

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 161 - Octobre 2015

Achevée de rédiger le 07 | 10 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

En dépit d'un rebond technique de fin de mois, le 3^e trimestre se solde par un **fort recul de l'ensemble des marchés d'actions Monde qui réalisent ainsi la plus mauvaise performance trimestrielle depuis 2011**. Les indices européens reculent d'environ 10 %, en ligne avec la tendance mondiale, le S&P 500 amortit modérément le choc avec 7,50 % de repli et les indices japonais et émergents paient le plus lourd tribut. **Les bourses font face à une véritable crise de confiance des investisseurs sous l'effet conjugué de doutes persistants sur la croissance mondiale et d'inquiétudes sur l'aptitude des banques centrales à garder la main, crise désormais aggravée par l'émergence de risques spécifiques aigus, comme en témoigne « l'affaire VW ».**

Les actifs jugés peu risqués s'apprécient très modestement sur la période et ne jouent donc plus leur rôle de valeur refuge, alors que la volatilité s'accroît sans néanmoins retrouver les niveaux extrêmes atteints fin août. **L'équilibrage du risque des portefeuilles est un véritable casse-tête depuis l'été**, seul le cash, au prix du renoncement à toute rémunération, permet d'amortir les chocs...

Pourtant, **notre scénario central de décélération modérée et ordonnée de l'activité mondiale n'intègre pas à ce stade de risque majeur de rupture**. Les fondamentaux américains restent solides et la trajectoire européenne est sans éclat mais positive. Les risques sont donc concentrés dans le monde émergent et parmi les pays producteurs de matières premières, la baisse des prix y a provoqué l'entrée en récession de l'économie canadienne au 1^{er} semestre, tandis que l'Australie enregistre une contraction de son PIB au 2^e trimestre. La note du Brésil a été dégradée en catégorie spéculative à BB+ sur fond de situation budgétaire dégradée et de crise politique. La donne chinoise change peu en septembre, le ralentissement manufacturier continu à alimenter la méfiance des

investisseurs, même si en fin de mois, quelques signaux de stabilisation de l'activité ont un peu rassuré.

La Fed a parfaitement intégré cette accentuation des risques externes aux Etats Unis, mais en repoussant le relèvement des taux directeurs, et en arguant de l'impact des récents développements économiques et financiers mondiaux sur l'activité et l'inflation domestiques, **la Fed a accentué la confusion sur la robustesse de l'économie américaine et enlevé beaucoup de lisibilité au calendrier de la normalisation monétaire**. Ce qui aurait pu constituer un soulagement est aussitôt devenu anxiogène, ce qui témoigne bien de la psychologie actuelle des marchés ! Mais cela renforce aussi le doute profond des observateurs quant à la capacité des Banques Centrales à sortir de l'ère du financement illimité et gratuit.

Enfin, dans ce contexte fondamentalement plus incertain, plusieurs secteurs ont été emportés dans une tourmente boursière sous l'effet de risques idiosyncratiques majeurs, et **la défiance des investisseurs touche désormais violemment certaines entreprises** ! Le secteur automobile pâtit lourdement de l'affaire Volkswagen, tandis que le secteur minier retrouve ses plus bas depuis 2008, inquiet du niveau d'endettement de la société Glencore. Enfin, les valeurs biotechnologiques emportent le compartiment des valeurs moyennes américaines (indice Russell 2000 au plus bas depuis octobre 2014), alors que le plan d'Hillary Clinton sur la réforme du système de santé américain prévoit, entre autres, une moindre progression des dépenses par habitant.

Face à une volatilité persistante en septembre, notre stratégie d'investissement a maintenu un pilotage tactique actif des allocations, articulé autour d'une surpondération actions zone euro, d'une duration faible et d'une exposition au crédit très ciblée.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les inquiétudes sur les perspectives de croissance de la Chine ont été relancées par le nouveau recul de l'indice PMI des directeurs d'achat du secteur manufacturier en septembre. Au-delà de cet indice, les données disponibles traduisent au stade actuel un ralentissement économique contrôlé, qui laisse encore le taux de croissance à un niveau très acceptable. Le rythme d'augmentation de la production industrielle est revenu de 15 % par an avant la crise financière de 2008 à 10 % en 2012-2013 puis à 7 % actuellement. Les hausses de salaires des zones côtières étaient à 8 % l'an (fin 2014, dernier chiffre connu). Avec une inflation qui a faibli à moins de 3 % l'an, les gains de pouvoir d'achat restent substantiels. Les importations de pétrole brut en nombre de barils par jour, qui reflètent la demande intérieure, ont même rebondi. Il est probable que les secteurs lourds comme l'acier ou le ciment soient confrontés à un ajustement un peu brutal, mais nous estimons que si un changement de tendance économique est en cours, **la menace chinoise est actuellement surestimée par de nombreux observateurs.**

