

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 165 - Février 2016

Achevée de rédiger le 05 | 02 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Quel démarrage ! Même si 2016 s'annonçait difficile, nous avons rarement subi de telles conditions de marchés à l'amorce d'une année nouvelle...

Le prix du baril connaît un nouvel accès de fébrilité (près de 25 % de baisse entre point haut et point bas mensuel !) et termine le mois en repli de 6 %, tiré vers le bas par la perspective d'un surcroît d'offre en provenance d'Iran et des craintes persistantes sur la dynamique économique chinoise. L'histoire 2015 nous a en outre appris que la manne que constitue ce "dividende pétrole" pour les agents économiques des pays développés ne dope que faiblement leur propension à consommer ou dépenser, au profit de leur taux d'épargne. Et même si un pétrole bas est à horizon moyen terme un facteur positif pour la croissance des pays consommateurs, **le marché se focalise à court terme sur les risques induits par ce krach pétrolier**, notamment le risque spécifique des dettes obligataires spéculatives du secteur énergie, la déstabilisation des balances courantes des grands pays exportateurs, l'extrême fragilité voire l'éventuel défaut des plus petits, et le stress bancaire corollaire.

En sympathie avec l'or noir, les bourses se replient nettement et nerveusement, pour le 2^e mois consécutif et de manière peu différenciée (-7 % en Europe, -6 % au Japon, -5 % aux US, -6 % pour le MSCI World), à l'exception de la Chine qui s'effondre. Les actions européennes, au creux du mois, accusent 12 % de recul avant d'opérer un rebond dans le sillage du prix du baril et grâce à l'action des banquiers centraux. Les secteurs les plus sensibles à la croissance mondiale chutent (auto, chimie, produits de base), tandis que les thématiques de consommation plus défensives surperforment. Un nouveau risque spécifique apparaît en provenance du secteur bancaire italien, où le montant des créances douteuses nécessite la mise en place d'une structure de défaillance. Le secteur bancaire zone euro réalise

une des pires performances mensuelles (-17 %), tout comme son homologue américain.

Les rendements longs des dettes d'Etats se replient uniformément de 30bp sous l'effet **des discours extrêmement accommodants des banquiers centraux**. La BCE, qui avait déçu les marchés en décembre, suscite l'espoir en évoquant de nouvelles mesures en mars prochain. La Fed maintient sa politique inchangée mais souligne le contexte international et les risques induits sur le cycle domestique, et les investisseurs n'anticipent désormais guère plus d'une hausse en 2016. Enfin la Banque du Japon surprend le marché en introduisant des taux de dépôt bancaires négatifs !

Rien de franchement bouleversant pourtant sur la dynamique économique mondiale, si ce n'est un certain fléchissement des indicateurs américains, malgré la bonne tenue de l'emploi, de la consommation et du secteur immobilier. En Europe, l'expansion au 4^e trimestre se poursuit mollement, et sur le front de l'inflation la faiblesse des prix de l'énergie freine la normalisation attendue, mettant ainsi la pression sur la BCE. En Chine la décélération se confirme sans cassure, et bien plus que le niveau des indicateurs d'activité sans surprise notable, ce sont les sorties de capitaux et les mesures de régulation boursière qui cristallisent les inquiétudes des investisseurs.

Nous avons peu d'espoir de voir les facteurs de stress présents depuis fin 2015 soudainement se dissiper, alors même que les banques centrales paraissent moins crédibles aux yeux des marchés et peinent de plus en plus à rassurer. Faute de visibilité et en dépit de la conviction que certains excès constituent des opportunités, notamment sur le crédit, nous avons décidé de réduire le risque en janvier, largement concentré au sein des portefeuilles sur les actions européennes. Nous avons très peu d'obligations d'Etat faute de rendement courant et de réel effet protecteur, et des paris devises allégés.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Au cours des dernières semaines, le paradoxe s'est encore accentué entre d'une part, des tendances de l'économie réelle qui semblent tenir et, d'autre part, des poussées d'inquiétude qui taraudent les marchés boursiers et se traduisent par une hausse générale des primes de risque et de nouveaux à-coups de volatilité.

Les effets de la chute brutale du prix du pétrole et des matières premières se déroulent en plusieurs étapes. La première, constatée au premier semestre 2015, a été l'effet positif sur le pouvoir d'achat, la consommation, les profits et l'activité. La seconde étape est la montée du risque : arrêt de certains investissements, déstabilisation du secteur pétrolier, voire à terme de certains Etats. Nous sommes entrés dans ce processus. C'est probablement cela qui inquiète les investisseurs financiers. La question qui se pose maintenant est celle, en retour, de l'impact des à-coups financiers sur la macroéconomie mondiale.

