

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

## LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 182 - Septembre 2017

Achevée de rédiger le 07 | 09 | 2017

### "MORE OF THE SAME"

La pause estivale n'a finalement pas apporté de réponses claires aux principales questions que les acteurs des marchés financiers pouvaient se poser avant l'été.

En premier lieu, la politique de M. Trump et ses conséquences sont toujours aussi difficiles à analyser et à prévoir. Après 2 mois d'emballlement général en fin d'année dernière, les marchés semblent maintenant n'accorder qu'un crédit limité à ses différentes déclarations. Dans ce contexte, **une réforme fiscale, même de faible ampleur, serait vue comme une avancée très positive** après des mois de cacophonie politique.

Les doutes que l'on pouvait avoir sur l'inflation sont toujours bien présents, que ce soit sur l'inflation globale ou l'inflation salariale, et cela ne devrait pas s'arranger avant la fin de l'année avec des effets de base attendus négatifs. Il est difficile de savoir ce qui pourrait accélérer l'inflation quand on voit l'exemple du Japon (et des Etats-Unis dans une moindre mesure) dont le taux de chômage n'en finit plus de baisser sans que cela ait le moindre impact sur les salaires. Question théorique qui doit animer les diners des banquiers centraux mais qui rend **la trajectoire des taux difficile à prévoir même si ceux-ci restent fondamentalement très chers.**

**Les chiffres macroéconomiques restent, eux, de bonne, voire de très bonne, facture** avec une croissance globale voisine de 4 % au 2<sup>e</sup> trimestre, soit le niveau le plus élevé depuis 2010. Cette dynamique protège les actifs financiers dits "risqués" dans un environnement toujours dominé par les liquidités offertes

par les banques centrales et les très faibles rendements des actifs sans risque.

La seule nouveauté provient finalement de Corée du Nord qui force les Etats-Unis et la communauté internationale dans son ensemble à réagir. L'impact sur les marchés est pour le moment sporadique et minime, la volatilité étant déjà presque revenue sur ses plus bas après s'être légèrement tendue durant le mois d'août. Bref, comme disent nos voisins anglais : "more of the same".

**La rentrée va donc être dominée** comme à chaque début de trimestre **par les banques centrales.** Une annonce de tapering est attendue de la part de la BCE même si la hausse de l'euro devrait tempérer le discours de M. Draghi. Dans le même temps, la Fed devrait annoncer la baisse très progressive de son bilan accompagné sans doute d'un discours là aussi très prudent.

Dans ce contexte, et **en partant du postulat que le risque géopolitique reste contenu en Corée du Nord, il nous semble que les actions de la zone euro devraient se comporter correctement eu égard à la qualité des fondamentaux macro et micro, avec toutefois un bémol lié à la forte appréciation de l'euro.** Nous restons positifs sur les actifs émergents dont la dynamique macro est toujours bien orientée. Enfin, nous restons prudents sur les obligations gouvernementales de la zone euro ; il nous semble en effet que le dynamisme de l'activité européenne offre une possibilité d'annonce de fin de QE pour la BCE, et que celle-ci devrait saisir cette opportunité rapidement.

### On en coasse



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les événements marquants de l'été ont été la confirmation d'une croissance mondiale forte, un essoufflement de la hausse du cours moyen mondial des actions (en "monnaie mondiale") et une divergence brutale du dollar et de l'euro. **Au deuxième trimestre, la croissance mondiale a affiché un taux annualisé de 4,3 %**, après 3,7 % pour la moyenne des deux trimestres précédents. La croissance européenne a atteint le rythme, élevé pour la zone euro, de 2,5 % l'an au deuxième trimestre. Le cours mondial des actions avait bien anticipé dès la mi-2016 l'accélération de l'activité mondiale et le cours des actions européennes avait gagné près de 10 % dans la première partie de l'année, avant de perdre la moitié de ses gains.

L'été n'a pas enrayé la dynamique positive de l'activité. **Dans la zone euro, la production industrielle progresse, les carnets de commande se garnissent.** Le climat de confiance dans la construction dépasse largement sa moyenne passée et la hausse se poursuit. Les capacités de production commencent à devenir insuffisantes. Selon l'enquête de juillet de la BCE, les conditions de crédit s'assouplissent et la demande de crédit se renforce. Les indicateurs à surveiller sont les permis de construire, qui ont peut-être touché un sommet, et le climat de confiance dans les activités de services, qui s'est replié. L'Allemagne reste la locomotive de l'Europe. L'Espagne est aussi en nette expansion. La reprise touche la France et même l'Italie, restée jusqu'ici en retrait.

