

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE DE LA FRANÇAISE GAM

N° 174 - Décembre 2016

Achevée de rédiger le 07 | 12 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Magnifique paradoxe que ce marché qui craint un évènement pendant des semaines pour le saluer quand il se produit... **2016 restera sans doute comme une année marquée par les surprises politiques, d'abord en ce qui concerne les résultats des élections mais aussi et surtout en ce qui concerne la réaction des marchés à ces évènements.** Donald Trump a donc été élu président des Etats-Unis contre toute attente et cet évènement qui devait, au regard des commentaires des différentes banques d'investissement avant l'élection, impacter négativement les marchés, a finalement été **l'accélérateur de la poursuite du mouvement de reflation** commencé le mois dernier.

Ce mouvement peut-il durer ? Tant que les chiffres de croissance demeurent robustes, ce qui est le cas depuis plusieurs semaines aux Etats-Unis mais aussi en Europe et en Chine, la réponse est sans doute oui. En effet, pour la première fois depuis longtemps, **les différents éléments nécessaires à une correction obligataire sont en place : banques centrales moins accommodantes, politique budgétaire expansionniste aux USA et effets de base d'inflation positifs.** Et même l'Opep est aujourd'hui un facteur de soutien à la hausse des taux !

Pourtant il ne faut pas non plus tomber dans l'euphorie et considérer que les actifs obligataires "core" n'ont plus du tout de valeur. **Les raisons sous-jacentes au faible niveau des taux restent importantes et vont continuer de peser dans les mois qui viennent ;** l'excès d'épargne reste un fait, la croissance mondiale s'affiche autour de 3 %, les niveaux d'endettement demeurent élevés et les niveaux d'inflation "core" restent eux aussi sur des niveaux historiquement faibles sans montrer de dynamique haussière.

Il est probable que ces éléments reviennent à un moment donné sur le devant de la scène, limitant ainsi le potentiel de hausse des taux.

Le referendum italien était l'autre évènement marquant des dernières semaines et là encore, la réaction des marchés est extrêmement modérée. Aucune panique, des marchés actions en hausse et un écart entre taux italien et allemand finalement presque stable sur la journée. Cette bonne tenue des marchés face au risque politique pourrait cependant ne pas rester éternellement vraie si les votes contestataires continuent à proliférer en 2017.

La fin d'année devrait être rythmée par les annonces de la Fed et de la BCE. Le discours de la Fed lors de son annonce de hausse de taux en décembre (sauf catastrophe) pourrait éclairer le marché sur la façon dont elle analyse les mouvements des dernières semaines et leurs impacts sur l'économie. La BCE est, elle, très attendue et devrait annoncer la poursuite de son QE sans modification du montant des achats. Elle semble ne pas avoir trop le choix étant donné l'environnement obligataire actuel...

Dans ce contexte, nous avons continué de réduire notre sous-sensibilité sur les taux américains, aujourd'hui marginale, mais nous conservons celle sur les taux européens. Le pari sur les points morts d'inflation a lui aussi été significativement réduit. Nos expositions actions restent, elles, légèrement inférieures à celles des indices et notre préférence va toujours aux actions européennes qui devraient profiter à terme d'un euro plus faible.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Le principal événement depuis notre lettre de novembre est l'élection américaine et la réaction des marchés financiers qui a suivi. Les taux longs américains, qui étaient déjà passés de 1,4 % en juillet à 1,8 % quelques jours avant l'élection, ont bondi à 2,4 %. Le taux de change effectif du dollar (moyenne calculée contre l'ensemble des monnaies) a gagné près de 6 % en quelques mois et l'indice Dow Jones a dépassé 19 000 pour la première fois de son histoire.

Le sous-jacent économique de ces réactions de marché est l'anticipation des effets du programme de relance économique affiché par Donald Trump. En simplifiant beaucoup, son impact annuel peut se résumer en une baisse des prélèvements fiscaux de 2,5 % du PIB, une baisse des dépenses publiques courantes de 0,6 % du PIB et une hausse des dépenses d'infrastructures de 0,6 % du PIB, soit au total une impulsion budgétaire de l'ordre de 2,5 points de PIB. On peut attendre de ces mesures un coup de fouet sur l'activité économique et un besoin d'embauches supplémentaires. Or, le chômage est relativement bas et la croissance potentielle des Etats-Unis n'est plus que de 1,9 % par an selon les estimations actuelles. Donald Trump veut en outre réduire le nombre des travailleurs étrangers sur le territoire américain, et par conséquent la capacité de travail. Plus d'activité et moins de main-d'œuvre disponible, c'est un risque de tensions sur l'inflation, dont le taux actuel est déjà au-dessus de 2 % l'an. Donald Trump affirme enfin une philosophie "protectionniste" dont la concrétisation et les modalités restent pour l'instant floues, mais qui peut conduire à renchérir les produits importés.

