

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

## LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 175 - Janvier 2017

Achevée de rédiger le 06 | 01 | 2017

### LA REFLATION PEUT-ELLE SE POURSUIVRE ?

La fin d'année 2016 aura été marquée à la fois par la très forte résilience des marchés à des événements à priori négatifs (référendum italien, élection US) mais aussi, et peut être surtout, par la forte hausse des actifs liés au thème de la reflation. Forte rotation sectorielle à l'avantage des secteurs cycliques et financiers, hausse des matières premières ou encore hausse des taux : **les marchés semblent attendre aujourd'hui une croissance et une inflation plus soutenues.** La dernière réunion du FOMC le mois dernier est d'ailleurs venue confirmer ces attentes positives avec un rythme de hausse des taux revu légèrement à la hausse par l'ensemble des membres de la réserve fédérale. **Ces mouvements sont-ils justifiés ? Peuvent-ils se poursuivre en début d'année 2017 ?**

La réponse à la première question nous semble être positive. Les valeurs « value » ont largement surperformé leurs homologues « growth » mais cela s'explique par le très fort retard qu'elles avaient accumulé et par leur différentiel de valorisation. Les anticipations d'inflation ont rebondi mais sans que cela soit déraisonnable et, là encore, ces actifs avaient atteint des décotes de valorisation importantes. De manière générale, les mouvements constatés ne nous paraissent donc pas déconnectés de la réalité.

La réponse à la deuxième question est plus contrastée, mais penche là encore pour le oui, tout du moins à court terme. Les effets de base positifs d'inflation devraient pousser les anticipations à la hausse dans les mois qui viennent, même si cela sera moins prononcé qu'en fin d'année.

**Les marchés obligataires devraient alors rester sous pression, spécialement en zone euro si les perspectives**

**de croissance se maintiennent, et permettre aux secteurs financiers et matières premières de continuer leur parcours haussier.**

Attention toutefois à la saisonnalité habituellement négative en début d'année en ce qui concerne la croissance américaine, ce qui viendrait largement mettre à mal le scénario vertueux. Attention aussi à un positionnement des investisseurs déjà très à l'écart des marchés de dette gouvernementale, ce qui pourrait donner lieu à des flux importants en cas de nouvelles négatives. Enfin, et surtout, attention à la confrontation entre l'optimisme du marché et la réalité concernant l'ensemble des événements des derniers mois. La prise de fonction de M. Trump donnera lieu à une première confrontation au cours des prochains mois, et il en ira de même lors de l'activation de l'article 50 au Royaume-Uni.

L'ensemble de ces éléments nous donne donc une photo plutôt rassurante et propice à la prise de risque en début d'année. Les indicateurs macroéconomiques se redressent, les dernières publications de résultats étaient plutôt bien orientées et nous pensons que cela permettra aux marchés de poursuivre leur fin d'année positive. Nos portefeuilles sont ainsi aujourd'hui toujours légèrement sous-pondérés en sensibilité, principalement sur la zone euro, et exposés aux points morts d'inflation. Nos allocations actions sont proches de celles de nos indices avec toujours une préférence pour les actions européennes et surtout pour les thématiques « value ». Enfin, nous conservons une vue positive pour les dettes à haut rendement et les subordonnées financières.

#### On en coasse



# SCÉNARIO ECONOMIQUE

Selon les premières estimations, le taux de croissance de l'économie mondiale aurait été de 2,9 % en 2016, un peu au-dessous des 3,2 % de l'année 2015. La croissance a été stable au voisinage de 4 % l'an pour la moyenne des pays émergents. Elle s'est en revanche tassée dans les pays développés: de 2,0 % en 2015 à 1,6 % en 2016 dans la zone euro, de 1,2 % à 1 % au Japon et de 2,6 % à 1,6 % aux Etats-Unis. **Après un premier semestre médiocre, les informations publiées au cours du mois de décembre indiquent dans l'ensemble une meilleure orientation de l'activité au cours de l'automne.**

