

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 180 - Juin 2017

Achevée de rédiger le 07 | 06 | 2017

« QUEL SERA LE MESSAGE DES BANQUES CENTRALES ? »

Les principales banques centrales tiendront leurs comités directeurs pendant le mois de juin. La banque centrale d'Angleterre et la banque centrale japonaise ne devraient pas modifier en substance leurs messages, la première à cause des élections planifiées le 8 juin et des négociations liées au « Brexit » et la seconde parce que l'inflation structurellement basse semble toujours être un frein à un changement de politique monétaire. La réserve fédérale et la banque centrale européenne seront en revanche scrutées très attentivement par le marché.

Il semble que **deux courants s'opposent au sein de la BCE**, avec d'un côté une ligne toujours accommodante menée par M. Draghi et M. Praet et de l'autre côté un discours de M. Cœuré, supporté par les Allemands, et visant à sortir plus rapidement de la politique en cours à la BCE. Il nous semble que la dynamique actuelle de croissance en zone euro et la baisse très significative du risque de déflation doivent amener la BCE à diminuer le caractère extrêmement accommodant de sa politique actuelle. Ce changement de ton interviendra-t-il en juin ou en septembre ? C'est aujourd'hui difficile de répondre à cette question, mais la trajectoire à moyen terme ne fait pas grand doute, et devrait se traduire par une remontée progressive des taux en zone euro.

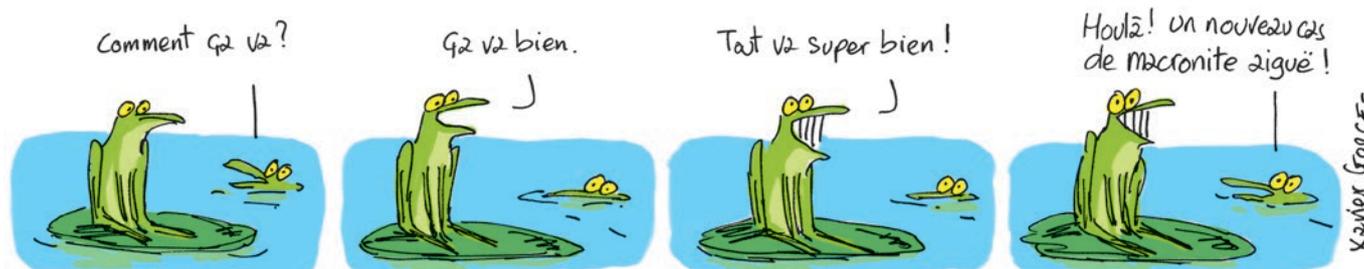
La réserve fédérale américaine est, elle, beaucoup plus avancée dans son cycle monétaire et la dynamique devrait amener les taux US sur des niveaux plus élevés qu'actuellement. Les indicateurs d'emploi suivis par

la Fed (taux de chômage, temps partiel involontaire, etc.) sont bien orientés et montrent une économie au quasi plein emploi. L'inflation, y compris salariale, bien que décevante à très court terme, est sur une trajectoire ascendante, et la croissance devrait rebondir au 2^{ème} trimestre. Dans ce contexte, le fait que le marché n'anticipe que 3 hausses de taux à horizon fin 2019 nous semble trop conservateur. De plus, le fait que la croissance mondiale soit revue graduellement à la hausse laisse entrevoir une **resynchronisation des cycles économiques ce qui, couplé à la baisse récente du dollar, diminue le risque de mener une politique monétaire trop restrictive.**

Il faut évidemment continuer de surveiller l'évolution de la situation politique aux Etats-Unis. M. Trump semble de plus en plus isolé au sein de son administration et les attaques à son endroit se multiplient. Les marchés ont toutefois déjà corrigé les mouvements liés à son élection. Les positions acheteuses de dollar, qui pouvaient sembler trop consensuelles et dangereuses il y a quelque temps apparaissent aujourd'hui beaucoup moins à risque.

