

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 177 - Mars 2017

Achevée de rédiger le 08 | 03 | 2017

OÙ S'ARRÊTERONT LES TAUX ALLEMANDS ?

Les élections françaises auront rarement autant été suivies par les marchés financiers que pendant ce mois de février. Les marchés de taux ont réagi de manière sensible, avec un spread OAT/Bund qui atteint plus de 80 points de base, avant de revenir en fin de mois autour de 64 points de base. Ils ont toutefois été les seuls marchés à réellement prendre en compte ce "risque", les marchés d'actions ou de devises ne réagissant qu'à la marge.

Dans ce contexte, le mouvement le plus surprenant concerne sans doute les taux courts allemands qui ont baissé de manière très importante tout au long du mois, atteignant des niveaux records pour le taux à 2 ans à -0,95 %, ou proches des niveaux records pour le taux à 5 ans à -0,60 %.

Ces niveaux de taux sont difficilement explicables par les chiffres macro-économiques qui montrent une accélération de la croissance européenne depuis plusieurs mois et des indicateurs d'activité sur des niveaux très élevés (indice PMI euro zone au plus haut depuis 2011).

Ils ne s'expliquent pas non plus par les données d'inflation, puisque depuis 2 mois les chiffres d'inflation surprennent à la hausse en zone euro avec une inflation aujourd'hui à 2 % et ce même si l'inflation "core" reste, elle, à un niveau inférieur à celui ciblé par la BCE.

Le stress engendré par les élections françaises explique sans doute une partie du mouvement observé sur les taux allemands mais il faut plutôt se tourner vers les achats de la BCE en dessous du taux de dépôt pour expliquer la violence de ces mouvements.

Cette déconnexion, entre fondamentaux économiques d'une part, et niveaux de taux d'autre part, durera sans

doute tant que la BCE n'adoptera pas une posture moins accommodante. Si la trajectoire vertueuse des chiffres macro-économiques se confirme, cela devrait arriver durant l'année 2017, avec comme conséquence une remontée progressive des niveaux de taux allemands.

La force des chiffres macro-économiques reste en revanche toujours un soutien pour les actifs actions de manière générale, bien aidés par une saison de résultats de très bonne facture, que ce soit aux Etats-Unis, en Europe ou au Japon. Dans un schéma sans crise politique européenne, ce mouvement haussier devrait perdurer, notamment sur les actions européennes aujourd'hui peu détenues par les investisseurs.

Le mois de mars devrait nous éclairer sur de nombreux points, aussi bien politiques que financiers. Nous devrions avoir des précisions quant au plan de relance de M. Trump et aux différentes mesures attendues par le marché, avec un risque de déception non nul. Les 4 principales banques centrales sont aussi au programme, avec une hausse de taux maintenant attendue de la part de la Fed, alors que la BCE publiera ses nouvelles projections économiques. Enfin, les élections aux Pays-Bas pourraient faire revenir la politique européenne au centre des débats.

Nos allocations restent positionnées à l'écart des marchés obligataires gouvernementaux, surtout en Europe. Au regard de la force des chiffres d'activité, nous conservons un biais positif sur les actions européennes en dépit des potentiels risques politiques, ainsi que sur les actifs émergents actions ou obligataires.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les estimations du PIB du quatrième trimestre 2016 sont désormais disponibles pour la plupart des pays. Elles confirment que **la fin de l'année 2016 a enregistré une légère accélération de l'activité mondiale**, au rythme de 3,3 % au quatrième trimestre après 3,0 % au troisième trimestre. L'inflation mondiale est stable un peu au-dessous de 3 % l'an. Dans les pays développés, le taux d'inflation moyen, qui était tombé à zéro en 2015, est remonté au voisinage de 2 % l'an. Dans les pays émergents, en revanche, l'inflation moyenne a reculé sensiblement (de 6 % à 4,5 % l'an). Au total, l'inflation mondiale est stable, historiquement faible et tend même plutôt à se tasser. L'accalmie des prix des matières premières et du pétrole y contribue.

