

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 171 - Septembre 2016

Achevée de rédiger le 09 | 09 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Il y a un peu plus de 2 mois, les Anglais décidaient de quitter l'Union Européenne, avec pour conséquence l'une des journées les plus volatiles de ces dernières années. L'autre conséquence aura été de pousser l'ensemble des banques centrales à être toujours plus accommodantes. La Fed a ainsi décidé de repousser la prochaine hausse de taux et la banque d'Angleterre a coupé ses taux et pré-annoncé une nouvelle baisse.

Résultat ? **Les marchés ont reçu une nouvelle dose de stimulant et sont repartis de plus belle.** Nouveau plus haut pour les actions américaines, écrasement de toutes les courbes de taux, forte appréciation de l'ensemble des actifs à spread et baisse massive de la volatilité.

Ces mouvements sont symptomatiques du monde financier dans lequel nous vivons actuellement. **Les banques centrales poussent l'ensemble des investisseurs, riches en liquidité, à la recherche de rendement, à prendre toujours plus de risque** en achetant des actifs qu'ils savent chers mais qu'ils espèrent encore plus chers dans le futur.

La faible volatilité du marché est une autre conséquence de leurs actions, et ce même si cette faible volatilité n'est qu'apparente. En effet, les investisseurs étant peu ou prou tous investis de la même façon, **les périodes de stress et les chocs de corrélation sont souvent violents, rendant la gestion du risque difficile.**

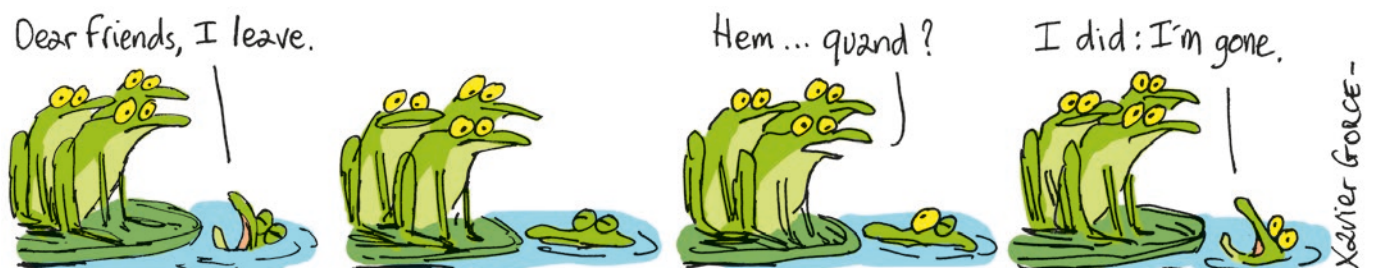
Jusqu'à quand cela durera-t-il ? Sans doute jusqu'aux premiers signes d'une inflation en hausse dans les économies développées, signes qui pourraient arriver en fin d'année avec des effets de base redevenant positifs à partir du mois de novembre.

Jusqu'à-là, **les marchés vont se focaliser sur les prochaines réunions des banques centrales**, et surtout sur la Fed qui pourrait monter ses taux de 25bp étant donné la robustesse de l'emploi depuis quelques mois et la très bonne tenue des actifs financiers. La BCE sera elle aussi attendue, principalement sur l'extension ou non de son programme de QE après mars 2017. Pour le moment, les marchés n'imaginent pas une seconde un arrêt de ce programme. **Mais si les chiffres économiques restent bien orientés et que l'inflation revient graduellement autour de 1,3-1,4 %, de telles politiques monétaires deviendraient difficiles à justifier.**

Dans ce contexte, nous continuons à privilégier les actifs de rendement sur lesquels il reste un peu de valeur : actifs émergents, certains actifs à haut rendement et dettes subordonnées bancaires. Nous privilégions aussi les obligations indexées sur l'inflation quand cela est possible, l'inflation étant selon nous la variable à même de bouleverser l'équilibre financier actuel. Nous maintenons une sous-exposition importante sur les dettes d'Etats G7, celles-ci étant de notre point de vue très chères et n'offrant aucun rendement. Enfin, nous conservons une vue globalement neutre sur les actions ; les fondamentaux restent fragiles (pas d'augmentation des chiffres d'affaires et résultats en baisse) mais elles offrent aujourd'hui un rendement de l'ordre de 3-4 % qui reste attractif relativement au monde obligataire.

