

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

---

## LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 173 - Novembre 2016

Achevée de rédiger le 04 | 11 | 2016

## REGARD SUR LES MARCHÉS

La correction obligatoire tant attendue s'est finalement matérialisée durant le mois d'octobre avec des mouvements haussiers de 20bp à 50bp (pour les taux UK) sur l'ensemble des courbes G7 hors Japon.

D'où proviennent ces mouvements ? Il n'y a pas de notre point de vue une seule raison mais une conjonction de facteurs :

- Chiffres macro-économiques de bonne facture, que ce soit aux USA, en zone euro ou au UK.
- Ton moins accommodant de la part de la majorité des membres de la Fed, ce qui valide une hausse de taux en décembre sauf événement extraordinaire.
- Effets de base d'inflation positifs, ce qui commence à ancrer dans le marché une thématique liée à la reflation.
- Et enfin, reconnaissance de la part de la BOE d'une économie anglo-saxonne plus résiliente que prévu.

La question que doit se poser un investisseur aujourd'hui est de savoir si **ce mouvement est proche de la fin ou si ce n'est que le début d'une tendance plus marquée**. Nous aurions tendance à opter pour la première hypothèse ; en effet, la hausse du pétrole nous apparaît contenue à court terme, avec un risque de déception important lors de la réunion de Vienne, et il nous apparaît aussi comme fortement probable que la BCE étendra son QE lors de sa réunion de décembre. La communication de la Fed devrait rester, elle aussi, accommodante malgré la hausse de taux probable de décembre. **L'ensemble de ces facteurs devrait limiter le potentiel de hausse de taux dans un monde où l'excès d'épargne est encore très présent.**

Mais malgré ces mouvements, **le marché est aujourd'hui tourné vers l'évènement majeur de cette fin d'année : les élections américaines**. Un parfum de Brexit flotte en effet actuellement sur les marchés, et toutes les banques d'investissement y vont de leurs prévisions en cas de victoire de Donald Trump. Que peut-on en dire ?

Tout d'abord que la réaction des marchés n'est pas évidente sur certaines classes d'actifs. Autant la baisse des marchés actions, la hausse de la volatilité et la baisse du dollar contre devises G3 apparaissent comme fortement probables, autant la réaction du marché obligataire G7 est plus difficile à prévoir. Hausse des rendements liée à l'effet inflationniste qu'aurait la politique de M. Trump si elle était appliquée ? Baisse des rendements, soit une réaction classique du marché obligataire lors des phases de hausse du risque ? Sans parler du fait qu'il est très possible que la réaction des premiers jours ne soit pas du tout celle des mois qui suivent (cf. Brexit).

Dans ce contexte, **nous adoptons une position légèrement prudente**. Nos expositions actions sont en règle générale marginalement inférieures à celle des indices et notre sous pondération obligataire, structurelle depuis plusieurs mois, existe toujours mais de manière moins marquée. Et si l'on met de côté ces élections américaines, **nous conservons à terme un avis positif sur les actifs de rendement disposant encore d'un couple rendement / risque suffisant** : dette subordonnée bancaire européenne, dette émergente ou encore certains segments du marché High Yield.

### On en coasse



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

**La croissance mondiale se poursuit à un rythme modéré mais plus assuré.** Les indices des directeurs d'achat industriels se sont redressés en octobre. Le prix du pétrole s'est stabilisé autour de 50 dollars le baril, en hausse de près de 10 % par rapport à la moyenne de septembre, et de 20 % par rapport au point bas d'août. La demande de pétrole augmente et la tendance des prix est à la hausse mais elle est contenue car l'offre suit et les stocks sont toujours élevés.

**Dans les pays émergents la croissance est globalement soutenue.** En Chine, le taux de croissance s'est élevé à 7,4 % en rythme annualisé au troisième trimestre grâce à la politique de relance des investissements publics et à un début de hausse des profits et de l'investissement privé. La baisse des taux d'intérêt et la levée des restrictions du crédit ont entraîné une nouvelle hausse des prix de l'immobilier à caractère spéculatif. Cela limite les marges de soutien monétaire.

**Au Royaume-Uni,** il est encore trop tôt pour constater les effets du Brexit sur l'activité. La livre sterling a connu en septembre-octobre une deuxième vague de baisse. Par rapport à son niveau du printemps dernier, le taux de change effectif de la livre contre l'ensemble des monnaies a reculé d'environ 15 %. L'inflation importée est encore modeste, mais elle est inéluctable et elle réduira au cours des prochains trimestres le pouvoir d'achat des consommateurs britanniques.