Les réactions des marchés sont en cohérence avec l'analyse précédente. Cependant, l'incertitude sur la réalité de la mise

en œuvre des projets annoncés reste grande. Avant même sa prise de fonctions, le nouveau président a ajusté certaines de ses propositions.

Dans le reste du monde, la croissance moyenne des pays émergents s'était tassée en 2014 et 2015 à la suite des fortes dépréciations de leurs devises et des pics d'inflation importée qui avaient suivi. **Selon les enquêtes d'opinion sur le climat des affaires de l'institut allemand IFO, la croissance se serait légèrement renforcée dans les pays émergents au cours de l'été 2016** et l'écart de croissance entre pays émergents et pays développés a augmenté. Cette embellie peut cependant être doublement menacée. D'une part, en raison des conséquences qu'aurait une hausse des droits de douanes sur les exportations vers les Etats-Unis de certains pays. Ces exportations représentent plus d'un quart du PIB pour le Mexique, 20 % pour le Vietnam et le Canada, 12 % pour la Malaisie. D'autre part, en raison de la hausse des taux américains sur certaines devises comme le peso mexicain, le réal brésilien et de plusieurs monnaies asiatiques.

Dans la zone euro, l'activité se maintient à un rythme modéré, avec tout récemment plutôt des signes de renforcement. Le taux de chômage baisse. Le rythme de hausse du coût horaire de la main d'œuvre est descendu à 1 % l'an et l'inflation remonte à peine vers 1 %. La croissance européenne se poursuit mais manque toujours de dynamisme. La politique monétaire de la BCE ne peut pas ignorer ce fait et elle devra rester très prudente, d'autant plus que le Brexit et d'autres incertitudes politiques conduisent à une augmentation des écarts de taux entre les pays de la zone euro.

Scénario de référence		2016	2017
Nous relevons très légèrement nos prévisions de croissance pour les Etats-Unis. La nouvelle politique économique américaine jouera dans ce sens mais sera longue à mettre en place. Dans un contexte de croissance mondiale modérée et d'inflation revenant vers sa tendance mais encore modeste le cycle de hausse aux Etats-Unis devrait rester progressif et les taux de la BCE n'augmenteraient pas avant la fin de l'année 2017.	Taux de croissance*		
	ÉTATS-UNIS	1,6	2,1
	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	0,50	1,5
	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



Nov.	Déc.	FIXED INCOME	Commentaires
-	=/-	Taux	Le résultat surprise de l'élection présidentielle américaine devrait se concrétiser par une augmentation du déficit public et une amélioration des perspectives de croissance aux États-Unis dès 2017. Dans ce contexte, nous pensons qu'il est prématuré de revenir sur les marchés de taux.
-	=/-	Pays Core	En zone euro, bien qu'elle prolonge sans doute de quelques mois son programme d'achat d'actifs, la BCE devrait indiquer que le sens de son prochain geste sera à la réduction du montant des achats.
=/-	=	Pays Périphériques	Le rejet de la réforme constitutionnelle italienne ouvre sur la formation d'un gouvernement qui devra changer la loi électorale, laquelle diminuera fortement la probabilité d'un gouvernement à parti unique et donc le risque de l'accession au pouvoir d'un parti populiste. Nous restons cependant neutres sur les périphériques, la BCE ne dérogeant pas à notre avis à la règle du capital key.
+	=/+	Inflation	L'élection de Donald Trump ainsi que l'accord historique de l'OPEP sont deux facteurs de soutien important pour les anticipations d'inflation. Sur les niveaux actuels, elles détiennent toujours un potentiel d'appréciation significatif.
=	=	Emergents	Les niveaux de valorisation des obligations EM, outre l'amélioration des fondamentaux, rendent cette classe d'actifs très attractive. Cependant, les risques que fait peser le nouveau président américain sur le commerce mondial et plus généralement son programme économique nous rendent prudents.
=	=	Crédit	En amont de la réunion de la BCE de décembre, nous gardons un biais prudent sur le Crédit, alors que les volumes de transactions devraient rester faibles pour la fin d'année.
=	=	Investment Grade	Les mouvements sur les taux nous incitent à rester neutres, alors que le doute plane sur l'orientation que la BCE donnera au CSPP.
+	+	Subordonnées	Les valorisations des dettes subordonnées financières sont toujours attractives, alors que les banques annoncent peu à peu des exigences de fonds propres réglementaires moindres pour 2017 et que le secteur bancaire italien poursuit sa restructuration (Banca MPS, UniCredit...).
=	=	High Yield	L'absence de primaire, la recherche de rendement et la remontée du pétrole sont des facteurs de soutien. Cependant, nous ne repassons pas positifs sur la classe d'actifs du fait de la hausse des taux d'États.
=	+	Convertibles	Les valorisations des convertibles reviennent sur des niveaux attractifs. Les larges remboursements à venir sont clairement un facteur de soutien pour la valorisation des convertibles sur le marché secondaire.