Dans la zone euro, l'ensemble des enquêtes de conjoncture suggèrent que le climat des affaires continue de s'améliorer. Il est désormais à un niveau relativement élevé, le plus haut depuis le rebond de la fin 2010, inférieur toutefois aux niveaux de 2005-2006 ou de 1997-2000, qui correspondaient à des pics conjoncturels. Au Royaume-Uni, la croissance a encore été forte au quatrième trimestre grâce à une progression élevée des exportations. On note cependant, à la suite du Brexit, une accélération de la hausse des prix (4 % en rythme annuel sur les trois derniers mois), un repli des ventes au détail, un accroissement du niveau des stocks et une stagnation de l'investissement.

Aux Etats-Unis, les indicateurs d'activité sont bien orientés. Le point le plus notable est la forte remontée de l'indice des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier, après une chute tout aussi rapide en 2015. Du côté des prix, il faut souligner la poussée des

prix à la consommation. La hausse des prix sur trois mois approche 4 % l'an. Il en résulte une contraction du pouvoir d'achat salarial, dont l'effet sur la consommation est compensé par une baisse du taux d'épargne et une distribution généreuse de crédits à la consommation. **La poussée des prix ne devrait pas se prolonger** car elle n'est pas due à une amorce de boucle salaires-prix. Pour l'instant, la Réserve fédérale maintient sa prévision de hausse progressive du taux des fed funds, mais les prochains indices de prix seront cruciaux.

Hors risques politiques, nous ne voyons pas d'obstacle majeur à la poursuite d'une croissance mondiale modérée. Nous maintenons pour 2017 la perspective d'un taux de croissance annuel un peu plus élevé qu'en 2016 aux Etats-Unis (et parmi les pays émergents en Russie), un peu moins élevé pour la zone euro (et en Chine), et au total, pour le monde dans son ensemble, un rythme stable ou légèrement plus élevé en 2017. Ces perspectives économiques s'accompagneraient, sous l'effet notamment de la remontée des prix du pétrole, d'un ralentissement de la progression des résultats d'exploitation des entreprises dans la zone euro en 2017 et 2018 et au contraire d'une accélération aux Etats-Unis.

L'échelle des risques a peu changé, avec **toujours les menaces d'un ralentissement plus marqué en Europe** (Brexit, effet pétrole, dissensions au sein de la zone euro), de mouvements monétaires brutaux, d'une mauvaise surprise sur l'inflation et les taux d'intérêt aux Etats-Unis. Sur le plan politique, le principal risque est de sous-estimer la possibilité d'une montée du protectionnisme et de nouvelles divergences au sein de la zone euro.

Scénario de référence		2016	2017
La politique économique américaine se met en place progressivement. Ses effets sont positifs sur la croissance mais ne sont pas immédiats. Nous relevons très légèrement la prévision de croissance de la zone euro. L'incertitude sur le rythme de hausse des taux des fonds fédéraux demeure. La cible 2017 pourrait être relevée.	Taux de croissance*		
	ÉTATS-UNIS	1,6	2,1
	ZONE EURO	1,6	1,5
	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	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ
<p>Juillet 2016 a marqué le passage entre déflation et reflation : croissance et taux se sont appréciés en parallèle. En novembre, le momentum macro positif s'est maintenu alors que les taux faiblissaient, notamment en Allemagne, sur fond d'inquiétudes politiques. Nous abordons désormais, une phase de croissance solide sans accélération et une remontée des taux encouragée par la Fed.</p>			
Europe	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ
<p>Accélération de la croissance confirmée en zone euro, le plus haut PMI composite depuis avril 2011. Ces chiffres stimulent les révisions de bénéfices et la remontée des taux entrainera une hausse des bénéfices des banques. Le 4T 2016 délivre un des meilleurs crus de publications depuis trois ans, notamment pour le secteur industriel.</p>			
US	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ
<p>4 mois de rallye du marché américain. Les raisons techniques sont puissantes, la sous-allocation en actions générant des flux réguliers (environ \$80 milliards depuis l'élection présidentielle). Ces flux restent dépendant des chiffres macro positifs et nous vivons une des plus longues périodes sans nouvelles macro négatives. Attention à la hausse des taux à venir !</p>			
Japon	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ
<p>Au Japon, le PMI manufacturier est également en hausse en février (53,3 vs 52,7 en janvier), un plus haut depuis 3 ans. Les bénéfices restent en croissance et le marché est stable (+1,85 % YTD).</p>			
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ
<p>La bonne tenue des matières premières et de meilleures perspectives ont particulièrement stimulé le Brésil (+11 %) et le marché chinois (HSI +7 %).</p>			
Convertibles	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ
<p>En dépit de la poursuite d'une légère amélioration de la valorisation relative des obligations convertibles, nous maintenons notre opinion neutre, en l'absence de catalyseurs forts, après la saison des résultats.</p>			

