

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 160 - Septembre 2015

Achevée de rédiger le 04 | 09 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Il est étonnant de noter à quel point les marchés financiers peuvent décider de ne pas se préoccuper d'un potentiel problème pendant des mois pour se focaliser ensuite dessus, du jour au lendemain.

Le ralentissement chinois n'est pas une nouveauté et cela fait maintenant de longs mois qu'il fait l'objet de multiples commentaires. Les 7 % de croissance ciblés en début d'année par la PBOC ne sont sans doute pas atteignables, et la tendance est à une croissance chinoise plus faible dans les années à venir, mais est-ce que l'élargissement du corridor sur le yuan change réellement cela ? Le marché a-t-il raison de craindre une croissance de 2 % ou 4 % comme le clament certains commentateurs ? La réponse selon nous à cette question est clairement non.

Ce que nous connaissons depuis une quinzaine de jours sur les marchés financiers est assez symptomatique de leur comportement depuis maintenant quelques années. **Nous vivons dans un monde dominé par les banques centrales et une régulation bancaire accrue, avec comme corollaire une moindre liquidité de manière générale et donc des périodes de forte volatilité**, comme en octobre 2014 lorsque des craintes sur la croissance américaine étaient survenues.

Compte-tenu de ces éléments, notre analyse de la situation est la suivante :

- **Les derniers chiffres d'activité connus aux USA (ISM services, commandes de biens durables, créations d'emplois, etc.) restent sur une trajectoire conforme avec une croissance de 2 % à 2,5 % pour 2015.** La récente révision du PIB Q2 à 3,7 % conforte cette analyse.
- De la même façon, **l'activité en Europe ne semble pas avoir faibli** dernièrement et les PMI préliminaires parus sur août montrent une croissance identique à ce qu'elle était il y a quelques mois.
- L'activité chinoise, certes cruciale pour la croissance mondiale, ne semble pas avoir violemment chuté lors des dernières semaines. La dernière balance commerciale

et le dernier PMI avaient, il est vrai, déçu les opérateurs, mais par ailleurs, le marché immobilier ou la croissance de M3 sont plutôt mieux orientés qu'il y a quelques mois. **L'activité décélère mais nous ne voyons pas de signes du fameux « hard landing ».**

Ce diagnostic a ainsi peu varié au cours des dernières semaines. **Nous sommes dans un environnement de croissance globale historiquement faible et en légère décélération, mais nous n'anticipons pas de catastrophe.** Même conclusion pour l'environnement microéconomique qui reste bien orienté, particulièrement en Europe et au Japon grâce à l'effet des QE. Il conviendra toutefois d'observer attentivement **l'impact sur la profitabilité des entreprises de ce tassement de la croissance et des ajustements boursiers violents, tant sur les devises que sur les matières premières.**

D'un point de vue plus technique maintenant, les données de marchés de cette violente correction (24 et 25 août) sont pour le moins exceptionnelles :

- La volatilité (VIX) s'est envolée à une vitesse très rarement observée auparavant, même en 2008,
- Les parités entre certaines devises (USD/JPY) ont connu des variations historiques, tout comme les principaux indices boursiers (EuroStoxx, S&P 500...) en recul de près de 9 % en séance, rappelant les précédentes crises de 2008 et 2011,
- Enfin au cœur du krach, l'ensemble des indicateurs d'aversion au risque que nous suivons est passé en signal d'achat, une première depuis janvier 2009.

Les marchés ont donc selon nous sur-réagi dans un premier temps, ce qui nous a conduits à maintenir ou renforcer notre exposition actions, à conserver une durée faible et une diversification crédit très ciblée. **Nous conserverons toutefois une gestion tactique très active si la phase de rebond s'avérait à son tour excessive... le temps de revoir en profondeur les fondamentaux après ce choc estival.**

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les événements se sont précipités au cours de l'été. Deux crises boursières intenses ont pris les investisseurs par surprise. Elles ont été courtes. Mais bien d'autres mouvements ont touché les marchés mondiaux. La tendance de l'euro s'est inversée à la hausse. Compte tenu de la chute brutale de plusieurs monnaies émergentes, l'euro s'est apprécié en deux mois de 7 % par rapport au yuan chinois, de 15 % environ par rapport à plusieurs monnaies asiatiques et d'Amérique Latine, de 29 % par rapport au rouble russe. Enfin et surtout **le prix du pétrole a rechuté de 32 % entre juin et août**, effaçant tout son rebond du printemps, ce qui ne manquera pas de raviver le spectre de la déflation. S'agit-il de réactions excessives dans un moment d'incertitude ou bien de premiers signes d'une révision profonde des perspectives économiques ?

