

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 179 - Mai 2017

Achevée de rédiger le 11 | 05 | 2017

RETOUR AUX FONDAMENTAUX !

L'élection à la Présidence de la République française d'Emmanuel Macron est une très bonne nouvelle ! Commençons donc par savourer **satisfaction et soulagement de voir à la tête de notre pays, un Président démocrate, social libéral, jeune, réformateur et profondément européen !**

Cette élection s'avère toutefois comporter non pas 2, mais 4 tours, et les interrogations se reportent dès aujourd'hui sur les échéances législatives de juin, avec, paradoxe français oblige, un sondage du 7 mai qui relate que 60 % des votants à la présidentielle ne souhaitent pas qu'il obtienne une majorité absolue à l'Assemblée Nationale !

Les marchés vont donc vraisemblablement aborder les mois de mai et juin avec une certaine circonspection, après le rallye qui a suivi le 1^{er} tour et anticipé une partie des nouvelles positives aujourd'hui confirmées.

A plus long terme toutefois, les marchés devraient se repositionner en ligne avec les fondamentaux, et force est de constater que le contexte de l'avènement d'Emmanuel Macron au pouvoir est particulièrement porteur, tant d'un point de vue macroéconomique que microéconomique.

La croissance mondiale et celle de la zone euro sont sur une trajectoire positive, et si la France a pris du retard dans cette dynamique, la perspective d'un quinquennat de réformes structurelles cristallise tous les espoirs. L'inflation reste sous contrôle et devrait encore longtemps assurer à la zone Euro, au travers de l'action de la BCE, des conditions financières particulièrement accommodantes.

Les résultats des entreprises au 1^{er} trimestre sont excellents avec environ 80 % de surprises positives sur les ventes et 60 % sur les bénéfices, une dynamique

des Chiffres d'Affaires à près de +10 % et des analystes qui prévoient +20 % de croissance des bénéfices en 2017.

Cette embellie s'observe en outre sur un spectre sectoriel large, incluant des cycliques, des financières mais aussi des défensives.

Les flux des investisseurs non-résidents sur les marchés actions européens sont restés à ce stade contenus, ce qui pourrait changer dès lors que le risque d'une désintégration de la zone Euro est levé. Les valorisations sont en outre très attractives par rapport aux États-Unis, où le cycle est plus mature, tant sur le plan monétaire que sur la dynamique des profits.

La montée du populisme et des partis extrêmes a suscité beaucoup d'anxiété sur le marché. **L'avènement d'un Président français résolument européen et porteur d'un projet concret pour répondre aux faiblesses structurelles de la construction européenne devrait, à terme, permettre la compression des primes de risque qui prévalent encore sur les actifs européens.** Mais là aussi, le chemin sera long, il passe par un axe franco-allemand fort, dont on peut à nouveau rêver dès lors que la France redevient un allié fiable qui s'attelle à d'indispensables réformes structurelles et budgétaires.

La route sera sans doute parsemée d'embûches, les marchés seront probablement hésitants et volatils, mais **ne perdons pas de vue les fondamentaux** face auxquels l'échéance des législatives devrait peu peser à terme ! Notre allocation stratégique concentre ainsi une part importante du risque sur les actions, européennes de préférence, mais aussi japonaises et émergentes. Ce, au détriment des dettes gouvernementales dont le rendement devrait continuer à se normaliser.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

La conjoncture mondiale reste bien orientée. La croissance chinoise est dynamique. Parmi les autres grands pays émergents, la Russie et le Brésil voient le bout du tunnel. La baisse récente du prix du pétrole rend cependant le redressement économique encore hésitant. De façon générale les prix des matières premières sont plutôt déprimés, ce qui laisse planer une interrogation sur la vigueur de la demande mondiale. Le rebond du total des importations des pays émergents mesuré en euros est cependant de près de 20 % sur un an. C'est un facteur très favorable à la reprise européenne.

