

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

---

## LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 162 - Novembre 2015

Achevée de rédiger le 10 | 11 | 2015

## REGARD SUR LES MARCHÉS

**Octobre 2015 se révèle d'excellente facture pour les marchés d'actions. Les doutes sur la croissance mondiale et les inquiétudes sur l'aptitude des banques centrales à garder la main ont été relégués au second plan, permettant un ample rebond.** Les indices européens regagnent ainsi sur le mois l'équivalent de la performance négative du 3<sup>e</sup> trimestre ; l'indice Dow Jones STOXX600 progresse de + 8 %, l'Euro STOXX de + 10 %. Les actions américaines, mesurées par l'indice S&P500 (+ 8 % sur le mois, meilleur mois d'octobre depuis 2011) retrouvent leurs plus hauts niveaux tandis que le marché japonais s'affiche en hausse de près de 10 %, malgré le statu quo décidé par la Banque centrale du Japon.

Encore une fois, les banques centrales ont orchestré le mouvement. Sans annoncer de mesures concrètes, mais en déclarant que le degré de soutien de la politique monétaire devrait être réexaminé lors de la prochaine réunion de décembre, **la BCE a laissé espérer au marché de nouvelles mesures. Si nécessaire, tous les instruments disponibles seront mobilisables, y compris le niveau du taux de la facilité de dépôt**, que certains membres du conseil des gouverneurs auraient voulu abaisser immédiatement. **De son côté, la banque centrale américaine a laissé la porte ouverte au terme de sa politique de taux quasi-nuls lors de la prochaine réunion du FOMC, le 16 décembre prochain.** La probabilité d'un ajustement du taux des Fed Funds regagne en crédibilité, sous réserve que les prochaines données publiées, notamment sur les chiffres de créations d'emploi, confirment la solidité du marché du travail.

Du côté des fondamentaux, peu d'éléments susceptibles de changer la donne des marchés : les publications trimestrielles sans relief des sociétés américaines mettent l'accent sur les effets de restructuration et l'amélioration des marges, dans un contexte de crois-

sance mondiale en tassement et de dollar fort. Sur le front macro-économique, le PIB US du 3<sup>e</sup> trimestre croît plus modérément à + 1,5 %, cette faiblesse provient essentiellement d'un effet déstockage vraisemblablement non récurrent, et ne remet pas en cause la trajectoire de l'exercice, portée par la demande interne et le commerce extérieur. La Chine, zone de cristallisation des craintes de l'été, poursuit son ralentissement à un rythme qui apparaît moins préoccupant.

**"L'effet Banques Centrales" est perceptible sur les devises également**, le Dollar US regagne du terrain contre un panier de devises et les déclarations de Monsieur Draghi permettent à l'Euro de revenir sous la zone des 1,10 versus 1,15 en milieu de mois.

En revanche, les taux Core européens évoluent peu sur la période, les taux périphériques se détendent modérément, portés par les déclarations de la BCE, tandis que les taux US se tendent légèrement sous l'effet du FOMC. Sur le front des taux émergents, on observe enfin un rebond significatif de la dette en dollar (+ 2,75 %) porté par un modeste retour des flux entrants. Le marché du crédit européen profite également du discours accommodant de la BCE, après l'émergence de multiples risques spécifiques depuis deux mois. La collecte observée lors des deux dernières semaines d'octobre témoigne du retour de l'appétit des investisseurs pour la dette privée obligataire dont le rendement courant est redevenu attractif en relatif.

**Après le fort rebond observé en octobre dont le principal catalyseur a été la communication des Banques Centrales, nous infléchissons notre stratégie d'investissement et modérons le risque déployé sur la partie actions du portefeuille. Nous conservons néanmoins un prisme zone euro dans notre enveloppe Actions, et maintenons une duration faible et une exposition au crédit très ciblée.**

On en coasse



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

**Le mois d'octobre a confirmé le retour au calme sur les marchés de capitaux mondiaux.** La volatilité s'est nettement réduite. Les devises de certains pays émergents ont en partie corrigé leur baisse de l'été. D'autres, notamment le real brésilien et plusieurs monnaies d'Amérique Latine, se sont juste stabilisées sur un palier bas. Dans l'ensemble, les grands marchés boursiers ont effacé une bonne partie de leurs pertes antérieures. Tout se passe comme s'ils se sentaient rassurés sur les perspectives économiques, après le brusque accès d'inquiétude de l'été, et surtout par les discours des banquiers centraux.

