

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

---

## LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 164 - Janvier 2016

Achevée de rédiger le 11 | 01 | 2016

## REGARD SUR LES MARCHÉS

L'année 2015 s'était ouverte sur l'espoir d'un bonus de croissance permis par la baisse du prix des matières premières... et se clôture malheureusement avec un regain d'incertitude et de nervosité largement provoqué par l'effondrement du prix du pétrole et des matières premières (-35 % sur l'année pour le Brent et -25 % sur l'indice CRB...), la résurgence des inquiétudes sur la Chine et l'érosion du niveau de l'activité mondiale. Foin d'illusions, les marchés affrontent en ce début d'année des perspectives bien ternes, avec des banques centrales toujours aux commandes mais dont les politiques monétaires sont de fait devenues divergentes de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui accroît le stress ambiant.

En termes macro-économiques, rien de très neuf si ce n'est que se confirme l'infléchissement de la croissance mondiale ; la zone euro renoue avec une croissance modeste, portée par le triptyque baisse du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêt, la croissance américaine reste en deçà de sa moyenne de long terme malgré un marché immobilier et une situation de l'emploi bien orientés, et un consommateur qui contribue fortement. Le Japon ne réussit pas à atteindre ses objectifs de sortie de déflation tandis que les émergents restent pénalisés par la faiblesse de la demande et des termes de l'échange impactés par les mouvements de devises.

Les indices boursiers de la zone euro terminent l'année sur une progression voisine de 10 %, le Royaume Uni sous-performe en raison de sa structure sectorielle, les valeurs minières et de l'énergie, très représentées, figurant parmi les plus mauvais élèves de la cote. Outre-Atlantique, les indices boursiers achèvent 2015 sans grande tendance. **Au final les performances boursières 2015 sont plutôt cohérentes avec l'évolution des bénéfices par zone.**

Sur le front des devises, l'appréciation du Dollar US, tendance de fond de 2015 bien que non linéaire, reflète les divergences de politique monétaire et nous gageons que **les anticipations sur l'évolution des devises resteront en 2016 un facteur déterminant dans les écarts de performance des marchés d'actions**, les flux des grands allocataires se portant naturellement sur les zones (Euro/Japon) où les impacts comptables des variations de change sur les résultats des entreprises sont attendus en amélioration.

Enfin, à l'exception notable d'un violent accident sur les taux européens mi-avril (1 % d'amplitude sur le Bund !), la trajectoire des taux longs gouvernementaux de référence, américain et allemand, s'avère au final sans tendance claire malgré les annonces de la BCE et la remontée des taux directeurs de la Fed. **Les taux à 10 ans terminent ainsi l'année sur des niveaux identiques ou proches de ceux observés fin 2014 (0,50 % stable sur le Bund et 2,30 % versus 2 % sur le Bond), sans que jamais leur caractère protecteur ne soit probant dans les phases de stress de marché en 2015 !**

**Au-delà de la visibilité sur les thèmes fondamentaux de ce début 2016 (Chine, pétrole, rythme d'ajustement de la Fed, flux de capitaux autour des pays émergents, impact devises...), les facteurs techniques des marchés (volatilité, forte corrélation des actifs et liquidité abondante rémunérée à taux négatif...) devraient continuer à rendre très complexe notre métier d'allocataire cette année !** Après avoir abordé les deux grands rendez-vous banques centrales de décembre avec un budget de risque sensiblement réduit, nous profitons de niveaux jugés attractifs pour accroître nos positions risquées, via les actions européennes notamment. Ce redéploiement doit néanmoins s'appréhender de manière tactique, car nous sommes convaincus que la flexibilité restera déterminante. **Nous vous souhaitons donc discernement, patience, sagesse et rigueur face à ces enjeux 2016 difficiles !**

### On en coasse



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

**Dans leur ensemble les économistes voient l'année 2016 comme une année moyenne, sans rupture, et sans aucune pression inflationniste.** L'année 2015, a été plutôt décevante. Si en moyenne annuelle la croissance mondiale est restée à peine au-dessous de la tendance passée, l'année s'est déroulée en deux temps. Les anticipations étaient favorables dans la première partie de l'année. Elles se sont assez nettement détériorées au cours de l'été, alors que se développait la crainte d'un arrêt brutal de la croissance chinoise et un stress violent sur les marchés boursiers. Cette crainte s'est finalement avérée injustifiée. Bien au contraire l'activité en Chine a plutôt repris. L'activité s'est en revanche fortement contractée en Russie et au Brésil.