Nous conservons dans ce contexte porteur une allocation privilégiant les actions tout en reconnaissant qu'une partie des bonnes nouvelles est aujourd'hui intégrée dans les marchés. Notre préférence va toujours aux actions européennes et japonaises. Nous renforçons notre sous-pondération obligatoire sur les emprunts d'Etats pour des raisons de valorisation et de dynamique future des banques centrales.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

La croissance tend plutôt à se renforcer dans l'ensemble du monde sans entraîner de tensions sur les prix. Le cours du baril de pétrole oscille depuis le début de l'année entre 48 et 56 dollars autour d'une moyenne d'environ 53 dollars. Le marché mondial est à peu près à l'équilibre mais l'offre reste abondante. La prolongation de l'accord de maintien de la production par les pays de l'OPEP est compensée par la forte reprise de la production de pétrole de schiste américain qui écarte la menace de tensions sur les prix pour les prochains trimestres. Quant à l'inflation interne, **les indices de prix récents confirment que le pic d'inflation est dépassé.** Aux Etats-Unis, l'inflation sous-jacente est en dessous de 2 % l'an et dans la zone euro le glissement annuel de l'inflation globale est revenu à 1,5 %. En Chine, le taux d'inflation est tombé au voisinage de 1 %. Le monde reste dans une situation d'inflation faible.

Aux Etats-Unis, la croissance du premier trimestre a été relevée à 1,2 % l'an. Les commandes nouvelles ont repris et l'expansion de la production industrielle se renforce. L'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier a légèrement rechuté après un bond en début d'année, mais il reste élevé et l'indice non manufacturier est orienté à la hausse. Les indicateurs de confiance des ménages sont au plus haut. Le taux de chômage recule encore. Le fort rebond de l'investissement productif, au rythme de 11 % l'an, s'explique largement par le rebond spectaculaire de l'investissement de prospection pétrolière. **Le rebond de l'investissement global peut encore se poursuivre aux Etats-Unis mais il est en grande partie transitoire.**

Dans la zone euro, les dernières enquêtes d'opi-

nion suggèrent un renforcement de la tendance. Les indices des directeurs d'achat de l'industrie traduisent une forte hausse de la production et des nouvelles commandes dans l'industrie entraînant une croissance record de l'emploi. Le climat des affaires s'améliore plus nettement encore dans la construction. L'indice des directeurs d'achat des activités de services s'est fortement redressé depuis l'hiver dernier et il retrouve les sommets du passé. L'indice de confiance des consommateurs est élevé. Les ventes au détail poursuivent une hausse rapide depuis l'année 2013. Le taux d'utilisation moyen des capacités de production dans la zone euro est passé au-dessus de sa moyenne de longue période, qui est proche de 82 %. **Les facteurs de reprise de l'investissement sont peut-être réunis.** La plupart des pays de la zone euro contribuent à l'amélioration conjoncturelle de la zone. L'amélioration des perspectives européennes et la réduction de l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe expliquent l'appréciation de l'euro.

Au Royaume-Uni, la consommation soutient la croissance mais la hausse des prix est toujours à 3 % l'an et le taux d'épargne des ménages est tombé à son niveau historiquement le plus bas de 3 %. La hausse du prix moyen des maisons a nettement faibli. **Un point important est que la négociation sur le Brexit** démarrera le 19 juin et que les positions de départ sont très éloignées. Outre la question des engagements budgétaires du Royaume-Uni, les premières questions à régler sont le statut des citoyens expatriés et l'avenir des frontières (Irlande notamment). Viendra ensuite le problème des accords commerciaux (près de 800 accords à négocier). Le calendrier est très serré et le risque de sortie sans accord ne peut pas être complètement éliminé.

Scénario de référence		2017	2018
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,0	2,1
	ZONE EURO	1,6	1,4
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	2,3	2,0
	ZONE EURO	1,4	1,5
Taux d'intérêt centraux**	FED	1,5	2,25
	BCE	0,05	0,05

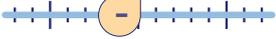
Nous relevons très légèrement la prévision de croissance de la zone euro pour 2018. L'incertitude sur le rythme de hausse des taux des fonds fédéraux demeure. Le plus probable est une hausse très progressive vers 2,5 % fin 2018. La BCE n'a pas modifié sa posture et elle confirme que la première étape sera la réduction des achats nets mensuels de titres.

