

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

---

## LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

---

N° 163 - Décembre 2015

Achevée de rédiger le 04 | 12 | 2015

## REGARD SUR LES MARCHÉS

Novembre s'inscrit dans la continuité d'octobre, avec la **confirmation des dynamiques de marchés dessinées le mois dernier : poursuite du rebond des grands marchés d'actions**, à moindre vitesse et avec davantage de différenciation, écartement des rendements obligataires de part et d'autre de l'Atlantique et **affaiblissement de l'Euro. Ces tendances sont toujours largement portées par les attentes autour des réunions de la Fed et de la BCE.**

Les indices Actions européennes (+3 % sur le Stoxx600) et surtout japonaises (+5 % sur le Nikkei) surperforment, tandis que les indices US sont globalement à l'équilibre (+0,30 % sur le S&P500). Les secteurs et indices les plus cycliques rebondissent, à l'image de l'indice DAX qui gagne 4,5 % et fait mieux que la zone euro dans son ensemble. En revanche, les indices émergents restent négatifs sur le mois, et les matières premières pénalisées par un ralentissement désormais quasi-généralisé des secteurs manufacturiers dans le monde. Le pétrole et les métaux de base accusent ainsi un recul supplémentaire de 10 % de leurs prix sur le mois !

Sur le front des marchés de taux d'intérêt, le prix des obligations zone euro progresse, modestement en France et en Allemagne où les niveaux atteints sont déjà très bas, mais davantage sur les rendements périphériques (-10 à -20bp) portés par la baisse anticipée du taux de dépôt et l'extension du QE de la BCE. Les taux longs américains se tendent dans le même temps de 10bp, sans toutefois vraiment sortir d'un range étroit 2,20 %-2,30 % pour les bonds à 10 ans, mais le durcissement des anticipations de remontée des Fed Funds en décembre conduit à l'aplatissement de la courbe des taux US entre 2 ans et 10 ans d'environ 15bp. Très logiquement, la devise européenne retrouve un plus bas de 7 mois face au Dollar US... mission déjà très largement accomplie pour Mario Draghi, donc !

**Sur le front macro rien de très neuf, le tassement de la conjoncture mondiale se confirme** et l'OCDE abaisse dans la quasi-totalité des zones, ses anticipations de croissance pour 2015 et 2016. En Chine, le FMI annonce l'intégration du Yuan (date d'effet octobre 2016) dans le panier de ses monnaies de réserve, à hauteur de 10,92 % soit davantage que le poids du Yen et de la Livre britannique ! Les indices d'activité PMI se maintiennent en-dessous de la zone d'expansion et traduisent l'ajustement du secteur manufacturier, sans provoquer à ce stade d'atterrissage brutal. Aux Etats-Unis, la croissance du PIB au 3<sup>e</sup> trimestre est ajustée à la hausse, toujours dopée par la consommation, tandis que l'économie japonaise retombe en récession.

**Côté fondamentaux micro-économiques les divergences interzones s'affirment**, les entreprises européennes vont continuer à bénéficier du triptyque Euro faible/taux nuls/prix et salaires bas, les sociétés américaines vont devoir intégrer des conditions de financement moins favorables et un dollar vraisemblablement plus fort tandis que le statu quo de la BOJ et la faiblesse du Yen permettront aux entreprises nippones de maintenir des perspectives bénéficiaires élevées et des dividendes attractifs.

**La divergence des politiques monétaires entre Europe et Etats-Unis, ainsi que la révision à la baisse des perspectives économiques globales à moyen terme, constituent des points de vigilance nous conduisant à aborder le mois de décembre avec un curseur de risque plus modéré, dans un environnement que nous anticipons plus volatil. Notre exposition actions ainsi réduite intègre toujours un prisme actions zone euro. Nos poches obligataires conservent une duration faible construite via des dettes périphériques et une exposition au crédit très ciblée (Investment Grade Euro et subordonnées financières).**

On en coasse



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

La baisse de régime de la croissance mondiale au troisième trimestre est confirmée par les données récentes. Selon les premiers calculs, le taux de croissance mondiale aurait perdu environ un demi-point entre le deuxième et le troisième trimestre 2015. La plupart des régions ont participé au mouvement. En termes de perte de croissance, la Chine se situe dans la moyenne mondiale, les États-Unis ont nettement perdu (de 3,9 % au deuxième trimestre à 2,1 % au troisième) après un rattrapage au printemps qui compensait les effets des tempêtes du début d'année. La croissance de la zone euro est restée modeste mais à peu près stable (1,2 % l'an au troisième trimestre après 1,4 % au deuxième). En Russie, le creux de la récession semble passé et le troisième trimestre marque un début de rebond après deux trimestres de contraction à un rythme annuel de 6 à 8 %.