Examinons les informations nouvelles dont on dispose depuis le début de l'été. **Les comptes du deuxième trimestre sont dans l'ensemble conformes aux anticipations voire meilleurs que prévu.** C'est le cas pour les Etats-Unis dont les résultats sont très au-dessus des prévisions de juin dernier de la Fed. C'est même le cas pour la Chine qui affiche un deuxième trimestre en accélération (+7,8 % après 5,9 % au premier). Les indicateurs conjoncturels récents sont un peu plus mitigés mais ils ne sont pas tous médiocres. Il n'y a donc pas de signes tangibles qui justifieraient une inquiétude sérieuse sur la pérennité de la croissance mondiale, modérée certes, mais sans obstacles majeurs à brève échéance.

Les bourses peuvent sur-réagir mais elles anticipent aussi souvent les changements d'orientation macro-économique. Le choc boursier de juillet était lié à la

crise grecque. Le déblocage de crédits pour passer les échéances de juillet-août a reporté le risque à plus tard. **Deux questions restent néanmoins non résolues :** celle de la soutenabilité de la dette publique grecque, qui va continuer d'augmenter au-delà de deux années de PIB, et la question plus fondamentale de la capacité de l'économie grecque à se redresser, malgré son « taux de change » au sein de l'euro.

Le second choc boursier est venu de Chine. La croissance chinoise tend à se modérer. Mais c'est inévitable, et même souhaité pour trouver un régime plus équilibré en Chine et sur les marchés mondiaux. Alors pourquoi ce début de panique ? L'explication courante est une accumulation en quelques jours de nouvelles négatives ou surprenantes comme la dévaluation du yuan, interprétée comme un flottement dans la politique économique. Une explication plus simple est que **le taux de change effectif du yuan s'était apprécié de 19 % depuis 2012** à la suite du dollar, ce qui peut constituer une menace pour les exportations. Quant à l'« effondrement boursier », il n'a fait que corriger partiellement une envolée antérieure invraisemblable qui avait porté en quelques mois l'indice de Shanghai de 2000 à 5000.

En conclusion, nous écartons a priori toujours la menace de déflation, nous restons pour l'instant confiants sur le maintien d'une petite croissance mondiale. Mais nous rappelons que nous avons alerté sur le fait que celle-ci est à nos yeux plus modeste que le consensus implicite qui semblait porter les cours boursiers au printemps dernier. C'est ce dont les marchés ont peut-être commencé à prendre conscience.

Malgré les chocs boursiers, nous modifions peu nos perspectives économiques. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation faible, les taux d'intérêt resteraient bas, avec toutefois l'amorce progressive d'un cycle de hausse aux Etats-Unis autour de la fin 2015

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



Août **Sept.**

FIXED INCOME

Commentaires

		Taux	Des deux côtés de l'Atlantique, les taux nous paraissent proches de leur valeur fondamentale. L'absence d'inflation et les politiques monétaires adaptées à une reprise très modérée justifient le maintien des taux longs à un faible niveau absolu.
		Pays Core	En zone euro, la BCE est déjà sous la pression de la remontée de l'euro et de la faiblesse de l'inflation à venir. Les rendements core nous semblent dans ce contexte largement cappés.
		Pays Périphériques	Le stress des marchés actions n'a pas provoqué de fortes perturbations sur les dettes des pays périphériques. A court terme, on ne devrait pas observer d'écartement significatif contre pays core de la zone euro. Le couple volatilité /rendement reste ainsi relativement attractif.
		Inflation	Au cours de l'été, la baisse de l'inflation anticipée a épousé la baisse des prix du pétrole. Nous sommes neutres à ce niveau même si nous avons repéré quelques segments de courbe relativement attractifs.
		Emergents	La croissance des pays émergents ralentit, l'économie chinoise s'ajuste mais ne s'effondre pas. La reprise des pays développés est un facteur de soutien. Gestion prudente à court terme.
		Crédit	Les valorisations sont attractives, néanmoins les vents contraires sont violents. Les flux de primaire que nous attendons importants, couplés à un début de sortie de la classe d'actifs, justifient notre prudence.
		Investment Grade	Résilient jusqu'à présent mais en risque sur les flux primaires. En effet, le coût de financement en € est attractif, en particulier pour les entreprises américaines qui ne vont pas s'en priver.
		Subordonnées	Les Coco's ont été les plus immunes aux turbulences de cet été et conservent nos faveurs. En revanche, les hybrides corporates et les subordonnées d'assurance seront plus dépendantes de la volatilité sur les taux et des potentielles émissions opportunistes d'émetteurs fragiles.
		High Yield	D'un côté comme de l'autre de l'Atlantique, les risques sont différents mais bien présents : hausse des défauts sur le secteur de l'énergie, sorties importantes de la classe d'actifs, expositions émergentes et Fed. Combinaison délicate pour cette rentrée, donc prudence.
		Convertibles	Bonne tenue jusqu'à présent des valorisations. La volatilité implicite des convertibles, toujours accrochée à des sommets, n'assure aucune protection.

