

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 172 - Octobre 2016

Achevée de rédiger le 07 | 10 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Après un été extrêmement calme, le mois de septembre est venu gentiment réveiller les marchés : **au calendrier chargé des 4 principales banques centrales s'est ainsi ajouté un nouvel épisode de stress sur Deutsche Bank.**

La réserve fédérale américaine a décidé de laisser ses taux inchangés tout en essayant de préparer le marché à une prochaine hausse en décembre. Le marché adhère à ce scénario sans forte conviction, conscient que de nombreux facteurs de risque peuvent potentiellement le remettre en question.

La BCE s'est contentée d'un discours quasi identique à celui de juillet, sans aucune information complémentaire sur les préoccupations actuelles du marché : Quid du problème de raréfaction de certains titres ? Quid de la prolongation ou non du programme de QE après mars 2017 ? Ces omissions de la BCE ont provoqué une hausse momentanée de la volatilité couplée à une légère tension sur les marchés obligataires.

La BOE n'a pas non plus fondamentalement modifié sa communication et conserve un biais très accommodant même si elle admet que les nouvelles macroéconomiques sont légèrement meilleures qu'anticipé au moment du Brexit. Il nous semble que si la conjoncture britannique reste bien orientée dans les mois qui viennent, cette posture sera de plus en plus difficile à défendre.

Finalement, la BOJ aura été la seule à surprendre et à pousser un cran plus loin son interventionnisme : après avoir écrasé les rendements en asséchant les gisements de dettes gouvernementales, puis massivement soutenu le marché actions, la BOJ souhaite désormais « contrôler » la courbe des taux et la pentifier, en fixant comme point d'équilibre un taux à 10 ans autour de 0.

Bref, la fuite en avant se poursuit, le biais accommodant des banques centrales est clairement maintenu, le manque d'options alternatives se fait de plus en plus palpable, les

tendances de marchés en place depuis de nombreux mois sont confirmées, et **les biais de valorisations induits s'aggravent sous le regard de plus en plus circonspect des investisseurs.**

L'amende infligée par le département de la Justice Américaine à Deutsche Bank et les doutes corollaires sur sa solvabilité auront été l'autre point marquant du mois, et cette « affaire » va certainement continuer à alimenter la nervosité du secteur bancaire européen. Nous n'imaginons pas, en revanche, l'Etat allemand lâcher sa banque principale. **Deutsche Bank va mal, le secteur bancaire allemand doit opérer une vaste consolidation, mais le défaut nous semble aujourd'hui une hypothèse peu probable.**

Enfin, l'OPEP a surpris tout le monde en arrivant à un pré accord de réduction de la production qui devrait intervenir fin novembre. L'optimisme domine sur le marché du pétrole depuis, mais le risque de déception demeure important, les membres de l'OPEP nous ayant habitués à d'innombrables volte-faces depuis le début de l'année.

Cette remontée du pétrole pourrait toutefois, si elle s'avère pérenne, pousser à la hausse les glissements d'inflation d'ici à la fin de l'année, grâce en particulier aux effets de base positifs qui vont se matérialiser dans les mois qui viennent. Cela pourrait potentiellement contribuer à une certaine normalisation des marchés obligataires, leur valorisation restant aujourd'hui, selon nous, déconnectée des fondamentaux.

Notre préférence va toujours aux actifs de rendement ne présentant pas encore de valorisation excessive comme la dette EM ou certains segments du High Yield ; nous restons à l'écart des actifs obligataires « core » en leur substituant des obligations indexées sur l'inflation. Enfin les émergents et la zone euro représentent toujours la majorité de notre risque action.

On en coasse



SCÉNARIO ECONOMIQUE

La croissance mondiale se poursuit à un rythme de l'ordre de 3 % par an, proche de sa tendance passée. Elle ne semble pas menacée. Les enquêtes de conjoncture portant sur le mois de septembre sont plutôt positives. On comprend mal dans ces conditions pourquoi le FMI et l'OCDE s'alarment d'une croissance mondiale « trop faible » et du « marasme » économique. Leurs perspectives ne décrivent d'ailleurs en rien une baisse de l'activité mondiale.

