

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 170 - Juillet-Août 2016

Achevée de rédiger le 07 | 07 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Il y a un peu plus d'une semaine, les marchés subissaient un choc à l'annonce d'un Brexit longtemps craint mais resté finalement dans les esprits financiers comme une hypothèse théorique peu probable. L'impact sur les prix des actifs fût violent vendredi 24 juin, mais nettement corrigé par la suite. S'agit-il donc d'un événement systémique de nature à remettre en question nos scénarii financiers, ou doit-on en relativiser la portée?

Nous faisons face à un événement majeur, qui ajoute un **faisceau d'incertitudes à la fois politiques et économiques, à une conjoncture mondiale en décélération**. Il est en outre peu probable que les incertitudes politiques soient levées à court terme, et chacun connaît l'impatience des marchés... Nous attendrons donc cet été la nomination du nouveau Premier ministre britannique et la demande officielle du Royaume-Uni à sortir de l'UE, avec à l'esprit la patente désunion politique et populaire sur ce sujet outre-Manche. Nous observerons également la réaction des partenaires européens face au rejet anglais, cet événement constituant un test indiscutable pour l'unité des gouvernements, dans un contexte pré-électoral pour tous les grands pays, Allemagne, France, Italie,... avec partout un **risque élevé de forces centrifuges face aux enjeux européens**.

La renégociation des accords commerciaux et financiers sera, elle, largement différée, et si **l'impact économique s'annonce tangible au UK, la contagion à l'Europe continentale et au reste du monde nous apparaît à ce stade contenue**, à l'exception de la sphère financière qui, elle, aborde une phase incertaine de redistribution des cartes au détriment de la place londonienne.

Événement non bénin donc, mais force est de constater que les marchés ont réagi en bon ordre, avec des décotes mesurées sur les actifs risqués européens, et

une nouvelle phase d'écrasement des rendements sur les titres obligataires éligibles au programme de QE de la BCE. **La baisse très mesurée observée à ce jour sur les actions européennes nous semble pour l'instant trop peu accroître leur prime de risque**, dans un contexte où les fondamentaux micro-économiques, déjà ternes, risquent de souffrir du manque de visibilité ambiant. En revanche, la phase de consolidation du crédit offre à notre sens l'occasion de compléter opportunément les positions, car **l'ensemble des actifs de rendement devrait continuer à être supporté par la BCE**, très offensive en termes de choix de signatures à l'ouverture de son programme de QE sur dettes privées. Peu d'espoir, dans ce contexte de forte mobilisation des banques centrales, de voir les dettes gouvernementales « core » retrouver des niveaux de rendement plus attractifs à court terme. Les taux américains nous apparaissent néanmoins fragiles à moyen terme car il est probable qu'une fois l'onde de choc du Brexit dissipée, les anticipations sur les taux Fed soient à nouveau guidées par des considérations plus domestiques, ce qui devrait entraîner un redressement de la partie courte de la courbe US. **En amont du référendum britannique, nous avons adopté un positionnement défensif dans la gestion des produits d'épargne, ce choix s'est avéré pertinent et il nous semble aujourd'hui prématuré de le remettre complètement en question au regard des valorisations qui prévalent en ce début juillet**. Les marchés devraient rester volatils cet été face aux aléas post Brexit, mais aussi se re-focaliser sur des données plus macro-fondamentales, qui, en Europe, s'avèrent en amélioration sensible depuis début 2016. S'ils font preuve en cours d'été d'un pessimisme qui nous semble excessif, nous envisagerons probablement de renforcer à bon compte nos positions et de revenir à des allocations plus offensives.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les indicateurs économiques actuellement disponibles portent sur la période antérieure au référendum du Royaume-Uni et donnent donc une image de la conjoncture mondiale à la veille du *Brexit*. Cette image est peu différente de la description que nous donnions dans notre lettre du 8 juin. **Au deuxième trimestre 2016, la croissance mondiale s'est maintenue au voisinage de 3 % l'an.** Le rebond du prix du pétrole a éloigné la crainte d'accidents de solvabilité dans le secteur énergétique, et les politiques monétaires toujours très accommodantes exercent un soutien de l'activité économique et de la valeur des actifs.