Jusqu'à l'automne 2015, l'économie tenait. Les choses sont moins claires depuis. Les signes d'une récession industrielle mondiale se sont multipliés. En revanche les activités de services semblent plus résilientes. Selon le "Beige Book", l'économie américaine a poursuivi son expansion à un rythme "modeste" au quatrième trimestre 2015, les créations d'emplois sont relativement nombreuses, la pression salariale et l'inflation sont faibles. Les prévisions d'activité à court terme restent relativement optimistes.

Dans la zone euro, les baromètres qualitatifs sont toujours hésitants, mais plutôt bien orientés. Dans l'industrie manufacturière, l'indice des directeurs d'achat a continué à se redresser lentement. Dans les activités de services, il se maintient un peu au-dessus du niveau d'équilibre.

Les écarts entre pays européens persistent. Selon les indicateurs récents, l'Allemagne continue à progresser, l'Italie se redresse nettement. L'Espagne, qui s'était vivement redressée en 2014, marque le pas et la France rechute en décembre, sans doute en lien avec les attentats de Paris.

La situation des pays émergents est beaucoup plus chaotique. Au Brésil, la récession s'est encore aggravée. La poussée d'inflation (10 % l'an) et la perte de pouvoir d'achat ont conduit à une baisse de la consommation. L'investissement est en fort recul. En Asie, l'incertitude sur l'ampleur du ralentissement de l'économie chinoise persiste. L'Inde fait en revanche bonne figure (+7,4 % de croissance en T3, après 7,0 % en T2). La réduction du déficit courant et la baisse des taux d'intérêt conduisent à penser que la forte croissance devrait se poursuivre.

Trois points d'attention doivent être soulignés. En premier lieu, avec l'augmentation des stocks de liquidités dans le monde, les mouvements de capitaux existants l'emportent sur les flux liés aux soldes des balances de paiement. Les écarts de politiques monétaires et les changements des anticipations sur les perspectives économiques, deviennent dès lors déterminants et les mouvements de change plus imprévisibles. En deuxième lieu, la concomitance d'achats massifs de titres publics par les banques centrales et de l'accroissement de l'aversion pour le risque entraîne une hausse (artificielle) du prix des obligations d'Etat qui ne favorise pas le financement de l'investissement productif, qui est par nature plus risqué. Ce n'est pas une configuration très favorable à une reprise économique. Enfin, **il faut être particulièrement attentif à la remontée des taux de défaut qui est désormais amorcée.**

Scénario de référence pour 2016		2015	2016
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,4	2,2
	ZONE EURO	1,5	1,5
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	0,4	1,5
	ZONE EURO	0,1	0,8
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,5	1,25
	BCE	0,05	0,05

Nous abaissons légèrement la perspective de croissance US et nous maintenons celle de la zone euro. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation faible, les taux d'intérêt resteront bas. Le cycle de hausse aux États-Unis devrait être 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 baisse surprise des taux de la banque du Japon vient renforcer notre idée que, aidés par les banques centrales, les taux des pays développés ne peuvent remonter sensiblement. Pour autant, le marché obligataire a très vite annulé ses anticipations sur le cycle de hausse de taux de la Fed et il n'est pas à l'abri d'une légère correction.
		Pays Core	Contrairement au mois de décembre où elle était très attendue, la BCE a positivement surpris le marché au cours de sa réunion de janvier. A ce stade, il lui sera très difficile de ne pas baisser ses taux de 10 points de base au mois de mars.
		Pays Périphériques	L'offre nette positive au mois de février pour les pays périphériques couplée aux tensions politiques en Espagne et au Portugal pourrait peser sur la classe d'actifs et nous pousse à rester neutres.
		Inflation	Que ce soit aux Etats-Unis, ou en Europe, les anticipations d'inflation à terme sont au plus bas. Les niveaux actuels justifient de revenir sur la classe d'actif en diversification malgré l'absence de pression inflationniste à court terme.
		Emergents	Les risques de ralentissement aux US et en Chine ainsi que la faiblesse des prix des matières premières continuent de peser sur les rendements des obligations émergentes. Cependant la volatilité sur cette classe d'actifs diminue, une grande partie de l'ajustement ayant eu lieu au fil des mois passés. Les primes de risque en moyenne à 470 points de base sur les dettes d'Etat en USD restent attractives.
		Crédit	Après la correction du mois de janvier, les primes de risque sur les marchés du crédit redeviennent attractives. Nous rehaussons notre vision de négative à neutre en attendant des catalyseurs plus positifs.
		Investment Grade	Après l'écartement des spreads, les valorisations redeviennent attractives. A l'inverse, l'environnement économique et le déficit de primaire sont des facteurs négatifs. Nous rehaussons notre vision à neutre.
		Subordonnées	Les dettes hybrides corporate souffrent toujours du spécifique et d'un manque de liquidité. Les dettes subordonnées AT1 des banques core de la zone euro conservent un profil attractif, mais pourraient souffrir de la volatilité provenant des banques périphériques et des interrogations sur les résultats de la Deutsche Bank.
		High Yield	Les valorisations semblent attractives, mais la volatilité du prix du pétrole et du marché US, ainsi que les incertitudes sur les marchés émergents nous amènent à rester prudents.
		Convertibles	Nous passons à neutre au regard du niveau de valorisation de la classe d'actifs, qui redevient de plus en plus attractive.

