

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 185 - Décembre 2017

Achevée de rédiger le 06 | 12 | 2017

CROISSANCE, VOLATILITÉ ET RISQUES POLITIQUES

Depuis maintenant de nombreux mois, **les chiffres macro-économiques n'en finissent plus de surprendre les marchés à la hausse**. Aux Etats-Unis, les ISM sont au plus haut depuis plus de dix ans ce qui amène logiquement les marchés à réajuster à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2018 au moment où la réforme fiscale américaine semble finalement pouvoir être votée. A l'intérieur de la zone euro, la tendance au raffermissement de la croissance est encore plus forte avec des enquêtes de confiance des ménages au plus haut depuis 17 ans ! Comme dans le même temps, les nouvelles sont aussi positives en provenance du Japon et que les pays émergents ne montrent pas de signes de faiblesse, **nous vivons aujourd'hui dans un monde de croissance forte et synchrone**.

De façon logique, ce contexte se traduit par de fortes croissances des bénéfices des sociétés. En moyenne, sur l'année 2017, les bénéfices des sociétés ont cru de +12 %, les marchés émergents étant les plus dynamiques avec une hausse de 21 % de leurs bénéfices. Et pour la première fois depuis 2010, ces estimations seront restées stables tout au long de l'année. Dans ce contexte, **la hausse des marchés actions européens cette année ne semble donc pas disproportionnée**, l'Eurostoxx large étant en progression de +11,2 %. De plus, contrairement à la plupart des actifs obligataires dont les valorisations commencent à devenir excessives, les marchés actions ne semblent pas aujourd'hui particulièrement chers, à l'exclusion peut être des marchés américains, sur certains secteurs.

La dynamique de croissance étant forte aujourd'hui et l'"output gap" significatif, il nous semble que la croissance européenne devrait encore être dynamique l'an prochain, ce qui devrait induire des marchés actions porteurs en 2018. **Au regard des fondamentaux, donc, aucune raison de ne pas allouer significativement nos budgets de risque en actions... avec toutefois quelques points de vigilance :**

- **La très faible volatilité des actifs financiers** incite à la prudence. Les volatilités implicites n'ont jamais été aussi basses, elles sont poussées à la baisse par des investisseurs à la recherche de rendement. Cela fragilise le marché, car si un choc d'importance survenait, la réaction des marchés pourrait surprendre par son ampleur.
- **Les risques politiques et géopolitiques** restent très présents et, s'ils sont aujourd'hui largement ignorés par les marchés, ils n'en restent pas moins prégnants. La situation en Corée du Nord n'a ainsi eu aucun impact jusqu'ici, mais un dérapage ne peut être exclu. De même, les enquêtes visant M. Trump n'ont pas non plus beaucoup fait réagir les investisseurs... pour l'instant.

L'idée n'est pas d'être alarmiste, l'excellence des fondamentaux constituant une bonne force de rappel à moyen terme, mais de garder en tête que certains risques ne sont pas ou peu pris en compte par le marché. A cet égard, nous notons aussi que certains actifs comme le Franc Suisse ou le Yen semblent aujourd'hui constituer des protections intéressantes pour des portefeuilles surpondérés en actions. Juste au cas où...

On en coasse



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Le rythme de la croissance mondiale s'est renforcé. Il était autour de 3 % l'an à la fin 2015, de 3,5 % l'an à la fin 2016. Il est monté depuis à 4 % l'an. **Les indicateurs du climat des affaires ont atteint les points les plus hauts du passé**, niveaux qui, rappelons-le, ne s'étaient jamais maintenus durablement. Les instituts économiques révisent en hausse leurs prévisions pour 2017 et 2018.

Le taux de croissance de l'ensemble agrégé des pays hors OCDE est à peu près stable entre 4,5 et 5 % l'an. Au Japon, l'indice de la production industrielle est nettement remonté. Le climat des affaires continue de s'améliorer. **Aux Etats-Unis, les indicateurs d'opinion des chefs d'entreprises sont à des points hauts**, proches de leurs niveaux du milieu des années 2000. Cependant, le rythme mensuel des créations d'emplois se tasse progressivement et l'indicateur avancé de l'activité ne suggère plus de nouvelle accélération. En Europe, le ralentissement du Royaume-Uni reste relativement contenu. **Le taux de croissance de la zone euro est un peu au-dessus de 2 % l'an pour la cinquième année consécutive** et le sentiment des chefs d'entreprises s'améliore de mois en mois. La reprise du commerce mondial stimule le volume des exportations européennes. Cependant, l'effet d'entraînement des pays émergents sur la zone euro tend à faiblir. Les importations totales des pays émergents mesurées en euros, qui représentent le chiffre d'affaires à l'exportation potentiellement réalisable sur les marchés émergents, baissent sensiblement.

