

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 181 - Juillet 2017

Achevée de rédiger le 07 | 07 | 2017

CHANGEMENT DE TON !

Nous nous interrogeons le mois dernier sur la nature du message qu'allaient délivrer les principales banques centrales durant le mois de juin, et il semblerait que celles-ci aient décidé de changer de ton !

Ce changement s'est fait en plusieurs étapes :

- La **réserve fédérale américaine** a tout d'abord délivré en début de mois un message optimiste en **réitérant sa volonté de poursuivre la réduction du bilan et la normalisation monétaire** et en jugeant transitoire les chiffres d'inflation décevants des 3 derniers mois.
- La réunion de la Banque d'Angleterre s'est, elle, soldée par un vote très partagé avec 3 votes sur 8 en faveur d'une hausse de taux, ce que le marché n'attendait pas. Ce biais moins accommodant a ensuite été renforcé par les commentaires du chef économiste de la BOE, M. Haldane.
- Enfin, le forum annuel de la BCE tenu à Sintra a validé ces nouvelles orientations avec des discours de **M. Draghi (BCE), Carney (BOE) et Poloz (BOC) confirmant leur volonté de réduire le biais accommodant de leurs politiques.**

Ces messages sont-ils concertés ? Les banquiers centraux cherchent-ils à sortir de leurs politiques de taux très bas de manière coordonnée pour éviter des mouvements de change trop prononcés ? Difficile d'avoir des certitudes à ce sujet, mais cela semble très probable. Et la question qui se pose maintenant nous semble être de 2 ordres : où s'arrêtera ce mouvement récent de hausse de taux ? Et quid de l'impact sur les autres classes d'actifs ?

De notre point de vue, cette hausse de taux ne devrait pas aller extrêmement loin dans un 1er temps, et ce pour 2 raisons. Tout d'abord parce que les chiffres

d'inflation restent décevants ce qui devrait limiter ce mouvement de hausse. Et **ensuite parce qu'une normalisation trop brutale serait de nature à déstabiliser les marchés**, ce que les banquiers centraux veulent éviter. Il est donc probable que la communication se fasse dans l'autre sens en cas de remontée de taux trop violente.

En ce qui concerne l'impact sur les autres classes d'actifs, cela devrait ressembler à ce que nous avons connu lors des mois de novembre / décembre 2016 avec une surperformance des secteurs cycliques et bancaires. Cela devrait avoir, si le mouvement reste sous contrôle, un impact positif sur les marchés actions dans leur ensemble.

Il faut aussi noter le début de rebond du pétrole qui favorise les mouvements actuels. Nous ne pensons pas que le pétrole retournera sur ses points bas de début 2016 ; il devrait évoluer selon nous autour de ses prix actuels dans les mois qui viennent. Les chiffres macro-économiques du mois de juin sont, eux, parus en ligne avec les attentes de manière générale et valident le scénario d'une croissance mondiale légèrement au-dessus de sa tendance, avec toujours des chiffres rassurants en provenance de la zone euro.

Nous conservons une allocation positive actions avec une préférence maintenue aux actions européennes et japonaises et aux secteurs cycliques / bancaires. Le mois de juillet va voir la saison des résultats commencer, ce qui est traditionnellement un support pour les marchés actions. **Nous conservons aussi notre sous sensibilité sur les obligations gouvernementales tout en commençant à prendre quelques profits, et nous maintenons notre biais positif sur les obligations subordonnées bancaires.**

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

La croissance mondiale s'est poursuivie au premier semestre 2017 à un rythme un peu plus soutenu, mais toujours modéré pour une période de reprise. Dans ses dernières Perspectives, l'OCDE indique qu'elle ne croit pas encore à une vraie sortie du "piège de la croissance molle". En Chine, la production industrielle augmentait régulièrement jusqu'au début du printemps. Depuis, les indicateurs d'opinion de l'institut Markit ont révélé une détérioration du climat des affaires dans l'industrie. Aux Etats-Unis, l'indice composite du climat des affaires est stable à un niveau qui correspondrait approximativement à un taux de croissance de 2 % l'an. Les données récentes incitent à la prudence. Les créations nettes d'emplois du secteur marchand non agricole sont en effet revenues progressivement de 250 000 par mois en 2014 vers 150 000 récemment et, selon les comptes nationaux, les marges des entreprises se réduisent. **Dans la zone euro, les indicateurs conjoncturels sont tous au vert**, avec toutefois un léger tassement dans les activités de service. L'investissement et les crédits au secteur privé sont en reprise modérée.