Nov.	Déc.	ACTIONS	Commentaires
+	+	Europe	Amélioration séquentielle des résultats au 3 ^e trimestre avec une bonne tenue des prévisions 2017 ^e à +12 %, en parallèle avec une série de bonnes surprises économiques. Toutefois, la performance de novembre (pré-référendum italien) reste marquée par une prime de risque conséquente qui a limité la progression du marché européen versus son homologue américain, malgré une hausse du dollar.
=	=	US	Les anticipations inflationnistes et de croissance ont été relevées une fois le résultat des élections présidentielles américaines connu. Il s'en est suivi une hausse des taux et une progression des indices actions à leurs plus hauts (S&P500 > 2200) à +10 %YTD (TR). Nous considérons le marché américain comme pleinement valorisé mais l'amélioration des attentes de croissance reste moteur.
=	=	Japon	Depuis les débuts des Abenomics en 2013, le Japon a progressé grâce à la croissance des résultats alors que la hausse des autres marchés a été largement imputable à l'expansion des multiples. Le challenge de 2017 sera de découpler la performance du marché action de celle du JPY. Ce qui n'a pas été le cas jusqu'à ce jour.
+	+	Emergents	Les marchés émergents ont corrigé à partir du 25 octobre (en euro) en raison de la hausse des taux et du dollar US après les élections présidentielles. Leur performance YTD de +11 % reste élevée. Nous restons favorables à ces marchés, la tenue des matières premières et le niveau du dollar sont des éléments affectant mécaniquement leur tendance.

Nov.	Déc.	ACTIONS	Commentaires
=	=	Chine	L'élection US a eu un impact négatif sur les marchés émergents. Pourtant, la hausse du prix des matières premières a été positive pour la Chine qui a vu nombre d'entreprises étatiques renouer avec les profits et peut poursuivre sa campagne de réduction de la dette sans craindre la déflation. Sur les craintes d'une guerre commerciale avec les US, nous pensons que le pragmatisme l'emportera.
=	=	Asie	Les marchés et devises émergents ont souffert du rallye du dollar et des taux américains. En Inde, le programme de démonétisation de M. Modi visant à juguler l'économie souterraine et réintroduire une partie importante de la liquidité dans les circuits "normaux" risque d'avoir un impact négatif sur le PIB à court terme mais devrait être positif sur le long terme.

Nov.	Déc.	STRATÉGIES ALTERNATIVES	Commentaires
=	+	Global Macro	C'était LE mois à ne pas manquer pour les fonds Global Macro ! Presque tous ont affiché des rendements entre +1 % et +3 %. Globalement, la hausse des taux américains, des anticipations d'inflation, du dollar, des actions US et du pétrole ont contribué positivement. A l'inverse, les CTA ont souffert de la hausse des taux et du rebond de l'énergie. Les gains sur les actions ont compensé partiellement. La position longue Taux est maintenant totalement sortie des portefeuilles CTA, le risque est concentré sur les actions.
+	+	Long/Short Equity	Novembre a été marqué par une nouvelle rotation sectorielle ; rebond des cycliques au détriment des défensives. Les fonds "marché neutre" ont souffert. En Europe, les incertitudes sur le référendum italien ("Non" largement plébiscité) et les élections en Autriche sont maintenant levées. Les investisseurs sont sous-pondérés et cela est source d'opportunités. Nous restons surpondérés Europe vs US avec un faible biais directionnel.
=	=	Event Driven	La stratégie d'arbitrages M&A a été profitable sur le mois avec l'annonce du rachat d'Actelion par Johnson & Johnson. Nous conservons nos allocations inchangées avec une forte préférence US.
-	-	Arbitrage Credit	Calme sur le crédit en Novembre. Avec la fin d'année et la faible liquidité sur ce marché, nous restons peu directionnels et exposés long sur les financières européennes.
-	=	Distressed	La stratégie redevient intéressante.