Il est vrai que la croissance a été décevante aux États-Unis avec trois trimestres à un rythme de croissance de 1 % l'an. L'amélioration est encore hésitante. Les commandes plafonnent, les indices des directeurs d'achat sont retombés, les ventes de logements anciens se tassent. La remontée du prix du pétrole est dans l'immédiat favorable aux producteurs américains, mais elle entamera le pouvoir d'achat des ménages. Le principal frein qui a joué en 2015 au début 2016 a été la hausse du dollar (en change effectif moyen). Ce frein disparaît. Nous envisageons un taux de croissance moyen pour 2017 d'environ 2 %, un peu au-dessus de celui de 2016. Dans sa présentation du 21 septembre, Madame Yellen a souligné que « la croissance économique, qui avait été morose pendant la première partie de l'année, semble avoir rebondi ». Le Comité a estimé que les arguments en faveur d'une augmentation de taux s'étaient renforcés. Il est très probable que cette hausse aura effectivement lieu le 14 décembre prochain, un peu après les élections. L'issue de ces élections est incertaine. Le dernier pointage donne 237 grands électeurs pour Hillary Clinton, 165 pour Donald Trump, mais aussi 136 grands électeurs dans les « swing states ». La majorité est de 270 de sorte que tout est encore théoriquement possible. Le programme

Clinton est classique, orienté vers la dépense publique et l'augmentation du salaire minimum. Il est plutôt défavorable aux entreprises. Le programme Trump s'est au fil du temps rapproché du programme du parti républicain. Avec une simplification et des allègements d'impôts, il devrait être plutôt favorable à la croissance. Une inconnue concerne toutefois la politique commerciale extérieure. L'élection de Donald Trump ouvrirait en tout état de cause une période d'incertitude qui pourrait perturber les marchés d'actions.

Dans la zone euro, les tendances sont relativement stables dans l'industrie et les services, en amélioration dans le secteur de la construction. Elles sont préoccupantes pour certaines banques. En 2015 et 2016, la croissance dans la zone euro a été à peine supérieure à 1,5 %. C'est un niveau honorable mais modeste compte tenu de trois impulsions très positives pour la croissance (baisse du pétrole, baisse des taux d'intérêt, baisse de l'euro). Or ces impulsions disparaissent voire s'inversent. Le prix du pétrole a regagné 50 % depuis le début de l'année et le taux de change effectif de l'euro contre l'ensemble des autres devises s'est apprécié de 8 % en un an. Il faut s'attendre à un taux de croissance de la zone euro plus faible en 2017. L'inflation remontera à 1 % l'an, mais elle restera limitée par l'absence de tension sur les salaires et sur les capacités de production. La capacité d'action politique est limitée car la zone euro est dans une période compliquée, avec le Brexit à gérer, des élections en France puis en Allemagne, un gouvernement sans base en Espagne et un référendum loin d'être acquis le 4 décembre en Italie, l'incertitude sur l'avenir de l'Europe risque de durer.

Scénario de référence		2016	2017
Après l'été nous avons décalé d'un trimestre le renforcement de la croissance américaine, ce qui a baissé la croissance 2016 mais légèrement remonté la croissance 2017. 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'augmenteront pas avant la fin 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	1,1
	Taux d'intérêt centraux**		
	FED	0,50	1,50
	BCE	0,00	0,05