Le rythme de hausse des prix se tasse partout depuis le début du printemps. La baisse des prix du pétrole et des matières premières y a contribué et les perspectives d'évolution de l'offre et de la demande ne laissent pas attendre de tension sur le prix du pétrole au cours des prochains trimestres. **Les politiques monétaires restent accommodantes des deux côtés de l'Atlantique mais visent explicitement à l'être moins dans le futur.** Elles sont dans des phases différentes du cycle, même si dans les deux cas le point bas des taux longs est dépassé depuis la mi-2016. La Réserve Fédérale annonce qu'elle poursuivra en 2017 et 2018 sa stratégie de hausse progressive des taux d'intervention, et qu'elle maintiendra sa politique de réinvestissement

des tombées de titres longs "jusqu'à ce que la normalisation du niveau des taux des fonds fédéraux soit bien avancée", mais pour des montants plus limités, ce qui la conduira à réduire la taille de son bilan. De son côté, la BCE indique que "les achats nets d'actifs vont se poursuivre au niveau de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre, ou au-delà si nécessaire, et que les taux resteront à leurs niveaux actuels bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs". La BCE continuera donc à augmenter la taille de son bilan. Mario Draghi vient d'affirmer que "le cercle vertueux permettant à la croissance de ne plus dépendre d'un stimulus monétaire massif" était en vue, entraînant aussitôt une tension des taux d'intérêt et une hausse de l'euro.

Dans les pays développés, le sous-emploi des facteurs de production (output gap) se résorbe lentement et persistera encore en 2018, ce qui limite le risque de dérive salariale et aussi l'incitation à investir. Pour les investissements nouveaux, la priorité est le remplacement des équipements et les efforts de productivité plutôt qu'un accroissement des capacités. Pour les perspectives des prochains trimestres, notre prévision, comme d'ailleurs celle de la plupart des instituts de prévision mais avec plus de prudence, est une poursuite de la croissance mondiale à un rythme modéré, et dans la zone euro plutôt un léger tassement des taux de croissance d'ici 2018.

On notera par ailleurs que les points bas du cours moyen mondial des actions et des indices d'activité mondiale ont bien coïncidé (mi-2016) comme, par la suite, la remontée simultanée des deux indices. **Au cours des derniers mois le cours mondial des actions a poursuivi sa hausse alors que l'indice PMI mondial plafonne** depuis le début de l'année. Ce n'est pas en revanche le cas pour la zone euro où les indices PMI d'activité poursuivent encore leur remontée.

Scénario de référence		2017	2018
Nous relevons nos prévisions de croissance de la zone euro. Pour le rythme de hausse des taux des fonds fédéraux, le plus probable est une hausse très progressive vers 2/2,5 % fin 2018. La BCE n'a pas modifié sa posture. Elle confirme que la première étape sera la réduction des achats de titres longs, à un rythme qui dépendra de la solidité de la reprise et de la convergence des économies de la zone euro.	Taux de croissance*		
	ÉTATS-UNIS	2,1	2,0
	ZONE EURO	1,9	1,5
	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