C'est dans ce contexte qu'est intervenue la victoire du *Leave* au référendum britannique. Les marchés ont réagi d'autant plus violemment qu'ils s'étaient largement auto-persuadés, contre la vraisemblance statistique qui résultait de sondages répétés, que le *Remain* l'emporterait. La secousse a été forte au lendemain du résultat. Cependant, aucune dislocation des marchés n'est intervenue et **dans l'ensemble le fonctionnement des marchés est resté ordonné.** Le *Brexit* ne restera pas pour autant sans conséquences économiques. Les conséquences concernent d'abord le Royaume-Uni. Le taux de change effectif de la livre sterling contre toutes monnaies a reculé de 10 %. Le « choc » de prix sur les importations induira une perte de pouvoir d'achat des agents intérieurs. Cette perte intervient dans le climat de forte incertitude créé par le *Brexit*, alors que par ailleurs le taux d'épargne des ménages anglais est déjà extrêmement bas. Elle **accentuera le ralentissement amorcé l'hiver dernier et peut impliquer une courte récession au début 2017.**

L'impact direct de la perte de croissance britannique sur la croissance de la zone euro par le canal des échanges commerciaux, peut être estimé à 0,2 % du PIB de l'Union. Un impact indirect plus diffus mais plus important sera lié aux comportements des acteurs européens dans un contexte de grande incertitude sur l'avenir même de l'Union. Il faudra en effet environ deux ans pour définir le nouveau statut du Royaume-Uni et pour trancher **le débat, qui a déjà commencé de façon plutôt conflictuelle, sur l'évolution institutionnelle de l'Union Européenne.**

Or un environnement institutionnel et politique durablement incertain incite à des comportements restrictifs. Nous ne croyons pas pour l'instant à un réveil de fortes tensions sur les taux souverains européens en raison de la politique de la BCE. Le plus probable est que les politiques monétaires chercheront à être encore plus accommodantes, avec les risques à terme déjà identifiés d'une instabilité croissante des cours des actifs.

En résumé, **le Brexit nous conduit à baisser les prévisions de croissance de la zone euro pour 2017 de 1,5 % à 1,2 %, voire moins.** L'année 2017 serait donc moins favorable que 2016. Le risque d'un véritable retournement de conjoncture, un peu comme en 2008, n'est pas actuellement à l'ordre du jour. Mais **la remontée des taux de défaut, qui est généralement annonciatrice d'un retournement général, se poursuit de mois en mois.** En réduisant la croissance le *Brexit* peut en amplifier le mouvement.

Scénario de référence		2016	2017
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	1,8	1,7
	ZONE EURO	1,6	1,2
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,5	2,0
	ZONE EURO	0,6	1,0
Taux d'intérêt centraux**	FED	0,75	1,75
	BCE	0,0	0,05

Nous abaissons notre estimation de croissance de 2016 pour 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 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



Jun	Juil.	FIXED INCOME	Commentaires
-	-	Taux	Les banques centrales, notamment au travers de la demande additionnelle de titres d'Etat engendrée par les QE, restent un frein à la remontée des rendements obligataires. Il ne nous semble pas, pour autant, qu'il y ait de la valeur dans les taux longs aujourd'hui.
-	-	Pays Core	En dehors d'une nouvelle période de stress des marchés toujours possible, il nous semble que les taux core ont touché leur point bas. La faiblesse de pente de la courbe des taux ne constitue plus l'assurance d'une remontée, même très lente, des rendements longs.
=	=	Pays Périphériques	La relative stabilisation des marchés financiers post Brexit, couplée avec des taux allemands au plus bas et une offre nette négative durant l'été, tempèrent les incertitudes et conséquences induites par le vote anglais : nous restons donc neutres sur les périphériques.
+	+	Inflation	Nous conservons une orientation à la hausse des indices d'inflation dans les prochains mois bien au-delà des anticipations des marchés qui nous apparaissent trop conservatrices.
+	+	Emergents	Les primes de risque des obligations émergentes sont stables à près de 400 bp, pour une durée de 6. Fed, Chine et Brexit ne sont plus des sujets à court terme. Notre avis est très positif sur la classe d'actifs.
+	+	Crédit	Les marchés du crédit devraient, dans l'attente de la nomination du Premier ministre britannique, se concentrer sur les résultats semestriels des entreprises, et restés en outre portés par la BCE.
+	+	Investment Grade	Le rythme d'achat d'obligations corporates par la BCE est plus important que prévu et constitue une force de rappel considérable, alors que le marché primaire devrait se raréfier pendant les 2 mois à venir.
+	+/=	Subordonnées	Les dettes financières subordonnées possèdent des valorisations très attractives, néanmoins les incertitudes sur les banques italiennes et les conséquences du Brexit nourriront la volatilité.
+	=	High Yield	La thématique « recherche de rendement » continue de soutenir la classe d'actifs. Toutefois, l'impact potentiel du Brexit sur la macro ainsi que la hausse des risques spécifiques nous incitent à la prudence. Par ailleurs, l'approche de la période estivale réduit la liquidité sur le HY.
+	+	Convertibles	Suite au Brexit, nous avons assisté à l'effondrement des valorisations des convertibles qui s'établissent dorénavant à des plus bas historiques. Cela constitue un excellent point d'entrée pour s'exposer à la classe d'actifs, dont les fondamentaux restent toujours attractifs.

