL **NOS CONVICTIONS DE GESTION** PAR CLASSE D'ACTIFS

À TRAVERS LA FRANÇAISE, JKC ET TAGES



Déc.	Janv.	FIXED INCOME	Commentaires
=	=	Taux	L'absence d'inflation et les risques géopolitiques constituent un fort soutien aux marchés obligataires. Ainsi, si les niveaux atteints sont au global peu attractifs, nous ne nous attendons nullement à une correction de forte ampleur en ce début d'année. La vigilance des banques centrales demeure le principal allié des marchés.
		Pays Core	D'ici au 22 janvier 2015, date de la réunion BCE, les taux devraient rester bien orientés. L'annonce effective de la mise en place d'un véritable QE souverain serait probablement l'occasion d'une prise de profit et d'un redressement des courbes core. L'hypothèse de ce QE reste à notre sens possible le 22 janvier mais loin d'être certaine, compte tenu de l'ajournement de la validation des déficits français et italiens par la Commission Européenne.
		Pays Périphériques	Malgré les nombreux facteurs d'incertitude, comme la perspective des élections législatives grecques, la situation russe... nous restons relativement optimistes sur les spreads périphériques, le marché anticipant fortement le démarrage d'un QE de la BCE.
		Inflation	La correction des points morts d'inflation a été impressionnante, à l'image des mouvements observés sur le pétrole. Bien que les niveaux semblent attractifs, le passage en territoire négatif de l'inflation dès le mois de décembre et un portage défavorable au cours du 1 ^{er} trimestre 2015 seront des freins sur ce marché. Seuls un rebond des prix du pétrole ou l'annonce d'un QE souverain massif seraient à même de soutenir la performance des titres indexés.
		Emergents	La forte baisse du pétrole et des matières premières affecte un grand nombre de pays producteurs de produits de base. Les pays manufacturiers devraient en revanche bénéficier de cette nouvelle donne. La Chine, et d'une façon générale l'Asie, ainsi que certains pays de l'Europe émergente tels que la Pologne, devraient en profiter. Les primes de risque des pays émergents, à plus de 3% en moyenne, demeurent attractives.
+	+	Crédit	Nous maintenons notre opinion positive sur les classes d'actifs crédit dans un environnement toujours porté par une banque centrale accommodante. Prudence sur le secteur de l'énergie.
		Investment Grade	Nous sommes positifs sur le crédit IG en valeur relative aussi bien en zone euro qu'aux US. La performance au second semestre 2014 est en retrait par rapport à celle des govies.
		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	L'énergie représente une part significative de l'univers. La baisse du pétrole va impacter la solvabilité de nombreuses sociétés du secteur pétrolier et fragiliser les pays exportateurs.
		Convertibles	Poursuite de la hausse des valorisations. Nous restons positifs sur le momentum actions, donc sur les Obligations Convertibles, en sélectionnant les expositions géographiques core pour éliminer le risque politique.

Déc.	Janv.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	La hausse du dollar US et la baisse du prix du pétrole auront des effets positifs à la fois sur les résultats des sociétés (Q4, 2014) et sur les chiffres de la croissance européenne ; Le nouveau train de mesures BCE doit constituer un soutien des conditions financières et de la liquidité ; Nous restons positifs sur les thèmes visant une exposition aux US / USD et sur la consommation discrétionnaire ; Les attentes de bénéfices par action sont stabilisées à +5/6 % pour 2014 et à +11 % pour 2015.
=	=	US	Le S&P500 enregistre en 2014 une 6 ^e année de hausse consécutive, soit +23 % par an depuis le point bas de mars 2009, cumulant une hausse des profits et l'expansion des multiples ; La trajectoire attendue des BPA +8 % à la fois pour 2015 et 2016, inclut une baisse de la contribution du secteur énergie et reste la principale raison d'une hausse de l'indice ; La valorisation du marché est supérieure à sa moyenne historique.
+	+	Japon	Une forte croissance des cash-flows est attendue, liée à la fois à une hausse des investissements (taux d'intérêts réels négatifs et forte rentabilité attendue aidée par la dépréciation du yen), et à un rebond de la consommation privée (report hausse TVA + effet richesse) ; Le Japon est à un plus bas historique relatif (2003) vis-à-vis du marché américain sur la base des BPA à 12 mois.
+	+	Emergents	La macro exige beaucoup de sélectivité, car aucune homogénéité ; En Chine, en plus des réformes en cours, plans de relance et stimulation du crédit pour un premier achat immobilier ; Les flux restent orientés USD.