*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



Sept.	Oct.	FIXED INCOME	Commentaires
-	-	Taux	Le marché attend beaucoup (trop) des banques centrales. C'est progressivement la politique budgétaire qui devrait prendre le relais en cas de ralentissement. Dans ce contexte, la tendance baissière des taux touche à sa fin.
-	-	Pays Core	La BCE devra annoncer un changement des règles de son programme d'achat d'ici la fin de l'année. Ce changement réduira la part des titres long terme allemands et devrait donc impliquer une repentification de la courbe.
=	=/-	Pays Périphériques	La perspective de la revue du Portugal et le referendum italien nous poussent à passer légèrement négatifs sur les périphériques malgré le probable déblocage politique espagnol et les mesures à venir de la part de la BCE mais pas avant décembre.
+	+	Inflation	L'accord surprise de l'OPEP offre un support aux prix du pétrole et devrait par conséquent permettre aux glissements annuels d'inflation de poursuivre leur rebond. Les points morts d'inflation devraient profiter de cet environnement favorable.
+	+	Emergents	Les fondamentaux chinois et les prix des matières premières s'améliorent. Les primes de risques restent attractives sur la dette EM.
+	+	Crédit	Préférence pour les actifs riches en rendement ; prudence sur le segment IG très sensible à la variation des taux.
+	=	Investment Grade	A l'approche de la période des résultats des entreprises, avec un primaire toujours dynamique et des valorisations moins attractives nous adoptons une attitude plus prudente en évitant les titres de duration longue.
+	+	Subordonnées	Les valorisations restent attractives au sein de la classe d'actifs. Nous pensons que le stress sur Deutsche Bank devrait s'estomper progressivement, ce qui devrait bénéficier à l'ensemble des financières subordonnées.
=	+	High Yield	Nous sommes positifs sur la classe d'actifs malgré une activité du marché primaire importante et des valorisations peu attractives. L'accord de l'OPEP, la recherche de rendement et la faible sensibilité du HY sont des facteurs de soutien.
=	=	Convertibles	Nous maintenons notre neutralité sur les convertibles : nous n'anticipons pas de flux sur la classe d'actifs et les valorisations restent modérément attractives. La publication des résultats du T3 ne devrait pas, selon nous, constituer un fort catalyseur.

Sept	Oct.	ACTIONS	Commentaires
=	+	Europe	Les attermolements autour du relèvement des taux US, du Tapering européen et les inquiétudes relatives au secteur bancaire ont engendré un regain de volatilité et provoqué un recul des indices. Les publications du troisième trimestre pourraient rassurer. Stratégie d'un portefeuille équilibré entre valeurs de croissance et secteurs « value » (Banques) et cycliques (Auto, Construction).
-	=	US	Les indices américains ont fini le mois en ordre dispersé. Le Nasdaq (+2 %) surperforme largement le Dow Jones (-0,4 %), en raison d'un recul des secteurs industriels (General Electric -5,2 %, Dupont -3,8 %), de la consommation (Nike -8,7 %). Les indices US restent à un niveau de valorisation élevé et présentent des risques de correction particulièrement à la veille des élections.
=	=	Japon	Le marché japonais a abandonné 2,6 % en septembre, pénalisé notamment par le renforcement du Yen. Si la BOJ a laissé la porte ouverte à toutes les options possibles pour relancer l'inflation, les statistiques économiques restent médiocres. La hausse du cours du brut liée à l'accord trouvé par l'Opep sur la production de brut n'est pas non plus favorable à l'économie japonaise.
+	+	Emergents	Nous conservons notre opinion positive envers les marchés émergents avec un flux d'investissement toujours positif et fondé sur des attentes de croissance en amélioration. La tenue des matières premières est une condition importante à la poursuite de la bonne performance des marchés émergents (la hausse du baril est positive). La valorisation des émergents reste attrayante.

Sept	Oct.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Chine	Septembre a été un bon mois pour les actions chinoises, ponctué par davantage de nouvelles positives : du point de vue macro avec des chiffres à la hausse; du point de vue des entreprises avec des révisions haussières des profits attendus; du point de vue des flux avec l'autorisation pour les assureurs chinois d'acheter désormais des actions cotées à Hong Kong presque sans contraintes.
+	+	Asie	Septembre a également été un bon mois pour les marchés asiatiques. Aux Philippines les nouveaux projets d'infrastructure risquent d'accroître le déficit budgétaire et de mettre le peso sous pression, ce qui incite à la prudence. En Inde, la très positive réforme pour la mise en place d'une « TVA » nationale pourrait se heurter à des difficultés d'application influençant les marchés.