Le renforcement progressif de la croissance mondiale pendant plusieurs années rappelle à de nombreux égards la première partie de la décennie 2000, et plus précisément la période 2002-2007. La durée du cycle

d'expansion est à peu près aussi longue et les indicateurs conjoncturels ont retrouvé les niveaux les plus élevés de l'époque. On se rappelle aussi que cette longue période de croissance avait fini par entraîner des tensions inflationnistes et des excès financiers, et qu'elle avait débouché sur une récession brutale et une chute boursière de grande ampleur. **L'éditorial des toutes récentes Perspectives de l'OCDE illustre les craintes qui se font jour aujourd'hui** : "on continue de voir s'accumuler des éléments prouvant que les prix des actifs financiers ne sont pas en phase avec les anticipations concernant la croissance future et l'orientation de l'action des pouvoirs publics, ce qui aggrave les risques de corrections financières et de dérive à la baisse de la croissance", écrit Catherine Mann, chef économiste de l'OCDE. L'objection classique dans ce genre de situations est "This time is different". Mais qu'en est-il vraiment ?

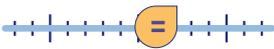
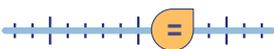
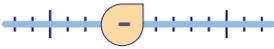
Dans les années 2000, la croissance mondiale, fortement tirée par l'expansion chinoise, avait atteint 5% l'an. Elle n'est actuellement que de 4 %. Il est vrai aussi que l'inflation est faible aujourd'hui dans les pays développés et que l'on n'aperçoit pas pour l'instant de tensions financières, sauf peut-être quelques excès spéculatifs sur des entreprises de la nouvelle économie, des primes de crédit particulièrement faibles et la folle spéculation emblématique sur le bitcoin. **Mais dans les années 2000 aussi l'inflation était restée très stable à 2 % l'an dans les pays développés pendant plusieurs années de suite avant de bondir brutalement à 4 % à la mi-2007.** Notre propos n'exprime pas une inquiétude immédiate. Il appelle simplement à surveiller d'éventuels signaux, même faibles, d'un changement de conjoncture qui finira par se produire.

Scénario de référence		2017	2018	
Nous relevons nos prévisions de croissance. Pour le rythme de la hausse des taux de la Fed, le plus probable est une hausse progressive vers 2/2,5 % fin 2018. La nomination de Jerome Powell à la Fed va dans ce sens, mais d'autres nominations restent à venir et la réforme fiscale américaine peut changer la donne. La BCE confirme que la première étape de normalisation monétaire sera la réduction des achats nets de titres longs au début 2018. La taille du bilan continuera d'augmenter et la hausse des taux viendra bien après...	Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,3	2,2
		ZONE EURO	2,3	2,1
	Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,9	2,1
		ZONE EURO	1,5	1,6
	Taux d'intérêt centraux**	FED	1,5	2,0 / 2,25
		BCE	0,05	0,05

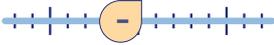
*Taux d'accroissement annuel moyen

** Taux en fin d'année

EN UN CLIN D'ŒIL NOS CONVICTIONS DE GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

EQUITY	
Actions	<p style="text-align: center;">SOUS-EXPOSÉ</p>  <p style="text-align: center;">SUR-EXPOSÉ</p> <p>Les indicateurs d'une croissance soutenue et synchronisée restent au vert comme le montrent des PMIs élevés. Mais la stratégie de momentum est remise en question par les investisseurs, inquiets des niveaux de valorisation notamment au regard de l'évolution de la politique monétaire et des conditions financières. Prudence tactique en fin d'année.</p>
Europe	<p style="text-align: center;">SOUS-EXPOSÉ</p>  <p style="text-align: center;">SUR-EXPOSÉ</p> <p>Correction du marché européen en novembre après 2 mois consécutifs de forte progression et alors que les marchés mondiaux et américains poursuivent leurs progressions. Les résultats du 3^e trimestre ont été décevants. Le marché est attractif mais les secteurs cycliques sont remis en cause.</p>
US	<p style="text-align: center;">SOUS-EXPOSÉ</p>  <p style="text-align: center;">SUR-EXPOSÉ</p> <p>Au-delà des 2600 points, nous maintenons une exposition tactique relevée. Le Sénat a voté une version ambitieuse de la réforme fiscale avec un taux d'IS ramené à 20 % (vs 35 %). Les entreprises américaines enregistreront une progression de leurs bénéfices en 2018 supérieure aux attentes.</p>
Japon	<p style="text-align: center;">SOUS-EXPOSÉ</p>  <p style="text-align: center;">SUR-EXPOSÉ</p> <p>Les élections parlementaires renforcent le gouvernement Abe, les fondamentaux continuent de s'améliorer. Le marché japonais s'est à nouveau apprécié en novembre. Une hausse du dollar reste un élément positif.</p>
Emergents	<p style="text-align: center;">SOUS-EXPOSÉ</p>  <p style="text-align: center;">SUR-EXPOSÉ</p> <p>Notre vue fondamentale sur la Chine reste positive et intacte pour le moyen terme, alimentée par la croissance de la zone et les réformes en cours. Les marchés émergents restent très sensibles au flux et au niveau de liquidité mondiale. Une diminution de la liquidité américaine pourrait peser sur ces marchés.</p>
Convertibles	<p style="text-align: center;">SOUS-EXPOSÉ</p>  <p style="text-align: center;">SUR-EXPOSÉ</p> <p>Commentaire : Les conditions macro-économiques restent un soutien. Cependant, nous n'observons pas de catalyseurs à court-terme et nous abaissons par conséquent notre niveau de conviction sur la classe d'actifs.</p>