**Un point saillant de 2015 a été la pause de la production industrielle dans plusieurs grandes régions.** Celle-ci a très nettement ralenti en Chine, elle a stagné tout au long de l'année aux Etats-Unis et dans la zone euro. La croissance du PIB a toutefois été soutenue par la très forte baisse des prix du pétrole et des matières premières et les gains de pouvoir d'achat procurés par cette baisse. Les indicateurs de conjoncture montrent que la demande finale a été fortement stimulée par la consommation des ménages, notamment la consommation de services qui représente une part majoritaire de la consommation. Aux Etats-Unis, dans l'industrie, les indices des directeurs d'achat sont tombés en fin d'année au-dessous du niveau de 50 qui départage les hausses et les baisses, en revanche l'indice dans les activités de services se maintient à un niveau élevé. Dans la zone euro les indices similaires sont à des niveaux modestes, avec une activité en assez nette

progression dans les services et faible dans l'industrie. Enfin, un point favorable nouveau dans la zone euro est la nette remontée des indices de confiance dans le secteur de la construction. **Le réveil de la construction pourrait être un facteur de soutien nouveau de la difficile reprise de l'activité de la zone euro.**

Pour 2016, la vision des perspectives économiques a été révisée en baisse tout au long de l'année 2015. Au début de l'année le consensus moyen des économistes tablait sur une croissance mondiale de 3,6% en 2016. Cette prévision a été progressivement ramenée à 3,1 %, ce qui reste satisfaisant mais ne traduit plus d'accélération significative de la croissance dans la période prochaine. Les perspectives ont également été révisées en baisse pour les Etats-Unis et pour la Chine. Elles ont en revanche été confirmées sans grand changement pour la zone euro qui est en retard de cycle. **Nous ne voyons pas de raison pour que cette tendance ne se poursuive pas mais le niveau d'équilibre est incertain.** Il est probable qu'il sera durablement plus bas que dans le passé.

Les politiques monétaires sont sur leurs rails pour l'ensemble de l'année, avec une lente poursuite du mouvement de hausse amorcé aux Etats-Unis et la mise en œuvre programmée jusqu'en 2017 du Quantitative Easing par la BCE. **L'inflation est très faible et le restera dans un contexte économique sans aucune tension,** ni sur les marchés de biens, ni sur les marchés des facteurs de production. Les inconnues majeures concernent les prix des commodités et les effets potentiellement déstabilisants des injections monétaires répétées par les Banques centrales.

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

Nous ne modifions pas nos perspectives économiques de décembre. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation faible, les taux d'intérêt resteraient bas. Le cycle de hausse aux États-Unis serait très progressif

\*Taux d'accroissement annuel (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

Déc.	Jan.	FIXED INCOME	Commentaires
		Taux	La Fed a réussi son pari de sortir de sa politique de taux zéro sans provoquer de forts mouvements sur la courbe des taux US. Les anticipations d'évolution monétaire nous semblent cohérentes, et la balance des risques milite pour un positionnement légèrement long sur les dettes des pays développés.
		Pays Core	Grâce aux achats de la BCE, il y aura fin 2016 près de 130 milliards d'euros de dette allemande en moins sur les marchés financiers qu'en ce début d'année. Dans ce contexte, malgré des taux peu attractifs, nous restons positifs sur les états core de la zone euro.
		Pays Périphériques	Les événements politiques espagnols et l'offre nette positive de l'Italie sur le 1 <sup>er</sup> trimestre, même avec les achats de la BCE, nous poussent à être neutres sur les pays périphériques.
		Inflation	2016 devrait être une nouvelle année où l'inflation oscillera autour de 0% en zone euro. Peu de potentiel pour un rebond des anticipations d'inflation à court terme.
		Emergents	Le ralentissement chinois demeure un sujet de préoccupation surestimé selon nous. Les primes de risque sur les marchés émergents sont de plus en plus attractives. Cependant, les flux restent négatifs.
		Crédit	Nous devenons prudents sur le crédit à court terme. Le momentum est mauvais ainsi que la liquidité. De plus, nous ne percevons pas d'éléments macroéconomiques ou financiers susceptibles d'inverser cette tendance, à court terme.
		Investment Grade	La réouverture du primaire en ce début d'année n'est pas une bonne nouvelle. Les émetteurs devraient arriver avec des primes à l'émission importantes menaçant de fait le secondaire.
		Subordonnées	La faiblesse du marché des hybrides devrait limiter les volumes de primaire, néanmoins il faudra du temps pour un retour en grâce des investisseurs. Les Tier one restent immunes.
		High Yield	La résolution autour de la dette senior de NovoBanco ainsi que la thématique matières premières vont peser sur le segment.
		Convertibles	Le segment le plus dynamique sur le primaire depuis 6 mois. La volatilité implicite va continuer à baisser alors même que les volatilités actions restent bien orientées. Convexité limitée pour l'instant.

