

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 178 - Avril 2017

Achevée de rédiger le 05 | 04 | 2017

FAUT-IL SE PROTÉGER DU RISQUE "FRANCE" ?

Difficile ce mois-ci de ne pas parler des élections françaises, et ce même si les marchés semblent être moins focalisés sur cette échéance qu'il y a quelques semaines.

A la lecture des différentes publications des bureaux de recherche, il semble que les opérateurs de marchés assignent à l'élection d'un candidat eurosceptique en France une probabilité d'environ 20 %.

L'impact qu'aurait l'élection d'un candidat favorable à la sortie de la France de la zone euro est difficile à évaluer, mais il semble hautement probable que cela engendre un fort mouvement de stress sur l'ensemble des marchés européens. Nous avons de notre côté retenu un scénario selon lequel l'écart entre les taux français et allemand passerait de 65 points de base à 200 points de base, les marchés actions seraient en forte baisse et l'Euro chuterait, lui aussi, violemment.

Ces hypothèses -certes discutables- assumées, la question est de savoir **comment limiter l'amplitude de l'impact négatif dans les portefeuilles, tout en conservant une structure d'allocation correctement exposée en cas de non occurrence de ce risque ?**

La réponse à apporter à cette question dépend évidemment de chacun des portefeuilles considérés mais nous préconisons, dans la plupart des cas, une protection partielle des actifs à risque. En effet, en considérant les niveaux de marché actuels plutôt élevés et une faible prise en compte de ce risque politique de manière générale par les marchés (faible niveau de volatilité, faible niveau de couverture, etc.),

le risque nous semble aujourd'hui dissymétrique en défaveur de l'investisseur. Cela ne veut pas dire que nous pensons qu'un candidat eurosceptique arrivera au pouvoir au lendemain du second tour, mais simplement qu'aujourd'hui **les marchés ne nous rémunèrent pas suffisamment pour que nous évacuions sans aucune précaution ce risque extrême.**

Cet évènement binaire mis de côté, il faut saluer **la force des chiffres macroéconomiques de manière générale au cours du mois de mars.** Ceux-ci semblent confirmer une accélération de la croissance globale durant ce 1^{er} trimestre, ce qui a d'ailleurs aidé les taux courts allemands à revenir vers des niveaux moins extrêmes au regard de leurs fondamentaux. Le mois de mars a également été marqué par des chiffres d'inflation décevants en zone euro, ce qui est venu mettre un frein aux rumeurs de "tapering" plus précoce de la part de la BCE. Attention à ce que la fin du trimestre et la fin des effets de base positifs sur l'inflation ne viennent engendrer **quelques prises de profits sur toutes les thématiques inflationnistes.** Ce phénomène, couplé au **risque de déception quant à la réalisation du programme de M. Trump**, est aussi l'une des raisons qui nous poussent à adopter une posture un peu plus défensive avant les élections françaises.

Nous favorisons aujourd'hui les actions de préférence européennes, les actifs émergents (actions et taux) et nos poches obligataires restent sous-exposées en duration sur les obligations d'Etats, même si ce biais a été réduit depuis le mois dernier.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Une accélération de la croissance mondiale est en cours. Elle touche à peu près l'ensemble des régions. Les marchés boursiers l'avaient bien anticipée par un rebond significatif des cours amorcé dès l'automne dernier. En revanche, les prix des commodités, notamment le prix du pétrole, marquent le pas. Pour ce qui concerne le pétrole, **la reprise de la production aux Etats-Unis laisse penser que l'offre mondiale de pétrole pourrait dépasser durablement la demande.**

Dans les pays émergents l'activité progresse à un rythme à peu près stable. Le principal d'entre eux, qui est la Chine, paraît installé sur un rythme de croisière. La production industrielle chinoise augmente d'un peu plus de 6 % par an depuis deux ans et les indicateurs du climat des affaires suggèrent que le mouvement continuera, peut-être même en se renforçant. **La baisse du yuan a été interrompue par un début de hausse des taux d'intervention de la Banque Centrale.** Le Brésil et la Russie sont sortis de récession. Au total, l'ensemble des zones émergentes progressent au rythme de 4,5 % l'an en moyenne.