Août	Sept.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	L'Europe bénéficie d'un profil de croissance modérée parmi les moins volatiles. La croissance des résultats pour 2015 hors pétrolières et minières est de l'ordre de 10 % avec possible révision en hausse. Nous conservons notre position pour bénéficier de cette croissance avec une variance limitée des résultats en se concentrant sur une thématique locale (zone Euro PE15 14x).
=	+	US	Le ralentissement du commerce mondial et les variations de change mettent en relief la bonne tenue de l'économie américaine. Nous analysons l'explosion de la volatilité et la correction de 10 % sur les plus hauts de fin mai comme une sur-réaction qui nous amène à surpondérer les Etats-Unis, un thème 'croissance' relativement immune des émergents.
+	+	Japon	Nous conservons une opinion positive. La progression des résultats (+15 % en 2015 et +8.5 % en 2016) reste une des plus fortes au niveau mondial.
=	=	Emergents	Le ralentissement de l'économie mondiale pèse sur les économies émergentes (Brésil en stagflation) et les producteurs de matières premières (Russie, Afrique...). Nous pensons que la Chine, qui vient de corriger de près de 40 % sur ses points hauts de juin, a la capacité de contrôler son ralentissement et peut constituer une opportunité à moyen terme.

Août	Sept.	ACTIONS	Commentaires
=	+	Chine	Afin de satisfaire les critères du FMI, la Chine a modifié son système de fixation du RMB le rendant plus sujet aux forces de marché. La chute de 2.9 % qui a suivi a été à tort interprétée comme le début d'une ample dévaluation et a entraîné les marchés actions. A l'issue de cette correction le marché des actions H a atteint des valorisations aussi basses que celles de la crise de 2007-2008.
+	=	Asie	La chute du RMB et les inquiétudes sur la hausse de taux de la Fed ont entraîné une correction de tous les marchés asiatiques. La Malaisie a particulièrement souffert étant très impactée par la baisse du prix du pétrole et des troubles politiques. En dépit de la correction de son marché, les Philippines restent un pays attractif voyant la croissance de son PIB rebondir à 5,6 % au T2.

Août	Sept.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Les fonds ont affiché en juillet une performance de +2,31 % sur la stratégie. En août, les fonds enregistrent des pertes sur leurs positions longues \$, short Taux US, long actions européennes. Mais les pertes restent contenues et la correction des marchés est source d'opportunités. Nous restons confiants sur la stratégie.
+	+	Long/Short Equity	Cela fait plusieurs mois que les indices HFRX Equity sont en baisse et le mois d'août ne devrait pas faire exception. Cependant notre sélection s'avère pertinente car nos fonds ont affiché un mois très solide sur juillet mais aussi sur août, avec des contributions positives sur les fonds les moins directionnels. Nous conservons à ce stade ce positionnement trading/marché neutre en favorisant les marchés développés.
+	+	Event Driven	L'environnement semble profitable mais les performances des fonds sont décevantes et l'indice HFRX Event est maintenant le plus mauvais de l'année avec -4,2 % au 25/08. Les expositions matières premières et Industrielles des fonds Event sont affectées par le ralentissement de la Chine sans parler de certains événements spécifiques comme le retrait de l'offre de <i>Monsanto sur Syngenta</i> . Nous restons positifs du fait de spreads attractifs mais vigilants.
-	-	Arbitrage Credit	Bien que faiblement exposés sur la stratégie et négatifs depuis plusieurs mois, les quelques fonds en portefeuilles ont su naviguer plutôt bien cet été. Les fonds étaient short matières premières et crédit, ce qui permet d'afficher des rendements positifs sur le mois. Le choc du mois d'août ne nous fait pas changer d'avis et nous pensons qu'il est trop tôt pour revenir sur la stratégie.
-	-	Distressed	Les opportunités sont limitées. Le manque de liquidité du marché reste aussi un obstacle.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