Les pays émergents ont plutôt bien résisté à la remontée des taux d'intérêt américains. Le rythme d'accroissement de la production industrielle de la Chine, qui était tombé de 15 % l'an en 2010 à 6 % en 2015, s'est stabilisé à ce niveau. La fin de la récession commence à se profiler au Brésil et un début de reprise de l'activité s'amorce en Russie. L'activité a rebondi au Japon. Aux Etats-Unis, après le fort rebond du troisième trimestre (3,5 % en rythme annualisé), les indices de l'activité économique reviennent vers la tendance, que l'on peut estimer autour de 2 % l'an. **Dans la zone euro, l'année se termine mieux qu'elle avait commencé.** Après un recul au premier semestre, la production industrielle s'est redressée à l'automne. Mais pour l'instant le sentiment d'amélioration tient surtout aux indicateurs qualitatifs qui résultent des enquêtes d'opinion: indices du climat des affaires dans l'industrie comme dans les activités de services et indices de confiance des ménages. Un point très positif est la remontée continue et vigoureuse du climat des affaires dans le secteur de la construction. Celle-ci traduit de façon décalée la forte remontée des permis de construire de 2015, de l'ordre de 20 %, mais on observera que cette remontée ne s'est pas poursuivie au début 2016.

A ce stade, nous ne remettons pas en cause nos perspectives pour 2017 pour deux raisons. D'une part, l'amélioration récente ne fait que corriger la faiblesse antérieure. D'autre part, **certains facteurs d'environnement très favorables ont disparu.** La longue période de baisse des taux d'intérêt est terminée. Nous estimons que le mouvement vers la normalisation sera progressif, mais c'est un fait que le contexte a changé. Par ailleurs les prix du pétrole et des matières premières sont nettement remontés. Le baril de pétrole, qui était tombé jusqu'à 27 dollars au début 2016, dépasse désormais 55 dollars. L'inversion des prix des commodités de base a commencé à se transmettre aux prix à la consommation et entame désormais les gains de pouvoir d'achat des consommateurs. Par exemple aux Etats-Unis, malgré une légère accélération du salaire horaire nominal, le salaire horaire réel n'augmente presque plus.

Au cours des toutes dernières semaines, les signes d'amélioration conjoncturelle ont contribué au fort rebond des cours des actions (5 % à Paris et Francfort, 9 % à New York, 17% à Milan !). Toutefois, la cause principale nous semble tenir à la révision en hausse des anticipations de croissance, au moins à court terme, en raison de la politique budgétaire de Donald Trump. C'est l'une des inconnues de 2017. **La hausse boursière récente ne sera confirmée, voire amplifiée, que si la macroéconomie délivre bien ce que les marchés espèrent.** Les autres incertitudes de 2017 ne sont pas nouvelles : mise en oeuvre du *Brexit*, résultats du cycle électoral en Europe, ampleur du ralentissement chinois. Chacune d'elles peut susciter une période d'hésitation mais aucune ne nous semble de nature à remettre en cause la perspective d'une croissance modérée et peu inflationniste.

Scénario de référence		2016	2017
La nouvelle politique économique américaine devrait stimuler l'activité mais elle 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 des taux aux Etats-Unis devrait rester progressif et les taux de la BCE n'augmenteraient pas avant 2018.	<b>Taux de croissance*</b>		
	ÉTATS-UNIS	1,6	2,1
	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	0,75	1,5
	BCE	0,00	0,05