Les Etats-Unis sont sortis de la période de baisse de régime de 2015-2016 grâce au retour d'une petite expansion industrielle et à une nette amélioration de l'activité du secteur de la construction. L'opinion moyenne des constructeurs sur le marché immobilier résidentiel a même retrouvé le niveau de la première partie des années 90. L'investissement progresse très légèrement. Le chômage est bas et va le rester sans tension pour l'instant sur les salaires. **La zone euro est sur une trajectoire similaire à celle des Etats-Unis avec un rebond marqué, mais récent, des indicateurs de climat des affaires,** rebond qui est visible dans tous

les secteurs, particulièrement dans le secteur de la construction. Le volume des prêts au secteur privé a retrouvé une tendance positive sans emballement. L'encours progresse comme le PIB nominal.

L'inflation moyenne mondiale est stable au voisinage de 3 %. La hausse des prix s'est accélérée dans les pays développés à partir de l'automne 2016 et s'est renforcée au début 2017. **Les glissements annuels des prix sont proches de leur maximum et ils vont refluer prochainement vers 2 % aux Etats-Unis, vers 1,5 % en zone euro.** Les menaces sur la croissance paraissent faibles dans le court terme. Les comités des banques centrales américaines et européennes se sont réunis le même jour, le 9 mars dernier. Leurs visions sur la situation et les perspectives de l'économie sont assez proches. La croissance se poursuit à un rythme modéré, la dérive des indices de prix est passagère et l'inflation se rapproche de l'objectif de 2 %. Les Banques centrales ont cependant tenu des discours très différents sur les politiques monétaires : confirmation par la Fed de hausses régulières et progressives du taux des Fed funds jusqu'à 3 % « à long terme ». Maintien pour la BCE des taux actuels pendant longtemps, **poursuite des achats nets de titres pour 60 milliards d'euros par mois jusqu'à la fin 2017 (ou plus si nécessaire).**

Sauf accident politique menaçant l'euro, les risques à court terme paraissent faibles et les primes de risque sont basses tant sur les obligations privées que sur la dette émergente. Les marchés d'actions devraient être pour l'instant bien orientés, bien que **plusieurs questions restent en suspens : la vitesse de remontée des taux américains, les modalités et les conséquences du Brexit, les divergences au sein de la zone euro.**

Scénario de référence		2017	2018
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,1	2,1
	ZONE EURO	1,5	1,3
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	2,3	2,1
	ZONE EURO	1,4	1,5
Taux d'intérêt centraux**	FED	1,5	2,25
	BCE	0,05	0,05

Nous relevons très légèrement la prévision de croissance de la zone euro pour 2017. L'incertitude sur le rythme de hausse des taux des fonds fédéraux demeure. Le plus probable est une hausse progressive vers 2,5 % fin 2018. D'autres risques existent qui ne sont pas pris en compte dans les scénarios de référence.

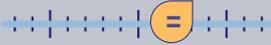
*Taux d'accroissement annuel moyen

** Taux en fin d'année

EN UN CLIN D'ŒIL

NOS CONVICTIONS DE GESTION

PAR CLASSE D'ACTIFS

EQUITY				
Actions	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Des données macroéconomiques toujours solides mais sans accélération. La remontée des taux de la réserve fédérale est engagée. Les élections françaises constituent un point de passage sensible pour la zone euro.
Europe	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La diminution du risque politique aux Pays-Bas, de bons indicateurs économiques et les commentaires de Mario Draghi ont stimulé la performance, notamment des financières et des cycliques dans les pays du Sud. La proximité des élections françaises nous amène à plus de prudence sans changer notre vue positive.
US	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Après 4 mois d'un rallye soutenu, le marché américain est stable en mars. La réserve fédérale a engagé la remontée des taux au moment où le président Trump n'a pas trouvé de majorité républicaine pour l'abrogation de l'Obamacare, générant un doute sur sa capacité à mettre en œuvre son programme de stimulation.
Japon	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	En mars, le Japon a abandonné près du tiers des gains accumulés sur janvier et février (-1,1 % en yen et -0,6 % en euro), soulignant son comportement de marché refuge. Nous restons positifs face à une possible phase de tension en avril en Europe.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Des performances très disparates au sein des marchés émergents dues à la volatilité des changes : Brésil -2,5 % et Mexique +3,8 %, en Russie rouble en hausse et marché -10 % en euro, situation inverse en Egypte. L'Asie est moins mouvementée (MSCI Asia +2,5 %). La baisse du dollar profite aux pays exportateurs. En Chine, les indices PMI restent rassurants.
Convertibles	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	En dépit du choc de valorisation enregistré au cours du T1 2017 rendant la classe d'actifs davantage attractive, notamment dans un contexte de reflation de l'économie européenne, nous maintenons notre neutralité dans le contexte d'incertitude politique liée aux élections françaises.