*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	Baisse des marchés Actions Europe en juin, le S&P 500 poursuit sa hausse. Les incertitudes politiques sont apaisées et l'environnement macro s'améliore avec, comme effet paradoxal, l'anticipation de la fin programmée de la politique monétaire accommodante, entraînant une hausse des taux et l'euro à 1,14. Les résultats du T2 soutiendront le marché Actions euro.
Europe	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	Nouveau repli du baril (-3,8 %) et nouvelles hypothèses de son prix entraînent un fort recul des secteurs Para-Pétrole (-11,3 % sur 1 mois) et Pétrole (-5,5 %) ainsi que des révisions de BNA significatives. Elles pénalisent le momentum des BNA attendus pour le marché (-0,4 %). Nous attendons une poursuite des surprises positives au T2.
US	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	Du côté des US, c'est le calme plat avant le début des publications T2, avec des BNA attendus 2017-18 rigoureusement inchangés. Le marché consolide sur ses plus hauts niveaux.
Japon	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	Le marché Actions japonais continue d'évoluer en fonction de la parité USD/JPY et du niveau des taux d'intérêt américains. Les secteurs domestiques sous-performent. Nous restons positifs pour les 6 mois à venir sur la base de croissance des profits et des flux internationaux.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	Consolidation latérale sur des niveaux élevés, les marchés émergents restent solides. La croissance attendue et la valorisation continuent de plaider favorablement pour ces marchés.
Convertibles	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ	Le mois de juin a été marqué par un retour soutenu du primaire et par des flux négatifs impactant défavorablement la classe d'actifs. La période de publications des résultats devrait selon nous s'avérer positive. Nous maintenons notre opinion modérément positive.

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Côté positif, la macro continue à être bien orientée et les cours des matières premières, notamment du pétrole, se sont repris. Côté négatif, les inflows restent négatifs, les valorisations sont relativement serrées et le taux du Bund pourrait monter.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les résolutions récentes (B. Popular et les 2 banques régionales italiennes) sont positives pour les secteurs espagnol et italien, dont les établissements les plus solides ressortent renforcés. Les subordonnées bancaires AT1 gardent notre préférence en raison de leur sensibilité favorable aux hausses de taux.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le marché primaire va se raréfier, ce qui est positif, tandis que les valorisations restent résilientes. Nous privilégions les obligations de durations plus courtes afin de nous prémunir contre les soubresauts des évolutions de taux.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La période estivale devrait être plus calme a priori pour les marchés du crédit, dans la mesure où les risques politiques sont moins présents et le marché primaire moins dynamique. Les achats de la BCE constituent par ailleurs toujours une force de rappel conséquente.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le marché de la dette émergente demeure attractif, cependant les risques exogènes, tels que la probable réduction des liquidités des banques centrales, pourraient diminuer les flux entrants.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Mario Draghi considère que la politique monétaire fonctionne et que ses effets sur la hausse des prix vont se matérialiser progressivement. Si nous pensons que le chemin sera progressif, nous sommes toutefois positifs sur les points morts d'inflation qui présentent des valorisations attractives.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	Avec un risque politique faible mais avec des prévisions de croissance en hausse et des mesures budgétaires en constante amélioration, les agences de notation devraient relever leurs perspectives voire leurs notes d'ici la fin de l'année sur le Portugal. Nous restons positifs sur le spread portugais.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Un consensus autour des banques centrales se dessine pour estimer que les risques nés de la crise se sont dissipés. Elles devraient revenir sur leurs mesures accommodantes : baisse des injections de liquidités puis hausse des taux directeurs. Nous restons prudents face aux risques de remontée des taux.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

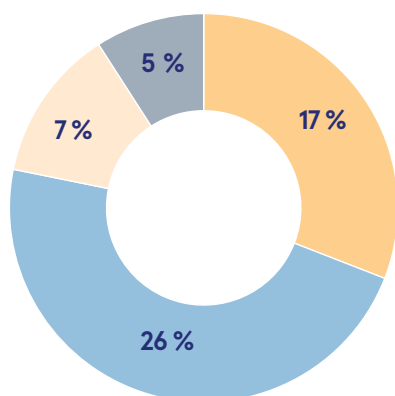
Respiration des actions européennes

Au cours de ce mois de juin riche en évènements, les marchés se sont montrés plus volatils. Les actions européennes sont sanctionnées tandis que les autres zones sont relativement épargnées. Sur le marché obligataire, les taux Core ont monté sur la fin de mois. Le dollar, quant à lui, a souffert contre euro.

Nous avons donc souffert principalement de notre surexposition sur l'Europe ainsi que de la baisse du dollar. Nous avons profité de notre sous sensibilité sur les taux Core et de nos expositions haut rendement, relativement immunes sur le mois.

En ce qui concerne l'allocation du mois prochain, nous décidons de renforcer légèrement notre sensibilité sur le Core eu égard au mouvement observé. Nous restons constructifs sur les actions globales, nous continuons de privilégier principalement l'Europe au détriment des US sur la partie actions.