Dans la zone euro, les indices de climat des affaires sont à leurs plus hauts niveaux depuis le rebond de sortie de récession en 2010-2011, suggérant que le taux de croissance pourrait au moins temporairement dépasser sensiblement le niveau de 2 % l'an. La situation s'améliore dans l'ensemble des secteurs : industrie, services et construction. Mario Draghi a indiqué que la reprise européenne était désormais solide et que les risques haut et bas lui semblaient équilibrés. La BCE reste sur sa ligne et n'envisage pas de hausse de taux avant la fin du programme d'achats d'actifs, ce qui reporterait la hausse à la fin 2018. Le glissement annuel des prix à la consommation est remonté de 1,5 % en mars à 1,9 % en avril (l'inflation sous-jacente est passée de 0,7 % en mars à 1,2 % en avril).

La croissance américaine a déçu au premier trimestre. La première estimation du PIB ressort à 0,7 % en rythme annualisé. La consommation des ménages a ralenti car l'accélération de la hausse des prix a entamé les gains de pouvoir d'achat. Les indicateurs de conjoncture récents, notamment les indices des directeurs d'achat comme **les commandes nouvelles,**

suggèrent cependant une ré-accélération prochaine de l'activité. Il faut probablement s'attendre à un rebond de la croissance au deuxième trimestre. En moyenne annuelle, la croissance de 2017 serait proche de 2 %.

L'administration américaine a annoncé la première partie de son plan de réforme fiscale. Celle-ci comporte une forte baisse (de 35 % à 15 %) du taux de l'impôt sur les sociétés et sur les professions indépendantes. En outre, le barème de l'impôt sur le revenu pour les particuliers serait ramené à trois tranches dont les taux (10 %, 25 %, 35 %) seraient abaissés d'environ 5 % par rapport à la situation actuelle. L'imposition des plus-values serait abaissée et les droits de succession seraient supprimés. La réforme ne comporte pas pour l'instant un éventuel passage de l'imposition mondiale des bénéficiaires à une imposition limitée aux bénéficiaires réalisés sur le territoire américain, ni le projet de *border-adjustment tax* dont l'objet est d'avantager les productions américaines par rapport aux importations. **Les premières estimations évaluent les pertes de recettes fiscales à 2 000 milliards de dollars sur dix ans (soit environ 1 % du PIB par an).** Comme à l'accoutumée, l'administration annonce que les pertes de recettes seront compensées par le supplément de croissance attendu de la réforme. L'expérience passée montre que cela ne s'est jamais passé ainsi nulle part. Le besoin de financement public est actuellement de 5 % du PIB et il tend à augmenter avant même les coupes fiscales. Les projets seront donc largement débattus et sans doute amendés. **La Réserve Fédérale maintient pour l'instant sa ligne de remontée très progressive des taux.**







Scénario de référence		2017	2018
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,0	2,1
	ZONE EURO	1,6	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 très progressive vers 2,5 % fin 2018.

*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	SUR-EXPOSÉ	<p>Les résultats des présidentielles françaises et d'un land allemand éloignent les risques politiques extrêmes qui pesaient sur la zone euro, donc retour aux fondamentaux favorables et confirmés par les bons chiffres publiés par les entreprises. La rechute du pétrole et des matières premières et la hausse de l'euro constituent les inquiétudes pour le T2.</p>
Europe	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	<p>Après 2/3 des publications effectives, l'évidence d'un saut dans le rythme de croissance dès le T1 2017 s'impose. Ces chiffres reflètent l'amélioration des perspectives macroéconomiques engagées mi-2016. La croissance accélère pour l'ensemble des cycliques, notamment les industrielles alors que la tech maintient un rythme élevé.</p>
US	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	<p>Le marché américain retrouve ses plus hauts niveaux (S&P500 à 2400) après 2 mois de consolidation horizontale. La progression des résultats attendus pour 2017, en parallèle aux bonnes publications du 1^{er} trimestre, et la possible mise en œuvre des réformes fiscales annoncées, permettent d'ignorer pour un temps des données macroéconomiques moins encourageantes.</p>
Japon	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	<p>La baisse de la tension politique permet au JPY de baisser et au marché actions de remonter depuis mi-avril. Nous restons positifs dans cette phase de publications de résultats.</p>
Emergents	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	<p>Les exportations et importations chinoises ont augmenté en avril mais moins fortement qu'attendu, en raison de conditions financières plus tendues, d'une demande intérieure et extérieure moins dynamique et de la baisse des prix des matières premières.</p>
Convertibles	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	<p>Malgré un léger rebond ces dernières semaines, la valorisation de la classe d'actifs reste proche de son plus bas historique. Le retour des flux sur l'Europe constitue un catalyseur fort. Nous redevons positifs sur les convertibles dans un contexte de reflation de l'économie européenne.</p>