BAROMÈTRE DE NOS ALLOCATIONS

À TRAVERS NOTRE FONDS* DIVERSIFIÉ DE GESTION FLEXIBLE

MARCHÉS FRAPPÉS DE "TRUMPTIMISME"

Nous avons abordé le scrutin avec une assez grande prudence : delta faible, réduction de la sensibilité et de l'exposition émergente.

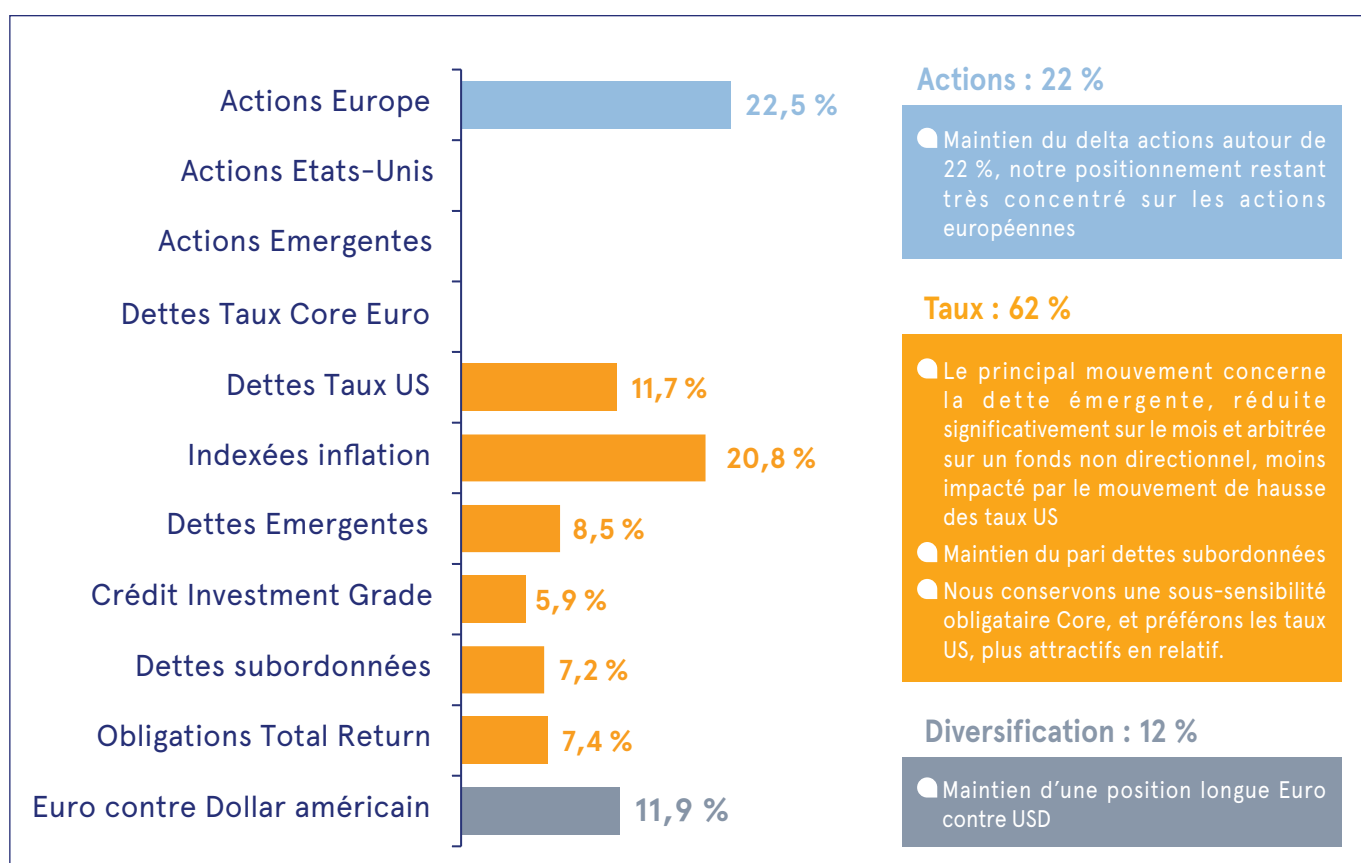
Les marchés ont salué la nouvelle de la victoire de Donald Trump par certes, un peu de volatilité, mais surtout par une très bonne tenue des marchés d'actions et par une correction obligataire marquée notamment aux Etats-Unis. Les marchés de taux émergents cumulent les vents contraires sur novembre : effet taux négatif, hausse du dollar contre presque toutes les devises et flux sortants massifs.