**Aux Etats-Unis, un net rebond industriel est en cours** et l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier se maintient à un niveau élevé. L'indice est en revanche retombé dans les activités de services, et le secteur de la construction donne des signes de faiblesse. Globalement, les créations d'emplois se

maintiennent à un peu moins de 200 000 par mois. Ailleurs dans le monde, la croissance se poursuit et le commerce mondial a repris son expansion après deux ans de stagnation. Au vu de la conjoncture récente, on peut se demander si l'expansion générale ne va pas encore s'accélérer, à l'image de 2005-2006, avec à terme le risque de nouveaux excès. Mais **comment interpréter le changement d'orientation des marchés boursiers alors que l'économie ne donne que des signes positifs ?**

Les tensions internationales ont certainement pesé, et elles ne semblent pas près de disparaître. Si l'on s'en tient à l'économie, une interprétation pourrait être qu'après plusieurs années d'expansion aux Etats-Unis, on devrait s'attendre à des tensions sur les prix et les salaires, avec le risque de resserrements monétaires précipités. Cette interprétation paraît peu crédible. Aucun signe de tension n'est pour l'instant visible, ni sur les prix, ni sur les salaires. Une deuxième interprétation peut être cherchée dans les mouvements monétaires. **Après six années de hausse, le dollar s'est retourné.** En taux de change effectif, le recul depuis le début de l'année est de 7 %. Au stade actuel, il n'a fait qu'effacer l'envolée qui avait suivi l'élection de Donald Trump et il reste 17 % au-dessus de son niveau moyen de 2010-2013. Le potentiel de baisse est élevé. De son côté, l'euro s'est apprécié de 10 % contre toutes monnaies, mais il reste 5 % au-dessous de son niveau antérieur au QE de la BCE, en 2014. Ces ajustements ont pu créer une période d'incertitude défavorable aux actions. **La troisième explication, la plus vraisemblable, est que la pointe de croissance est passée et qu'il faut désormais s'attendre à un retour vers la tendance.** C'est l'hypothèse que nous privilégions. C'est aussi l'hypothèse qui garantirait le mieux la pérennité de la reprise.


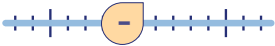
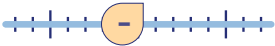





Scénario de référence		2017	2018
Nous relevons légèrement nos prévisions de croissance de la zone euro. Pour le rythme de hausse des taux des fonds fédéraux, le plus probable est une hausse très progressive vers 2/2,5 % fin 2018. La BCE confirme que la première étape de normalisation sera la réduction des achats de titres longs, probablement au début 2018. Le rythme dépendra de la solidité de la reprise.	<b>Taux de croissance*</b>		
	ÉTATS-UNIS	2,0	1,9
	ZONE EURO	2,1	1,7
	<b>Taux d'inflation*</b>		
	ÉTATS-UNIS	1,9	1,7
	ZONE EURO	1,5	1,4
	<b>Taux d'intérêt centraux**</b>		
	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 CONVICTIIONS DE GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

EQUITY	
Actions	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Une fois la prime de risque associée à la zone euro partiellement levée par le résultat des élections françaises, les marchés européens corrigent depuis mai au rythme de la hausse de la parité euro/dollar. Les performances relatives exprimées en dollar sont équivalentes. Nous restons positifs à l'égard des actions avec un peu de prudence pour cette rentrée.</p>
Europe	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Nous sommes positifs en particulier pour la zone euro. Les publications de résultats du T2 ont été bonnes mais avec trop peu de surprises positives pour stimuler le marché. Les fondamentaux sont ainsi bien orientés mais pas pleinement valorisés. La parité euro/dollar reste la clé de l'évolution de ce marché.</p>
US	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Les publications T2 ont été positives et l'indice stable sur ses plus hauts niveaux. Le marché américain fait face à des défis fondamentaux concernant à la fois son économie (politique de la Fed, mesures fiscales) et des entreprises ré-endettées qui devraient voir leurs profits au mieux stagner alors que les valorisations sont élevées.</p>
Japon	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Le marché Actions japonais est stable exprimé en USD. Nous restons positifs en raison d'une transmission de la reprise de la croissance aux entreprises, notamment via une forte hausse du chiffre d'affaires au 1<sup>er</sup> trimestre (japonais) qui se traduit par une progression des profits.</p>
Emergents	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>Les marchés émergents ont continué de progresser deux fois plus vite que la moyenne mondiale, particulièrement grâce à la performance du marché chinois (+13 % en USD depuis le 30 juin). Le 19<sup>e</sup> congrès du parti ce mois d'octobre est un événement majeur pour l'économie chinoise.</p>
Convertibles	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p> <p>L'environnement macroéconomique européen reste toujours un soutien important mais la rentrée des banques centrales et les incertitudes politiques modèrent notre optimisme.</p>