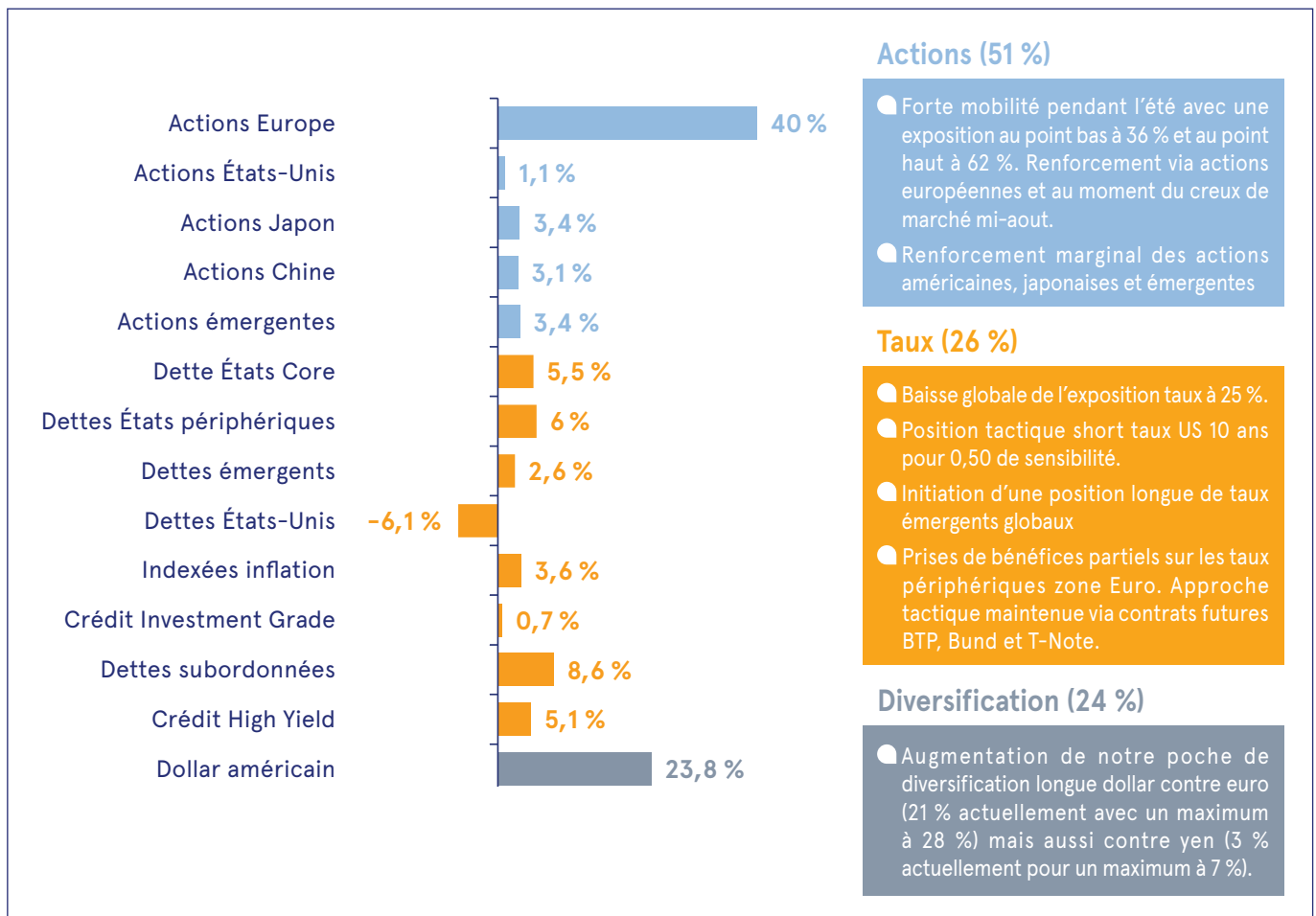
QUAND LA CHINE RALENTIRA...