Aux États-Unis, la croissance du deuxième trimestre a été révisée à la hausse. Elle est estimée à 3,9 % l'an. Le creux du premier trimestre est à peu près compensé, mais **l'économie américaine n'accélère pas vraiment. Elle reste sur une tendance de l'ordre de 2 à 2,5 % l'an** et devrait s'y maintenir sans entraîner de tensions sur les prix et les salaires, d'où les hésitations de la Réserve Fédérale. Les derniers propos de J. Yellen semblent suggérer une première hausse en décembre.

L'activité continue de se renforcer très progressivement dans l'Union Européenne. La zone euro sort

lentement de sa torpeur. La demande finale est stimulée par le pouvoir d'achat supplémentaire gagné grâce au pétrole et à la hausse des exportations, due à la baisse de l'euro de près de 20 % en taux de change effectif réel. Les enquêtes de conjoncture reflètent dans la plupart des pays une nette amélioration du niveau de la confiance des ménages et une progression très légère mais régulière des perspectives de production en 2015-2016. Après un fort rebond, l'Espagne souffle un peu, mais l'Italie commence à prendre le relais. La France est, parmi les quatre grands pays de la zone euro, celui où la reprise est la moins avancée. Cependant il est encore difficile d'évaluer les retombées de l'affaire Volkswagen sur l'Allemagne. Hors zone euro le Royaume-Uni se maintient sur un rythme d'expansion de l'ordre de 3 % l'an, avec quelques signes d'un léger essoufflement. La proportion des entreprises travaillant à pleine capacité est très au-dessus de la moyenne passée et le chômage est à un point bas. Les gains hebdomadaires augmentent au rythme annualisé de 4 % l'an, supérieur aux gains de productivité. Cependant le taux d'inflation reste contenu par la baisse des prix du pétrole et des matières premières. Pour l'instant, les tensions éventuelles restent donc totalement contenues.

Au total, **le taux d'inflation moyen mondial est presque stabilisé un peu au-dessous de 3 % l'an.** Ce taux peut se décomposer en une inflation moyenne de l'ordre de 6 % dans l'ensemble des pays émergents et pratiquement zéro en moyenne dans les pays développés. **La croissance mondiale est un peu hésitante mais elle ne paraît pas menacée.** La situation de certains pays émergents (Brésil notamment) reste critique.

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	0,2	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

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 avant la fin 2015

EN UN CLIN D'ŒIL **NOS CONVICTIONS DE GESTION** PAR CLASSE D'ACTIFS

À TRAVERS LA FRANÇAISE, JKC ET TAGES



Sept. Oct.

FIXED INCOME

Commentaires

Sept.	Oct.		Commentaires
		Taux	Peu d'éléments sont de nature à modifier notre sentiment du mois dernier, où nous estimions les taux proches de leur valeur fondamentale. En outre, en dehors des périodes de stress des marchés, la volatilité devrait rester faible.
		Pays Core	En zone euro, le retour en inflation négative exerce une pression sur la BCE. Plus qu'une extension à terme du programme de Quantitative Easing, une baisse des taux directeurs n'est plus à exclure, elle soutiendrait de facto la reconstitution des primes de terme, faibles actuellement.
		Pays Périphériques	Les élections catalanes sont passées et les élections portugaises ne devraient pas avoir d'impact fort sur les marchés. L'offre nette de la zone euro est négative pour le mois d'octobre, notamment pour l'Espagne et le Portugal. Les dernières données sur l'inflation militent pour une continuité de la politique accommodante de la part de la BCE. Nous sommes positifs sur les périphériques.
		Inflation	Nous conservons notre biais neutre sur l'inflation en dépit de la baisse des points morts observée et des faibles niveaux atteints. Si l'orientation des prix des matières premières reste négative, l'activisme des banques centrales pourrait suffire à stopper une nouvelle baisse des points morts.
		Emergents	Les situations en Chine au Brésil et en Turquie sont des facteurs de risque sur les pays émergents. Un sursaut d'activité en Q4 est peu probable. Notre gestion reste prudente et s'appuie principalement sur des signatures de qualité.
		Crédit	Extrême fragilité du marché du crédit alimentée par du risque spécifique et une liquidité famélique. Restent les outflows sur la classe d'actifs qui devraient se concrétiser rapidement empêchant tout rebond à court terme. Prudence.
		Investment Grade	Fort écartement des spreads qui reviennent sur des valorisations de mi-2013. Les dettes des entreprises exposées aux pays émergents et au secteur des matières premières ont particulièrement souffert. Le retour du risque spécifique sur des entreprises de taille internationale (Volkswagen, Glencore...) a accentué le mouvement en fin de mois.
		Subordonnées	Quelques émissions primaires en début de mois. Avec le retour de la volatilité, les spreads se sont fortement écartés. De plus, le marché des corporates hybrides a sous performé en lien avec la sortie du nucléaire allemand (utilities) et la fraude chez Volkswagen. En fin de mois, la liquidité s'est tarie, accentuant l'écartement sur toutes les classes d'actifs.
		High Yield	La baisse des matières premières, la dégradation dans les pays émergents, la mauvaise liquidité sur les marchés qui posera problème s'il y avait des sorties importantes sur la classe d'actifs et la communication floue de la Fed nous incitent à beaucoup de prudence.
		Convertibles	Beaucoup de dispersion entre les secteurs mais une liquidité qui reste correcte. Attention aux flux sur une classe d'actifs plutôt chère.