FIXED INCOME

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La macro continue à être bien orientée, cependant l'approche des élections en France et du débat sur le plafond de la dette aux US, la baisse du prix des matières premières et notamment du pétrole ainsi que l'abondance d'émissions primaires de part et d'autre de l'Atlantique nous incitent à rester prudents et donc neutres.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Malgré des valorisations toujours attractives dans l'environnement de taux actuel, de bons fondamentaux sectoriels sous-jacents et un marché primaire relativement calme, le fort rallye depuis le début de l'année et l'approche des élections françaises nous engageant à rester neutres pour le moment.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le primaire reste abondant, alors que la BCE risque de réduire ses achats d'obligations via le CSPP. Les primes de risques demeurent serrées et ne nous incitent pas à augmenter notre exposition.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les fondamentaux restent porteurs, mais le calendrier politique et les valorisations chères en général plaident pour le maintien de notre biais neutre sur le crédit.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les indicateurs économiques indiquent que la croissance mondiale est bien orientée, ce qui favorise l'amélioration des fondamentaux des pays émergents. Le rendement moyen de la dette externe en \$ à 5,47 % (JPM) offre une prime de risque attractive de 310 bp. Nous sommes plus prudents sur l'Europe émergente par rapport au mois précédent en amont des élections françaises. Nous restons néanmoins positifs sur la classe d'actifs, les creux de marché demeurant des opportunités sur les EM.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les points morts d'inflation ont reflué au cours du mois de mars. Ils anticipent désormais une baisse rapide de l'inflation sous les 1 %, niveau qui nous paraît trop bas.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	L'élection française sera l'élément déterminant de la performance relative des emprunts d'Etat en zone euro au cours des prochaines semaines. La volatilité devrait donc perdurer jusqu'au mois de mai.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le changement de ton des banques centrales laisse à penser que partout, les prochains mouvements seront orientés vers le resserrement des politiques monétaires. La tendance sur les rendements obligataires devrait en conséquence continuer d'être haussière.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

Elections françaises : poison d'avril ?

Mars 2017 voit les marchés actions européens tirer remarquablement leur épingle du jeu en dépit de l'imminence des échéances électorales françaises, et surperformer nettement Japon et Etats-Unis. Les actifs obligataires, quant à eux, s'apprécient, avec une surperformance des Taux US cette fois, et un léger creusement de l'écart de taux France-Allemagne.

En Mars, il fallait rester positionné sur les actions européennes, remettre de la sensibilité aux taux US, en conservant ses obligations émergentes, et être très actif sur le dollar.

Notre allocation a été pénalisée par :

- Notre diversification sur les indexées inflation
- Une baisse du dollar contre euro

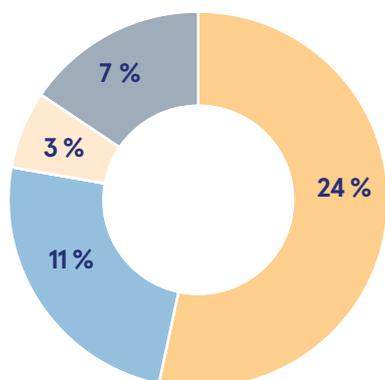
Notre allocation a profité de :

- Son exposition importante en actions européennes
- Sa sous-pondération en sensibilité sur l'Europe au profit des US
- Sa poche de dettes émergentes

Pour le mois d'avril : nous accompagnons la hausse des marchés et prenons quelques profits sur notre allocation en actions internationales. Côté crédit, nous restons globalement peu exposés, mais renforçons notre biais favorable sur la dette émergente et la dette financière européenne.