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La macro continue à être bien orientée, cependant les flux entrants sont faibles et les volumes d'émissions vont être importants. Autres facteurs qui pourraient peser, les prix des matières premières continuent à baisser et la réforme de l'ObamaCare pourrait peser sur le secteur de la santé, un des principaux secteurs du HY US.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	En dépit d'un rallye important ces derniers mois, la classe d'actifs reste attractive en valeur relative et demeure portée par les bons résultats du T1 2017. Le secteur financier nous paraît être le plus attractif.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les valorisations sont plutôt chères, mais les fondamentaux des entreprises continuent de s'améliorer, les volumes sur le marché primaire sont très bien absorbés par le marché et la BCE reste présente, malgré la réduction du rythme de ses achats (CSPP).
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le Crédit devrait continuer de bénéficier d'un environnement macroéconomique favorable et de fondamentaux d'entreprises en amélioration, et ce en dépit de facteurs techniques moins porteurs.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	L'Europe EM devrait sortir renforcée post élection française. La croissance EM demeure, nous restons positifs sur la classe d'actifs malgré la baisse des matières premières.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	L'inflation sous-jacente devrait maintenir sa trajectoire modérée, mais haussière au cours des prochains trimestres. Les points morts d'inflation ont dès lors très peu de risque de correction.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	Les emprunts d'État espagnols et portugais devraient profiter de la bonne tenue de leurs économies et de la baisse de l'aversion au risque politique post élection française.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Contrairement au marché actions, le marché obligataire n'a pas pris acte de la reprise de la croissance. Il reste donc de la place pour une remontée des rendements.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

Macro - Micro - Macron !

Le mois d'avril se termine sur une touche positive : hausse des marchés d'actions et réduction de l'écart de rendement entre obligations françaises et allemandes. La défaite le 7 mai du candidat eurosceptique soulage une Europe en proie à la montée du populisme. Les investisseurs vont pouvoir se concentrer sur un environnement macro et surtout micro de bonne facture. En avril, il fallait donc conserver ses positions sur les actions européennes, garder du risque crédit sur les subordonnées, maintenir son exposition à la dette émergente.

Notre allocation a été pénalisée par :

- La baisse du dollar contre euro
- Notre sous-sensibilité globale

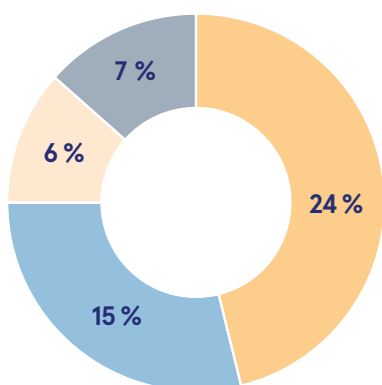
Notre allocation a profité de :

- Sa surexposition en actions européennes
- Sa diversification en indexées inflation européennes
- Sa poche de dettes émergentes

Pour le mois de mai : Après la levée du risque politique français, nous renforçons notre biais favorable aux actions internationales. Côté crédit, nous restons concentrés sur la dette financière européenne et reprenons du risque sur le haut rendement US.