Sept.	Oct.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Position relative favorable à l'Europe : politique accommodante de la BCE et valorisations moins exigeantes limitant les aléas liés aux publications de résultats du 3 ^e trimestre. ArcelorMittal témoigne en faveur de l'hypothèse d'une reprise de l'investissement sur la zone.
+	+	US	Les signaux de ralentissement donnés par les ISM et le marché du travail éloignent les attentes de hausse des taux. Nous espérons le mois passé un rattrapage du marché américain, qui s'est partiellement opéré. Nous visons 5 % de hausse complémentaire pour revenir à une pondération plus neutre. Notre attention sera focalisée sur la tenue des marges durant les publications du 3 ^e trimestre.
+	+	Japon	Opinion positive conservée. Après une série de mauvaises nouvelles économiques, liées au ralentissement de la Chine, la signature du pacte trans-pacifique (TPP) repositionne le Japon comme le partenaire asiatique des Etats-Unis et augmente les chances de succès de la 3 ^e flèche du plan Abe.
=	=	Emergents	Nous n'anticipons pas de répit pour les marchés émergents avec une poursuite des retraits de capitaux en parallèle à l'affaiblissement de leurs devises. Nous considérons toujours un déclin très graduel de la croissance chinoise et estimons excessive la dernière correction. Nous attendons des mesures de stimulation économique de la part du gouvernement chinois en octobre.

Sept.	Oct.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	Après sa démonstration bâclée d'interventionnisme de marché durant l'été, la Chine et ses dirigeants ont montré qu'ils avaient changé d'attitude et se sont abstenus d'intervenir sur les marchés pour en contrôler la volatilité. Cette attitude devrait contribuer à rétablir la confiance dans le marché de Hong Kong, aujourd'hui à des niveaux de valorisation très attractifs.
=	+	Asie	L'Inde et Taiwan ont coupé leurs taux d'intérêt ce qui a immédiatement poussé les actions. La Malaisie, l'Indonésie et la Thaïlande ont annoncé des mesures pour soutenir leurs économies. Pour la Malaisie cela a eu pour effet de stabiliser le marché actions. Dans le cas de l'Indonésie et de la Thaïlande le résultat est plus mitigé, les marchés attendent des avancées plus significatives.