Juin	Juil.	ACTIONS	Commentaires
=	=	Europe	Le Brexit, test politique majeur, est générateur de volatilité. Elle restera à des niveaux élevés, en ligne avec les incertitudes. La gestion des protections a provoqué un rebond du marché mais les flux ont été massivement négatifs. Nous restons prudents avant publications de mi-année.
-	-	US	Résistance du S&P500 autour de 2100 (stable en EUR YTD) conjuguant une tension entre un risque de correction à partir d'une valorisation élevée (P/E 18.5x) et une prime de sécurité au marché US. Cette prime est à l'origine d'une hausse de l'USD qui pourrait peser sur les attentes de résultats (+1 % en 2016), plus de 400 sociétés du S&P500 publient dans les 4 prochaines semaines.
=	=	Japon	Le marché japonais corrige de 10 % en JPY (et de 2,5 % en EUR). Une des plus fortes corrections post-Brexit avec une hausse du JPY (+7 %) qui pèse sur le marché et les perspectives de l'économie japonaise. Nous restons neutres mais le marché a reconstitué un potentiel de valorisation : a) stimulation fiscale, b) résultats attendus +8 %, c) baisse du JPY et d) rachats de titres.
+	+	Emergents	Les marchés émergents ont enregistré une performance positive en juin, la Chine étant stable. Ils ont montré une bonne résistance dans une phase de stress et malgré une hausse de l'USD. Une nouvelle baisse graduelle du yuan est attendue (les indicateurs macro de juin étaient sans relief). Dans une économie à faible croissance, nous restons positifs à l'égard des émergents.

Juin	Juil.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	L'impact du Brexit sur la Chine a été très faible. C'est au niveau de la devise qu'il faut être vigilant car une hausse forte de l'USD peut pousser la PBoC à déprécier le RMB et faire renaitre des craintes infondées de dévaluations compétitives. Plus généralement, on observe aujourd'hui en Chine un sentiment d'optimisme soutenu par une stabilité des récents chiffres macroéconomiques.
=	+	Asie	L'impact du Brexit sur l'Asie a également été faible même s'il peut faire craindre un transfert des capitaux vers les zones « sûres », généralement au détriment des marchés asiatiques. En Inde, la déception de la démission du gouverneur de la Réserve Centrale a été contrebalancée par l'annonce d'une plus grande ouverture aux investissements directs étrangers qui sera favorable au pays.