Déc.	Jan.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	La zone reste porteuse côté croissance : s'y ajoutent stimulation monétaire et hausse de la parité USD/EUR. Ce thème "croissance" reste essentiel puisque c'est la condition de la mise en place du levier opérationnel positif et de la croissance des bénéficiaires. En ce début d'année nous conservons les thèmes valeurs : "domestiques" et "qualité"
=	=	US	Après une année de performance nulle du S&P500, nous restons prudents début 2016. La croissance du PIB est stable et solide, mais le trend haussier de l'USD, les marges des entreprises au plus haut historique et la détérioration des conditions du crédit limitent la croissance des profits, alors que la valorisation du marché est élevée dans une phase de hausse de taux Fed.
=	=	Japon	Un marché à surveiller et attrayant affichant le momentum de croissance des profits le plus fort des pays développés. Un rebond technique est possible après la correction de décembre, mais les fondamentaux locaux et la confiance sont faibles.
=	=	Emergents	Nous restons positifs sur le marché chinois et prudents sur les autres émergents. Le momentum toujours baissier des matières premières avec un newsflow négatif démontre un excès d'offre persistant.

Déc.	Jan.	ACTIONS	Commentaires
=	=	Chine	Après une année particulièrement volatile, les actions chinoises cotées à Hong Kong ont fini en baisse à l'issue d'un mois de décembre atone. En 2016 la sélection de valeurs sera particulièrement importante, les grands secteurs des principaux indices ayant peu de relais de croissance, là où les entreprises privées et notamment tournées sur l'économie domestique devraient performer.
=	+	Asie	Marchés et devises ont été stables en décembre et ont fini l'année en baisse (hors la Corée du Sud). Les perspectives macro-économiques pour 2016 sont en demi-teinte. Les faibles prix des matières premières devraient bénéficier aux économies asiatiques mais dans beaucoup de pays on attend la matérialisation et les effets des réformes. Comme en Chine, c'est la sélection de valeurs qui importera.

Déc.	Jan.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Les fonds global Macro ont rendu en décembre la plupart de leurs gains de novembre sur les positions longues USD, longues taux européens et longues actions Europe/Japon. Les plus tactiques ont limité la casse et pourront clôturer l'année dans le vert. La dispersion des résultats est importante. La photo est moins sympathique pour les CTA, 2015 étant probablement une année à oublier.
+	+	Long/Short Equity	Décembre est satisfaisant sur la stratégie L/S, à l'image de l'année 2015. Les fonds « market neutral » et tactiques affichent un mois positif alors que les fonds à biais long souffrent de la fin d'année. Nous conservons notre surpondération sur l'Europe et notre biais défensif.
=	=	Event Driven	Une nouvelle opération majeure a été annoncée le 11/12 entre Dow Chemical et Dupont. L'entité combinée devrait former un conglomérat de 120bn \$. L'environnement reste donc porteur mais les performances ne sont pas au rendez-vous et la stratégie va terminer dans le rouge en 2015. Nous restons prudents du fait de flux vendeurs importants même si les spreads sont attractifs.
-	-	Arbitrage Credit	Le High Yield continue de souffrir d'une mauvaise liquidité et d'une forte détérioration sur le secteur énergie. Les défauts vont augmenter. Nous restons à l'écart. Notre sélection, limitée, se comporte très bien dans cet environnement.
-	-	Distressed	Nous n'avons toujours pas d'exposition en attendant des jours meilleurs.

# BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS\* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

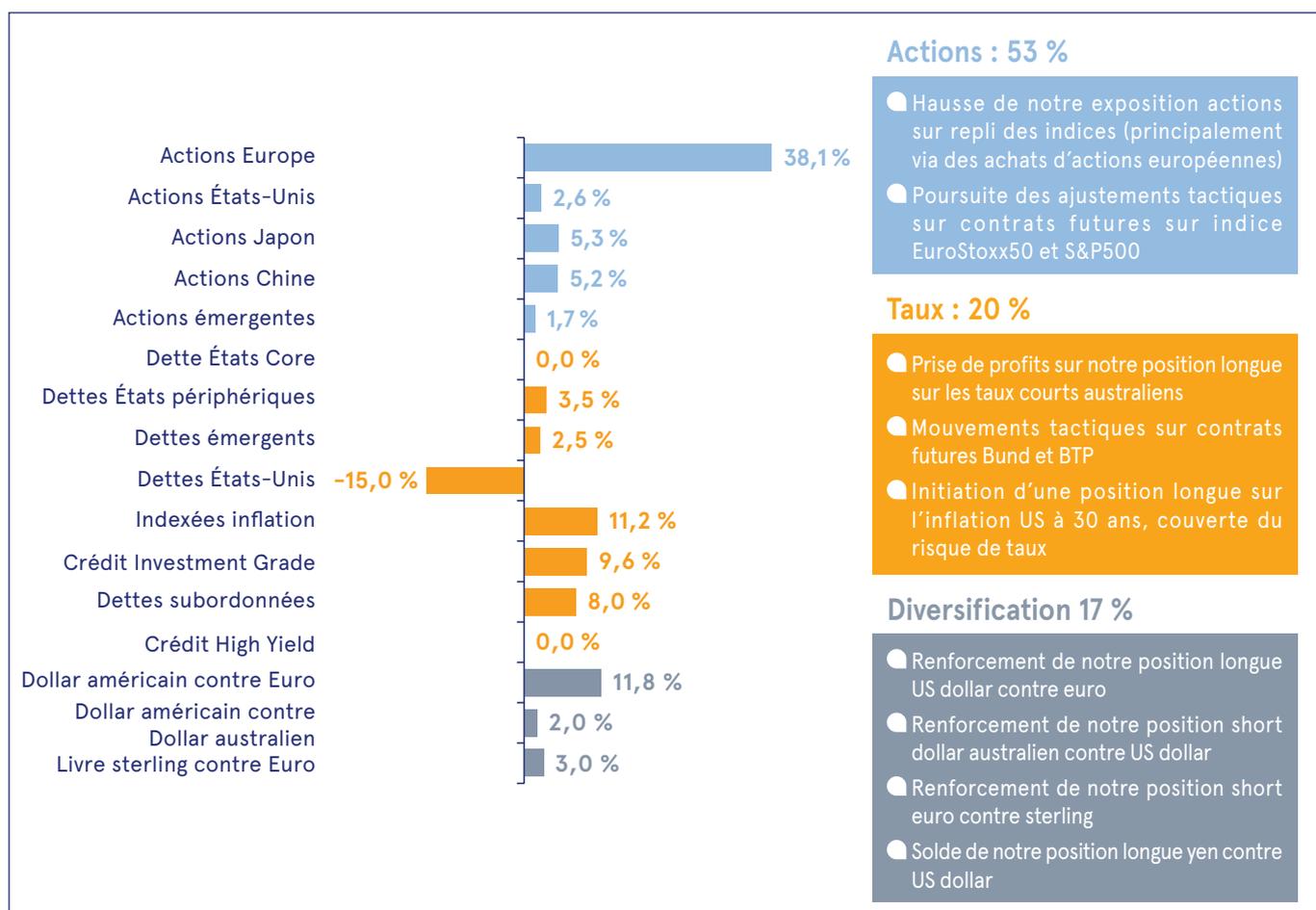
## « CASH IS BEAUTIFUL »

Nous avons abordé le mois de décembre avec un portefeuille allégé en risque et proche de son plus bas annuel sur la composante actions notamment (34 %). Une fois passés les deux événements banques centrales (FED/BCE) nous avons profité du net repli des marchés pour remonter le curseur de risque actions (delta à 53 % fin de mois). Cette hausse s'est faite principalement par le biais d'actions européennes et dans une moindre mesure d'actions américaines et japonaises.

