

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 176 - Février 2017

Achevée de rédiger le 07 | 02 | 2017

LE CONSENSUS : CE FAUX-AMI

Les mouvements de marché observés sur les principaux actifs financiers depuis le début de l'année infirment à la fois les dynamiques que nous observions en fin d'année dernière et les prévisions généralement optimistes qui prévalaient alors. Ce consensus, actuellement encore très marqué, peut-il être remis en question ? Il s'est formé suite à l'élection de Monsieur Trump, autour du thème de la reflation et des corollaires suivants : hausse des taux américains, surpondération des valeurs cycliques et bancaires, hausse du dollar, sous performance des émergents, etc. Un mois plus tard, la plupart de ces attentes a été infirmée par les marchés financiers avec un dollar en net recul et des marchés émergents actions qui progressent quand leurs homologues développés font, au mieux, du surplace.

Simple pause après les très forts mouvements de fin d'année ou remise en cause plus profonde de la dynamique des derniers mois ?

D'un côté les chiffres macroéconomiques continuent à être de bonne facture aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe ou en Chine et les publications des résultats des entreprises sont pour le moment bien orientées, ce qui est rassurant et limite le potentiel de retournement du marché.

Mais d'un autre coté deux choses semblent aujourd'hui très claires et sont moins rassurantes quant à la direction des marchés à court terme :

- **L'incertitude autour de la politique que mènera Monsieur Trump est aujourd'hui loin d'être levée.** Les

marchés financiers se sont focalisés jusqu'en fin d'année sur les mesures positives de relance en occultant celles plus protectionnistes qui pourraient être de nature à déstabiliser ces mêmes marchés. Les différentes déclarations et décisions du Président américain lors des dernières semaines sur l'Allemagne, la Chine ou encore le Japon ont fait resurgir ces craintes.

- **Le consensus de marché est aujourd'hui extrêmement fort sur un certain nombre d'actifs phares :** très fort positionnement vendeur de volatilité et vendeur de taux américains, très fort positionnement acheteur de matières premières comme le cuivre ou le pétrole et acheteur de dollar.

Hors, c'est rarement quand un consensus fort de marché est en place qu'il faut déployer de manière agressive les budgets de risque ; lors de ces phases d'engouement collectif, la modération et la circonspection sont en effet de notre point de vue à privilégier.

Ces deux constatations nous font donc choisir avec prudence et sélectivité les différentes thématiques sur lesquelles nous souhaitons positionner nos budgets de risque : nous restons positifs sur les subordonnées bancaires en Europe, négatifs sur la sphère obligataire d'Etat principalement en Europe et nous restons à l'écart du dollar aujourd'hui très corrélé aux actifs dits « risqués ». Enfin, nous maintenons un biais positif sur les actions européennes et sur la thématique value mais avec une enveloppe de risque « action » globalement proche de celle des indices.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les dernières enquêtes de conjoncture confirment le sentiment d'un renforcement de l'activité mondiale.

Dans la zone euro, les indices des directeurs d'achats (indices PMI) ont été de 55,2 en janvier dans l'industrie et de 53,7 dans les services. Pour donner une idée de la signification de ces chiffres, on rappelle que les indices des années 2012-2013 (faible croissance en Europe) avaient été de 45, et que les indices des années 2010-2011 (reprise modérée) étaient proches de 58. On observe aussi un rebond analogue aux Etats-Unis, ainsi qu'une nette remontée des indices de confiance des ménages. Les choses se passent un peu comme si l'élection de Donald Trump et ses annonces de relance budgétaire vigoureuse avaient déclenché une vague d'anticipations plus favorables sur les perspectives économiques, entérinée dès le mois de décembre dernier par les cours boursiers. Cependant, les enquêtes reflètent des opinions et non des résultats effectifs. Les faits sont pour l'instant moins clairs. Ainsi, selon les premières estimations, l'augmentation du PIB américain au quatrième trimestre 2016 n'aurait été que de 1,9 % en rythme annualisé, celle du PIB de la zone euro de 2 %, ce qui reflète une légère accélération.