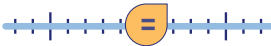



\*Taux d'accroissement annuel moyen

\*\* Taux en fin d'année

# EN UN CLIN D'ŒIL

## NOS CONVICTIONS DE GESTION

### PAR CLASSE D'ACTIFS

EQUITY				
Actions	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La progression des bénéfices gagne en crédibilité. Le consensus 2017 est revu en hausse pour presque chacune des grandes régions du monde pour la première fois depuis 2011 avec une progression de l'ordre de +12 %, un retour à la croissance qui marquera un point d'inflexion après une longue tendance déprimée.
Europe	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Nous privilégions la zone euro qui offre le plus fort levier de performance à une accélération de la croissance compte tenu de son ouverture. Techniquement, la région est sous-détenue dans les portefeuilles mondiaux et favorablement impactée par un dollar américain en hausse. Le risque est celui d'un calendrier politique 2017 chargé.
US	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Nous sommes neutres à l'égard de ce marché dont la valorisation prend déjà en compte l'essentiel des nouvelles positives post-élections. Toutefois, trois éléments techniques influenceront les résultats des sociétés : baisse de l'impôt, rapatriement d'une partie des avoirs détenus à l'étranger, mesures de sauvegarde en faveur de l'emploi américain.
Japon	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Nous gardons un biais légèrement positif à l'égard du marché japonais. Les bénéfices restent en croissance et le marché positivement corrélé à la hausse du dollar.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Prudents envers les marchés émergents en raison de la hausse du dollar et bien qu'il reste de la place pour la valorisation de ces actifs. Comme en 2016, la performance de ces marchés restera influencée par les mouvements de devises.
Convertibles	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les valorisations des convertibles reviennent sur des niveaux attractifs. Les larges remboursements à venir sont clairement un facteur de soutien important pour la valorisation du secondaire et les marchés actions devraient rester sur leur bonne dynamique.

# FIXED INCOME

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	L'absence de primaire, la recherche de rendement et la remontée du pétrole sont des facteurs de soutien important. Rien ne paraît pouvoir déséquilibrer le High Yield européen.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les bonnes nouvelles se succèdent. Le plan d'aide apporté par l'Italie à son secteur bancaire est perçu positivement et limite la contagion. Les politiques européennes commencent à freiner l'inflation réglementaire.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le primaire revient et l'appétit des investisseurs est toujours présent même si les valorisations sont tendues.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Il fait beau sur le crédit et cela devrait durer. Peu de vents contraires à l'horizon. L'ajustement de la politique monétaire de la BCE sur ses achats d'actifs a été perçu positivement.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les rendements sur les obligations des pays émergents restent attractifs et leurs fondamentaux s'améliorent. L'arrivée du président américain est très attendue sur son programme avec la Chine et les pays émergents en général.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Aux Etats-Unis, les taux réels offrent un profil de risque particulièrement attractif alors qu'en zone euro, ce sont les points morts d'inflation qui nous semblent détenir du potentiel.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	La hausse de la croissance nominale en zone euro va améliorer la soutenabilité de l'endettement des états européens. Ce contexte devrait favoriser les pays périphériques par rapport aux pays core.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le rallye de fin décembre sur les taux euros est principalement lié à des phénomènes techniques inhérents au passage de fin d'année. Les taux devraient donc reprendre leur trajectoire haussière. Aux Etats-Unis, le marché anticipe désormais 2 à 3 hausses de taux de la Fed au cours de l'année 2017, les taux y apparaissent moins vulnérables qu'en Zone Euro.

# BAROMÈTRE

## À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

### 2017, année du coq de feu

Pour les Chinois, l'année du coq de feu récompense la patience et la persévérance.

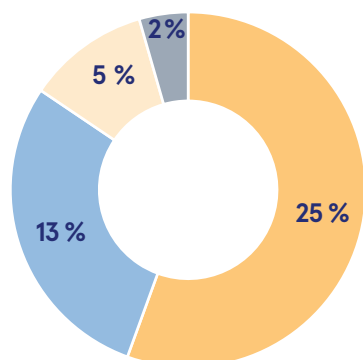
En janvier 2016, la santé de la Chine avait fait craindre, à tort, une nouvelle crise financière mondiale entraînant dans son sillage l'ensemble des marchés financiers. Heureux alors l'investisseur patient et persévérant qui avait su conserver, voire amplifier ses positions en actifs risqués.

2017 commence avec un tout autre visage, beaucoup plus serein, peut-être trop. Les mots du Président Mao

« l'avenir est radieux, mais la route est sinueuse » semblent bien coller à l'actualité en ce début d'année.

Comment abordons-nous 2017 ? Avec un poids non négligeable d'actions internationales centrées sur les États-Unis et l'Europe. Après la correction obligatoire de fin d'année, nous sommes plus à l'aise pour équilibrer les risques avec un peu plus de sensibilité. Nous intégrons toujours des indexées inflation. Côté crédit, les obligations de qualité sont arbitrées par une réallocation en dette à haut rendement, dette financière et dette émergente en dollar.

### EXPOSITION ACTIONS : 45 %



#### Etats-Unis

Nous maintenons notre biais sur la thématique value.