Juin	Juil.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
=	+	Global Macro	Les CTA ont affiché un mois exceptionnel en juin avec des gains de +3 % à +6 %, confirmant ainsi leur aspect décorrelant dans un portefeuille diversifié. Les gains proviennent des positions longues taux, longues USD et longue Or. Sur les Macro discrétionnaires, c'est décevant, les gérants n'ayant pas su profiter de la volatilité autour du Brexit. Les thèmes en portefeuille sont short devises asiatiques contre USD, long TIPS aux USA et Japon ou longs matières premières agricoles pour bénéficier de l'effet La Nina en Amérique Latine.
+	+	Long/Short Equity	Le mois de juin a été chahuté sur nos L/S Actions européens mais en moyenne nous terminons presque flat sur le mois. L'exposition directionnelle est faible dans la plupart de nos fonds et en particulier sur les bancaires UK. Les fonds sont short US Consumer (secteur automobile par exemple) et les fonds se positionnent maintenant sur le rebond des matières premières et industrielles.
=	=	Event Driven	La stratégie Event Driven poursuit son rebond, celle-ci étant maintenant la meilleure stratégie YTD (+3,25 %). Les fonds ont bénéficié du rebond des matières premières et de certaines positions activistes sur TransCanada (Transport de Gaz Naturel), Yahoo ou Baxalta (biopharma).
-	-	Arbitrage Credit	Juin a été un bon mois pour tous nos fonds sauf pour un gérant crédit qui avait des expositions bancaires Tiers 1. Les pertes sont limitées (-1 %) et compensées par nos autres allocations qui ont bénéficié de l'écartement des spreads. Nous restons peu directionnels.
-	-	Distressed	Nous n'avons pas d'exposition mais il faudra reconsidérer la stratégie à la lumière de l'augmentation des défauts sur un univers High Yield très riche.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

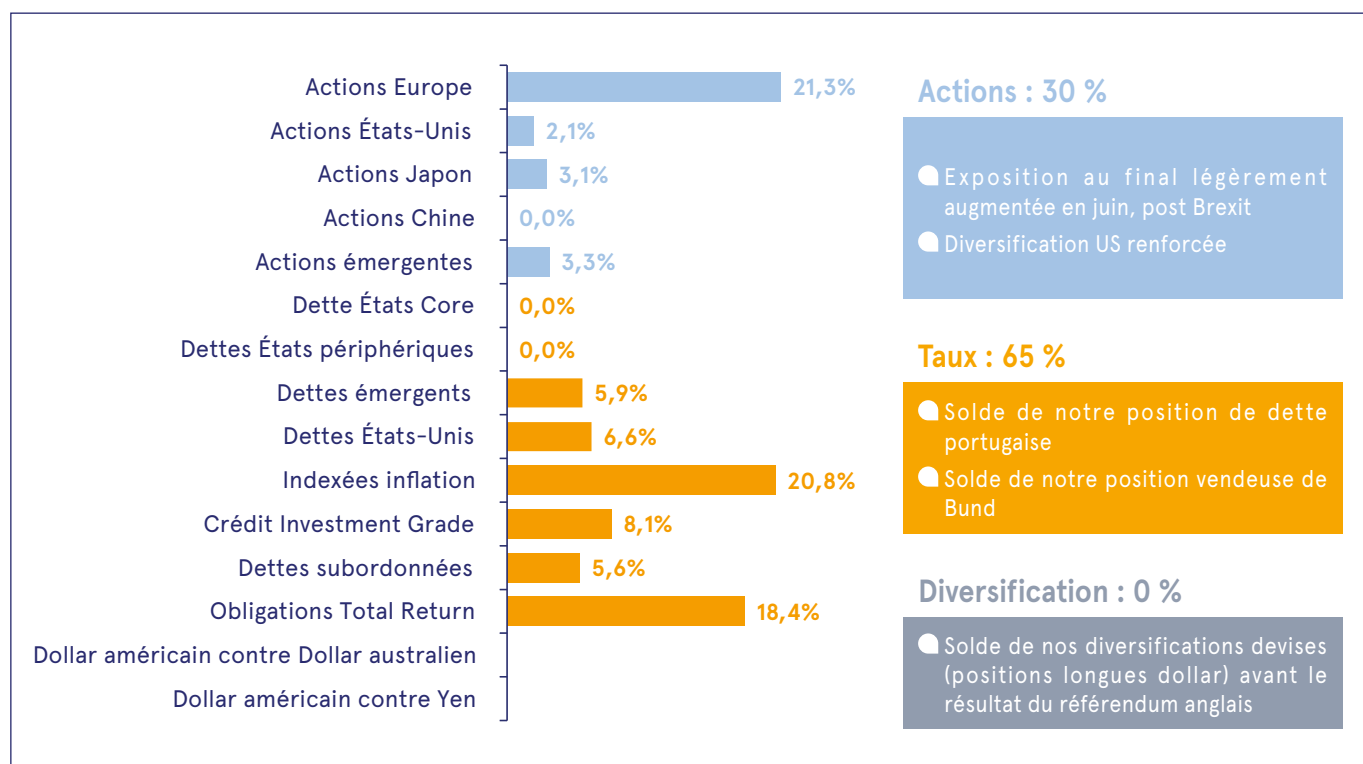
SEE EU LATER !