Les marchés de capitaux ont absorbé le stress de l'été. Ils restent prudents sur les perspectives et attentifs à la baisse des prix des commodités. Le prix du pétrole est retombé à ses plus bas niveaux, proches de 45 dollars le baril de Brent. L'offre reste très élevée et la demande, encore au-dessous de l'offre, s'inscrit sur une tendance croissante mais modérée. Sauf décision inattendue de réduction de la production, le prix du pétrole restera bas encore plusieurs trimestres. Pour les autres matières premières, la baisse des prix se poursuit encore à un rythme rapide. Les reculs sont moindres en euros qu'en dollar en raison de la baisse relative de l'euro, mais ils restent significatifs. Ils ont été très favorables au pouvoir d'achat des consommateurs. Les données d'enquêtes récentes suggèrent un

nouveau petit tassement de la croissance dans les grandes régions du monde au quatrième trimestre, sauf dans la zone euro. Les enquêtes de la Commission Européenne traduisent une légère amélioration des anticipations. Un élément positif et nouveau est la forte remontée des opinions sur les perspectives du secteur de la construction. La reprise du crédit y contribue probablement. La croissance est pour l'instant surtout tirée par la consommation comme le montrent les indices de confiance des ménages et les enquêtes auprès des commerçants de détail. Le pouvoir d'achat bénéficie à plein du recul des prix des produits de base et de l'inflation des prix à la consommation, retombée à zéro. La lente remontée de l'activité européenne se poursuit. Cependant, les stimulants qui ont joué fortement fin 2014 et en 2015 ont commencé à baisser en intensité. La BCE s'en inquiète et elle tente de la renforcer et de relever le taux d'inflation par plusieurs nouvelles initiatives de politique monétaire. Quant à la reprise américaine, selon les derniers indicateurs, elle se poursuivrait sans gagner en dynamisme. On perçoit même actuellement des signes d'essoufflement. La progression des ventes au détail, les créations d'emplois et les indices de confiance des ménages ont rechuté et les profits des entreprises plafonnent.

La modération de la croissance et l'inflation nulle dans l'ensemble des grandes régions (Europe, États-Unis, Japon et Chine), justifient l'hypothèse d'une persistance de taux d'intérêts à un bas niveau. Il faut toutefois être attentif au fait qu'une remontée des glissements annuels des prix au voisinage de 2 % l'an aux États-Unis et de 1 % dans la zone euro est imminente

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










Nous ne modifions pas nos perspectives économiques de septembre. 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 en cette fin d'année

\*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

Nov.	Déc.	FIXED INCOME	Commentaires
		Taux	La Fed devrait selon toute vraisemblance remonter son taux directeur lors de sa réunion du 16 décembre pour la première fois depuis 2006. Le marché nous semble bien préparé à cet évènement, et l'impact sur la partie longue de la courbe devrait rester limité.
		Pays Core	Le niveau d'attente du marché autour de la réunion de la BCE était trop fort. Malgré l'annonce d'une baisse du taux de dépôt et la prolongation de 6 mois du programme d'achats d'actifs, les rendements obligataires se sont tendus en zone euro. Sur ces niveaux, le marché nous semble à son prix.
		Pays Périphériques	La BCE prolonge son programme d'achat jusqu'en mars 2017. L'offre nette de la zone euro sera donc très favorable l'année prochaine. Les dernières données macro-économiques sont orientées positivement. Les taux périphériques restent attractifs.
		Inflation	Les perspectives d'inflation européennes restent faibles et les anticipations d'inflation resteront sous pression tant que l'inflation restera basse. Nous privilégions les points morts d'inflation aux Etats-Unis.
		Emergents	Le PMI moyen manufacturier sur les pays émergents (49,2 en novembre) revient modestement après son point bas du mois d'août (48,5) et traduit une stabilisation dans les économies émergentes. Les valorisations de marché sont attractives à 390 points de base.
		Crédit	Nous restons positifs sur la partie crédit Euro en raison du ton accommodant de la BCE et du ralentissement du marché primaire avant la fin de l'année. Nous sommes davantage confiants sur la partie dollar en raison du caractère très probablement graduel de la remontée des taux de la Fed.
		Investment Grade	Au vu de l'offre primaire moindre d'ici la fin de l'année et du discours toujours accommodant de la BCE, nous sommes toujours positifs sur la partie euro. Sur la partie US, nous sommes plus confiants grâce à une meilleure visibilité de la politique monétaire de la Fed.
		Subordonnées	Nous restons positifs sur la classe d'actifs Subordonnées. La partie bancaire AT1 offre des rendements attractifs et a montré une volatilité faible par rapport aux autres classes d'actifs. Nous sommes positifs sur les subordonnées d'assurance en raison de la valorisation. Biais plus prudent sur les corporates hybrides après la clarification de la méthodologie de S&P.
		High Yield	Nous modérons notre appétit sur la classe d'actifs du fait des importantes décisions à venir des banques centrales, de la baisse des matières premières et de la hausse du risque spécifique.
		Convertibles	L'afflux de nouvelles émissions contribue à rendre le gisement plus abordable en termes de valorisation. Nous restons attentifs aux opportunités qui peuvent se présenter.