Sept.	Oct.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	+	Global Macro	Le mois de septembre a été décevant avec un indice en baisse de -39bp et une sélection globalement négative. Les fonds ont perdu sur leurs expositions longues actions mais aussi sur leurs positions short taux américains et long taux émergents (Brésil, Argentine). Nous restons encore un peu sous pondérés sur les fonds quantitatifs qui sont pour la plupart passés short sur leurs expositions actions. Ces derniers ont bien rebondi sur septembre.
+	+	Long/Short Equity	Septembre est dans la continuité du mois d'août. La stratégie a souffert de la baisse des marchés mais nos fonds ont mieux résisté, la moitié étant positifs sur le mois avec en moyenne une performance flat. Très peu ont été exposés à VW, la plupart jouant le ralentissement chinois via le secteur Auto. L'indice HFRX Equity est lui en baisse de -2,08 % sur septembre. Nous restons positifs sur cette stratégie.
+	=	Event Driven	Bien que très positifs depuis plusieurs mois, nous révisons à la baisse nos anticipations. Le contexte économique se détériore et de nombreux deals ne se clôturent pas. Si les spreads M&A sont attractifs, il n'y a pas de compression de ces derniers et de nombreux fonds Event affichent des pertes significatives pouvant entraîner des sorties. Nous passons neutres sur la stratégie.
-	-	Arbitrage Credit	Bien que faiblement exposées sur le crédit, nos allocations ont très bien performé. Presque tous nos fonds sont positifs sur le mois et avaient un positionnement défensif. Les événements sur Abengoa ou VW n'ont que faiblement impacté les performances. Les expositions short matières premières ont été profitables.
-	-	Distressed	Les opportunités sont limitées. Le manque de liquidité du marché reste un obstacle. Nous n'avons pas d'allocation sur le segment.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