FIXED INCOME

High Yield	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Les résultats 'macro' et 'micro' continuent à être porteurs, tout comme l'action des banques centrales et les facteurs techniques. Cependant le dossier Altice pourrait peser sur le marché HY tout comme certaines échéances politiques (accord sur la baisse des taxes aux US, élections en Espagne...).
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La classe d'actifs continue d'offrir un couple rendement risque attractif avec la santé des banques européennes qui est en voie d'amélioration selon le dernier rapport de risque publié par l'Autorité Bancaire Européenne.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Le marché primaire reste bien dynamique en cette fin d'année avec le soutien toujours important du programme d'achats des titres d'entreprises de la BCE (CSPP), sur le marché primaire et secondaire. Les flux positifs sur la classe d'actifs continuent d'être un support.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	La classe d'actifs profite toujours du momentum positif en termes de croissance mondiale et des conditions de financement propices pour les émetteurs.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Des indicateurs macro-économiques toujours bien orientés. Le marché obligataire EM reste très attractif.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Après deux mois de déceptions sur les chiffres d'inflation, couplés à des effets de base négatifs (pétrole + Euro) sur les trois prochains mois, nous maintenons notre vue modérément positive sur les points morts d'inflation européens. Nous nous positionnons à la pentification des courbes 5-10 BEI Euro.
Choix du Pays	CORE		PÉRIPHÉRIQUES	Notre biais long périphérique est conservé au travers du Portugal : à horizon fin d'année, au vu de l'agenda politique et des performances engrangées sur 2017 sur l'Italie et l'Espagne, nous restons prudents sur ces pays et conservons les positions BTP et SPGB de maturité courte couvertes par le Bund.
Taux	SOUS-EXPOSÉ		SUR-EXPOSÉ	Contrairement au ton accommodant de M. Draghi lors de sa dernière conférence de presse, la publication des minutes et les dernières déclarations des officiels BCE ont montré des divergences sur la fin du QE. Les taux nominaux et les taux réels demeurent fortement déconnectés des fondamentaux/perspectives économiques : nous conservons notre vue à la hausse des taux.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

Une fin d'année en ligne droite ?

Le mois de novembre retrouve un peu de volatilité, mais pas partout. Les actions européennes sous-performent à nouveau le reste du monde, pour des motifs plutôt extérieurs à la zone.

Ainsi l'Eurostoxx recule de près de 2,9 % quand le S&P 500 progresse de 2,8 % et le nikkei de plus de 3,2 %. L'écart se réduit néanmoins quand on ramène tous les marchés en Euro mais reste substantiel. On note également un début de rotation sectorielle aux US, avec des prises de profits sur les valeurs de la nouvelle économie.

Coté obligataire, le marché du crédit connaît un peu de nervosité avec les difficultés d'Altice, gros émetteur High Yield, dans un marché assez tendu sur les valorisations. On notera le beau rebond de la dette émergente en devises locales, (+2 %) et des indexées inflation européennes (+1,4 %). Coté taux gouvernementaux, les rendements européens se détendent alors que leurs homologues américains enregistrent

une légère tension notamment sur les parties courtes et intermédiaires, à l'approche de la réunion FED de décembre.

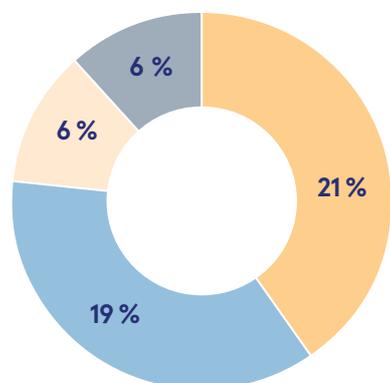
Nous avons été pénalisés par notre surpondération en actions européennes et notre structure de sensibilité plutôt axée sur les obligations américaines. Nous profitons de notre pondération en actions japonaises, de notre pondération en obligations indexées sur l'inflation et de notre renforcement tactique sur la dette émergente.

