

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 183 - Octobre 2017

Achevée de rédiger le 03 | 10 | 2017

LES BANQUES CENTRALES ? ENCORE ?

Depuis une semaine, je suis interpellé sur le thème de l'édito du mois... "Les banques centrales bien sûr !", avec inévitablement à chaque fois la même réaction : "Encore ??". Et oui, encore...

Nous pourrions évoquer la Corée du Nord, le referendum catalan ou encore les élections allemandes, mais in fine, avoir **la bonne lecture des banques centrales reste crucial pour une allocation d'actifs pertinente.**

Donc, que s'est-il passé de ce côté en septembre ? La banque d'Angleterre a surpris le marché en adoptant une posture beaucoup moins accommodante en raison d'une inflation toujours élevée, ce qui a logiquement provoqué une forte hausse des taux courts. Dans la même veine, la banque centrale canadienne a, elle, monté ses taux pour la 2^e fois, là encore en surprenant le marché. Enfin, pour en finir avec les surprises, la réserve fédérale américaine n'a pas semblé très préoccupée par les chiffres décevants d'inflation en les qualifiant de "transitoires" et a réaffirmé ainsi qu'une hausse de taux en décembre était probable. Il n'y a finalement que la BCE qui ait délivré un message plutôt accommodant, même si on peut sans doute assez largement l'attribuer à la force de l'euro.

Si on ajoute à cela un début d'annonce de réforme fiscale aux Etats-Unis, la réduction du bilan de la Fed ou les rumeurs de nomination de Kevin Warsh à la tête de cette dernière, **il n'est pas très étonnant de voir les taux monter de 30 bp environ sur le mois de septembre.** Comme les chiffres macroéconomiques restent très bien orientés en Europe et aux Etats-Unis,

il est légitime de se demander si les astres sont enfin alignés pour une hausse des taux plus significative qu'à l'accoutumée. A cette question, nous sommes tentés de répondre plutôt non...

En effet, l'inflation reste en dessous des objectifs des banques centrales et leurs glissements devraient être négatifs à horizon mars 2018. Cela n'est pas de nature à accélérer le rythme de hausse des taux des banquiers centraux à horizon 6 mois. "L'output gap" reste de plus élevé en Europe avec un taux de chômage encore loin de ses niveaux de 2007, ce qui donne du temps à la BCE pour graduellement réduire sa politique extrêmement accommodante. Enfin, la somme des bilans des banques centrales continue à augmenter (19 000 Mds...) et cette liquidité doit bien s'investir quelque part...

Bref, si nous n'avons toujours pas envie de détenir des obligations souveraines "core" qui restent chères, nous ne pensons pas que les conditions soient aujourd'hui réunies pour assister à un krach obligataire. Nous adoptons ainsi une posture moins agressive que le mois dernier en réduisant notre sous-sensibilité.

Concernant les actions, **nous maintenons notre avis positif sur les actions européennes et les actions émergentes** qui restent attractives relativement aux autres classes d'actifs. Cela nous semble être aussi le cas pour **les obligations émergentes** qui offrent un rendement ajusté du risque que nous jugeons plus intéressant que celui du crédit "corporate" dans son ensemble.

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Le taux de la croissance mondiale était ressorti à 4 % l'an au deuxième trimestre. Les indicateurs de conjoncture de l'été reflètent une expansion un peu moins dynamique depuis. Dans les pays émergents l'expansion garde son rythme. Aux Etats-Unis, les indices du climat des affaires restent favorables dans l'industrie. Ils le sont sensiblement moins dans les activités de services et dans la construction. Dans la zone euro, la conjoncture a cessé d'accélérer. Les indices de confiance sur l'activité et sur les carnets de commande sont à un niveau élevé mais ils n'augmentent plus.

Au regard des références passées, l'accélération de la croissance devrait entrainer un début de tensions sur les prix et les salaires. Or, on n'observe rien de cela pour l'instant, ce qui interpelle directement les responsables des politiques monétaires. L'énigme de l'inflation concerne particulièrement les Etats-Unis. En glissement sur un an, l'inflation globale est proche de 2 % l'an mais l'inflation sous-jacente recule alors que le chômage est à son plus bas historique. Plusieurs interprétations ont été proposées pour expliquer cette anomalie apparente : mondialisation de la concurrence, impact croissant de la digitalisation, faible pouvoir de négociation syndicale, etc. Janet Yellen semble privilégier pour sa part l'hypothèse d'un simple retard temporaire de l'inflation sur la croissance et elle a confirmé la perspective d'une normalisation graduelle de la politique monétaire. La Fed a annoncé le 20 septembre qu'elle engagerait en octobre la réduction de la taille de son bilan et que cette réduction serait désormais planifiée et automatique. Les remboursements de titres du Trésor et des agences ne seront réinvestis chaque mois qu'au-delà d'un seuil fixé par avance, seuil qui augmentera dans le temps. La taille du bilan diminuera donc progres-