En prenant un peu de recul, il est d'ailleurs étonnant de constater qu'à l'heure actuelle, les investisseurs en dettes obligataires gouvernementales ciblent un gain en capital, le rendement étant faible voire inexistant, alors que les investisseurs en actions ciblent eux de plus en plus un rendement. Ce qui est assez paradoxal...

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Après le moment de panique qui avait suivi le vote britannique de sortie de l'Union Européenne, la « dédramatisation » du Brexit s'est traduite par une forte baisse des indicateurs de volatilité et un rebond du cours moyen mondial des actions. On ne constate cependant pas pour autant d'amélioration significative de la conjoncture économique mondiale au cours des derniers mois.

Le taux de croissance mondial se tasse très légèrement. Il est retombé à 2,7 % l'an au deuxième trimestre 2016.

Il est depuis trois trimestres un peu au-dessous de sa tendance de long terme. Cela contribue à expliquer que les prix du pétrole et des matières premières tendent à se stabiliser, au voisinage de 50 dollars pour le baril de Brent. C'est un niveau encore bas au regard de ceux des dernières années, mais les cours étaient remontés de plus de 40 % depuis début 2016. L'impact sur le pouvoir d'achat des pays consommateurs, qui avait stimulé la croissance en 2015 et au début 2016, est désormais devenu restrictif.

L'expansion américaine a été décevante dans la période récente, avec trois trimestres de suite au voisinage de 1% l'an. Cette baisse de régime s'explique principalement par la forte hausse du dollar de la fin 2014, qui a entraîné un recul des exportations, de la production industrielle et des investissements. Les derniers indicateurs de conjoncture suggèrent que l'ajustement touche à sa fin. La production industrielle augmente, les indices des directeurs d'achat sont en hausse, les créations d'emplois sont plus nombreuses. Cependant, le taux d'inflation instantané, qui augmente avec la remontée du prix de l'énergie, rogne le pouvoir d'achat. La consommation des ménages a bien tenu grâce à une

baisse du taux d'épargne de près d'un point. Les marges supplémentaires de baisse sont désormais faibles. La politique monétaire affiche une certaine confiance mais reste prudente.

Dans la zone euro la croissance a été plus élevée qu'aux Etats-Unis au cours des derniers trimestres. Elle se poursuit actuellement à **un rythme de l'ordre de 1,5 % l'an**. Les ventes au détail font une pause, les indices du climat des affaires sont stationnaires au voisinage de leurs moyennes passées. En revanche les permis de construire et le climat de confiance des chefs d'entreprises du secteur de la construction se redressent rapidement. La forte baisse des taux d'intérêt contribue à ce résultat encourageant. Le glissement annuel des prix remontera très prochainement car les mois qui sortiront du calcul étaient des mois de recul des prix de l'énergie. Le rythme instantané de l'inflation intérieure restera néanmoins faible. Les taux d'intérêt à 10 ans ont encore baissé, au point que toute la courbe allemande est en territoire négatif. **Nous confirmons notre diagnostic d'une croissance de la zone euro inférieure en 2017 à son niveau de 2016.**

Au chapitre des risques, les stress tests des banques européennes sont rassurants en moyenne mais ils ont confirmé la nécessité d'une recapitalisation de certaines banques, notamment en Italie où la proportion des crédits non performants est élevée et en augmentation. **Quant aux effets du Brexit, ils ont sans doute été décalés dans le temps** par le report de mise en œuvre décidé par Theresa May. Ils se sont surtout manifestés au Royaume-Uni par une baisse de près de 15 % de la livre sterling. Les effets économiques négatifs sur l'Europe restent encore à venir.

Scénario de référence		2016	2017
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	1,5	2,0
	ZONE EURO	1,6	1,3
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,1	2,0
	ZONE EURO	0,2	1,2
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,75	1,5
	BCE	0,00	0,05

Nous abaissons notre estimation de croissance de 2016 pour les États-Unis. 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 et les taux d'intervention de la BCE n'augmenteraient pas avant la fin 2017.