La sensibilité taux du fonds, au global, a peu évolué sur la période. Le principal mouvement réside dans l'initiation d'une position longue sur l'inflation US

à 30 ans pour 2 points de sensibilité. A noter que cette position est complètement couverte en taux et donc neutre en sensibilité pour le fonds. Nous avons également clôturé nos positions longues sur les taux australiens dans une optique de prise de profits.

Concernant notre poche de diversification, nous avons profité de la volatilité sur la devise européenne pour reprendre des positions longues US dollar contre euro (pour 12 % du portefeuille en fin de mois). Nous avons aussi renforcé notre short euro contre sterling (3 % du portefeuille).



\*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 décembre 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	331 m€	5,52 %	5,52 %	16,98 %	19,39 %	27,82 %	6,18 %	07.12.2005
	Part I		6,02 %	6,02 %	18,74 %	23,20 %	63,60 %	6,51 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	446 m€	3,78 %	3,78 %	20,79 %	18,23 %	72,33 %	10,51 %	05.04.2001
	Part I		4,25 %	4,25 %	22,39 %	20,59 %	24,93 %	10,51 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	33 m€	4,59 %	4,59 %	-	-	8,86 %	11,35 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	229 m€	2,89 %	2,89 %	13,25 %	16,38 %	56,85 %	6,58 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	62 m€	1,45 %	1,45 %	5,27 %	-	5,06 %	3,34 %	20.02.2012
<b>Fixed-Income</b>									
La Française Rendement Global 2022	Part R	163 m€	-0,32 %	-0,32 %	-	-	-1,35 %	4,90 %	17.09.2014
	Part I		0,09 %	0,09 %	-	-	-0,79 %	4,91 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	125 m€	1,39 %	1,39 %	-	-	7,59 %	3,72 %	24.09.2013
	Part I		1,80 %	1,80 %	-	-	8,66 %	3,72 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	308 m€	3,09 %	3,09 %	16,80 %	21,71 %	75,50 %	3,30 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	50 m€	-0,41 %	-0,41 %	6,46 %	-	8,19 %	3,30 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	64 m€	-1,45 %	-1,45 %	-	-	-2,32 %	5,13 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	730 m€	-0,60 %	-0,60 %	20,60 %	22,43 %	75,49 %	6,37 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	77 m€	-2,86 %	-2,86 %	-12,13 %	0,54 %	38,72 %	5,16 %	12.10.2005
	Part I		-2,62 %	-2,62 %	-11,48 %	1,76 %	55,21 %	5,16 %	24.12.2004
<b>Equity</b>									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	300 m€	16,52 %	16,52 %	35,47 %	39,92 %	114,24 %	18,09 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	95 m€	16,81 %	16,81 %	42,96 %	54,64 %	79,23 %	16,60 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	587 m€	7,06 %	7,06 %	63,29 %	91,03 %	101,66 %	14,84 %	18.05.2007
LFP-JKC China Value	Part I€	78 m€	-5,10 %	-5,10 %	-3,61 %	-16,20 %	-12,13 %	21,25 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	31 m€	-1,25 %	-1,25 %	-3,49 %	-	-7,79 %	16,03 %	01.07.2011
LFIP Global Equity	Part I€	49 m€	-0,99 %	-0,99 %	-	-	2,90 %	20,18 %	15.12.2014
La Française LUX – Forum Global Real Estate Securities	Part R€	117 m€	-0,82 %	-0,82 %	-	-	8,11 %	7,51 %	28.02.2014
	Part I€		-0,06 %	-0,06 %	-	-	9,61 %	7,50 %	28.02.2014
<b>Money-Market</b>									
La Française Trésorerie	Part I	3 817 m€	0,16 %	0,16 %	1,02 %	3,21 %	8,57 %	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 : 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](http://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 73 368 840 € -  
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](http://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](http://www.lafrancaise-group.com)