*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>La performance soutenue du marché américain ne doit pas occulter la force du marché euro soutenu par l'éloignement du risque politique extrême et de puissants fondamentaux. Nous maintenons un biais cyclique et croissance.</p>
Europe	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	<p>Nouvelle amélioration des perspectives macroéconomiques de croissance, particulièrement pour la zone euro avec un 1^{er} trimestre sur un rythme de +2%. Bien que le style croissance surperforme, les titres cycliques affichent un retard injustifié.</p>
US	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	<p>Le marché américain reste solide avec de nouveaux plus hauts (S&P500 à 2440). Pourtant les données macro sont décevantes, la progression des résultats attendus pour 2017 stable à +9% sans révision à la hausse, la volatilité inférieure à 10 et les réformes fiscales repoussées. Nous restons prudents. Le style gagnant reste la croissance par le biais de la technologie.</p>
Japon	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	<p>Enfin le Nikkei reprend une tendance positive et passe symboliquement la barre des 20 000 points début juin, remplaçant l'indice japonais dans la course sur un an glissant à +21% et soulignant de bonnes données macroéconomiques. Les investisseurs américains restent sous-exposés et donnent implicitement du potentiel à ce marché moins cher que les autres marchés développés.</p>
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	<p>Après une légère correction mi-mai, les marchés émergents reviennent sur une belle tendance, affichant une performance de plus de 18% depuis le début de cette année. Malgré une forte croissance attendue des résultats, ils restent peu chers en termes relatifs, mais exigent sélectivité.</p>
Convertibles	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	<p>La classe d'actifs a enregistré un retour de flux positif et a profité d'un mois favorable sur les actions européennes. Nous modérons notre conviction positive en l'absence de catalyseurs significatifs.</p>

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Côté positif, la macroéconomie continue à être solide et le marché primaire est moins actif qu'attendu. Cependant, la hausse du risque politique (UK, US, Italie, Brésil...), la baisse des matières premières, et le fait que le «Trump trade» s'amenuise, nous incitent à la prudence.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le cas Banco Popular est très spécifique et reste relativement contenu en termes d'importance systémique, mais nous préférons revenir à la neutralité sur les dettes subordonnées dans l'attente d'éléments concrets sur l'avenir de l'établissement espagnol.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les valorisations restent toujours aussi résilientes en dépit d'un marché primaire conséquent. Nous favorisons plutôt les obligations corporate non-financières en raison notamment d'une sensibilité moindre aux spreads des souverains.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	L'environnement macro-économique, les bons fondamentaux des entreprises et la politique d'achats obligataires de la BCE constituent toujours des soutiens de poids pour le crédit obligataire, mais nous restons prudents à court terme face aux risques politiques en Europe (UK, Italie) et bancaires (Banco Popular, petites banques italiennes).
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les marchés émergents restent bien orientés. Nous restons constructifs sur la classe d'actifs.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les chiffres d'inflation peinent à confirmer leur rebond du 1 ^{er} trimestre. Les points morts sont dès lors vulnérables à une baisse de la dynamique globale de reflation.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	Le Portugal est parmi les pays périphériques le seul qui bénéficie d'une visibilité à la fois sur le plan politique et le plan économique. Il reste de la place pour une poursuite de la surperformance.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le discours prudent des membres de la BCE explique la bonne tenue du marché obligataire malgré la poursuite de l'embellie côté croissance. Les rendements devraient donc rester bas durant la 1 ^{re} partie de l'été.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

Les banques redeviennent centrales

En mai, Les marchés obligataires sont globalement positifs. Les actions progressent mais semblent reprendre leur souffle. Il fallait être principalement exposé aux marchés émergents, actions et taux.

Notre allocation a été pénalisée par :

- La baisse du dollar contre euro
- Notre sous-sensibilité aux taux US

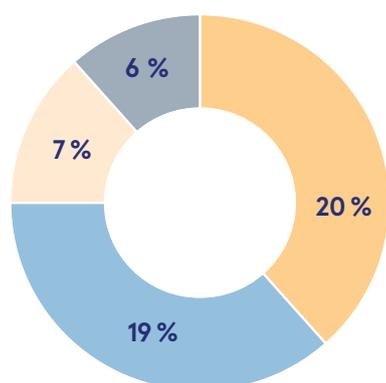
Notre allocation a profité de :

- Sa surexposition en actions émergentes, notamment asiatiques
- Son repositionnement sur le Haut rendement US
- Sa poche de dettes émergentes, même réduite

Pour le mois de juin : Nous conservons notre positionnement stratégique favorable aux actions internationales. Nous privilégions toujours Europe, Japon et émergents au détriment des US.