Nous réduisons notre sous sensibilité globale, en renforçant l'exposition Core Europe après le mouvement de mars. Léger renforcement tactique sur des indexées inflation.

EXPOSITION ACTIONS : 45 %



Etats-Unis ↗

Nous réduisons notre sous-pondération après la performance de mars

Japon ↘

Nous réduisons légèrement au profit d'un pari plus large sur l'Asie

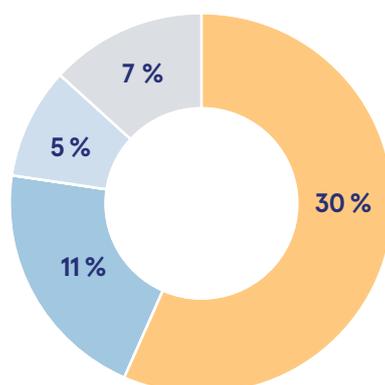
Europe ↘

Toujours un biais favorable aux titres de la zone
Nous réduisons néanmoins pour ajuster le risque global

Pays émergents ↗

Poursuite du renforcement sur ce thème

EXPOSITION TAUX : 53 %



Obligations États développés ↗

La dynamique de moyen terme milite pour un biais prudent sur la sensibilité taux globale. La volatilité reste néanmoins importante. Nous réduisons notre sous sensibilité sur les marchés européens

Dette financière/subordonnée →

Nous conservons un biais structurel favorable sur les dettes financières

Obligations indexées inflation ↗

Nous renforçons tactiquement après la correction forte des dernières semaines

Dette pays émergents ↗

Notre vision moyen terme reste positive. Nous renforçons la position globale à 7 % par une introduction sur le segment libellé en devises locales

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 31 mars 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	668 m€	0,53 %	4,22 %	14,10 %	24,64 %	70,20 %	2,88 %	10.01.2001
	Part I		0,68 %	4,76 %	16,12 %	28,16 %	86,21 %	2,88 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	119 m€	2,42 %	5,45 %	10,85 %	17,91 %	24,70 %	3,77 %	30.07.2010
LFIS Vision Premia Opportunities	Part R€	444 m€	-0,04 %	-	-	-	4,39 %	3,70 %	21.09.2016
	Part I€		0,20 %	12,97 %	32,11 %	-	35,02 %	3,47 %	27.12.2013
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1 048 m€	-0,71 %	2,54 %	-	-	3,52 %	2,12 %	17.02.2016
	Part I€		-0,52 %	3,11 %	-	-	4,63 %	2,11 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	88 m€	0,20 %	0,24 %	8,16 %	-	7,50 %	4,61 %	28.02.2014
	Part I€		0,37 %	0,99 %	10,61 %	-	10,00 %	4,61 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	451 m€	1,82 %	11,38 %	-	-	13,55 %	3,14 %	17.09.2014
	Part I		1,92 %	11,82 %	-	-	14,76 %	3,14 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	44 m€	2,41 %	9,94 %	-	-	10,59 %	5,72 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	6 135 m€	-0,02 %	-0,03 %	0,45 %	1,67 %	8,56 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Index Variable	Part C	262 m€	-0,84 %	0,70 %	3,25 %	10,56 %	52,36 %	1,54 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	258 m€	-2,96 %	-0,21 %	7,61 %	18,10 %	71,16 %	3,49 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	653 m€	3,33 %	11,88 %	15,16 %	46,59 %	91,86 %	5,87 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	2,21 %	2,60 %	-	-	6,04 %	3,32 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	63 m€	3,75 %	21,62 %	-	-	4,00 %	13,33 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	482 m€	11,05 %	14,85 %	32,40 %	81,61 %	122,05 %	10,15 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	17 m€	9,10 %	31,33 %	-	-	37,90 %	17,63 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	300 m€	4,96 %	13,86 %	14,66 %	38,55 %	72,24 %	14,36 %	17.11.2008
	Part I		5,22 %	14,98 %	17,89 %	45,10 %	128,02 %	14,34 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	104 m€	3,37 %	6,98 %	-	-	-1,73 %	8,16 %	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