**Aux Etats-Unis,** le taux de croissance trimestriel annualisé a rebondi à 2,9 % au troisième trimestre, après 0,8 % au premier et 1,4 % au deuxième. Le rebond tient pour l'essentiel aux effets de la fin du déstockage et aux conséquences favorables de la stabilisation du

dollar sur les exportations. Cependant, l'investissement productif piétine, le logement recule et la consommation a perdu de son dynamisme. La nouvelle administration américaine devra en outre limiter le déficit fédéral qui a recommencé à augmenter. Nous restons donc prudents sur les perspectives de croissance aux Etats-Unis. La hausse des prix à la consommation, qui était voisine de zéro au début de l'année 2016, est remontée à un niveau qui s'approche de 2 % l'an en tendance sur les trois derniers mois. L'inflation sous-jacente est de 1,9 % sur trois mois (2,2 % sur un an). **Les objectifs de la Réserve Fédérale sont à peu près atteints et les obstacles à de nouvelles hausses des taux disparaissent progressivement.**

La croissance dans la zone euro se poursuit à un rythme qui, au-delà d'enquêtes favorables en octobre, semble déjà faiblir. Du printemps 2014 à l'automne 2015, avec l'embellie du pouvoir d'achat due à la baisse de prix du pétrole, le rythme de progression du volume des ventes au détail avait été de 4 % l'an. Ce rythme est revenu en 2016 à 1,5 % l'an. Les ménages ont aussi nettement freiné les grosses dépenses. Le nombre annuel d'immatriculations de voitures particulières, qui avait augmenté de 8 millions fin 2012 à 10 millions fin 2015, est stable depuis le début 2016. Les permis de construire résidentiels, en augmentation de près de 20 % en 2015, plafonnent depuis le début 2016. Les prix à la consommation ont repris progressivement une tendance à la hausse (0,4 % en septembre). Ils restent encore loin des objectifs de la BCE. **Si, du point de vue économique, une normalisation monétaire dès mars 2017 serait bien prématurée, pour la BCE le compte à rebours de la modération des achats de titres et de la fin des taux négatifs a déjà commencé en raison des risques qui pèsent sur les banques, risques qu'un échec du referendum en Italie pourrait amplifier.**

Scénario de référence		2016	2017
Nous maintenons pratiquement nos prévisions de croissance pour 2017. Celles-ci s'avèrent pour la zone euro proches des résultats du Survey d'octobre de la BCE auprès des instituts professionnels. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation encore faible le cycle de hausse aux Etats-Unis devrait être progressif et les taux d'intervention de la BCE n'augmenteraient pas avant la fin de l'année 2017.	<b>Taux de croissance*</b>		
	ÉTATS-UNIS	1,5	2,0
	ZONE EURO	1,6	1,3
	<b>Taux d'inflation*</b>		
	ÉTATS-UNIS	1,1	2,0
	ZONE EURO	0,2	1,2
	<b>Taux d'intérêt centraux**</b>		
	FED	0,50	1,0
	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

## LA FRANÇAISE

Oct.	Nov.	FIXED INCOME	Commentaires
-	=/-	Taux	Beaucoup d'incertitudes demeurent d'ici la fin de l'année, tant sur le plan des échéances politiques que sur celui des banques centrales. Bien que les niveaux de taux soient un peu plus attractifs, la visibilité reste réduite.
-	=/-	Pays Core	Les attentes du marché vis-à-vis de la BCE ont très nettement reflué, et lors de sa conférence de presse du mois d'octobre, Mario Draghi a pris soin de se laisser un maximum de portes ouvertes pour la réunion du mois de décembre. D'ici là, nous ne voyons pas de direction claire sur les marchés de taux core en zone euro.
=/-	=	Pays Périphériques	En attendant les décisions de la BCE lors de sa réunion du 8 décembre sur les changements du QE, dont les attentes apparaissent élevées, mais aussi du référendum italien 4 jours auparavant, nous restons prudents sur les périphériques malgré le statut quo de DBRS sur le Portugal et la formation d'un gouvernement minoritaire en Espagne.
+	=/+	Inflation	Les points morts d'inflation ont poursuivi leur rebond entamé au début du mois de juillet. Bien qu'ils conservent un potentiel d'appréciation substantiel au cours des prochains trimestres, à court terme ils restent vulnérables à un échec de l'accord sur la production de l'OPEP le 30 novembre prochain.
+	+	Emergents	Des marchés toujours attractifs au regard des valorisations. Les fondamentaux restent bien orientés. Vigilance court terme avec la FED et les élections US.
+	=	Crédit	Nous adoptons une vision neutre en général sur le crédit. Les valorisations actuelles ne permettent pas un resserrement des spreads sans baisse de la volatilité, ce qui n'est pas notre scénario à court terme.
=	=	Investment Grade	Nous préférons une attitude prudente sur le segment, en raison de sa cherté et d'un marché primaire abondant contrebalançant l'effet du CSPP.
+	+	Subordonnées	Nous sommes positifs sur les subordonnées bancaires, avec des valorisations toujours attractives, des résultats trimestriels favorables et la baisse à venir des exigences de fonds propres réglementaires en 2017.
+	=	High Yield	Les élections US, le référendum italien et la baisse du pétrole nous incitent à être prudents. Cependant nous ne sommes pas négatifs, la recherche de rendement et la faible sensibilité du HY protégeant la classe d'actifs.
=	=	Convertibles	Nous restons neutres sur les convertibles car nous n'anticipons pas de flux positifs significatifs sur la classe d'actifs. Les valorisations sur le compartiment IG deviennent chères, nous préférons nous exposer aux mid-caps qui offrent davantage de potentiel.