Nous poursuivons la réduction de notre sensibilité aux obligations américaines et renforçons l'exposition sur l'Europe pour maintenir un bon équilibre du risque du portefeuille.

EXPOSITION ACTIONS : 52 %



Etats-Unis ↘

Nous amplifions notre sous-pondération.

Japon ↗

Nous renforçons très légèrement.

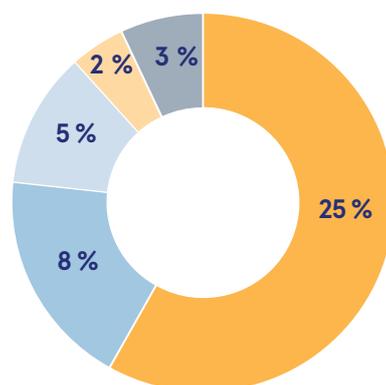
Europe ↗

Nous renforçons notre position stratégique sur la zone.

Pays émergents ↘

Nous prenons quelques profits.

EXPOSITION TAUX : 43 %



Obligations états développés →

Nous poursuivons notre prise de profits sur la zone US.

Nous renforçons les taux euro pour maintenir l'équilibre en risque du portefeuille.

Obligations indexées inflation →

Nous conservons notre positionnement.

Dette financière/ subordonnée →

Nous conservons un biais structurel favorable sur les dettes financières.

Dette pays émergents →

Nous maintenons notre positionnement sur la dette locale.

Crédit High Yiled →

Nous maintenons notre position sur le marché américain.

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 31 mai 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	783 m€	0,78 %	3,86 %	12,63 %	27,44 %	70,64 %	2,80 %	10.01.2001
	Part I		1,03 %	4,41 %	14,61 %	31,06 %	86,86 %	2,78 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	120 m€	3,04 %	5,97 %	7,69 %	18,56 %	25,45 %	3,64 %	30.07.2010
LFIS Vision Premia Opportunities	Part R€	449 m€	-0,47 %	-	-	-	3,94 %	3,38 %	21.09.2016
	Part I€		-0,02 %	9,44 %	31,49 %	-	34,72 %	3,52 %	27.12.2013
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1 079 m€	-0,96 %	1,90 %	-	-	3,27 %	1,96 %	17.02.2016
	Part I€		-0,64 %	2,60 %	-	-	4,51 %	1,94 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	85 m€	-1,16 %	-1,61 %	4,20 %	-	6,05 %	4,55 %	28.02.2014
	Part I€		-0,86 %	-0,88 %	6,55 %	-	8,65 %	4,55 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	529 m€	3,29 %	10,23 %	-	-	15,19 %	2,82 %	17.09.2014
	Part I		3,48 %	10,70 %	-	-	16,52 %	2,82 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	44 m€	4,42 %	9,89 %	-	-	12,76 %	5,38 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	6 405 m€	-0,05 %	-0,05 %	0,35 %	1,48 %	8,53 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Index Variable	Part C	252 m€	-0,93 %	0,27 %	2,54 %	10,71 %	52,22 %	1,62 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	253 m€	-2,85 %	-0,85 %	5,42 %	17,66 %	71,36 %	3,70 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	666 m€	6,60 %	13,02 %	15,11 %	65,32 %	97,93 %	5,19 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	2,98 %	2,74 %	-	-	6,83 %	3,25 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	127 m€	2,36 %	15,20 %	-	-	2,62 %	11,84 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	455 m€	17,63 %	19,66 %	36,71 %	108,53 %	135,21 %	10,13 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	22 m€	15,51 %	29,09 %	-	-	46,00 %	17,01 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	303 m€	8,28 %	12,45 %	17,46 %	56,40 %	77,69 %	13,88 %	17.11.2008
	Part I		8,73 %	13,65 %	20,77 %	63,94 %	135,62 %	13,86 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	107 m€	6,58 %	8,19 %	-	-	1,32 %	8,73 %	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