**La vision économique de moyen terme est cependant un peu moins favorable qu'il y a quelques mois.** La crainte d'un arrêt brutal de la croissance chinoise est certes repoussée mais la question de la solidité des perspectives économiques reste en débat. La plupart des organisations économiques comme le FMI ont légèrement révisé en baisse leurs prévisions de croissance. Au vu des derniers indicateurs, l'expansion de l'activité économique mondiale se poursuit à un rythme plus faible que celui qui était anticipé au printemps dernier mais qui est toujours clairement positif. Au Brésil la récession continue pour l'instant de s'approfondir. La Russie a en revanche dépassé le point bas d'activité. L'Inde affiche de bons résultats de croissance. Le Japon retrouve un climat des affaires plus favorable. La Chine confirme qu'elle est engagée dans un mouvement de ralentissement tendanciel qui n'est sans doute pas terminé mais qui est progressif. Aux États-Unis, la production industrielle plafonne

et les commandes nouvelles restent bridées. La construction de logements se redresse lentement. Les activités de service sont en expansion. Au total, la croissance américaine reste très modérée et n'accélère pas (1,5 % l'an au troisième trimestre après 3,5 % au second).

**La zone euro s'inscrit dans le mouvement d'ensemble avec toujours un décalage de rythme par rapport aux autres pays développés.** Les ventes au détail se sont vivement redressées avec la baisse du pétrole. Cependant les relais de reprise restent incertains. Les indices de conjoncture convergent sur l'idée d'une petite croissance sans aucune tension ni sur l'appareil de production, ni sur le marché du travail. Au total, la croissance mondiale se poursuit à un rythme proche de 3 % l'an. La pression sur les salaires et les prix reste très faible. A la vigueur de la concurrence s'ajoute l'impact de la rechute du prix du pétrole. L'inflation remontera toutefois prochainement, de façon mécanique, vers 2 % aux États-Unis et 1 % dans la zone euro.

**Les politiques monétaires se maintiennent dans l'expectative.** Dans les pays émergents l'heure est encore à la baisse des taux. Les autorités monétaires de Chine viennent de baisser les taux directeurs et les coefficients de réserves obligatoires. La Réserve fédérale américaine n'a pas encore les idées claires sur le moment de la première hausse de taux. Dans la zone euro, la prudence domine toujours et **la BCE, qui semble détenir le seul levier de stimulation de l'économie, se dit prête à renforcer les achats de titre pour soutenir le crédit et écarter tout risque de déflation.**

Nous ne modifions pas nos perspectives économiques d'octobre. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation faible, les taux d'intérêt resteraient bas, avec l'amorce progressive d'un cycle de hausse aux États-Unis autour de la fin 2015.

Scénario de référence pour 2015-2016		2014	2015	2016
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,4	2,4	2,4
	ZONE EURO	0,9	1,5	1,4
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,6	0,3	1,5
	ZONE EURO	0,4	0,1	0,9
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,25	0,5	1,25
	BCE	0,05	0,05	0,05

\*Taux d'accroissement annuel (moyenne 2014 /moyenne 2015/moyenne 2016)