EXPOSITION ACTIONS : 55 %



Etats-Unis ↘

Nous conservons un biais sur la Value dans un contexte de tension des rendements obligataires.

Europe ↗

Nous renforçons notre position stratégique après la correction de juin.

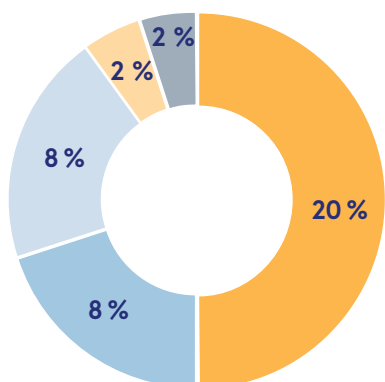
Japon →

Nous maintenons notre exposition.

Pays émergents ↘

Nous réduisons à la marge l'exposition sur la zone.

EXPOSITION TAUX : 40 %



Obligations états développés →

Nous conservons un biais sous sensible sur le segment obligataire gouvernemental.

Le mouvement de tension des derniers jours milite pour une réduction très progressive de cette prudence.

Obligations indexées inflation →

Nous conservons notre positionnement dans un contexte de sous-performance sur le premier semestre.

Dette financière/subordonnée ↗

Nous concentrons notre risque crédit sur ce thème.

Dette pays émergents →

Nous maintenons notre positionnement sur la dette locale.

Crédit High Yiled →

Nous restons très faiblement exposés.

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 30 juin 2017		Actif net des fonds	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2017	1 an	3 ans	5 ans	Création		
Performance Absolue									
La Française Multistratégies Obligataires	Part R	777 m€	1,29 %	5,10 %	12,49 %	27,64 %	71,49 %	2,59 %	10.01.2001
	Part I		1,55 %	5,62 %	14,44 %	31,24 %	87,81 %	2,56 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	116 m€	2,89 %	3,28 %	7,36 %	15,43 %	25,26 %	2,90 %	30.07.2010
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1 090 m€	-0,79 %	1,79 %	-	-	3,44 %	1,99 %	17.02.2016
	Part I€		-0,33 %	2,90 %	-	-	13,31 %	2,05 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	84 m€	-0,61 %	-1,19 %	3,85 %	-	6,64 %	4,48 %	28.02.2014
	Part I€		-0,25 %	-0,46 %	6,19 %	-	9,32 %	4,48 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	562 m€	2,83 %	9,01 %	-	-	14,68 %	2,69 %	17.09.2014
	Part I		3,06 %	9,48 %	-	-	16,05 %	2,69 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	43 m€	3,71 %	7,78 %	-	-	12,00 %	4,96 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	5 710 m€	-0,06 %	-0,07 %	0,30 %	1,40 %	8,52 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Index Variable	Part C	236 m€	-1,16 %	0,95 %	2,01 %	10,16 %	51,87 %	1,49 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	242 m€	-2,97 %	-0,70 %	4,48 %	17,28 %	71,13 %	3,38 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	676 m€	7,54 %	16,16 %	15,17 %	62,41 %	99,68 %	4,40 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	3,02 %	1,05 %	-	-	6,88 %	3,01 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	126 m€	0,68 %	16,52 %	-	-	0,93 %	11,51 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	440 m€	16,47 %	20,75 %	31,26 %	100,19 %	132,90 %	9,78 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	27 m€	18,43 %	29,39 %	-	-	49,70 %	16,67 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	294 m€	5,11 %	19,17 %	17,98 %	48,03 %	72,48 %	12,92 %	17.11.2008
	Part I		5,63 %	20,36 %	21,31 %	55,23 %	128,90 %	12,92 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	104 m€	4,12 %	11,39 %	-	-	-1,02 %	8,54 %	10.04.2015
LFIS Vision UCITS Equity Defender	Part ID€	103 m€	4,99 %	13,20 %	-	-	-4,15 %	9,05 %	21.04.2015

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. **La Française Investment Solutions**, Société par Actions Simplifiée au capital de 10 000 000 € - RCS PARIS 752 897 850 - Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP13000004 le 12/02/2013

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 : Wanda Le Sauze

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