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Côté positif, la macro continue à être bien orientée. Côté négatif, les valorisations sont relativement serrées et les risques politiques (plafond de la dette aux US, impasse sur le Brexit...) et géopolitiques (Corée du Nord) ont augmenté.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Nous adoptons un point de vue plus prudent, alors que les valorisations sont plus chères mais demeurent encore attractives en absolu.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le marché primaire est conséquent, mais est bien absorbé pour le moment, avec en outre le soutien toujours présent du programme d'achats de la BCE. Les niveaux de valorisations offrent peu de potentiel d'appréciation, mais demeurent stables.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La rentrée du marché obligataire corporate est synonyme d'avalanche de primaire, ce qui a tendance à tendre les valorisations, tandis que les banques centrales sont attendues au tournant, dans un climat géopolitique tendu. Ceci nous amène à légèrement abaisser notre positionnement.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les EM peuvent s'appuyer sur de bons fondamentaux et des entrées de capitaux favorables. Nous restons positifs sur la classe d'actifs.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Nous diminuons notre biais positif sur les points morts même si la valorisation reste attractive compte tenu de la tendance haussière de l'inflation core. Toutefois l'inflation globale devrait reculer vers 1% d'ici la fin 2017 avec les effets de base négatifs dus à l'appréciation de l'euro et à la baisse du prix du baril de pétrole.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	Nous restons positifs sur l'Espagne et le Portugal du fait de l'amélioration des fondamentaux et de l'appréciation des agences de notation ; le Portugal devrait redevenir "Investment Grade" d'ici un an. Nous restons prudents sur l'Italie avec une croissance poussive et un risque politique lattant à l'approche des élections législatives d'ici la mi-2018.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Sur les taux courts, nous restons neutres en Europe et négatifs aux Etats-Unis. Le marché a retardé ses anticipations de hausse de taux par la Fed du fait des chiffres d'inflation en dessous des attentes et de l'absence de réformes fiscales par l'administration Trump. La diminution des liquidités excédentaires est en marche, des taux réels européens négatifs ne se justifient plus.

# BAROMÈTRE

## À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

### Pic coréen

L'été 2017 n'a pas dérogé au pic traditionnel de volatilité sur les marchés. In fine, les actions européennes et japonaises corrigent légèrement sur l'ensemble des deux mois. Les marchés américains et émergents continuent de profiter de la faiblesse du dollar. Ce dernier corrige de 4 % contre euro sur les deux mois.

Les marchés obligataires souverains et notamment américains sont également les grands gagnants de l'été, profitant du combo favorable risque géopolitique en hausse et perspectives d'inflation durablement faibles.

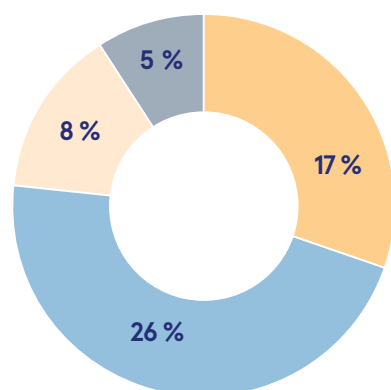
Nous avons donc souffert principalement de notre surexposition sur l'Europe ainsi que de la baisse du dollar. Nous avons néanmoins profité de notre sensi-

bilité renforcée et de notre surpondération sur les marchés émergents.

En ce qui concerne l'allocation au mois de septembre, nous allégeons notre sensibilité sur le taux core eu égard au mouvement observé. Nous restons confiants sur les actions globales, et continuons de privilégier l'Europe au détriment des US.

Nous maintenons un biais globalement prudent sur le crédit, plus pour des considérations de cherté relative que pour de réelles craintes fondamentales.

### EXPOSITION ACTIONS : 56 %



#### Etats-Unis



Nous conservons notre exposition inchangée sur les actions américaines.

#### Japon



Très légère hausse également après la sous-performance de l'été.