Oct.	Nov.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Comparée aux trimestres précédents, la saison des résultats est à ce jour relativement positive en Europe et un peu moins bonne aux Etats-Unis. Le secteur financier a surpris positivement le marché et affiche la meilleure performance. A l'inverse, l'industrie et la technologie publient en-dessous des attentes et sous-performent. Malgré de bons résultats, la santé sous-performe.
=	=	US	Comme le marché européen, le S&P500 recule de l'ordre de 3 % depuis la fin septembre. La perspective d'une hausse de taux en décembre, conjuguée à une incertitude croissante sur le résultat des élections, pèse sur le marché. Les publications sont légèrement décevantes, particulièrement pour les Télécoms, la Santé (élections) et l'énergie (WTI sous pression) qui sous-performent l'indice.
=	=	Japon	Le Japon est l'un des rares marchés positifs en octobre, largement grâce à un yen plus faible. Les gains les plus forts viennent du secteur financier qui avait fortement corrigé. Les attentes de résultats baissent sensiblement, mais restent positives. La saison des publications sera à son pic début novembre avec de modestes surprises compte tenu de la faiblesse des indicateurs macro.
+	+	Emergents	Les marchés émergents progressent de plus de 15 % (en euro) depuis le début d'année malgré la légère correction de début novembre. Nous conservons notre opinion positive en nous fondant sur des attentes de croissance en amélioration. La tenue des matières premières et le niveau du dollar sont des conditions importantes conditionnant la tendance de ces marchés.

Oct.	Nov.	ACTIONS	Commentaires
+	=	Chine	La croissance du PIB chinois au T3 a été de 6.7 %, tirée par la consommation domestique à 7.8 %. Après 4 mois de forte performance, le mois d'octobre a marqué un temps d'arrêt avec une correction du marché. Dans le secteur immobilier le gouvernement a mis en place de nouvelles restrictions à l'achat pour freiner la hausse des prix, ce qui a eu pour effet d'affecter les valeurs du secteur.
+	=	Asie	Les marchés financiers ont corrigé en octobre après 4 mois de hausse. En Thaïlande le longtemps redouté décès du roi a été bien reçu par les marchés grâce aux annonces de continuité du gouvernement militaire. En Indonésie le programme d'amnistie fiscale a été un grand succès qui permet au président Widodo d'envisager des mesures de relance qui nous poussent à l'optimisme pour le pays.

Oct.	Nov.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
=	=	Global Macro	Les CTA, comme attendu, ont vraiment souffert des mouvements de hausse de taux US / Europe. Maintenant ils perdent aussi sur les positions longues actions et sur les matières premières. Il est urgent de rester à l'écart ! En revanche les fonds Macro ont enfin joué leur rôle de diversification et de protection dans les portefeuilles sur octobre. Les positions short actions, short taux, long inflation ont été profitables. C'est un bon mois pour la stratégie qui revient presque flat sur l'année.
+	+	Long/Short Equity	Nous continuons de favoriser les allocations Europe vs US et les fonds les moins directionnels. Les valorisations sont élevées sur les actions US et les incertitudes autour des élections US nous incitent à couvrir nos portefeuilles.
=	=	Event Driven	Les stratégies Event ont généralement un beta actions important. Nous restons à l'écart des fonds les plus directionnels et activistes et favorisons les stratégies d'arbitrages M&A en particulier.
-	-	Arbitrage Credit	Les spreads se sont fortement resserrés cette année et il suffit de regarder la performance du High Yield US pour s'en convaincre (15 %YTD). Nous restons peu directionnels et sur quelques stratégies de niches qui peuvent avoir un comportement convexe et positif en cas de choc de marché.
-	=	Distressed	La stratégie devient intéressante et en particulier les crédits privés du fait de la disparition des banques sur ce segment.

# BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS\* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

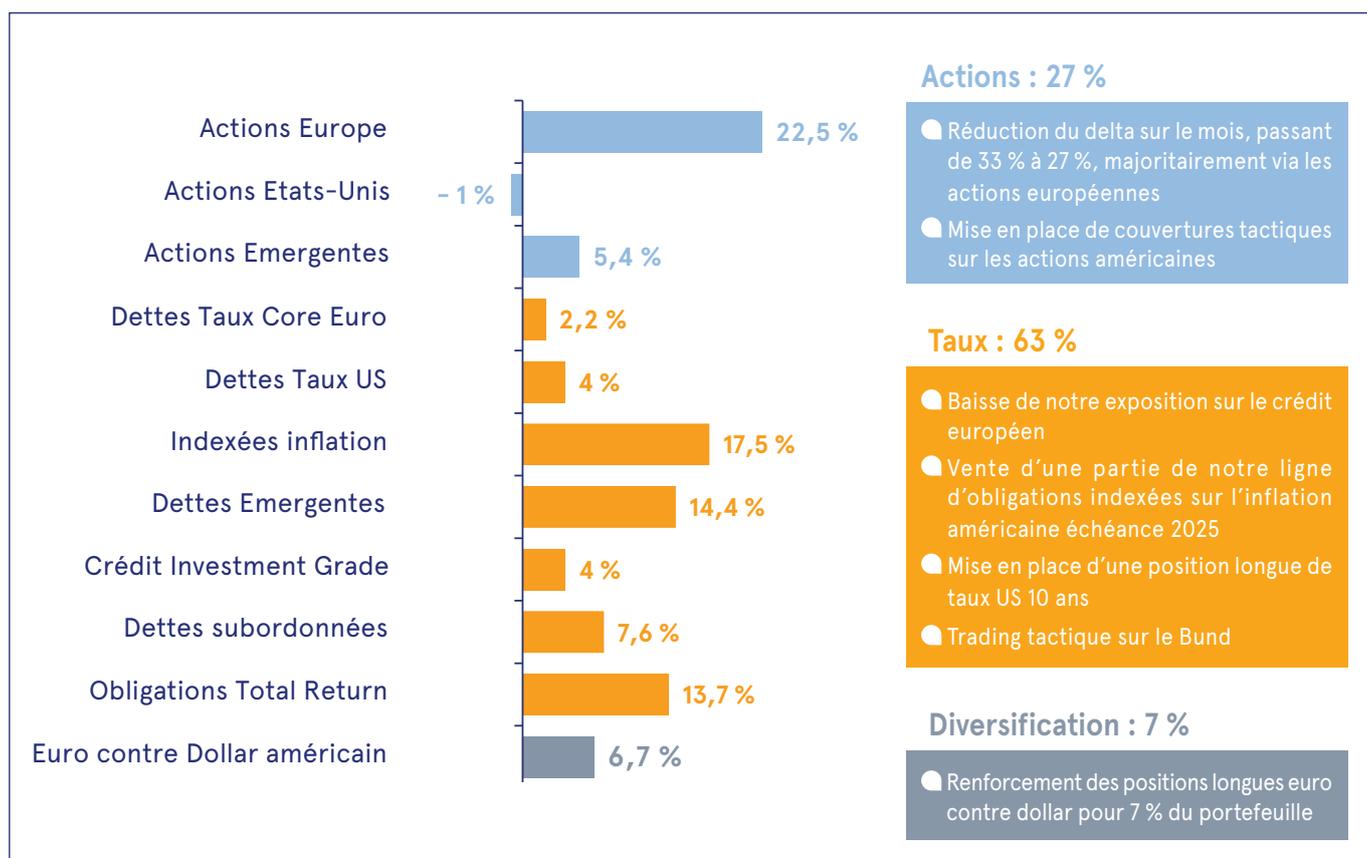
## COUP D'ARRÊT DE LA BAISSSE DES TAUX ?