*Taux d'accroissement annuel moyen

** 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

Jul.	Sept.	FIXED INCOME	Commentaires
-	-	Taux	Nous restons prudents sur les marchés obligataires. Le cycle d'assouplissement des banques centrales est terminé et les primes de terme sur les parties longues nous semblent trop comprimées. La hausse des rendements devrait être cependant graduelle et peu prononcée.
-	-	Pays Core	La poursuite de la baisse de l'aversion au risque sur fond d'une normalisation des glissements d'inflation motive une pression haussière sur les taux longs des pays core.
=	=	Pays Périphériques	Nous restons neutres sur les périphériques avec les rendez-vous politiques à venir en Espagne et Italie ainsi que les risques qui pèsent sur le rating du Portugal.
+	+	Inflation	La déception de l'été sur une hausse plus importante qu'anticipée des indices d'inflation ne remet pas en cause notre anticipation plus forte que celle des marchés de hausses de prix dans les mois à venir.
+	+	Emergents	Rebond de la croissance dans les EM, les flux restent très positifs, la remontée des taux US restera contenue, et les rendements demeurent attractifs en moyenne à 5 %.
+	+	Crédit	Nous devenons plus prudents, mais avec un biais toujours positif, sur le crédit en raison de valorisations de plus en plus chères, portées par le CSPP, des flux d'investissements positifs et la dissipation passagère des craintes sur le Brexit.
+	+	Investment Grade	Nous adoptons une vue seulement modérément favorable, estimant que les volumes importants attendus sur le primaire devraient contrebalancer la dynamique de resserrement des spreads poussée notamment par le CSPP.
+/=	+	Subordonnées	Nous avons une forte conviction positive pour les subordonnées financières, suite (i) aux résultats semestriels bons dans l'ensemble et (ii) aux assouplissements réglementaires en cours d'introduction.
=	=	High Yield	La recherche du rendement continue et les risques du Brexit se sont complètement dissipés. Cependant nous restons neutres, le marché ayant particulièrement bien progressé. Nous pensons que la moindre incertitude pourrait entraîner de légères prises de profits.
+	=	Convertibles	Nous dégradons notre opinion à neutre sur les obligations convertibles suite au rallye sur la période estivale. La valorisation de la classe d'actifs revient désormais sur des niveaux plus normatifs. Le marché primaire redémarre de façon très soutenue mais ne devrait pas impacter les valorisations.

Juil.	Sept.	ACTIONS	Commentaires
=	=	Europe	Cet été 2016 a été favorable aux marchés européens et plus encore à la zone euro. Ce rattrapage leur permet de retrouver une performance légèrement positive depuis le début d'année. Une nouvelle détente des conditions financières constitue un soutien à la baisse de la prime de risque. La balance des risques pointe vers plus de stimuli de la BCE et des gouvernements.
-	-	US	Le marché américain a encore un peu progressé cet été avec un S&P500 proche de 2180 points sans modification majeure des conditions macroéconomiques. La baisse des marges et des profits des sociétés américaines se confirme. Le marché américain affiche ce début d'automne un niveau de valorisation élevé et présente des risques de correction, particulièrement à la veille des élections.
=	=	Japon	Le marché japonais se reprend cet été à la faveur d'une détente du yen mais reste en territoire négatif depuis le début d'année. Les statistiques économiques restent médiocres et les attentes de la part du gouvernement et de la banque centrale aux effets incertains.
+	+	Emergents	Nous conservons notre opinion positive sur les marchés émergents fondée sur des attentes plus réalistes de croissance avec un flux d'investissement toujours positif. La bonne tenue des matières premières est une condition clef pour la poursuite de la bonne performance des marchés émergents. La valorisation des émergents reste attrayante.

Juil.	Sept.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	La bonne performance actuelle des actions chinoises est le résultat d'un certain nombre de facteurs: la forte liquidité, la stabilité monétaire issue du contrôle des changes, des mesures d'assainissement du secteur financier, des valorisations basses et, surtout, de bons résultats des entreprises au premier semestre qui ont très souvent battu les attentes des analystes.
+	+	Asie	Les marchés asiatiques ont affiché une bonne performance cet été. Les résultats des entreprises chinoises et coréennes ont été particulièrement encourageants. En Thaïlande, la réforme constitutionnelle qui pérennise le pouvoir de l'armée est passée. Si elle peut permettre le développement de projets d'infrastructure essentiels, nous restons sceptiques quant à la capacité d'exécution.