Notre allocation s'avère ainsi comporter encore trop de taux et pas assez d'actions. Notre diversification

sur les obligations indexées sur l'inflation et le crédit en général absorbe toutefois une partie du choc obligataire. Mais les émergents corrigent la moitié de la performance 2016.

Nous avons ajusté certaines de nos positions en cours de mois en vue des échéances de décembre.

Le delta reste globalement assez défensif, proche de 25 mais recentré sur la zone euro. Nous avons poursuivi la réduction de la sensibilité globale et l'arbitrage de nos positions taux émergents vers des produits plus flexibles.



*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 novembre 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	274 m€	-5,30 %	-5,31 %	9,77 %	15,37 %	21,05 %	5,12 %	07.12.2005
	Part I		-4,78 %	-4,75 %	11,44 %	18,91 %	55,79 %	5,13 %	24.10.2003
La Française Patrimoine Flexible	Part R	252 m€	-7,12 %	-8,33 %	3,45 %	23,68 %	60,06 %	9,12 %	05.04.2001
	Part I		-6,79 %	-7,97 %	4,77 %	26,38 %	16,44 %	9,12 %	29.11.2010
La Française PEA Flex	Part R	35 m€	-5,27 %	-6,71 %	-	-	3,12 %	10,45 %	11.02.2014
La Française Sérénité Flex	Part R	259 m€	-2,41 %	-4,07 %	5,33 %	20,84 %	53,07 %	4,56 %	08.01.1998
Tages Global Alpha Selection	Part R	11 m€	-4,34 %	-5,13 %	-	-	0,50 %	3,54 %	20.02.2012
Fixed-Income									
La Française Rendement Global 2022	Part R	333 m€	10,73 %	8,25 %	-	-	9,24 %	5,27 %	17.09.2014
	Part I		11,14 %	8,69 %	-	-	10,26 %	5,27 %	17.09.2014
La Française Rendement Global 2020	Part R	119 m€	9,58 %	7,68 %	14,61 %	-	17,90 %	4,54 %	24.09.2013
	Part I		9,99 %	8,12 %	16,00 %	-	19,51 %	4,55 %	23.09.2013
La Française Multistratégies Obligataires	Part I	488 m€	4,35 %	3,65 %	17,83 %	36,27 %	83,13 %	4,29 %	10.01.2001
LFP R2P Global Credit	Part I	53 m€	3,82 %	2,67 %	10,52 %	-	12,32 %	3,76 %	01.10.2012
LFP R2P Global High Yield	Part I	70 m€	8,25 %	6,08 %	-	-	5,73 %	5,89 %	27.10.2014
La Française Sub Debt	Part C	601 m€	3,34 %	2,01 %	12,47 %	78,73 %	81,36 %	10,66 %	20.10.2008
La Française Obligations Émergentes	Part R	64 m€	7,17 %	5,09 %	4,51 %	9,74 %	48,66 %	6,96 %	12.10.2005
	Part I		7,41 %	5,35 %	5,30 %	11,06 %	66,71 %	6,96 %	24.12.2004
Equity									
La Française Inflection Point Actions Euro	Part I	278 m€	-5,36 %	-9,31 %	8,52 %	48,98 %	102,75 %	19,41 %	04.06.2003
FCP Mon PEA	Part R	96 m€	-5,96 %	-9,24 %	11,52 %	76,26 %	68,54 %	17,37 %	27.05.2010
Alger American Asset Growth Fund	Part I \$	538 m€	-0,49 %	-1,56 %	23,23 %	89,35 %	98,66 %	14,16 %	18.05.2007
La Française JKC China Equity	Part I €	52 m€	-4,15 %	-4,37 %	-22,30 %	13,74 %	-15,78 %	18,22 %	08.10.2010
La Française JKC Asia Equity	Part I €	33 m€	-3,51 %	-1,96 %	-10,20 %	14,79 %	-11,03 %	15,83 %	01.07.2011
La Française Inflection Point Global Equity	Part I €	52 m€	7,41 %	-	-	-	7,41 %	-	31.12.2015
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R €	97 m€	-1,80 %	-3,88 %	-	-	6,16 %	8,99 %	28.02.2014
	Part I €		-1,13 %	-3,16 %	-	-	8,37 %	8,99 %	28.02.2014
Money-Market									
La Française Trésorerie	Part I	4 920 m€	0,02 %	0,03 %	0,62 %	2,19 %	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 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



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