La hausse des prix du pétrole et de certaines matières premières entraîne une accélération des prix à la consommation dans l'ensemble des pays, par exemple une accélération à 1,8 % du glissement annuel d'inflation en janvier 2017 en Europe. La progression des revenus étant stable, le pouvoir d'achat progresse très peu dans la plupart des pays. L'inflation est à la croisée des chemins. Une indexation progressive des salaires sur les prix et des prix sur les coûts pourrait déclencher une véritable spirale inflationniste. Cela ne manquerait pas alors d'entraîner de nouvelles poussées des taux d'intérêt longs. Nous estimons quant à nous que la hausse

des produits de base se modèrera et que la hausse des prix à la consommation reviendra au deuxième semestre 2017 vers 2 % aux Etats-Unis et entre 1 % et 1,5 % dans la zone euro. L'orientation des politiques monétaires étant une normalisation prudente, la tendance des taux longs est désormais à la hausse. Le plus probable est qu'elle s'opèrera par petites vagues successives entrecoupées de pauses voire de périodes de reflux.

Les perspectives économiques sont, à priori, relativement favorables : croissance modérée, inflation revenant vers les objectifs des banques centrales. **Des interrogations majeures subsistent cependant.** Elles concernent tout particulièrement la politique américaine. Le mot d'ordre qui circule actuellement dans les états-majors des entreprises américaines résume assez bien la situation : *Hoping the best, planning the worst* (« Espérez le meilleur mais préparez-vous au pire »). Le Président des Etats-Unis donne le sentiment qu'il est bien décidé à confirmer toutes ses annonces.

Il faut prendre au sérieux le risque de protectionnisme. La reprise économique est partout, y compris aux Etats-Unis, deux fois moins dynamique que la moyenne des reprises antérieures. Les gains de pouvoir d'achat des dix dernières années sont faibles et pour une large partie de la population inexistant. Il en résulte un mécontentement latent qui est propice à une demande de protectionnisme des opinions publiques. **Si la montée se concrétisait, c'est une nouvelle baisse de la croissance tendancielle qu'il faudrait envisager.** Du côté européen, outre les conséquences à venir du *Brexit*, l'écartement des spreads sur les dettes publiques qui concerne notamment la France, est un signe d'inquiétude sur la cohésion européenne.

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.	Taux de croissance*		
	ÉTATS-UNIS	1,6	2,1
	ZONE EURO	1,6	1,4
	Taux d'inflation*		
	ÉTATS-UNIS	1,1	2,4
	ZONE EURO	0,2	1,6
	Taux d'intérêt centraux**		
	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	<p>SOUS-EXPOSÉ</p> <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>La progression des bénéfices 2016 se confirme renforçant le consensus pour 2017, un point d'inflexion essentiel après une période déprimée. Nous pensons toujours que le retard de performance de l'Europe constitue une opportunité d'investissement en termes relatifs. Une accélération des fusions & acquisitions se matérialise en Europe.</p>
	Europe	<p>SOUS-EXPOSÉ</p> <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Notre motivation fondamentale positive à l'égard de la zone euro est le fort effet de levier opérationnel lié à une accélération de la croissance. Ce marché reste sous-détenu dans les portefeuilles mondiaux en raison d'une décote politique 2017 que nous pensons exagérée et qui devrait se corriger à terme.</p>
	US	<p>SOUS-EXPOSÉ</p> <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Le marché américain a progressé de près de 8 % en USD (+10 % en EUR) depuis l'élection présidentielle. Nous attendons une baisse des marges sous la pression de la hausse des coûts, particulièrement des coûts unitaires du travail en 2017 et du coût de la dette, sans gain de productivité.</p>
	Japon	<p>SOUS-EXPOSÉ</p> <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Les bénéfices restent en croissance et le marché positivement corrélé à la hausse du dollar.</p>
	Emergents	<p>SOUS-EXPOSÉ</p> <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>La tenue des matières premières et la baisse des devises contre USD fin 2016 ont été favorables aux marchés émergents en janvier. Leur indice progresse de plus de 6 % et le Brésil gagne près de 12 % en USD.</p>
	Convertibles	<p>SOUS-EXPOSÉ</p> <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Nous dégradons notre opinion à neutre sur les obligations convertibles au regard de leur valorisation relative qui nous apparaît moins attractive en dépit d'une dynamique positive sur les publications trimestrielles des sociétés européennes.</p>