Nov.	Déc.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Opinion positive pour les actions de la zone euro, notamment en termes relatifs. Le consommateur, la politique accommodante de la BCE et la baisse de la parité EUR/USD sont positifs pour ce marché. Après des publications Q3 décevantes, les attentes de résultats pour 2016 restent entre +7 et +8 %. Nous continuons de privilégier une stratégie domestique.
=	=	US	A la veille de la hausse attendue des taux de la Fed et après un ISM faible et des publications négatives au 3 <sup>e</sup> trimestre, nous restons prudents pour un niveau du S&P500 autour de 2100 (PE16e 17x). Les résultats 2015 seront en baisse et les attentes 2016 réduites à +8%. La nouvelle hausse du dollar pénalise les exportateurs.
+	=	Japon	En cette fin d'année, l'absence de réformes, l'enlisement politique et des résultats économiques décevants pèsent sur le marché. L'action massive de la banque centrale est sans résultats évidents. Les entreprises japonaises améliorent leurs résultats en JPY mais ne gagnent pas de parts du marché mondial.
=	=	Emergents	Prudents à l'égard des marchés émergents et positifs sur le marché chinois. La production industrielle chinoise restera faible mais progression de la part de la consommation dans le PIB. Les mesures de cet automne contribueront à maintenir une croissance entre 6 et 7 %. La qualification du RMB par le FMI comme monnaie de réserve est un point positif à moyen terme.

Nov.	Déc.	ACTIONS	Commentaires
=	=	Chine	Le FMI a finalement intégré le renminbi à son programme de droits de tirage spéciaux. L'impact sur la demande de RMB reste incertain mais cela pourrait conduire le gouvernement chinois à laisser sa devise se déprécier. On voit une dichotomie apparaître sur les marchés actions favorisant les entreprises privées par rapport à des entreprises étatiques qui devront lourdement se réformer en 2016.
+	+	Asie	Les chiffres de croissance du PIB au T3 des pays de la zone ont été en ligne avec le consensus et n'ont pas affecté les marchés. En octobre, des changements politiques en Indonésie ont favorablement impacté les marchés. Une situation similaire pourrait se produire en Thaïlande ou une nouvelle équipe économique menée par le Premier ministre délégué, le respecté Dr Somkid, a été nommée.

Nov.	Déc.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Sur novembre les performances des fonds Global Macro sont très bonnes. Les positions longues sur les actions européennes et sur les devises (USD) ont fortement contribué. Nous restons positifs sur la stratégie mais le positionnement est très consensuel et les nombreux événements sur décembre, meeting BCE, réunion de l'Opec du 03/12 et meeting BOJ du 18/12, peuvent apporter beaucoup de volatilité.
+	+	Long/Short Equity	Novembre est globalement positif sur la stratégie LS. Seuls deux fonds sont net vendeurs sur la fin d'année. Le marché européen est fortement acheté en amont du "QE" de la BCE et les dividendes sont soutenus par la baisse de l'euro. La liquidité est faible ; nous réduisons donc les positions les plus directionnelles.
=	=	Event Driven	Le contexte économique reste porteur pour l'environnement M&A et les fonds ont affiché un mois correct même si les expositions aux secteurs énergie / matières premières restent dans le rouge et que nous n'anticipons pas de rebond à court terme.
-	-	Arbitrage Credit	Le marché du crédit semble englué avec une liquidité dégradée et il est peu probable de voir une amélioration tant que les matières premières restent à ce niveau. Il est à craindre des défauts sur le segment énergie et nous avons positionné nos portefeuilles de manière défensive voire short crédit.
-	-	Distressed	Les opportunités sont limitées – nous n'avons pas d'exposition.

# BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

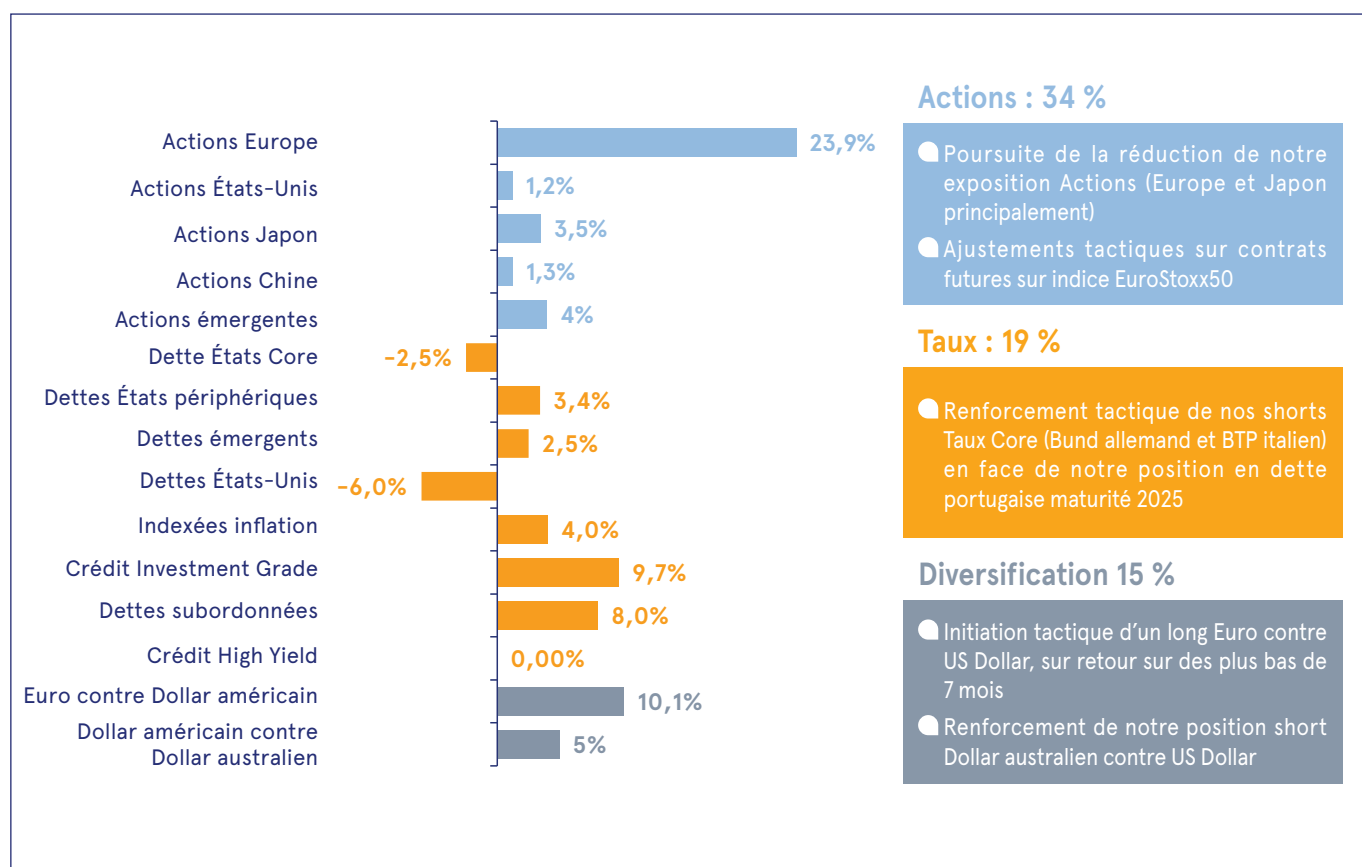
À TRAVERS NOTRE FONDS\* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