sivement. Le mouvement s'arrêtera lorsque le FOMC jugera que le bilan est "normalisé". Cela signifie en clair lorsque l'offre de monnaie centrale correspondra à la demande "normale" de monnaie pour les besoins de l'économie. La date n'est pas fixée par avance, mais on imagine mal qu'elle puisse se situer avant 2021.

Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente dépasse légèrement 1%. Elle remonte très lentement. Lors d'une intervention récente au Centre des Professions financières, le Gouverneur de la Banque de France a explicité la stratégie de la BCE. Celle-ci estime que la relation entre l'inflation et l'activité économique s'est certes atténuée mais qu'elle continue d'exister ("nous sommes donc à la fois confiants dans l'efficacité de notre politique monétaire et prêts à être patients sur la durée de celle-ci"). L'hypothèse de travail est par ailleurs que l'impact du QE est dû pour l'essentiel au niveau du stock d'actifs détenus et dépend peu du flux des achats récents. Au niveau actuel de la détention de titres, "le programme fait baisser d'environ 100 points de base le rendement des obligations souveraine à 10 ans dans la zone euro". Or, malgré la réduction du flux mensuel d'achats nets, "nous continuerons à accroître la taille de notre bilan".

En résumé, notre diagnostic conjoncturel est que **les facteurs favorables (pétrole, taux d'intérêt) se sont conjugués en 2016-2017 pour stimuler la croissance un peu au-delà du rythme naturel de la reprise.** La composante temporaire s'atténuera en 2018. Notre scénario central est inchangé. Le plus probable nous semble être que la croissance mondiale se poursuivra sans emballement en 2018, **l'inflation restant faible et les taux d'intérêt remontant peu et très progressivement.** Ce scénario est proche de celui affiché par la Fed pour les Etats-Unis et par la BCE pour la zone euro.

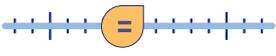
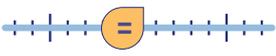
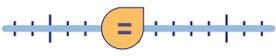
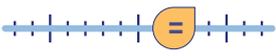
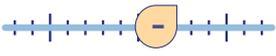
Scénario de référence		2017	2018
Nous maintenons nos prévisions de croissance pour 2018. Pour le rythme de hausse des taux des fonds fédéraux, le plus probable est une hausse très progressive vers 2/2,5 % fin 2018. La BCE confirme que la première étape de normalisation sera la réduction des achats de titres longs, probablement au début 2018, mais que la taille du bilan continuera encore d'augmenter.	Taux de croissance*		
	ÉTATS-UNIS	2,0	1,9
	ZONE EURO	2,1	1,7
	Taux d'inflation*		
	ÉTATS-UNIS	1,9	1,7
	ZONE EURO	1,5	1,4
	Taux d'intérêt centraux**		
	FED	1,5	2,0 / 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	Nous restons positifs dans cette phase de croissance synchronisée et de reprise des investissements.
Europe	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Sur le mois de septembre le marché euro enregistre une progression de près de 5 %. Nous restons toutefois positifs car les fondamentaux sont bien orientés mais pas pleinement valorisés. La hausse du dollar contre euro a été un élément fort de soutien.
US	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Nouveaux records du S&P500 en septembre et en dollar. La perspective de la mise en œuvre d'une réforme fiscale stimule le marché des actions, les taux d'intérêts et le dollar. Nous avons remonté notre exposition.
Japon	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le dollar et l'annonce d'élections parlementaires au Japon supportent la performance du marché. Nous accompagnons ce mouvement mais deviendrons plus prudents à partir du 22 octobre, jour des élections. Les fondamentaux restent en amélioration.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Prise de profit tactique avec l'ouverture du 19 ^e congrès du parti chinois ce mois d'octobre et la reprise de l'USD. Notre vue fondamentale reste positive pour le moyen terme, alimentée par la croissance de la zone et les réformes en cours.
Convertibles	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les fondamentaux sont bien orientés en dépit d'une parité EUR/USD volatile au cours des dernières semaines qui pourrait impacter certaines publications de résultats pour le T3. Les convertibles small & mid-caps restent notre support préféré pour reprendre du risque actions sur l'Europe.