JK CAPITAL MANAGEMENT LTD.

+	+	Chine	La baisse des taux d'intérêts de la banque centrale chinoise a eu un effet stimulant sur les investisseurs particuliers de Chine continentale qui ont fait s'envoler les volumes des bourses de Shanghai et Shenzhen et fait décoller les indices des actions A : Le Shanghai composite index a progressé de 20 % en décembre. Le mouvement reste cependant décorrélié des fondamentaux des entreprises et il convient d'être prudent. Le marché des actions H a connu une progression plus modeste mais a malgré tout été tiré par les large caps et actions à double cotation H et A.
+	=	Asie	La baisse du prix du pétrole est en général une bonne chose pour les pays asiatiques car la plupart d'entre eux sont des importateurs nets de pétrole ; à l'exception de la Malaisie, marché le moins performant d'Asie en 2014. La situation macroéconomique des Philippines reste bonne ce qui se traduit par une bonne performance du marché. Deux points de vigilance : les valorisations et l'approche des élections présidentielles en 2016. En Thaïlande, malgré le soutien apporté par la population à la junte militaire qui a entraîné un rally du marché en 2014, peu de réformes favorables à la croissance et risque de déflation en 2015.



Déc.	Janv.	MULTIGESTION ALTERNATIVE	Commentaires
+	+	Global Macro	Les politiques monétaires divergentes entre pays du G10 et le regain de volatilité sur les marchés sont favorables à la stratégie. Les mouvements importants sur les devises (JPY et USD) et sur le pétrole sont aussi source d'opportunités pour les gérants spécialistes. Nous conservons une vision positive.
+	+	Long/Short Equity	Les corrélations inter et intra sectorielles sont en baisse et la volatilité en hausse. Cet environnement est favorable à la stratégie et nous privilégions les stock-pickers sans biais long structurel.
+	+	Event Driven	Les fondamentaux présents l'an passé pour le M&A demeurent. Les financements restent peu chers, les entreprises sont à la recherche de croissance externe. Les spreads sont revenus à des niveaux intéressants. Les restructurations d'entreprises, les spin-offs et ventes d'actifs devraient rester un thème dominant aux USA et en Europe en 2015, sous la pression exercée par les investisseurs soucieux d'un meilleur retour sur capital.
-	-	Arbitrage Credit	Le profil risque / rendement de la classe d'actifs est moins favorable, en particulier aux USA. Nous favorisons des fonds opportunistes à biais variables ou encore jouant des thématiques bien précises comme les financières en Europe. Par ailleurs, nous sommes sortis de la thématique RMBS, source de carry mais où le repricing a déjà eu lieu.
=	=	Distressed	Nous sommes dans une phase avancée d'un cycle de crédit expansionniste aux USA, caractérisée par d'amples liquidités mises à disposition des entreprises. De ce fait, les taux de défauts sont bas et devraient le rester, mais des opportunités demeurent sur les entreprises de taille intermédiaire. A moyen terme, le secteur de l'énergie devrait fournir un terrain favorable aux gérants. En Europe, la thématique des ventes de portefeuilles de prêts non core par les banques demeure.