#### Europe

Les actions européennes conservent notre préférence.

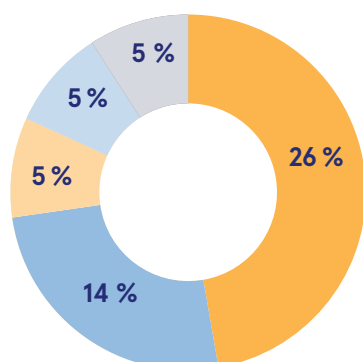
La rotation de style en faveur de la value semble là aussi enclenchée avec une ampleur et une vitesse plus importantes qu'aux US.

#### Japon

Nous sommes plutôt neutres sur le Japon. Néanmoins, la forte baisse du yen contre dollar continue de soutenir le marché.

#### Royaume-Uni

### EXPOSITION TAUX : 55 %



#### Obligations états développés

Biais prudent sur la sensibilité taux globale. La tension des rendements en fin d'année rend néanmoins plus confortable l'équilibre du risque actions.

#### Obligations indexées inflation

Une grande partie de la décote constatée en 2016 est désormais intégrée dans les cours. Nous maintenons néanmoins une diversification de notre risque de taux sur les indexées internationales.

#### Crédit High Yiled

Malgré la performance de 2016 les rendements restent attractifs notamment sur le marché US.

#### Dettes financière/ subordonnée

Nous conservons un biais favorable.

#### Dettes pays émergents

Notre vision moyen terme reste positive. La dynamique court terme reste polluée par l'effet Trump. Nous conservons une position de 5 % sur le segment libellé en dollar.

# PERFORMANCES

## DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 30 décembre 2016		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2016	1 an	3 ans	5 ans	Création		
<b>Performance Absolue</b>									
La Française Multistratégies Obligataires	Part R	536 m€	4,79 %	4,79 %	17,13 %	30,11 %	69,31 %	4,26 %	10.01.2001
	Part I		5,39 %	5,39 %	19,15 %	33,73 %	84,95 %	4,28 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	105 m€	6,61 %	6,61 %	10,53 %	19,88 %	21,75 %	6,27 %	30.07.2010
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	839 m€	4,26 %	-	-	-	4,26 %	2,27 %	17.02.2016
	Part I€		5,18 %	5,18 %	-	-	5,18 %	2,53 %	31.12.2014
<b>Rendement</b>									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	97 m€	-0,75 %	-0,75 %	-	-	7,30 %	8,66 %	28.02.2014
	Part I€		-0,02 %	-0,02 %	-	-	9,59 %	8,67 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	359 m€	13,05 %	13,05 %	-	-	11,52 %	4,95 %	17.09.2014
	Part I		13,50 %	13,50 %	-	-	12,60 %	4,96 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	43 m€	8,32 %	8,32 %	-	-	7,99 %	8,60 %	21.08.2015
<b>Fixed Income</b>									
La Française Trésorerie	Part I	5 384,55	0,01 %	0,01 %	0,58 %	2,06 %	8,58 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Index Variable	Part C	226 m€	2,47 %	2,47 %	6,36 %	14,87 %	53,65 %	1,78 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	283 m€	5,11 %	5,11 %	13,42 %	28,71 %	76,38 %	3,74 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	611 m€	5,80 %	5,80 %	14,75 %	72,68 %	85,67 %	10,65 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	51 m€	3,33 %	3,33 %	-	-	3,75 %	3,23 %	24.08.2015
<b>Actions Thématiques</b>									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	63 m€	8,42 %	8,42 %	-	-	0,25 %	19,31 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	532 m€	0,16 %	0,16 %	20,19 %	91,12 %	99,96 %	14,06 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	14 m€	-	-	-	-	26,40 %	-	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	297 m€	0,16 %	0,16 %	12,16 %	54,29 %	64,10 %	19,47 %	17.11.2008
	Part I		1,15 %	1,15 %	15,32 %	61,40 %	116,71 %	19,46 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	102 m€	-0,62 %	-0,62 %	-	-	-4,94 %	9,06 %	10.04.2015

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.

**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.la-francaise.com](http://www.la-francaise.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

**Publication 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

**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)