High Yield	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>La macro continue à être bien orientée, le primaire très bien absorbé et les résultats solides. Cependant le risque politique subsiste (Corée du Nord, Catalogne, négociations sur le Brexit...) et les banques centrales pourraient surprendre avec une action un peu plus "hawkish".</p>
Subordonnées	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>La dette subordonnée, notamment financière, offre toujours de la valeur avec des niveaux de valorisations attractifs.</p>
Investment Grade	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>Le mois a été très dynamique en émissions sur le primaire, avec une appétence variable de la part des investisseurs selon les différents sous-segments du marché de crédit.</p>
Crédit	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>Nous gardons notre biais neutre sur le crédit pour le mois d'octobre qui sera marqué par le début de la période des résultats et surtout la réunion de la BCE.</p>
Emergents	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>Sur les émergents, nous observons toujours des flux de capitaux entrants et de bons chiffres économiques. Nous restons positifs sur la classe d'actifs.</p>
Inflation	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>La stabilisation puis la baisse récente de l'euro, ainsi que la hausse des prix des matières premières, sont deux bonnes nouvelles pour l'inflation européenne qui pourrait baisser moins fortement que prévu dans les mois à venir. Par ailleurs, la vigueur de la croissance en zone euro ainsi que la poursuite de la baisse du chômage devraient continuer à maintenir l'inflation sous-jacente dans sa tendance haussière.</p>
Choix du Pays	<p>CORE</p>  <p>PÉRIPHÉRIQUES</p>	<p>Le 15 septembre, l'agence S&P a amélioré la notation du Portugal, passant le pays en catégorie Investissement. Cette nouvelle vient accentuer la très bonne performance de ce pays en 2017 (+17 % sur un taux 10 ans portugais). Nous restons positifs, mais nous prenons également en compte ces niveaux de valorisation pour réduire notre exposition directionnelle. Nous sommes également prudents sur l'Espagne qui fait face à des difficultés politiques (référendum catalan) qui pèsent sur sa dette souveraine.</p>
Taux	<p>SOUS-EXPOSÉ</p>  <p>SUR-EXPOSÉ</p>	<p>Les anticipations de marché sur les taux courts de la Fed sont remontées suite aux déclarations de Janet Yellen. Ces anticipations restent toutefois assez loin des prévisions de la Fed et nous conservons un biais négatif. En Europe, la macroéconomie continue de s'améliorer et la sortie du QE par la BCE l'année prochaine est intégrée par les marchés, mais nous pensons que la BCE pourrait être un peu plus agressive qu'attendu dans sa sortie de QE.</p>

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

Météo clémente pour les actions

Pourtant bien chargé en ouragans, stress géopolitique et banques centrales, le mois de septembre enregistre de belles performances sur les marchés d'actions.

Europe et Japon tirent leur épingle du jeu, boostés par des chiffres macro très robustes et par un regain de faiblesse de leur devise.

À l'inverse, les marchés émergents reprennent leur souffle dans le sillage du rebond généralisé du billet vert. L'engouement des investisseurs ne se dément pourtant pas avec des flux positifs toujours importants.

Côté obligataire, les marchés souverains enregistrent une nette tension des rendements, notamment aux Etats-Unis. Le crédit de bonne qualité résiste mais s'inscrit néanmoins en territoire négatif.

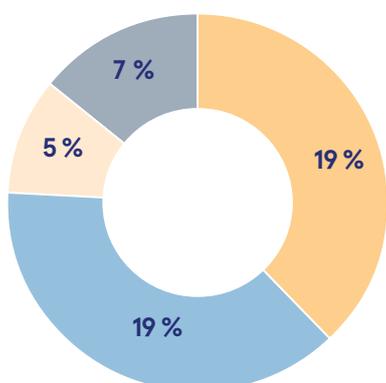
Nous avons été pénalisés par notre positionnement en obligations émergentes. Nous profitons globalement de notre surpondération en actions, notamment européennes, de la hausse du dollar et de notre sous sensibilité obligataire.

En octobre, nous reprenons de la sensibilité par le biais du marché américain.

Nous prenons quelques profits sur les actions en conservant nos principaux biais géographiques.