Nous réduisons notre sensibilité globale par le biais de notre exposition aux obligations américaines (taux nominaux et réels). Prise de profits également sur la dette émergente libellée en dollar.

EXPOSITION ACTIONS : 52 %



Etats-Unis



Nous maintenons notre sous-pondération.

Japon



Nous nous repositionnons assez fortement sur les actions japonaises.

Europe



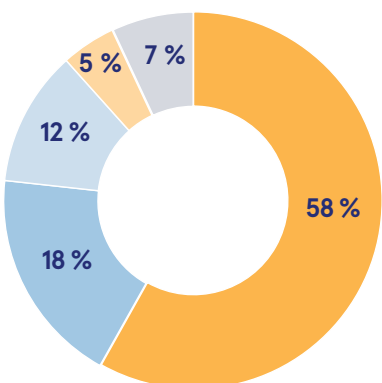
Nous renforçons notre position stratégique sur la zone.

Pays émergents



Nous conservons notre biais positif sur la zone.

EXPOSITION TAUX : 43 %



Obligations états développés



Nous amplifions notre biais prudent sur la sensibilité obligataire.
Nous prenons des profits sur la zone US.

Dette financière/ subordonnée



Nous conservons un biais structurel favorable sur les dettes financières.

Dette pays émergents



Notre vision moyen terme reste positive.
Nous prenons nos profits sur le segment libellé en dollar.

Obligations indexées inflation



Nous réduisons notre exposition sur le marché américain.

Crédit High Yiled



Nous initions une nouvelle position sur le marché américain.

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 28 avril 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	711 m€	0,72 %	3,90 %	13,34 %	25,89 %	70,52 %	2,87 %	10.01.2001
	Part I		0,90 %	4,42 %	15,31 %	29,43 %	86,62 %	2,87 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	120 m€	2,96 %	5,28 %	10,53 %	17,59 %	25,35 %	3,71 %	30.07.2010
LFIS Vision Premia Opportunities	Part R€	445 m€	0,23 %	-	-	-	4,67 %	3,53 %	21.09.2016
	Part I€		0,50 %	10,52 %	32,96 %	-	35,42 %	3,51 %	27.12.2013
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1 066 m€	-0,68 %	1,84 %	-	-	3,55 %	1,99 %	17.02.2016
	Part I€		-0,43 %	2,45 %	-	-	4,73 %	1,98 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	87 m€	0,59 %	-0,43 %	8,11 %	-	7,92 %	4,62 %	28.02.2014
	Part I€		0,82 %	0,30 %	10,57 %	-	10,49 %	4,62 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	497 m€	2,99 %	10,17 %	-	-	14,86 %	2,99 %	17.09.2014
	Part I		3,13 %	10,62 %	-	-	16,13 %	2,99 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	45 m€	3,92 %	9,94 %	-	-	12,22 %	5,57 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	6 423 m€	-0,03 %	-0,04 %	0,41 %	1,57 %	8,55 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Index Variable	Part C	252 m€	-0,86 %	0,30 %	2,90 %	10,75 %	52,34 %	1,59 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	273 m€	-2,73 %	-0,23 %	6,86 %	18,96 %	71,56 %	3,62 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	655 m€	5,46 %	12,46 %	15,31 %	54,35 %	95,82 %	5,48 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	2,60 %	2,37 %	-	-	6,44 %	3,30 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	98 m€	3,15 %	19,01 %	-	-	3,40 %	12,10 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	472 m€	14,03 %	19,34 %	37,11 %	88,27 %	128,02 %	10,19 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	17 m€	10,28 %	29,92 %	-	-	39,40 %	17,25 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	301 m€	6,79 %	13,59 %	17,26 %	41,79 %	75,25 %	14,17 %	17.11.2008
	Part I		7,14 %	14,72 %	20,56 %	48,55 %	132,18 %	14,15 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	105 m€	5,37 %	7,94 %	-	-	0,17 %	8,65 %	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