\*\*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

## LA FRANÇAISE

Oct.	Nov.	FIXED INCOME	Commentaires
		<b>Taux</b>	En réaffirmant qu'une hausse des taux lors de sa prochaine réunion était toujours possible, la Fed a repris la main sur les marchés. Toute remontée des taux directeurs devrait néanmoins avoir un impact limité sur les parties longues de la courbe.
		Pays Core	En ouvrant la porte à une possible baisse des taux directeurs, Mario Draghi a redonné du potentiel aux rendements obligataires en zone euro. Il faudra néanmoins attendre une action concrète pour que ce potentiel puisse se réaliser.
		Pays Périphériques	L'offre nette de dettes publiques de la zone euro est favorable d'ici la fin de l'année. Les dernières données macro-économiques sont encourageantes. Le prochain mouvement de la BCE sera accommodant. Les taux périphériques sont attractifs dans ce contexte.
		Inflation	Grace à la fin des effets de base négatifs, les glissements annuels d'inflation devraient remonter aux alentours de 1 % dès le 1er trimestre 2016. Loin de signaler un retour des pressions inflationnistes, cela pourrait permettre aux points morts de court terme de remonter légèrement.
		Emergents	L'activité chinoise semble s'être stabilisée et pourrait amorcer un léger rebond au quatrième trimestre. Les prix des matières premières restent faibles. L'attractivité des rendements a été à l'origine d'un rebond au cours du mois d'octobre qui pourrait se poursuivre en novembre jusqu'au prochain rendez-vous avec la Fed.
		<b>Crédit</b>	Nous restons positifs sur la partie crédit Euro en raison du ton accommodant de la BCE. Malgré un marché primaire qui devrait s'accélérer, les fonds continuent d'investir leurs liquidités ce qui porte au resserrement des spreads. Nous sommes plus prudents sur la partie dollar en raison du risque spécifique et des incertitudes sur le timing de la Fed.
		Investment Grade	Nous restons positifs sur la partie euro en raison de la posture toujours accommodante de la BCE. Sur la partie US, nous changeons notre conviction de positif à négatif en raison de la Fed et de l'offre primaire.
		Subordonnées	Nous sommes positifs sur la classe d'actif Subordonnées. La partie bancaire AT1 offre des rendements attractifs et a montré une volatilité faible par rapport aux autres classes d'actifs. Nous repassons positifs sur les subordonnées d'assurance en raison de la valorisation. Biais plus prudent sur les corporates hybrides suite à la clarification de la méthodologie de S&P.
		High Yield	Nous restons positifs sur la partie HY euro en raison de la posture toujours accommodante de la BCE. Sur le HY \$ nous sommes plus prudents compte tenu de l'émergence de certains risques spécifiques qui peuvent peser sur le sentiment général du marché (cas de Valeant) et de l'incertitude sur la politique de la Fed.
		Convertibles	Nous restons prudents en raison des valorisations peu attractives.

Oct.	Nov.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	De bons PMI pour la zone euro (industrie et services) où le consommateur est toujours actif ; la politique de la BCE accommodante et la baisse de la parité EUR/USD maintiennent les marchés européens en position relative positive. Publications Q3 plutôt décevantes (en ligne alors que supérieures de 5 % Q1 et Q2). Nous continuons de privilégier une stratégie domestique.
+	=	US	Toujours des incertitudes relatives au timing de hausse des taux de la Fed et à un ISM manufacturier à un plus bas 3 ans. Les publications du 3 <sup>e</sup> trimestre sont décevantes (75 % publié), 2015 en baisse et les attentes 2016 réduites en dessous de 10 %. Nouvelle hausse du dollar et faiblesse de l'export. Retour du S&P500 autour de 2100, nous sommes prudents sur le directionnel du marché US.
+	+	Japon	Opinion positive conservée, notamment la signature du pacte trans-Pacifique (TPP) qui favorise la reprise des réformes structurelles du plan Abe, même si la BoJ n'a pas accéléré son QE.
=	=	Emergents	Rebond technique en octobre des marchés émergents, limité par la hausse de l'USD et l'affaiblissement de leurs devises. Les chiffres de la production industrielle chinoise restent faibles, mais bon PMI des services. Le plénum a apporté quelques mesures de stimulation économique et un commentaire positif sur la croissance du PIB. Restons positifs à l'égard du marché chinois.

Oct.	Nov.	ACTIONS	Commentaires
+	=	Chine	Les actions chinoises ont fortement rebondi, soutenues par des valorisations basses et les discours de la Fed. L'actualité macro est déconcertante avec des annonces positives comme la baisse des taux d'intérêt et, en parallèle, des chiffres préoccupants, comme l'annonce de la croissance au T3 trop élevée, qui suggèrent qu'il faut bien choisir ses positionnements sectoriels pour l'avenir.
+	+	Asie	Les marchés asiatiques ont fortement rebondi en octobre poussés par l'anticipation que les taux US n'allaient pas remonter en 2015, perception qui a légèrement changé à la fin du mois. L'Indonésie a particulièrement rebondi (+15%) aidée par des annonces de stimulus très positives. Les actions indonésiennes redeviennent attractives.

Oct.	Nov.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Sur octobre les fonds ont rebondi et bénéficient de positions longues sur les actions Europe et US (via options essentiellement). Les positions devises ont aussi contribué positivement avec un long USD qui reste prépondérant dans tous les portefeuilles. Nous restons positifs sur la stratégie.
+	+	Long/Short Equity	Octobre a été moins flamboyant que le mois de septembre sur notre sélection. Sans surprise, les fonds qui avaient très bien tenu sur septembre ont souffert de la rotation sectorielle sur octobre avec le rebond des secteurs Mining, Energie, Auto. Cependant nous conservons une forte conviction sur le segment LS Actions et nous affichons une performance positive sur le mois et de loin la meilleure contribution YTD.
=	=	Event Driven	Nous avons déjà révisé à la baisse nos anticipations sur le segment. Le contexte économique reste porteur pour l'environnement M&A. le rebond actions sur le secteur de l'énergie a permis d'afficher un bon mois d'octobre. Les fonds ont réduit leurs leviers et des flux vendeurs sont à attendre sur la fin d'année, ce qui nous rend prudents.
-	-	Arbitrage Credit	Bien que faiblement exposées sur le crédit, nos allocations continuent de bien performer. Nous gardons un positionnement défensif et des portefeuilles convexes qui devraient sur performer si une détérioration du marché du crédit devait survenir.
-	-	Distressed	Les opportunités sont limitées mais le secteur oil & gaz reste à suivre. Nous n'avons pas d'allocation sur le segment.

# BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS\* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

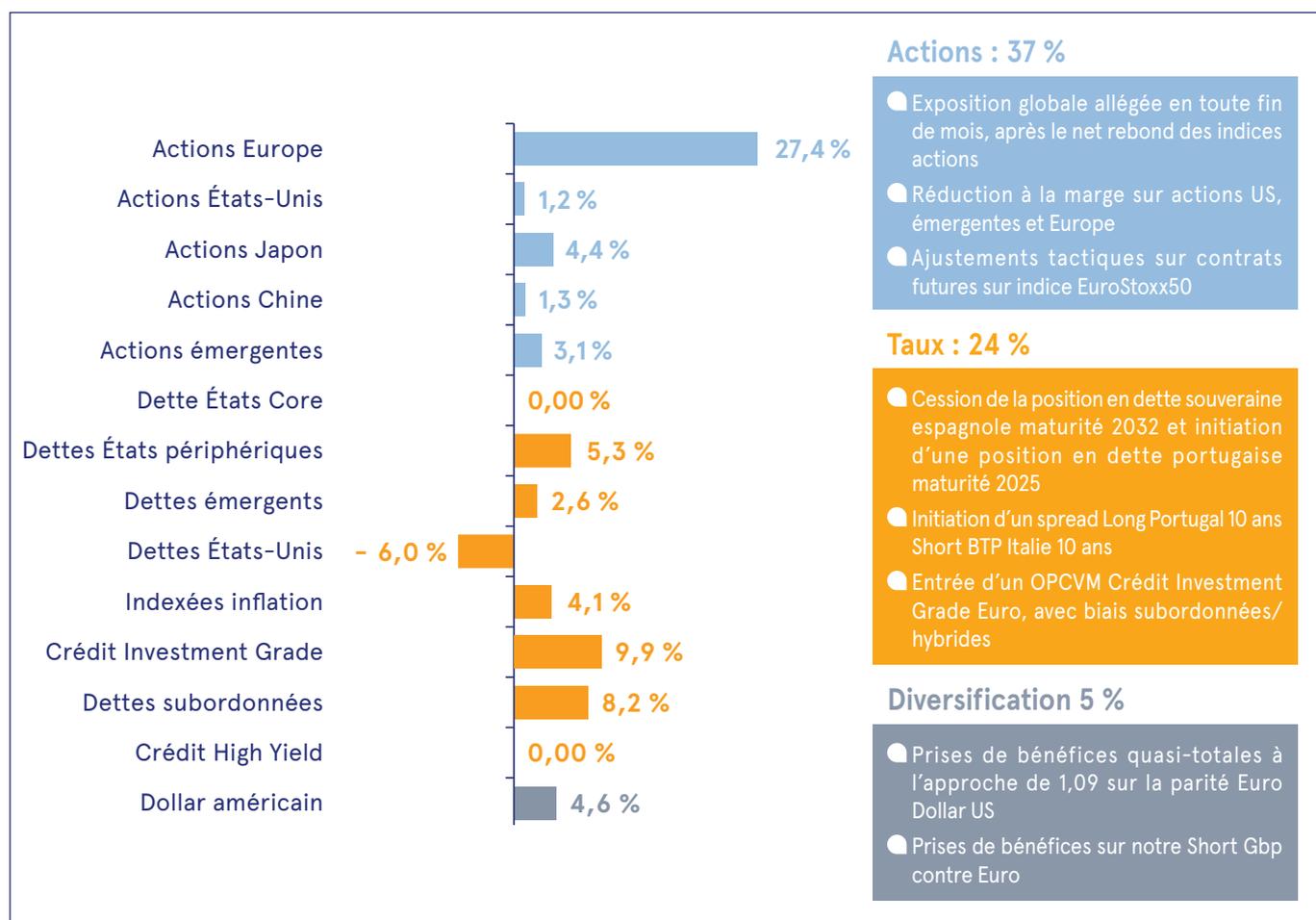
## ECLAIRCIES...