FIXED INCOME

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le risque politique en Europe contrebalance l'effet positif macro et le faible primaire sur le HY €. Le retour du primaire \$ et l'incertitude sur la politique de D.Trump pèsent face à une dynamique macro favorable.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les subordonnées financières offrent toujours des rendements attractifs et la régulation s'est assouplie, augmentant les coussins de protection sur les dettes AT1. Sur la partie Corporate, notre préférence s'oriente vers les dettes à call court.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les résultats des entreprises et les ratios de crédit sont en amélioration, mais les spreads de crédit sont serrés et n'offrent que peu de protection contre une remontée des taux. Le marché en USD offre un meilleur potentiel.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Malgré une dynamique positive sur la macroéconomie au niveau global et des résultats d'entreprises plutôt favorables, le risque politique des deux côtés de l'Atlantique limite quelque peu la visibilité des acteurs de marché sur les semaines à venir.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les rendements sur les obligations des pays émergents restent attractifs et leurs fondamentaux se renforcent. Certaines inconnues en provenance des US subsistent, sur le plan commercial et monétaire.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les taux réels ne devraient plus être immunes à une poursuite de la hausse des rendements. La classe d'actifs sera néanmoins soutenue par des chiffres d'inflation qui devraient continuer de s'inscrire en hausse.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	Bien que les fondamentaux des pays périphériques soient en amélioration, les incertitudes autour des élections françaises font peser un risque de court terme. Nous nous attendons à une volatilité importante jusqu'au mois de mai.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La poursuite de l'amélioration des statistiques économiques mondiales ainsi que la hausse de l'inflation devraient maintenir les marchés obligataires sous pression.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

L'effet Trump fait-il déjà Pschitttttt ?

Après avoir goûté à l'euphorie du programme économique de Monsieur Trump, les marchés ont dû réintégrer la dure réalité des tweets intempestifs et des effets d'annonce des premiers jours d'investiture. En janvier, il fallait être investi sur les émergents, ne pas avoir de sensibilité taux et miser sur une baisse du dollar.

Notre allocation a été pénalisée par :

- Le biais favorable aux actions américaines décotées « value »
- La surpondération sur les actions européennes
- Le rebond de l'euro contre le dollar US

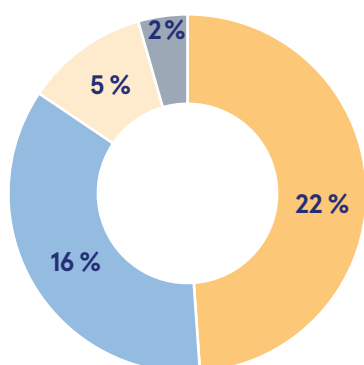
Notre allocation a profité de :

- Son exposition en actions
- Sa sous sensibilité structurelle en taux euro
- Sa poche crédit agressive

Pour le mois de février : nous maintenons inchangé notre poids en actions internationales, tout en réalisant des arbitrages pays : allègement des US et sortie du UK, renforcement de l'Europe et des émergents. Côté crédit, nous conservons le triptyque important en obligations haut rendement US, dettes émergentes en dollar et dettes financières européennes.