Juil.	Sept.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
=	+	Global Macro	Les CTA ont affiché un été contrasté. Les modèles quantitatifs ont souffert de la hausse des Taux US et japonais ainsi que de la chute des matières premières agricoles. Cela aura eu le mérite de réduire les expositions longues Fixed Income qui nous paraissent trop importantes. A l'inverse, les fonds Global Macro discrétionnaires ont bénéficié de la hausse des taux (enfin) et des hausses des anticipations d'inflation US. Ils ont aussi affiché des gains sur leurs expositions actions et émergentes.
+	+	Long/Short Equity	Les gérants ont affiché des gains solides sur l'été, tant sur les fonds américain qu'euro. L'exposition directionnelle est faible mais les craintes sur le Royaume Uni se sont atténuées et certains gérants ont joué le rebond (Tesco par exemple ou Rightmove). Restent toujours les incertitudes sur les bancaires italiennes et d'autres noms plus « systémiques » comme DB. Nous conservons un positionnement peu directionnel et nous avons rééquilibré certains portefeuilles largement sous pondérés US.
=	=	Event Driven	La stratégie Event Driven poursuit son rebond celle-ci étant toujours la meilleure stratégie YTD (+7,1 %). Les fonds ont bénéficié du rebond du pétrole et de l'avancée sur les deals comme SAB Miller - INBev ou RiteAid - Boots. Les fonds ont globalement bénéficié de la hausse des marchés US et du resserrement des spreads de crédit.
-	-	Arbitrage Credit	L'été a été profitable à tous nos fonds sauf à un gérant crédit qui conserve une importante exposition short via CDS sur le Japon. En général, les fonds ont donc bénéficié du resserrement des spreads et du soutien des banques centrales, cependant notre vision reste prudente sur la classe d'actifs.
-	-	Distressed	Nous n'avons pas d'exposition mais il faudra reconsidérer la stratégie à la lumière de l'augmentation des défauts sur l'univers High Yield.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

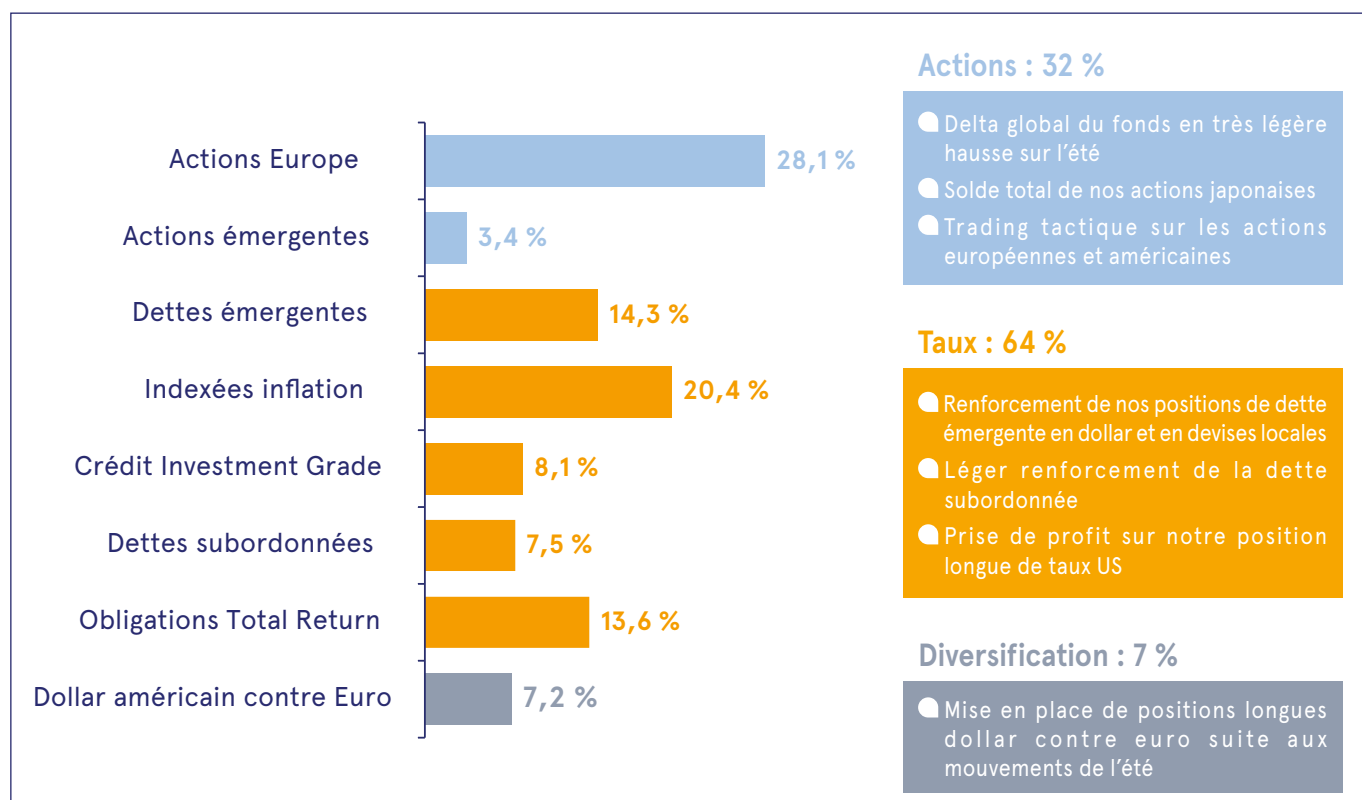
À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