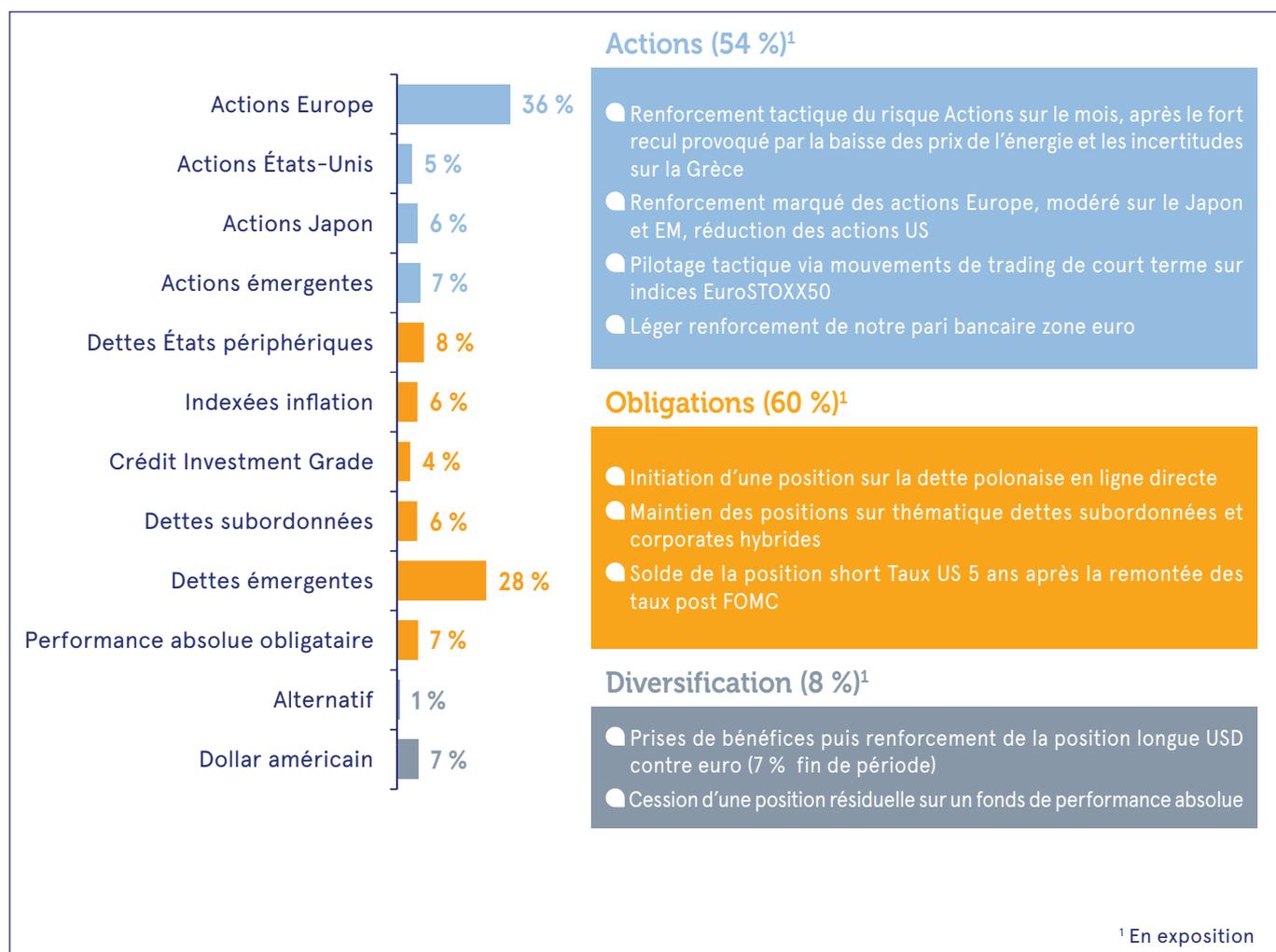
BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

"MONTAGNES RUSSES..."

À l'issue d'un mois de décembre marqué par un nouveau pic de volatilité l'indice ESX50 (Net Return) progresse de +3,66 % sur 2014 (+ 6,72 % pour le STOXX Europe 600, +13,7 % pour l'indice S&P500, +7,10 % pour l'indice Nikkei et +5,6 % pour l'indice MSCI EM en devises locales). L'abondance de liquidités issue du volontarisme des banques centrales et des gouvernements demeure le principal déterminant des grands mouvements. Dans ce contexte, compte tenu d'une volatilité de court terme toujours élevée, nous avons d'abord renforcé l'enveloppe globale de risque de nos portefeuilles en début de mois, sur

la partie actions européennes notamment, avant de prendre quelques bénéfiques tactiques, puis remonté de nouveau plus significativement la poche actions Europe en toute fin de période. Sur la partie Taux, nous avons renforcé quelques paris spécifiques, notamment sur la dette émergente (Pologne, Mexique). Fidèle à notre approche, nous avons géré activement nos expositions sur les actions et la devise, via des positions en contrats futures. L'exposition actions s'établit à 54 % en fin de période, en nette hausse sur le mois.