Nous conservons en décembre notre niveau de sensibilité à l'identique.

Nous renforçons légèrement les actions européennes tout en conservant les grands biais géographiques.

Pas de changement sur notre faible exposition au crédit. Nous conservons une diversification en dettes subordonnées et nous prenons quelques profits après le rebond des obligations émergentes libellées en devises locales.

EXPOSITION ACTIONS : 52 %



Etats-Unis ↗

Nous renforçons tactiquement notre exposition sur les actions américaines avec un biais toujours favorable à la value.

Japon ↗

Renforcement également sur les valeurs japonaises.

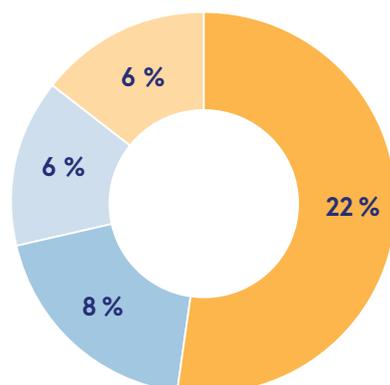
Europe ↗

Nous renforçons après le mouvement de forte sous-performance en novembre.

Pays émergents →

Quasi stabilité du socle actions émergentes.

EXPOSITION TAUX : 42 %



Obligations états développés ↗

Nous renforçons la sensibilité globale principalement sur le marché américain.

Dette financière/subordonnée ↗

Nous concentrons et renforçons notre risque crédit sur ce thème.

Obligations indexées inflation ↘

Nous prenons quelques profits sur nos indexées inflation internationales.

Dette pays émergents ↘

Nous prenons quelques profits sur la dette locale après le beau rebond de novembre.

Crédit High Yiled →

Nous restons toujours à l'écart de la classe d'actifs pour des raisons de valorisation.

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 30 novembre 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 Moderate Multibonds	Part C	177 m€	-0,25 %	0,25 %	3,26 %	7,50 %	53,28 %	1,20 %	19.01.2001
La Française Multistratégies Obligataires	Part R€	785 m€	2,10 %	3,08 %	10,00 %	23,03 %	72,87 %	2,30 %	10.01.2001
	Part I€		2,65 %	3,68 %	12,02 %	26,62 %	89,86 %	2,22 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	149 m€	4,48 %	4,71 %	8,61 %	9,05 %	27,20 %	1,60 %	30.07.2010
La Française Allocation	Part R€	214 m€	2,28 %	2,11 %	3,40 %	13,66 %	23,61 %	2,66 %	07.12.2005
	Part I€		2,84 %	2,73 %	5,14 %	16,76 %	60,04 %	2,57 %	24.10.2003
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1 232 m€	1,65 %	1,88 %	-	-	5,98 %	1,73 %	17.02.2016
	Part IS€		2,63 %	2,96 %	-	-	16,67 %	1,76 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	64 m€	-3,76 %	-2,73 %	-4,57 %	-	3,26 %	3,90 %	28.02.2014
	Part I€		-3,11 %	-2,02 %	-2,43 %	-	6,18 %	3,90 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	652 m€	4,63 %	6,81 %	16,11 %	-	16,68 %	2,36 %	17.09.2014
	Part I		5,08 %	7,32 %	17,62 %	-	18,33 %	2,37 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	46 m€	6,02 %	8,76 %	-	-	14,49 %	3,63 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	5 718 m€	-0,15 %	-0,16 %	0,05 %	0,94 %	8,42 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Euro Inflation	Part I	235 m€	-0,23 %	1,67 %	6,72 %	12,09 %	75,97 %	2,88 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	733 m€	13,10 %	15,79 %	19,24 %	48,11 %	109,99 %	3,35 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	4,51 %	4,23 %	-	-	8,42 %	2,18 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	149 m€	6,12 %	8,98 %	-	-	6,39 %	9,35 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	467 m€	30,92 %	31,77 %	37,98 %	113,60 %	161,79 %	9,10 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	41 m€	29,91 %	26,80 %	-	-	64,20 %	12,07 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	299 m€	8,09 %	15,44 %	22,84 %	44,34 %	77,37 %	11,06 %	17.11.2008
	Part I		9,08 %	16,58 %	26,31 %	51,40 %	136,38 %	11,05 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	106 m€	6,30 %	10,91 %	-	-	1,05 %	7,91 %	10.04.2015
LFIS Vision UCITS Equity Defender	Part ID€	106 m€	7,61 %	12,90 %	-	-	-1,75 %	8,02 %	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 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