La baisse des taux observée depuis longtemps a marqué un arrêt sur octobre. La bonne tenue des chiffres macro en Europe et aux US, la résurgence des anticipations de hausse des taux Fed et la bonne surprise du PIB UK ont été les déclencheurs de cette tension. Le 10 ans US monte de 22 bp et le Bund de 28. Dans le même temps, les actions affichent des performances positives.

Dans le fonds, nous avons profité de la hausse de ces dernières pour réduire le delta par des ventes sur l'Europe et sur les bancaires, affichant 27 % de delta en fin de mois. Nous conservons notre biais européen sur les actions, accompagné d'une diversification émergente.

Sur l'obligataire, nous avons pris des profits en réduisant de moitié le crédit européen ainsi que l'inflation US, deux segments qui ont connu un beau parcours depuis quelques mois. Nous avons initié une position longue sur les taux US, profitant des niveaux attractifs.

Enfin, dans une logique de couverture, nous avons profité des niveaux de la devise américaine pour constituer des positions longues euro contre dollar dans notre poche de diversification.



\*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 octobre 2016		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2016	1 an	3 ans	5 ans	Création		
<b>Cross-Asset</b>									
La Française Allocation	Part R	302 m€	-4,60 %	-4,41 %	9,52 %	15,66 %	21,94 %	4,84 %	07.12.2005
	Part I		-4,12 %	-3,86 %	11,20 %	19,19 %	56,86 %	4,85 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	373 m€	-5,67 %	-6,15 %	5,89 %	23,18 %	62,56 %	9,18 %	05.04.2001
	Part I		-5,36 %	-5,78 %	7,26 %	25,89 %	18,22 %	9,18 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	34 m€	-5,38 %	-5,89 %	-	-	3,00 %	10,47 %	11.02.2014
La Française Séréni Flex	Part R	262 m€	-1,12 %	-1,84 %	7,27 %	20,60 %	55,09 %	4,62 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	12 m€	-3,52 %	-3,81 %	-	-	1,36 %	3,45 %	20.02.2012
<b>Fixed-Income</b>									
La Française Rendement Global 2022	Part R	322 m€	11,10 %	8,30 %	-	-	9,60 %	5,29 %	17.09.2014
	Part I		11,47 %	8,74 %	-	-	10,59 %	5,30 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	122 m€	9,49 %	7,64 %	14,95 %	-	17,80 %	4,58 %	24.09.2013
	Part I		9,85 %	8,07 %	16,35 %	-	19,37 %	4,59 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	495 m€	4,35 %	4,41 %	18,47 %	31,42 %	83,12 %	4,29 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	59 m€	6,27 %	5,22 %	13,02 %	-	14,97 %	3,34 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	74 m€	9,27 %	6,41 %	-	-	6,74 %	5,80 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	634 m€	4,42 %	3,81 %	14,56 %	56,53 %	83,25 %	10,53 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	102 m€	12,18 %	10,31 %	6,35 %	13,20 %	55,61 %	6,37 %	12.10.2005
	Part I		12,41 %	10,58 %	7,15 %	14,56 %	74,47 %	6,37 %	24.12.2004
<b>Equity</b>									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	282 m€	-4,93 %	-5,78 %	10,56 %	46,63 %	103,67 %	19,22 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	94 m€	-8,31 %	-10,15 %	10,60 %	64,54 %	64,33 %	17,05 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	566 m€	-0,34 %	-0,42 %	27,35 %	86,86 %	98,95 %	14,64 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I€	58 m€	-1,62 %	-1,65 %	-18,51 %	11,29 %	-13,55 %	18,70 %	08.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I€	34 m€	1,40 %	3,34 %	-5,99 %	14,64 %	-6,50 %	16,02 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I€	49 m€	1,70 %	-	-	-	1,70 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	102 m€	-0,74 %	-2,45 %	-	-	7,31 %	9,19 %	28.02.2014
	Part I€		-0,13 %	-1,71 %	-	-	9,47 %	9,20 %	28.02.2014
<b>Money-Market</b>									
La Française Trésorerie	Part I	4 678 m€	0,03 %	0,04 %	0,66 %	2,31 %	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](http://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](http://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 Llp.

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 78 047 940 € -  
RCS : 480 871 490

**Directeur de la publication :** Pascale Auclair  
**Responsable de la rédaction :** Pascale Cheynet

**Chef d'édition :** Claudine Prêtre

**Maquette :** Sylvia Chadi

**Photos/illustration :** Fotolia

**Impression :** SB Grafic - 01 60 35 10 35

[www.la-francaise.com](http://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](http://www.la-francaise.com)