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La macro continue à être très bien orientée et les investisseurs semblent oublier le risque politique de part et d'autre de l'Atlantique. Nous restons cependant neutres, pensant que le risque politique peut resurgir et que l'abondance de primaire pourrait peser sur les valorisations.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les fondamentaux ressortent renforcés après la saison de résultats, mais les performances ont été très fortes ces derniers temps, ce qui rend les valorisations moins attractives et nous amène à davantage de prudence.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les marges de crédit restent serrées maintenues par le programme d'achat de la BCE. Néanmoins, les craintes liées aux risques politiques en Europe pourraient continuer d'être à l'origine de l'écartement des spreads. A tout cela s'ajoute une activité dense de primaire, qui devrait se poursuivre avec la fin de la période des résultats et peser sur les valorisations.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Nous maintenons notre biais neutre sur le crédit. L'abondance des émissions primaires et le calendrier politique chargé en Europe et notamment en France nous poussent à rester attentistes.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les économies émergentes continuent de se renforcer, les primes de risque restent au-dessus de 300 bp, ce qui en fait une classe d'actifs très attractive. Les creux de marché sont des opportunités sur les EM.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les points morts d'inflation n'ont pas pris en compte la hausse des chiffres d'inflation. Ils offrent de nouveau une opportunité d'investissement intéressante.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	Le niveau des taux allemands n'est pas en ligne avec les fondamentaux macroéconomiques. Il intègre une probabilité d'éclatement de la Zone Euro à court terme. Le stress politique français a fait apparaître des opportunités intéressantes sur certains pays périphériques.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Tous les chiffres relatifs à la conjoncture économiques pointent vers une accélération de la croissance au 1 ^{er} trimestre. Les banquiers centraux devraient tenir compte de cette embellie dans leur communication et ainsi tirer les rendements obligataires à la hausse.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

Contre-pied sur les taux

Le mois de février a vu les actifs obligataires internationaux enregistrer des performances solides sur la plupart des classes d'actifs. On notera la bonne tenue de la zone euro, malgré le stress induit par les échéances électorales hollandaise et française.

En février, il fallait rester positionné sur les actions, remettre de la sensibilité en conservant ses obligations à fort bêta, être acheteur de dollar.

Notre allocation a été pénalisée par :

- La sous sensibilité obligataire, notamment en Europe ;
- La sous-pondération sur les actions américaines.

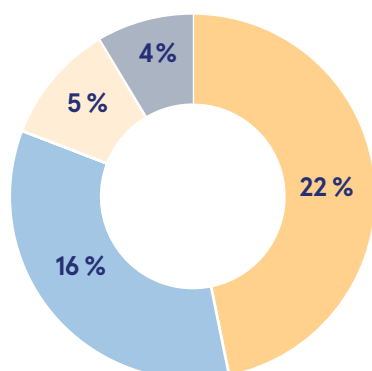
Notre allocation a profité :

- De son exposition importante en actions ;
- Du rebond du dollar contre euro ;
- De sa poche crédits agressive.

Pour le mois de mars : nous maintenons inchangée notre allocation en actions internationales. Côté crédit, nous prenons quelques profits, notamment en obligations haut rendement US, et conservons la dette émergente en dollars et la dette financière européenne.