Déc.	Jan.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	L'économie globale reste sur sa trajectoire et la zone euro une zone de croissance, malgré une série de surprises économiques négatives. Ce thème "croissance" macro ou micro est un différentiel important. Nous continuons de privilégier cette zone avec une orientation valeurs "domestiques" et "qualité".
=	=	US	La macroéconomie montre un clair ralentissement (PIB Q4 0,8 %, ISM en contraction et dépenses des ménages stables) et le S&P500 corrige de 5 % en janvier. La baisse du baril a un effet dépressif sur les investissements et la détérioration des actifs des banques américaines. Les publications de fin d'année confirment des chiffres d'affaires et des résultats en retrait en 2015.
=	=	Japon	En adoptant un taux d'intérêt négatif le 29 janvier, la BoJ poursuit son œuvre et vise à stimuler les investissements et un changement d'allocation des portefeuilles. Il en est déjà résulté une baisse du yen. A 11.9x, le P/E du marché retrouve son niveau de 2012.
=	=	Emergents	Nous restons positifs sur l'activité en Chine et à l'écart des autres émergents. Le marché anticipe une baisse du taux de change USD/CNY. Une nouvelle baisse de la devise chinoise déstabiliserait à nouveau les marchés. La PBoC continue d'injecter des liquidités avant le nouvel an chinois.

Déc.	Jan.	ACTIONS	Commentaires
=	=	Chine	Janvier 2016 a été un des débuts d'année les plus difficiles sur les marchés chinois. Ce ne sont pas les chiffres de l'économie mais des craintes sur la devise qui en sont la cause. La Chine veut ajuster le RMB aux nombreuses dévaluations qui ont eu lieu en 2015. Pour ce faire la Chine devra restreindre les mouvements de capitaux ce qui peut temporairement perturber les marchés.
+	=	Asie	L'Asie n'a pas été épargnée par la volatilité du mois de janvier. A Taiwan, les élections présidentielles ont mis au pouvoir le DPP pour la première fois ce qui fait craindre une détérioration des relations avec la Chine. Cela n'a pas affecté le marché. En Indonésie une baisse des taux a permis au marché de relativement mieux performer que l'Asie. On attend davantage de mesures en 2016.

Déc.	Jan.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Quel très beau début d'année pour les CTA en contraste avec 2015 ! Les fonds sont en hausse de +3,2 % en moyenne. Les fonds sont short actions, long taux et short matières premières. Pour les fonds global macro non systématiques la performance est en revanche négative sur le mois. Les gérants ont perdu sur leurs positions short taux US et longues actions Europe/Japon. En moyenne les fonds affichent -2 % sur le mois. Nous restons positifs sur la stratégie alors que la guerre des devises continue (JPY/USD/EUR/Yuan). Nous sommes attentifs au "short squeeze" sur les CTA.
+	+	Long/Short Equity	Janvier est un mois difficile sur les actions et la corrélation avec la baisse du pétrole est impressionnante (60 %). Les gérants évoquent les flux vendeurs des fonds souverains qui doivent financer les déficits... difficile à dire. Les gérants restent donc prudents et les expositions nettes augmentent doucement au fur et à mesure que ces derniers clôturent leurs shorts (matières premières entre autres). Nous restons très confiants sur la stratégie et sur sa capacité de rebond ; d'autant plus que les pertes restent mesurées (-2,04 % en moyenne).
=	=	Event Driven	C'est "LA" stratégie qui souffre depuis plusieurs mois et en particulier de son exposition matières premières (-18 % de baisse à fin janvier depuis le pic de fin août 2014). Janvier ne vient pas améliorer la photo ! En revanche sur la stratégie d'arbitrage fusions/acquisition, les spreads sont historiquement larges et le point d'entrée est très attractif. Nous renforçons sur ce segment en particulier.
-	-	Arbitrage Credit	Le crédit continue de souffrir d'une mauvaise liquidité et le marché HY anticipe une récession avec un niveau supérieur à 8 %. Les défauts vont augmenter et nous restons à l'écart. Notre sélection 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