Après plusieurs semaines d'intense nervosité, octobre 2015 se révèle comme le plus fort mois de hausse des marchés d'actions européennes depuis avril 2009. Dans cette configuration justifiée très largement par des attentes potentiellement excessives des marchés quant à l'action des banquiers centraux, nous jugeons pertinent de cristalliser une partie de la performance de nos fonds flexibles, au regard du rebond de leur performance absolue.

Sur la partie obligataire, en dehors d'arbitrages et d'une nouvelle position en Valeur Relative sur

les dettes souveraines périphériques, nous avons renforcé la poche Crédit Investment Grade en fin de période.

L'enveloppe de diversification a fait l'objet de prises de bénéfices significatives, après les mouvements sur les devises observés suite aux déclarations des Banques Centrales. Elle s'établit à 4,6 % à fin octobre, contre 17 % un mois plus tôt (1,4 % de Long Dollar contre Euro et 3,2 % de Long Dollar contre 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 30 octobre 2015		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2015	1 an	3 ans	5 ans	Création		
<b>Cross-Asset</b>									
La Française Allocation	Part R	328 m€	5,32 %	7,75 %	18,89 %	19,87 %	27,57 %	6,27 %	07.12.2005
	Part I		5,73 %	8,26 %	20,69 %	23,70 %	63,15 %	6,58 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	434 m€	4,32 %	5,24 %	24,00 %	22,76 %	73,22 %	10,98 %	05.04.2001
	Part I		4,71 %	5,71 %	25,65 %	-	25,47 %	10,98 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	28 m€	5,16 %	6,13 %	-	-	9,45 %	11,42 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	194 m€	3,64 %	4,89 %	16,22 %	17,25 %	57,99 %	6,78 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	65 m€	1,76 %	1,70 %	6,02 %	-	5,38 %	3,55 %	20.02.2012
<b>Fixed-Income</b>									
La Française Rendement Global 2022	Part R	133 m€	2,25 %	0,55 %	-	-	1,20 %	4,95 %	17.09.2014
	Part I		2,60 %	0,96 %	-	-	1,70 %	4,95 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	130 m€	3,14 %	1,57 %	-	-	9,44 %	3,77 %	24.09.2013
	Part I		3,48 %	1,97 %	-	-	10,45 %	3,77 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	305 m€	3,03 %	4,22 %	18,01 %	20,31 %	75,39 %	3,23 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	69 m€	0,58 %	1,00 %	8,25 %	-	9,27 %	3,28 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	66 m€	1,20 %	0,40 %	-	-	0,31 %	5,18 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	801 m€	-0,01 %	1,28 %	27,34 %	15,62 %	76,53 %	6,41 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	82 m€	-1,21 %	-6,08 %	-8,65 %	2,38 %	41,07 %	6,20 %	12.10.2005
	Part I		-1,00 %	-5,84 %	-8,00 %	3,60 %	57,78 %	6,20 %	24.12.2004
<b>Equity</b>									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	257 m€	17,56 %	20,49 %	42,75 %	41,08 %	116,16 %	18,35 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	88 m€	19,20 %	24,74 %	53,32 %	67,23 %	82,90 %	16,73 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	576 m€	6,07 %	8,69 %	64,86 %	103,39 %	99,78 %	13,84 %	18.05.2007
LFP-JKC China Value	Part I€	84 m€	-5,07 %	-11,50 %	4,25 %	-14,69 %	-12,11 %	21,13 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	31 m€	-3,11 %	-8,10 %	-0,83 %	-	-9,52 %	15,78 %	01.07.2011
LFIP Global Equity	Part I€	63 m€	2,70 %	-	-	-	6,73 %	-	15.12.2014
La Française LUX – Forum Global Real Estate Securities	Part R€	143 m€	0,92 %	2,50 %	-	-	10,00 %	6,72 %	28.02.2014
	Part I€		1,55 %	3,25 %	-	-	11,38 %	6,72 %	28.02.2014
<b>Money-Market</b>									
La Française Trésorerie	Part I	3 744 m€	0,15 %	0,20 %	1,10 %	3,33 %	8,55 %	0,02 %	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](http://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](http://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 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 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 :** Wanda Le Sauze

**Photos/illustration :** Fotolia

**Impression :** SB Grafic - 01 60 35 10 35

[www.lafrancaise-group.com](http://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](http://www.lafrancaise-group.com)