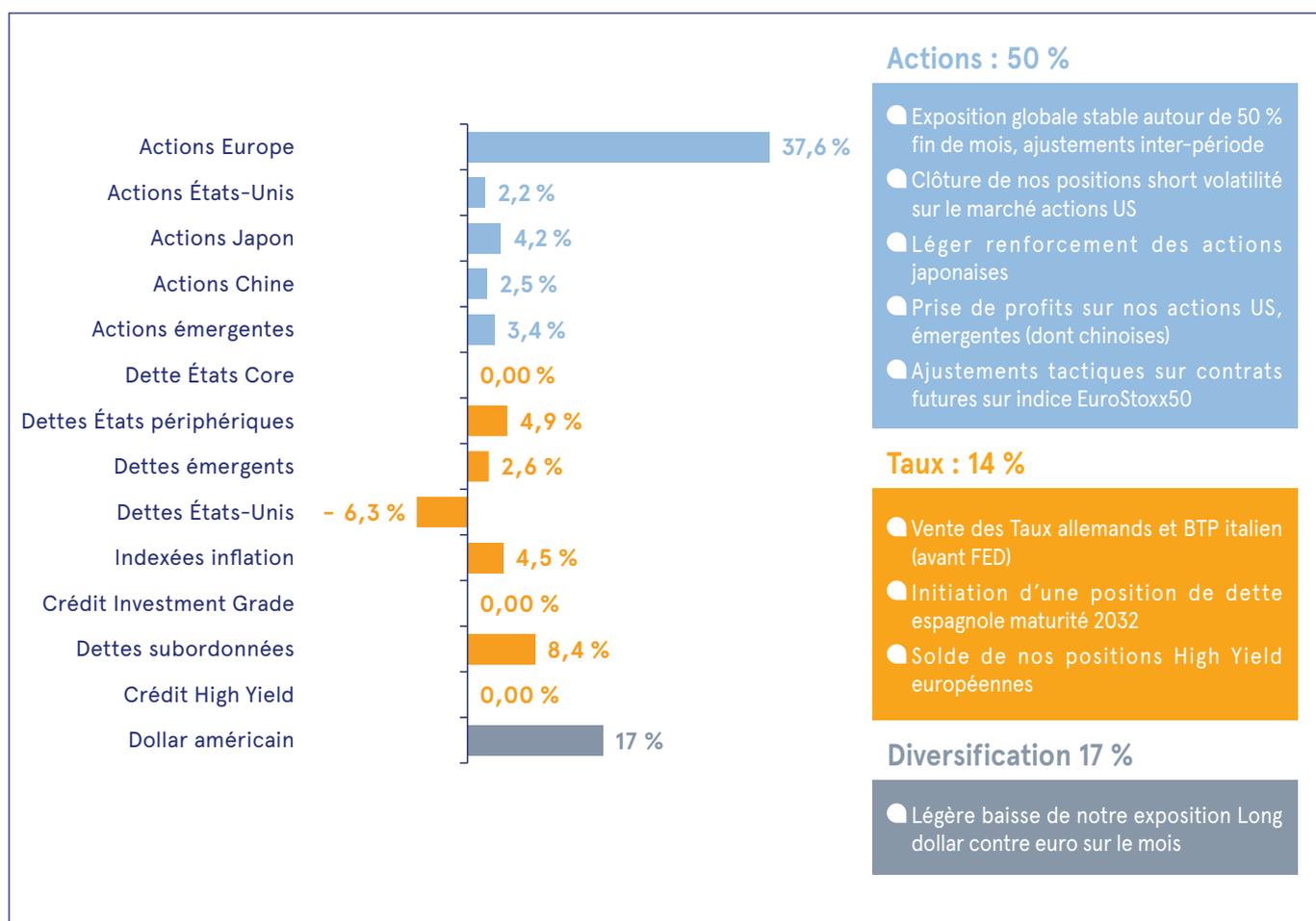
BROUILLARD

Dans ce contexte volatile, et tout en maintenant au final une exposition actions stable, nous avons tout de même opéré quelques mouvements tactiques : nous avons profité du recul ponctuel de la volatilité pour solder nos positions vendeuses sur indices et renforcé nos positions en actions japonaises ; la BOJ pourrait en effet accroître son programme d'achats d'actifs à moyen terme. Nous avons également réduit à la marge nos expositions sur les marchés américains et émergents.

Sur la partie obligataire, nous avons clôturé toutes nos positions sur le High Yield européen. Par prudence,

avant le discours de Janet Yellen, nous avons soldé nos positions sur le BTP italien ainsi que sur les taux allemands, les Taux Core Euro nous paraissant à leur juste prix. Nous avons ensuite initié une position sur la dette espagnole échéance 2032, confortés par l'amélioration conjoncturelle locale.

Au sein de notre enveloppe de diversification, notre exposition à la hausse du Dollar US a été réduite, dans une approche de prises de bénéfices tactiques. Elle s'est établie à 17 % à fin septembre (14 % contre euro et 3 % 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 Septembre 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	320 m€	3,11 %	8,02 %	16,96 %	18,75 %	24,90 %	6,24 %	07.12.2005
	Part I		3,12 %	8,16 %	18,33 %	22,12 %	59,14 %	6,49 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	410 m€	-0,46 %	0,38 %	18,52 %	18,20 %	65,29 %	11,08 %	05.04.2001
	Part I		-0,13 %	0,83 %	20,09 %	-	19,68 %	11,08 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	26 m€	-1,07 %	-1,16 %	-	-	2,97 %	11,21 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	185 m€	0,53 %	1,21 %	13,36 %	14,28 %	53,26 %	6,81 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	63 m€	0,71 %	-0,91 %	4,51 %	-	4,30 %	3,96 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	120 m€	-1,41 %	-1,86 %	-	-	-2,43 %	4,15 %	17.09.2014
	Part I		-1,11 %	-1,44 %	-	-	-1,98 %	4,15 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	127 m€	0,06 %	-1,53 %	-	-	6,17 %	3,65 %	24.09.2013
	Part I		0,36 %	-1,13 %	-	-	7,12 %	3,65 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	298 m€	1,33 %	3,16 %	17,00 %	18,56 %	72,50 %	3,16 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	68 m€	-0,52 %	0,54 %	-	-	8,07 %	3,27 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	62 m€	-2,21 %	-	-	-	-3,07 %	-	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	728 m€	-3,47 %	-0,91 %	25,94 %	15,59 %	70,43 %	6,17 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	79 m€	-3,84 %	-7,39 %	-10,63 %	0,50 %	37,31 %	6,01 %	12.10.2005
	Part I		-3,66 %	-7,16 %	-10,01 %	1,70 %	53,54 %	6,01 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	238 m€	9,39 %	8,04 %	34,21 %	35,47 %	101,13 %	19,14 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	82 m€	10,68 %	10,70 %	46,38 %	61,70 %	69,82 %	17,89 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	532 m€	-1,92 %	1,57 %	48,29 %	96,16 %	84,74 %	15,52 %	18.05.2007
LFP-JKC China Value	Part I€	75 m€	-11,80 %	-14,34 %	0,16 %	-	-18,34 %	20,86 %	01.10.2010
LFP-JKC Asia Value	Part I€	29 m€	-7,76 %	-12,20 %	-4,07 %	-	-13,87 %	15,61 %	01.07.2011
LFIP Global Equity	Part I€	57 m€	-7,21 %	-	-	-	-3,57 %	-	15.12.2014
LFP Forum Securities Global Income Real Estate	Part R€	134 m€	-3,14 %	-0,23 %	-	-	5,58 %	6,29 %	28.02.2014
	Part I€		-2,58 %	0,53 %	-	-	6,85 %	6,29 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	3 471 m€	0,14 %	0,22 %	1,16 %	3,40 %	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 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