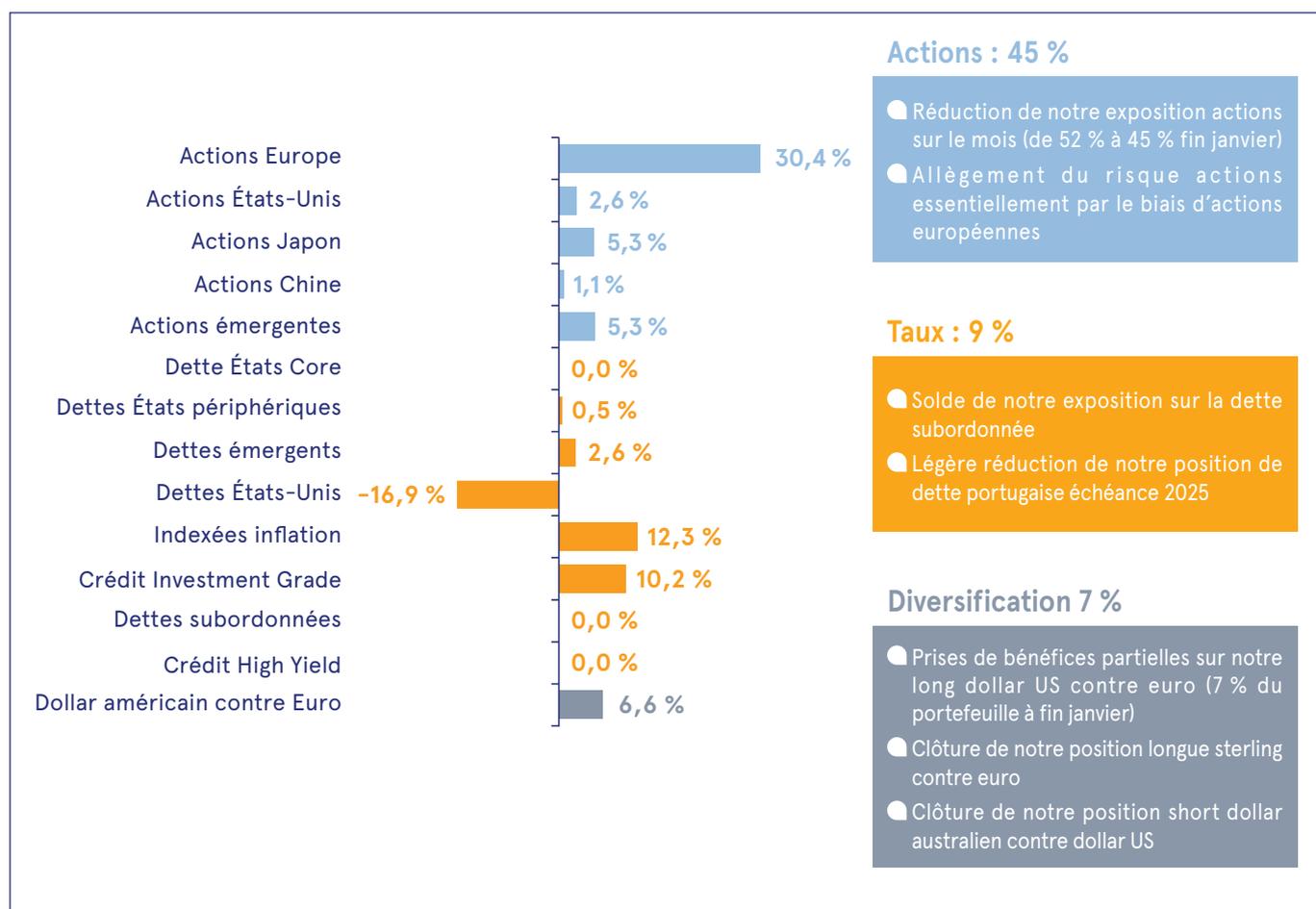
« LE BRUT S'ENFONCE, LES MARCHÉS BROIENT DU NOIR... »

Nous avons abordé l'exercice 2016 avec un delta actions à 53 % (pour rappel, augmenté post discours Fed en décembre). En cours de période et malgré la baisse observée, nous avons décidé de réduire le risque global du portefeuille, les marchés entrant en zone de stress et les catalyseurs d'un rebond nous apparaissant trop incertains. Les actions européennes restent malgré tout le principal pari du portefeuille. Cette réduction s'est faite après le rebond technique observé dans le sillage du discours de Mario Draghi qui ouvre le champ à de nouvelles mesures monétaires en mars.