Afin de préparer au mieux notre allocation au référendum anglais dont nous jugions le résultat très aléatoire, nous avons procédé à quelques ajustements préventifs.

Côté actions, nous avons profité de la hausse des marchés la semaine précédant le vote pour réduire notre exposition, essentiellement via l'Europe. Nous avons également transformé une partie de notre risque actions en direct en positions optionnelles, que nous jugions adéquates car dissymétriques pour passer l'échéance. Post Brexit, nous avons renforcé dans la baisse les poches actions Europe et US, portant ainsi notre exposition à 31 %.

Sur la partie obligataire également, la tendance a été à la réduction du risque en prévision du référendum : nous avons vendu l'intégralité de notre position de dette portugaise d'échéance 2025, craignant une raréfaction de la liquidité. Le pari vendeur que nous avons initié sur le Bund a été totalement soldé au cours du mois, là aussi dans une optique de prudence. Nous avons conservé nos positions longues sur les taux US, à titre de protection en cas de scénario adverse.

Enfin, nous avons soldé nos positions longues dollar contre euro et contre yen, profitant de niveaux intéressants en amont du referendum.



*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 juin 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	317 m€	-6,10 %	-3,80 %	10,50 %	10,64 %	20,02 %	5,46 %	07.12.2005
	Part I		-5,82 %	-3,07 %	12,19 %	14,26 %	54,09 %	5,68 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	365 m€	-8,58 %	-9,27 %	9,54 %	11,32 %	57,55 %	10,82 %	05.04.2001
	Part I		-8,39 %	-8,88 %	10,99 %	13,80 %	14,44 %	10,82 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	33 m€	-8,03 %	-9,78 %	-	-	0,12 %	12,75 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	255 m€	-2,43 %	-2,05 %	9,08 %	14,14 %	53,04 %	5,97 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	15 m€	-4,26 %	-5,47 %	-	-	0,58 %	3,85 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	259 m€	6,64 %	3,55 %	-	-	5,20 %	6,24 %	17.09.2014
	Part I		6,85 %	3,97 %	-	-	6,00 %	6,25 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	121 m€	5,63 %	3,88 %	-	-	13,65 %	5,12 %	24.09.2013
	Part I		5,84 %	4,30 %	-	-	15,01 %	5,12 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	449 m€	1,32 %	3,33 %	18,57 %	21,93 %	77,82 %	4,33 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	47 m€	5,49 %	5,29 %	14,72 %	-	14,13 %	2,89 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	65 m€	5,77 %	2,93 %	-	-	3,32 %	6,69 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	605 m€	-2,05 %	-2,94 %	14,35 %	13,99 %	71,90 %	10,80 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	91 m€	9,22 %	6,98 %	5,31 %	9,22 %	51,51 %	5,80 %	12.10.2005
	Part I		9,36 %	7,26 %	6,11 %	10,53 %	69,73 %	5,80 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	267 m€	-11,23 %	-13,14 %	18,99 %	18,76 %	90,19 %	20,87 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	85 m€	-14,22 %	-15,29 %	16,41 %	30,24 %	53,74 %	18,88 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I \$	540 m€	-3,39 %	-4,08 %	42,04 %	70,67 %	92,88 %	17,17 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I €	51 m€	-10,89 %	-22,12 %	-19,18 %	-21,37 %	-21,70 %	21,33 %	08.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I €	28 m€	-4,50 %	-13,74 %	-5,86 %	-	-11,94 %	18,28 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I €	46 m€	-4,80 %	-	-	-	-4,80 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R €	112 m€	-0,18 %	-2,90 %	-	-	7,92 %	10,17 %	28.02.2014
	Part I €		0,19 %	-2,17 %	-	-	9,82 %	10,18 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	4 487 m€	0,02 %	0,07 %	0,80 %	2,69 %	8,59 %	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.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