Nous restons globalement peu exposés au crédit pour des raisons de valorisation sans réelle crainte fondamentale. Nous conservons une diversification en dettes subordonnées ainsi qu'en obligations émergentes libellées en devises locales.

EXPOSITION ACTIONS : 50 %



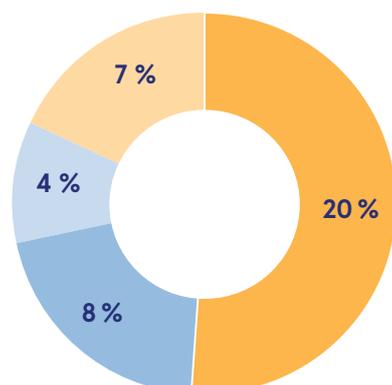
Etats-Unis ↗
Nous renforçons notre exposition sur les actions américaines Value

Japon ↘
Prise de profits également

Europe ↘
Nous prenons des profits après le mouvement de septembre

Pays émergents ↗
Nous renforçons légèrement notre biais positif sur la classe d'actifs

EXPOSITION TAUX : 39 %



Obligations états développés ↗
Nous réduisons notre sous-sensibilité via le marché américain

Dette financière/subordonnée ↘
Nous réduisons mais concentrons notre risque crédit sur ce thème

Obligations indexées inflation ↗
Nous renforçons légèrement les indexées inflation internationales

Dette pays émergents ↗
Nous conservons notre positionnement sur la dette locale pour des raisons fondamentales et d'équilibrage de portefeuille global

Crédit High Yiled →
Nous restons à l'écart de la classe d'actifs pour des raisons de valorisation

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 29 septembre 2017		Actif net des fonds	Performances cumulées					Vol.52 semaines	Date de création
			2017	1 an	3 ans	5 ans	Création		
Performance Absolue									
La Française Multistratégies Obligataires	Part R€	775 m€	2,02 %	4,14 %	11,32 %	24,93 %	72,72 %	2,48 %	10.01.2001
	Part I€		2,40 %	4,65 %	13,27 %	28,47 %	89,40 %	2,41 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	121 m€	4,12 %	1,79 %	9,37 %	10,81 %	26,77 %	2,24 %	30.07.2010
La Française Allocation	Part R€	214 m€	3,53 %	4,01 %	8,21 %	17,16 %	25,12 %	3,34 %	07.12.2005
	Part I€		3,90 %	4,53 %	9,89 %	20,22 %	61,68 %	3,27 %	24.10.2003
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1 127 m€	0,75 %	1,17 %	-	-	5,05 %	1,66 %	17.02.2016
	Part IS€		1,51 %	2,19 %	-	-	15,40 %	1,68 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	70 m€	-3,56 %	-4,68 %	-2,22 %	-	3,47 %	4,24 %	28.02.2014
	Part I€		-3,03 %	-3,97 %	-0,02 %	-	6,27 %	4,24 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	648 m€	4,84 %	7,68 %	17,60 %	-	16,92 %	2,32 %	17.09.2014
	Part I		5,21 %	8,17 %	19,11 %	-	18,47 %	2,33 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	46 m€	5,42 %	5,67 %	-	-	13,84 %	4,24 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	5617 m€	-0,11 %	-0,12 %	0,14 %	1,08 %	8,47 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Moderate Multibonds	Part C	181 m€	-0,56 %	0,73 %	3,01 %	8,33 %	52,80 %	1,38 %	19.01.2001
La Française Euro Inflation	Part I	236 m€	-2,15 %	-1,45 %	4,93 %	11,50 %	72,59 %	3,15 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	695 m€	10,18 %	13,83 %	18,94 %	51,18 %	104,58 %	3,86 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	4,41 %	0,61 %	-	-	8,33 %	2,94 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	145 m€	2,98 %	13,79 %	-	-	3,24 %	11,52 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	450 m€	22,94 %	20,23 %	35,16 %	97,33 %	145,84 %	9,85 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	33 m€	23,81 %	20,57 %	-	-	56,50 %	16,43 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	304 m€	8,26 %	17,33 %	23,49 %	50,37 %	77,66 %	11,82 %	17.11.2008
	Part I		9,07 %	18,49 %	26,96 %	57,73 %	136,37 %	11,82 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	106 m€	6,23 %	11,71 %	-	-	0,99 %	8,28 %	10.04.2015
LFIS Vision UCITS Equity Defender	Part ID€	107 m€	8,26 %	14,61 %	-	-	-1,16 %	8,35 %	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 : CreaPub - 01 64 67 40 00

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