#### Europe



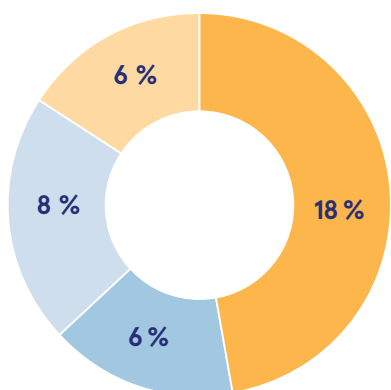
Nous maintenons notre position stratégique après la correction de juillet-août.

#### Pays émergents



Nous conservons notre exposition et notre vue positive sur les émergents.

### EXPOSITION TAUX : 38 %



#### Obligations états développés



Après le rallye de cet été, nous réduisons à nouveau la sensibilité notamment sur le marché US.

#### Dette financière/subordonnée



Nous concentrons notre risque crédit sur ce thème.

#### Obligations indexées inflation



Nous réduisons notre diversification sur les indexées après en bonne tenue relative cet été.

#### Dette pays émergents



Nous renforçons notre positionnement sur la dette locale pour des raisons fondamentales et d'équilibrage du risque global.

#### Crédit High Yiled



Nous soldons notre position pour des raisons de valorisations et en anticipation d'un volume important d'émissions en septembre.

# PERFORMANCES

## DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 31 août 2017		Actif net des fonds	Performance cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2017	1 an	3 ans	5 ans	Création		
<b>Performance Absolue</b>									
La Française Multistratégies Obligataires	Part R€	780 m€	1,20 %	2,67 %	10,12 %	25,82 %	71,33 %	2,49 %	10.01.2001
	Part I€		1,59 %	3,22 %	12,09 %	29,44 %	87,89 %	2,43 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	119 m€	3,64 %	1,94 %	7,31 %	11,49 %	26,18 %	2,58 %	30.07.2010
La Française Allocation	Part R€	219 m€	1,81 %	1,08 %	5,83 %	16,27 %	23,04 %	3,43 %	07.12.2005
	Part I€		2,21 %	1,68 %	7,56 %	19,32 %	59,04 %	3,40 %	24.10.2003
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1101 m€	0,01 %	1,54 %	-	-	4,27 %	1,71 %	17.02.2016
	Part I€		0,64 %	2,60 %	-	-	14,41 %	1,73 %	31.12.2014
<b>Rendement</b>									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	72 m€	-3,55 %	-5,33 %	-2,55 %	-	3,48 %	4,39 %	28.02.2014
	Part I€		-3,08 %	-4,62 %	-0,35 %	-	6,22 %	4,39 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	619 m€	3,91 %	6,76 %	-	-	15,88 %	2,54 %	17.09.2014
	Part I		4,23 %	7,24 %	-	-	17,37 %	2,54 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	44 m€	4,64 %	4,55 %	-	-	13,00 %	4,80 %	21.08.2015
<b>Fixed Income</b>									
La Française Trésorerie	Part I	5 616 m€	-0,09 %	-0,10 %	0,19 %	1,19 %	8,48 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Moderate Multibonds	Part C	207 m€	-0,95 %	0,40 %	2,47 %	8,07 %	52,20 %	1,38 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	245 m€	-1,97 %	-0,92 %	4,78 %	12,64 %	72,91 %	3,20 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	700 m€	9,34 %	12,29 %	15,72 %	57,09 %	103,01 %	4,15 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	53 m€	4,55 %	0,72 %	-	-	8,47 %	2,99 %	24.08.2015
<b>Actions Thématiques</b>									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	141 m€	0,06 %	9,50 %	-	-	0,31 %	11,64 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	425 m€	23,18 %	22,12 %	33,41 %	102,11 %	146,31 %	10,04 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	30 m€	19,94 %	20,22 %	-	-	51,60 %	16,61 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	290 m€	3,74 %	11,52 %	17,70 %	46,67 %	70,23 %	12,59 %	17.11.2008
	Part I		4,42 %	12,63 %	21,02 %	53,84 %	126,29 %	12,58 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	103 m€	3,21 %	7,62 %	-	-	-1,88 %	8,60 %	10.04.2015
LFIS Vision UCITS Equity Defender	Part ID€	103 m€	4,61 %	9,91 %	-	-	-4,49 %	9,02 %	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](http://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](http://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 Sauter

**Impression :** SB Grafic - 01 60 35 10 35

[www.la-francaise.com](http://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](http://www.la-francaise.com)