Sept	Oct.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
+	=	Global Macro	Les fonds global macro ont perdu sur leurs positions short Taux US/ Europe mais certains ont compensé par des positions de courbes, en particulier de pentification au Japon. Ils ont profité de l'appréciation des devises Emergentes dont le Mexican Peso. Au global l'allocation Macro reste décevante YTD. Les CTA ont affiché des gains sur leurs positions longues actions. Sur les devises, le long JPY a été profitable contrairement au long USD. Nous conservons nos allocations.
+	+	Long/Short Equity	Les managers L/S Equity ont terminé le mois positivement. Les fonds US ont bénéficié de leur biais long (technologie et consommation). En Europe, les performances ont été plus modestes du fait des incertitudes sur le secteur bancaire. Les fonds « marché neutre » enregistrent un joli rebond. Nous réduisons les fonds les plus directionnels.
=	=	Event Driven	Le merger arbitrage est favorisé car offrant moins de Beta au marché. De nombreux deals ont clôturé comme EMC - Dell ; ARM Holdings - Softbank ou Medivation - Pfizer.
-	-	Arbitrage Credit	Les performances des stratégies crédit étaient toutes positives sur le mois de septembre et sur la période du Q3 2016. Nous gardons confiance dans notre sélection plutôt défensive. Nous restons toujours à l'écart du distressed.
-	-	Distressed	Nous n'avons pas d'exposition sur la stratégie.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