La problématique grecque a été reléguée au second plan début Juillet, remplacée par les interrogations sur la croissance mondiale, et chinoise plus spécifiquement. Juillet s'avère haussier sur les marchés d'actions, avec une nette surperformance européenne, malgré le recul de -6 % des marchés émergents pénalisés par les inquiétudes sur la croissance chinoise et le net recul des matières premières et du pétrole. La réaction en août au choc chinois est en revanche sévère pour toutes les bourses : les marchés actions cèdent -9,1 % en Europe, -6,2 % aux Etats-Unis, -8 % au Japon et à nouveau -9,2 % sur les zones émergentes.

Dans ce contexte, nous avons profité des creux pour augmenter l'exposition actions du fonds, qui a culminé à 62 % et se situe à 51 % fin août. Si les fondamentaux des actions européennes demeurent attractifs, justifiant selon nous, la part significative du risque actions déployé sur cette zone, nous conservons une forte mobilité tactique dans cette phase volatile.

Notre exposition obligatoire est réduite, avec un équilibre entre taux Core, périphériques et crédit.

Notre enveloppe de diversification reste déployée sur des positions devises. Là aussi, nous avons profité de la hausse de l'euro et du yen contre dollar pour renforcer nos positions.



*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 Août 2015		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2015	1 an	3 ans	5 ans	Création		
Cross-Asset									
La Française Allocation	Part R	325 m €	5,02 %	9,42 %	20,21 %	25,19 %	27,21 %	6,19 %	07.12.2005
	Part I		5,35 %	9,94 %	21,96 %	29,20 %	62,57 %	6,40 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	417 m €	2,33 %	3,46 %	24,88 %	22,77 %	69,92 %	11,12 %	05.04.2001
	Part I		2,64 %	3,92 %	26,54 %	-	22,99 %	11,12 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	26 m €	3,06 %	3,42 %	-	-	7,27 %	11,03 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	187 m €	1,70 %	2,25 %	15,63 %	16,43 %	55,04 %	6,83 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	64 m €	1,37 %	-0,57 %	5,19 %	-	4,98 %	3,92 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	118 m €	1,35 %	-	-	-	0,31 %	-	17.09.2014
	Part I		1,63 %	-	-	-	0,74 %	-	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	132 m €	2,18 %	-1,06 %	-	-	8,42 %	3,48 %	24.09.2013
	Part I		2,45 %	-0,65 %	-	-	9,36 %	3,48 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	298 m €	1,72 %	3,32 %	19,30 %	18,08 %	73,18 %	3,18 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	83 m €	-0,15 %	0,07 %	-	-	8,47 %	3,32 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	67 m €	0,36 %	-	-	-	-0,53 %	-	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	767 m €	1,17 %	1,82 %	38,21 %	26,60 %	78,62 %	5,91 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	90 m €	-2,33 %	-7,33 %	-7,40 %	2,42 %	39,47 %	5,80 %	12.10.2005
	Part I		-2,17 %	-7,09 %	-6,74 %	3,63 %	55,92 %	5,81 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	248 m €	14,65 %	12,74 %	43,31 %	49,04 %	110,81 %	19,07 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	87 m €	15,45 %	15,17 %	54,23 %	82,61 %	77,15 %	17,83 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	554 m €	1,65 %	3,70 %	57,10 %	125,07 %	91,47 %	14,64 %	18.05.2007
LFP-JKC China Value	Part I€	77 m €	-11,59 %	-17,79 %	5,69 %	-	-18,14 %	20,06 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	30 m €	-6,97 %	-14,07 %	2,79 %	-	-13,13 %	14,25 %	01.07.2011
LFIP Global Equity	Part I€	61 m €	0,34 %	-	-	-	4,28 %	-	15.12.2014
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R€	135 m €	-2,23 %	0,36 %	-	-	6,57 %	6,32 %	28.02.2014
	Part I€		-1,72 %	1,13 %	-	-	7,79 %	6,32 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 406 m €	0,13 %	0,24 %	1,23 %	3,44 %	8,53 %	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 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 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 : 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