Le mouvement sur les taux a été très violent. Nous conservons un biais à la sous-sensibilité tout en réduisant légèrement ce pari.

EXPOSITION ACTIONS : 45 %



Etats-Unis

Petite prise de profits. Nous conservons le biais « valeurs décotées ».

Japon

Biais plutôt neutre malgré des perspectives bénéficiaires plutôt élevées.

Europe

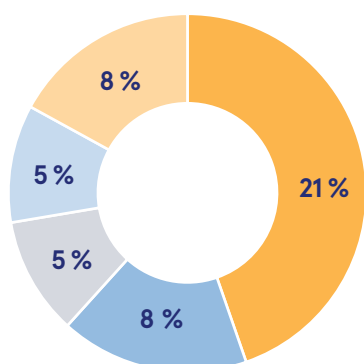
Toujours un biais favorable aux titres de la zone.

Les premières publications de résultats sont de bonne facture.

Emergentes

Réintroduction d'une petite position. Préférence pour les marchés asiatiques.

EXPOSITION TAUX : 47 %



Obligations États développés

Nous réduisons légèrement notre sous-sensibilité globale.

Crédit High Yiled

Nous renforçons notre position à 8 % en obligations américaines haut rendement.

Obligations indexées inflation

Nous maintenons une position en taux réel sur la zone Amérique.

Dettes financières/ subordonnée

Nous conservons un biais structurel favorable sur les dettes financières.

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 31 janvier 2017		Actif net m€	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2017	1 an	3 ans	5 ans	Création		
Performance Absolue									
La Française Multistratégies Obligataires	Part R	556 m€	0,39 %	5,72 %	15,59 %	28,12 %	69,97 %	4,16 %	10.01.2001
	Part I		0,43 %	6,31 %	17,59 %	31,69 %	85,75 %	4,18 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	105 m€	0,44 %	8,47 %	11,56 %	18,71 %	22,29 %	5,14 %	30.07.2010
LFIS Vision Premia Opportunities	Part R€	341 m€	0,17 %	-	-	-	4,61 %	4,09 %	21.09.2016
	Part I€		0,23 %	15,53 %	36,49 %	-	35,06 %	3,74 %	27.12.2013
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	936 m€	-0,36 %	-	-	-	3,89 %	2,20 %	17.02.2016
	Part I€		-0,30 %	4,87 %	-	-	4,87 %	2,54 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	95 m€	-0,49 %	3,62 %	-	-	6,76 %	7,29 %	28.02.2014
	Part I€		-0,44 %	4,39 %	-	-	9,11 %	7,29 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	379 m€	0,68 %	14,85 %	-	-	12,28 %	4,43 %	17.09.2014
	Part I		0,72 %	15,32 %	-	-	13,41 %	4,44 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	44 m€	0,65 %	11,61 %	-	-	8,69 %	7,77 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	5 806 m€	-0,01 %	-	0,53 %	1,92 %	8,57 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Index Variable	Part C	230 m€	0,09 %	2,48 %	5,48 %	13,65 %	53,79 %	1,76 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	269 m€	-0,96 %	3,16 %	11,03 %	24,21 %	74,68 %	3,63 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	598 m€	1,18 %	11,18 %	15,55 %	57,03 %	87,86 %	10,22 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	51 m€	0,78 %	3,02 %	-	-	4,56 %	3,27 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	62 m€	-1,36 %	17,50 %	-	-	-1,12 %	16,87 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	468 m€	5,37 %	13,45 %	29,20 %	88,30 %	110,70 %	12,26 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	14 m€	3,48 %	30,80 %	-	-	30,80 %	19,69 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	295 m€	-0,57 %	7,17 %	13,47 %	39,28 %	63,17 %	17,48 %	17.11.2008
	Part I		-0,50 %	8,22 %	16,67 %	45,74 %	115,62 %	17,47 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	102 m€	-0,09 %	2,44 %	-	-	-5,02 %	8,41 %	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 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

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



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