*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 GAM

Au 31 décembre 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	270	9,84 %	9,84 %	5,21 %	9,84 %	15,64 %	14,06 %	21,13 %	07/12/05
	Part I		10,33 %	10,33 %	5,17 %	10,33 %	17,89 %	17,92 %	54,32 %	24/10/03
LFP Patrimoine Flexible	Part R	344	6,68 %	6,68 %	9,20 %	6,68 %	26,75 %	23,52 %	66,05 %	05/04/01
	Part I		7,21 %	7,21 %	9,17 %	7,21 %	28,44 %		19,84 %	29/11/10
LFP PEA Flex	Part R	10			8,49 %				4,08 %	11/02/14
LFP Profil Régularité	Part R	171	4,51 %	4,51 %	4,53 %	4,51 %	19,11 %	14,93 %	52,45 %	08/01/98
Tages Global Alpha Selection	Part R	46	-1,75 %	-1,75 %	3,48 %	-1,75 %			3,56 %	20/02/12
Fixed-Income										
LFP Rendement Global 2022	Part R	57			4,73 %				-1,03 %	17/09/14
	Part I		4,72 %						-0,88 %	17/09/14
LFP Rendement Global 2020	Part R	153	1,90 %	1,90 %	3,55 %	1,90 %			6,11 %	24/09/13
	Part I		2,31 %	2,31 %	3,55 %	2,31 %			6,74 %	23/09/13
LFP Multistratégies Obligataires	Part I	19	9,68 %	9,68 %	1,92 %	9,68 %	23,10 %	17,02 %	70,24 %	10/01/01
LFP R2P Global Credit	Part I	113	7,16 %	7,16 %	2,40 %	7,16 %			8,49 %	17/09/12
LFP R2P Global High Yield	Part I	60			6,58 %				-0,88 %	27/10/14
LFP Libroblig	Part C	422	9,11 %	9,11 %	4,66 %	9,11 %	64,20 %	29,19 %	76,55 %	20/10/08
LFP Obligations Emergentes	Part P	102	0,49 %	0,49 %	6,39 %	0,49 %	4,51 %	15,33 %	42,80 %	11/10/05
	Part I		0,74 %	0,74 %	6,39 %	0,74 %	5,23 %	16,66 %	59,21 %	18/02/05
Equity										
LFIP Actions Euro	Part I	185	-2,16 %	-2,16 %	17,64 %	-2,16 %	36,94 %	18,42 %	83,87 %	04/06/03
LFP FCP Mon PEA	Part I	73	0,16 %	0,16 %	15,74 %	0,16 %	61,81 %		-84,66 %	27/05/10
LFP JKC China Value	Part I	175	-14,93 %	-14,93 %	15,04 %	-14,93 %	29,31 %		-7,41 %	08/10/10
LFP JKC Asia Value	Part I	55	-6,50 %	-6,50 %	10,98 %	-6,50 %	22,08 %		-6,62 %	01/07/11
LFIP Global Equity	Part I	52							3,92 %	15/12/14
LFP FORUM Securities Global Income Real Estate	Part R	74			3,81 %				9,00 %	28/02/14
	Part I		3,81 %						9,68 %	28/02/14
Money-Market										
LFP Trésorerie	Part I	3 216	0,41 %	0,41 %	0,02 %	0,41 %	1,88 %	3,67 %	8,39 %	15/04/08

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 : 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

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 73 368 840 € -
RCS : 480 871 490.

Directeur de la publication : Pascale Auclair.

Responsable de la rédaction : Pascale Cheynet.

Chef d'édition : Claudine Prête Procida.

Maquette : Sylvia Chadi.

Photos/illustration : Fotolia.

Impression : SB Grafic - 01 60 35 10 35.

www.lafrancaise-group.com



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