La poche obligataire du fonds a également baissé sur la période, toujours dans une optique de réduction du risque du portefeuille. Nous avons cédé totalement notre

position en OPCVM de dettes subordonnées, qui avait correctement résisté en relatif. Nous avons également allégé notre position en dette d'Etat portugaise d'échéance 2025. En revanche, nous conservons nos positions et notre conviction sur les obligations indexées sur l'inflation US. Nous avons commencé l'année avec une sensibilité globale de 1,4 sur le fonds, elle s'affiche à 0,64 fin janvier.

Notre poche de diversification a été allégée au cours du mois. Profitant là encore du discours de M. Draghi, nous avons réduit de 5 % notre exposition longue dollar contre euro, passant à 7 % du portefeuille. Nous avons soldé notre position tactique longue sterling contre euro et pris nos profits sur notre position vendeuse sur le dollar australien contre dollar US.



*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 29 janvier 2016		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2016	1 an	3 ans	5 ans	Création		
Cross-Asset									
La Française Allocation	Part R	330 m€	-3,21 %	-1,38 %	10,98 %	14,06 %	23,72 %	5,87 %	07.12.2005
	Part I		-3,16 %	-0,90 %	12,67 %	17,72 %	58,44 %	6,22 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	415 m€	-6,72 %	-7,43 %	10,90 %	11,38 %	60,75 %	10,87 %	05.04.2001
	Part I		-6,69 %	-7,01 %	12,37 %	14,09 %	16,57 %	10,87 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	32 m€	-6,15 %	-5,55 %	-	-	2,16 %	11,76 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	232 m€	-2,07 %	-1,79 %	10,38 %	14,20 %	53,60 %	6,46 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	59 m€	-2,00 %	-1,11 %	1,94 %	-	2,96 %	3,60 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	166 m€	-0,90 %	-1,32 %	-	-	-2,24 %	5,21 %	17.09.2014
	Part I		-0,87 %	-0,92 %	-	-	-1,66 %	5,21 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	121 m€	-1,61 %	0,11 %	-	-	5,86 %	4,14 %	24.09.2013
	Part I		-1,57 %	0,52 %	-	-	6,95 %	4,15 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	312 m€	-0,44 %	0,72 %	15,72 %	20,67 %	74,72 %	3,20 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	51 m€	-0,25 %	-2,68 %	7,03 %	-	7,92 %	3,19 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	62 m€	-0,83 %	-3,07 %	-	-	-3,13 %	5,56 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	629 m€	-3,72 %	-6,82 %	16,57 %	15,31 %	68,97 %	6,46 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	76 m€	-0,63 %	-4,75 %	-12,76 %	1,61 %	37,85 %	5,23 %	12.10.2005
	Part I		-0,61 %	-4,52 %	-12,12 %	2,83 %	54,27 %	5,23 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	283 m€	-7,00 %	-0,42 %	21,63 %	26,78 %	99,24 %	18,61 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	92 m€	-5,54 %	2,94 %	32,04 %	45,67 %	69,30 %	16,65 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	534 m€	-6,97 %	0,10 %	43,09 %	70,72 %	85,72 %	16,27 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	67 m€	-13,96 %	-17,73 %	-23,71 %	-26,76 %	-24,39 %	23,07 %	01.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	28 m€	-9,39 %	-12,77 %	-16,64 %	-	-16,45 %	17,83 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	44 m€	-9,71 %	-16,15 %	-	-	-7,09 %	21,54 %	15.12.2014
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	111 m€	-4,70 %	-9,22 %	-	-	3,03 %	8,42 %	28.02.2014
	Part I€		-4,64 %	-8,55 %	-	-	4,52 %	8,42 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 801 m€	0,01 %	0,14 %	0,96 %	3,15 %	8,57 %	0,01 %	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 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).

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 77 015 300 € -
RCS : 480 871 490

Directeur de la publication : Pascale Auclair
Responsable de la rédaction : Pascale Cheynet

Chef d'édition : Thomas Scremin

Maquette : Wanda Le Sauze

Photos/illustration : Fotolia

Impression : SB Grafic - 01 60 35 10 35

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