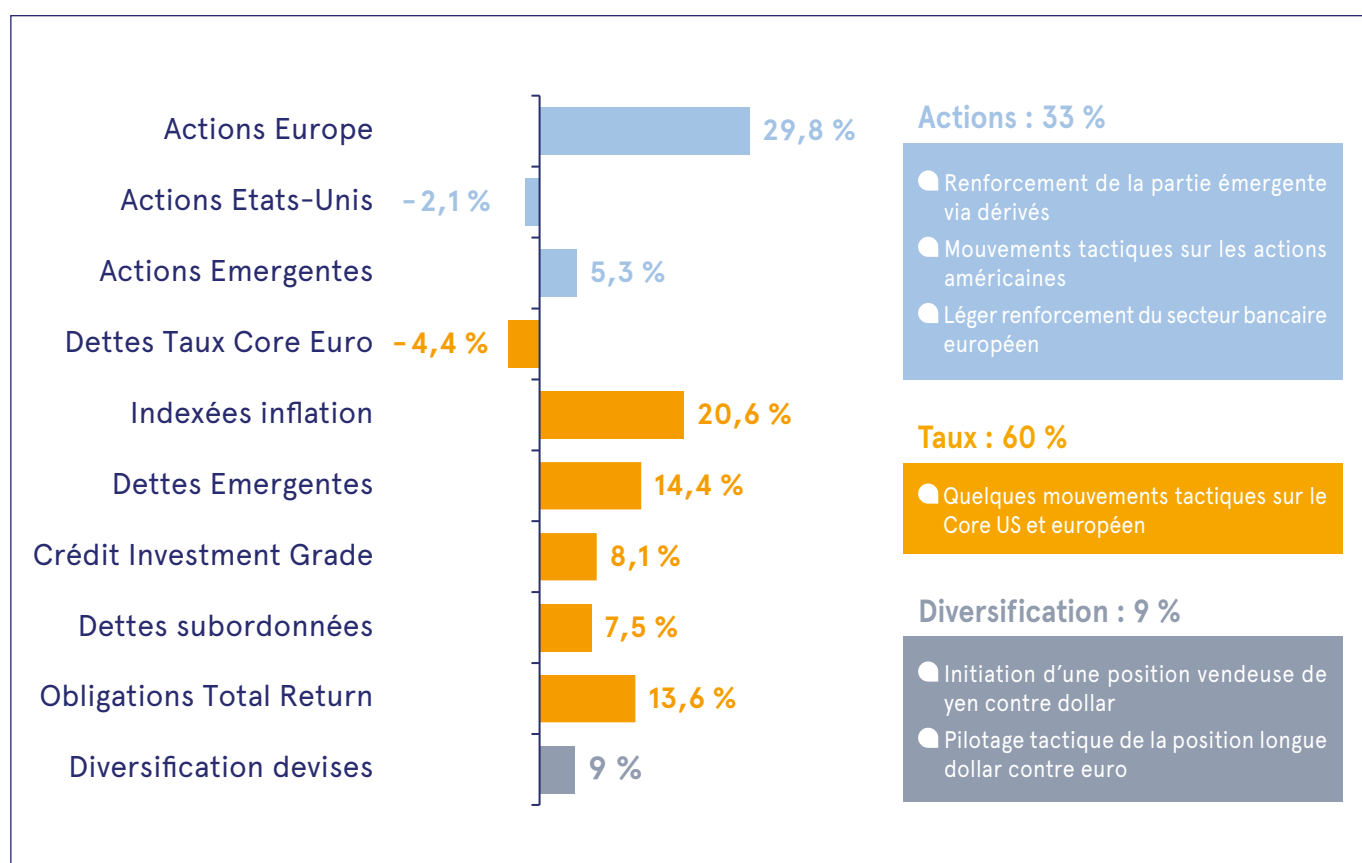
RENTRÉE SANS ÉCLATS

Les marchés d'actions ont connu un léger regain de volatilité sans pour autant franchir les bornes de fluctuations des derniers mois. Nous attendions le FOMC de septembre pour renforcer notre position structurelle sur les actions émergentes : c'est chose faite au détriment du socle investi en fonds d'actions européennes. Le delta a peu évolué. Nous restons au sein d'une fourchette de delta 30 /35.

Nous continuons de privilégier une nette sous sensibilité aux taux nominaux préférant une diversification sur les indexées inflation qui s'avère positive ce mois-ci.

Le thème émergent se retrouve aussi coté taux avec un arbitrage léger en faveur des titres libellés en devises locales.

Les marchés obligataires ont connu une phase de nervosité notamment sur les taux core internationaux : une première phase de tension rapide et intense des rendements, suivie par une détente tout aussi rapide.



*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 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	310 m€	-5,88 %	-3,68 %	9,07 %	15,33 %	20,30 %	5,05 %	07.12.2005
	Part I		-5,46 %	-2,80 %	10,73 %	18,84 %	54,68 %	5,16 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	373 m€	-5,97 %	-1,97 %	9,33 %	26,17 %	62,04 %	9,82 %	05.04.2001
	Part I		-5,70 %	-1,57 %	10,75 %	28,95 %	17,81 %	9,82 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	34 m€	-5,51 %	-0,11 %	-	-	2,86 %	11,37 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	261 m€	-0,77 %	1,55 %	9,37 %	23,06 %	55,65 %	4,97 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	13 m€	-3,10 %	-2,40 %	-	-	1,80 %	3,53 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	298 m€	10,07 %	11,28 %	-	-	8,58 %	5,78 %	17.09.2014
	Part I		10,39 %	11,73 %	-	-	9,52 %	5,79 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	123 m€	8,37 %	9,82 %	16,82 %	-	16,60 %	4,83 %	24.09.2013
	Part I		8,70 %	10,26 %	18,31 %	-	18,11 %	4,84 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	465 m€	3,13 %	4,92 %	18,85 %	29,61 %	80,98 %	4,31 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	58 m€	7,12 %	7,24 %	15,58 %	-	15,90 %	3,19 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	74 m€	9,01 %	9,85 %	-	-	6,48 %	6,34 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	628 m€	2,41 %	5,45 %	15,33 %	66,93 %	79,72 %	10,71 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	103 m€	13,69 %	14,86 %	9,46 %	20,20 %	57,71 %	6,36 %	12.10.2005
	Part I		13,90 %	15,14 %	10,28 %	21,64 %	76,79 %	6,35 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	279 m€	-6,89 %	-0,82 %	12,83 %	51,22 %	99,48 %	19,98 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	91 m€	-8,88 %	-3,83 %	13,04 %	75,52 %	63,32 %	17,73 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	574 m€	2,43 %	10,68 %	36,92 %	115,14 %	104,48 %	14,69 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	61 m€	0,76 %	8,42 %	-12,32 %	22,17 %	-11,46 %	18,83 %	08.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	35 m€	4,62 %	12,01 %	2,27 %	23,33 %	-3,53 %	16,08 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	48 m€	0,13 %	-	-	-	0,13 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	104 m€	0,41 %	2,81 %	-	-	8,55 %	9,55 %	28.02.2014
	Part I€		0,96 %	3,57 %	-	-	10,66 %	9,56 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	4 236 m€	0,03 %	0,05 %	0,70 %	2,42 %	8,60 %	-	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