Nous conservons un biais à la sous-sensibilité globale, notamment sur l'Europe après le mouvement de février. Réduction des indexées inflation.

EXPOSITION ACTIONS : 47 %



Etats-Unis →

Nous maintenons notre sous-pondération pour des raisons de cherté relative

Japon →

Biais toujours neutre, saisonnalité plutôt positive en mars

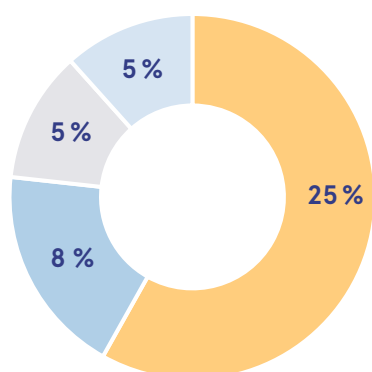
Europe →

Toujours un biais favorable aux titres de la zone.
Les cycliques conservent notre préférence

Pays émergents ↗

Poursuite du renforcement sur ce thème

EXPOSITION TAUX : 43 %



Obligations États développés ↗

Maintien de la sous-sensibilité en Europe. Rééquilibrage du risque global par une hausse de l'exposition US

Dettes pays émergents →

Notre vision moyen terme reste positive. Nous conservons une position de 5% sur le segment libellé en dollar

Obligations indexées inflation →

Nous conservons une position en taux réels US

Crédit High Yiled ↘

Nous prenons nos profits sur la dette haut rendement américaine.

Dettes financière/subordonnée →

Nous conservons un biais structurel favorable sur les dettes financières

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 28 février 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	588 m€	-0,33 %	6,12 %	14,09 %	23,78 %	68,74 %	3,24 %	10.01.2001
	Part I		-0,23 %	6,74 %	16,10 %	27,26 %	84,52 %	3,27 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	113 m€	1,41 %	7,39 %	10,27 %	17,56 %	23,46 %	4,51 %	30.07.2010
LFIS Vision Premia Opportunities	Part R€	408 m€	0,71 %	-	-	-	5,17 %	3,82 %	21.09.2016
	Part I€		0,84 %	16,14 %	34,50 %	-	35,88 %	3,62 %	27.12.2013
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	990 m€	-0,08 %	3,87 %	-	-	4,18 %	2,16 %	17.02.2016
	Part I€		0,02 %	5,21 %	-	-	5,21 %	2,56 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	95 m€	1,17 %	3,68 %	8,54 %	-	8,54 %	4,88 %	28.02.2014
	Part I€		1,28 %	4,45 %	10,99 %	-	10,99 %	4,88 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	413 m€	1,85 %	15,25 %	-	-	13,58 %	3,63 %	17.09.2014
	Part I		1,91 %	15,72 %	-	-	14,76 %	3,63 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	44 m€	2,25 %	13,68 %	-	-	10,42 %	6,19 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	5 828 m€	-0,01 %	-0,01 %	0,49 %	1,79 %	8,57 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Index Variable	Part C	260 m€	-0,59 %	2,16 %	4,12 %	11,51 %	52,75 %	1,65 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	247 m€	-1,71 %	3,73 %	9,32 %	19,83 %	73,36 %	3,53 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	611 m€	2,29 %	15,67 %	14,39 %	48,96 %	89,93 %	7,55 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	2,09 %	3,68 %	-	-	5,92 %	3,31 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	65 m€	3,02 %	23,31 %	-	-	3,28 %	13,64 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	480 m€	9,18 %	20,16 %	26,92 %	84,28 %	118,33 %	10,47 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	15 m€	6,80 %	34,06 %	-	-	35,00 %	18,47 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	294 m€	0,90 %	12,83 %	9,97 %	34,79 %	65,58 %	14,55 %	17.11.2008
	Part I		1,06 %	13,95 %	13,10 %	41,11 %	119,01 %	14,53 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	102 m€	0,96 %	5,09 %	-	-	-4,03 %	7,92 %	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