## DIVERGENCES POLITIQUES BANQUES CENTRALES...

En dépit de facteurs de risques accrus de notre point de vue (onde de choc de la 1<sup>re</sup> normalisation monétaire américaine, fragilité des émergents avec l'affaiblissement continu des matières premières, risque géopolitique...) le rebond d'octobre se poursuit en novembre, avec les banques centrales comme unique catalyseur. Dans cette configuration, nous jugeons pertinent de poursuivre la réduction du risque du portefeuille, au regard du niveau de performance absolue.

Nous réduisons nos positions en actions européennes et japonaises. Sur la partie obligataire, nous initions quelques positions tactiques vendeuses sur taux Core, face à notre pari maintenu sur la dette portugaise.

L'enveloppe de diversification, très allégée le mois dernier, a été regonflée par une position short Dollar australien contre US Dollar (5 % du portefeuille) et par une position longue tactique euro contre US Dollar alors que les attentes autour de la réunion de la BCE nous semblent déjà bien intégrées.



\*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 novembre 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	330 m€	5,54 %	6,94 %	17,55 %	21,10 %	27,84 %	6,30 %	07.12.2005
	Part I		5,99 %	7,45 %	19,33 %	24,92 %	63,56 %	6,61 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	445 m€	5,15 %	4,16 %	23,44 %	23,65 %	74,60 %	10,99 %	05.04.2001
	Part I		5,58 %	4,63 %	25,07 %	26,29 %	26,53 %	10,99 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	31 m€	6,21 %	5,41 %	-	-	10,54 %	11,50 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	212 m€	4,66 %	4,50 %	16,22 %	19,72 %	59,55 %	6,82 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	63 m€	2,30 %	1,30 %	6,37 %	-	5,94 %	3,46 %	20.02.2012
<b>Fixed-Income</b>									
La Française Rendement Global 2022	Part R	144 m€	1,96 %	0,42 %	-	-	0,91 %	5,02 %	17.09.2014
	Part I		2,34 %	0,83 %	-	-	1,45 %	5,02 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	128 m€	3,19 %	1,69 %	-	-	9,49 %	3,86 %	24.09.2013
	Part I		3,56 %	2,09 %	-	-	10,54 %	3,86 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	312 m€	3,77 %	4,23 %	17,82 %	23,39 %	76,67 %	3,32 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	53 m€	0,70 %	0,67 %	7,81 %	-	9,40 %	3,27 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	65 m€	0,56 %	-0,04 %	-	-	-0,33 %	5,21 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	789 m€	0,70 %	0,96 %	25,39 %	-	77,79 %	6,40 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	79 m€	-0,94 %	-5,31 %	-9,06 %	3,23 %	41,46 %	6,15 %	12.10.2005
	Part I		-0,71 %	-5,07 %	-8,41 %	4,47 %	58,24 %	6,15 %	24.12.2004
<b>Equity</b>									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	266 m€	21,59 %	19,47 %	43,20 %	52,22 %	123,57 %	18,46 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	96 m€	21,02 %	20,66 %	49,90 %	72,49 %	85,70 %	16,91 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	606 m€	7,14 %	6,36 %	64,66 %	102,91 %	101,81 %	14,65 %	18.05.2007
LFP-JKC China Value	Part I€	86 m€	-4,88 %	-10,33 %	0,41 %	-13,92 %	-11,93 %	21,33 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	31 m€	-2,82 %	-6,91 %	-4,27 %	-	-9,25 %	16,03 %	01.07.2011
LFIP Global Equity	Part I€	52 m€	5,91 %	-	-	-	10,07 %	-	15.12.2014
La Française LUX – Forum Global Real Estate Securities	Part R€	134 m€	1,33 %	2,07 %	-	-	10,45 %	7,04 %	28.02.2014
	Part I€		2,03 %	2,84 %	-	-	11,91 %	7,04 %	28.02.2014
<b>Money-Market</b>									
La Française Trésorerie	Part I	3 804 m€	0,15 %	0,17 %	1,07 %	3,26 %	8,56 %	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)