TRÊVE ESTIVALE

Le calme est revenu...Mais pour combien de temps ? Après une fin de semestre chaotique, les marchés ont laissé du répit aux investisseurs pendant l'été. Les faibles volumes traditionnels n'ont pas empêché une belle phase de marchés haussiers sur les actions. Nous avons passé l'été avec une exposition actions comprise entre 25 % et 35 %. Les actions européennes restent notre principal pari. Nous avons pris nos profits sur les actions japonaises après le beau parcours estival (+8,4 %). Enfin, nous n'avons plus d'actions US dans le portefeuille.

La sensibilité obligataire a, elle aussi, été légèrement remontée passant de 2,9 à 3,1. Cette hausse s'est

opérée principalement via de la dette émergente, que ce soit en devises fortes ou en devises locales, thème que nous continuons de privilégier dans nos allocations. Les dettes subordonnées ont, elles aussi, fait l'objet d'une augmentation de leur exposition dans le portefeuille via le fonds LF Sub Debt. Enfin, nous avons profité du mouvement sur les taux US pour solder complètement la position dans le fonds. Notre poche de diversification devises a été quelque peu amendée, par une reprise de positions longues dollar contre euro pour 7 % de l'actif. La stabilisation du pétrole ainsi qu'un accroissement de la probabilité de hausse des taux de la Fed nous ont poussés à revenir sur la thématique dollar.



*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 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	323 m€	-4,77 %	-4,32 %	11,01 %	15,73 %	21,72 %	5,01 %	07.12.2005
	Part I		-4,39 %	-3,78 %	12,56 %	19,24 %	56,42 %	5,16 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	375 m€	-5,98 %	-4,65 %	12,06 %	21,78 %	62,03 %	9,82 %	05.04.2001
	Part I		-5,67 %	-4,19 %	13,59 %	24,55 %	17,84 %	9,82 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	34 m€	-5,07 %	-3,66 %	-	-	3,34 %	11,47 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	262 m€	-0,61 %	0,55 %	10,77 %	20,65 %	55,89 %	4,99 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	13 m€	-3,06 %	-2,99 %	-	-	1,84 %	3,58 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	288 m€	10,03 %	8,20 %	-	-	8,54 %	6,22 %	17.09.2014
	Part I		10,32 %	8,64 %	-	-	9,44 %	6,23 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	124 m€	8,45 %	7,62 %	-	-	16,68 %	5,10 %	24.09.2013
	Part I		8,74 %	8,05 %	-	-	18,16 %	5,10 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	462 m€	3,72 %	5,11 %	20,51 %	28,82 %	82,02 %	4,30 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	52 m€	7,55 %	7,27 %	16,50 %	-	16,36 %	3,13 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	74 m€	9,25 %	7,28 %	-	-	6,71 %	6,77 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	618 m€	3,02 %	1,22 %	17,61 %	37,65 %	80,79 %	10,95 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	101 m€	13,22 %	12,61 %	11,06 %	12,67 %	57,06 %	6,31 %	12.10.2005
	Part I		13,41 %	12,89 %	11,90 %	14,02 %	76,02 %	6,31 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	282 m€	-6,22 %	-4,69 %	19,29 %	45,52 %	100,92 %	19,74 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	91 m€	-10,15 %	-9,09 %	18,34 %	56,81 %	61,04 %	17,37 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	598 m€	1,03 %	5,34 %	41,81 %	92,51 %	101,70 %	15,38 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	60 m€	-0,99 %	6,28 %	-13,19 %	1,51 %	-13,00 %	19,66 %	08.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	35 m€	4,14 %	10,54 %	4,68 %	8,31 %	-3,97 %	17,20 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	49 m€	0,85 %	-	-	-	0,85 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	112 m€	1,11 %	2,57 %	-	-	9,31 %	9,51 %	28.02.2014
	Part I€		1,61 %	3,32 %	-	-	11,37 %	9,51 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	4 467 m€	0,03 %	0,06 %	0,73 %	2,50 %	8,60 %	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 : Sylvia Chadi

Photos/illustration : Fotolia

Impression : SB Grafic - 01 60 35 10 35

www.la-francaise.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.la-francaise.com