

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE - LA FRANÇAISE

N° 184 - Novembre 2017

Achevée de rédiger le 07 | 11 | 2017

DE L'ART DE LA DIVERSIFICATION

Près de la moitié des entreprises présentes dans les grands indices développés ont publié leurs résultats pour le troisième trimestre 2017. Les bons chiffres de croissance des derniers trimestres portent logiquement leurs fruits : **les chiffres d'affaires sont en augmentation marquée** (+5 % en Europe ; +7 % au Japon) et les résultats croissent entre +7 % aux Etats-Unis et +16 % en zone euro. Le taux de surprises positives apparaît toutefois plus élevé aux US qu'en Europe. Par ailleurs, **les rendements obligataires restent à des niveaux historiquement bas** (0,38 % pour une obligation allemande à dix ans) et la Banque Centrale Européenne a annoncé le 26 octobre qu'elle allait réduire ses montants d'achats mensuels tout en les prolongeant jusqu'en septembre. **L'investisseur est donc tenté d'adopter une allocation fortement surpondérée sur les actions** – en particulier Japon et zone euro – **et sous-sensible sur les marchés obligataires**. Chacun de ces paris est très logique au regard des fondamentaux, pour autant la construction d'un portefeuille bien équilibré en termes de risque ne peut s'appréhender comme la simple somme de convictions fondamentales, dès lors qu'elles peuvent potentiellement être corrélées.

Ainsi, les actions japonaises et européennes bénéficient toutes deux d'un dollar fort par le truchement des marges d'exportations. Or, un dollar fort est souvent lié à une politique budgétaire plus expansive ou une politique monétaire plus restrictive, donc à des taux d'emprunts d'Etats plus élevés. On voit donc que détenir des actions japonaises et européennes d'une part, et être sous-sensible en duration de l'autre, n'offre pas toute la diversification nécessaire. Cette corrélation s'est notamment

fait sentir début 2017 quand baisse des rendements obligataires, sous-performance des actions japonaises et européennes et baisse du dollar se sont conjuguées.

Au-delà de nos convictions de gestion, une partie cruciale de notre travail en allocation d'actifs consiste donc à identifier ces facteurs exogènes clefs qui vont conditionner le comportement des diverses classes d'actifs, enfin de construire une allocation équilibrée en risque par rapport à ces facteurs, dont la trajectoire est souvent difficile à anticiper.

Aujourd'hui, nous restons positifs sur les actions de la zone euro qui bénéficient d'une croissance forte. Nous conservons une diversification sur les actions japonaises, ces dernières sont poussées par la politique monétaire très accommodante de la banque du Japon et des profits en forte augmentation. La diversification sur les actions émergentes et la dette émergente reste pour nous pertinente, car l'activité poursuit son rebond et surtout ces classes d'actifs profitent d'un dollar plus faible, à l'inverse de nos paris sur les actions euro et japonaises.

Sur la poche obligataire des zones développées, nous restons négatifs sur les obligations allemandes dont le niveau ne reflète pas la nette amélioration du cycle économique en zone Euro. En revanche, nous trouvons la partie très longue de la courbe américaine attractive : d'une part elle permet d'amortir les éventuels chocs de marchés sur les actions, mais elle est aussi beaucoup moins chère que la courbe allemande au regard de ses fondamentaux.

On en coasse



Xavier Gorce

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

La situation économique mondiale est toujours favorable : croissance soutenue, inflation faible, taux longs relativement stables, marchés boursiers optimistes. Quelques tensions, encore modérées, sont à surveiller : petite remontée du taux américain, hausse du prix du pétrole de 50 à plus de 60 dollars.

Dans la zone euro, la forte croissance s'est poursuivie au troisième trimestre (2,4 % en rythme annualisé après 2,6 % au deuxième trimestre). Le taux de croissance semble se stabiliser. En octobre, les perspectives d'activité, toujours bien orientées, se replient légèrement. L'inflation annuelle (glissement annuel) est en très légère baisse, à 1,4 %. L'inflation sous-jacente est plus faible, proche de 1 %. De l'autre côté de la Manche, le Royaume-Uni subit progressivement les conséquences du Brexit. Après plusieurs années de bonne croissance, le taux de chômage est toujours à son plus bas niveau depuis les années 70, mais l'inflation approche de 3 %. Le déficit extérieur est élevé, la politique monétaire devra tôt ou tard réagir.

Aux Etats-Unis, les responsables d'achats sont très optimistes dans l'ensemble des secteurs. La première estimation du taux de croissance du PIB du troisième trimestre conforte leur point de vue (3,0 % en rythme annuel après 3,1 % au deuxième trimestre). L'inflation globale oscille autour de 2 % l'an. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaire) reste faible. La hausse du déflateur du PIB, qui est une autre mesure de l'inflation interne, est à 1,8 % au troisième trimestre. La croissance pourrait être bridée par les difficultés de recrutement et le très bas niveau du taux d'épargne financière des ménages.

Du côté des politiques monétaires, la BCE a confirmé son choix de continuer à alimenter le marché, non seulement en réinvestissant les montants des

remboursements de titres qu'elle détient, mais aussi en poursuivant la politique d'achats nets de titres. Le changement qui interviendra le 1^{er} janvier 2018 ne porte pas sur le principe mais sur le montant des achats nets, qui sera ramené de 60 milliards d'euros à 30 milliards par mois. **La taille du bilan de la BCE augmentera moins vite, mais elle continuera d'augmenter.** Le Président des Etats-Unis a nommé Jerome Powell pour remplacer Janet Yellen à la Fed. Jerome Powell était déjà gouverneur depuis mai 2012. Il a soutenu la normalisation du bilan de la Fed. Sa nomination n'entraînera pas de discontinuité dans la politique monétaire américaine. Les marchés ont peu réagi à cette annonce.

En Chine, l'actualité est dominée par la réunion du 19^e congrès du parti communiste et le renforcement du pouvoir de Xi Jinping. Selon les dernières estimations, la progression de l'activité est toujours proche de 7 % en rythme annuel. L'interrogation majeure porte sur le secteur de l'immobilier et de la construction. Le volume des ventes de logements s'est contracté mais les hausses de prix ralentissent à peine.

Le récent rapport du Fonds Monétaire International sur la stabilité financière écarte les menaces à court terme grâce aux politiques monétaires exceptionnelles et à la bonne conjoncture économique mondiale. Il souligne cependant **plusieurs vulnérabilités latentes.** La valorisation (peut-être excessive) de certains actifs ; le niveau (et la montée) de la dette du secteur privé non financier ; l'endettement externe des pays émergents (qui soutient leur croissance à court terme mais rend leur situation précaire) ; l'expansion du crédit en Chine ; enfin la très faible volatilité des marchés, qui pourrait s'avérer un jour brutalement décalée par rapport à la réalité des risques.

Scénario de référence		2017	2018
Taux de croissance*	ÉTATS-UNIS	2,2	2,1
	ZONE EURO	2,3	1,7
Taux d'inflation*	ÉTATS-UNIS	1,9	1,7
	ZONE EURO	1,5	1,5
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	SUR-EXPOSÉ Un an de forte performance des actions depuis l'élection de Donald Trump. Nous anticipons toujours une croissance mondiale synchronisée et une reprise des investissements, et sommes positifs à l'égard des actions. En cette période de publications du 3^e trimestre, une nouvelle fois les entreprises qui déçoivent enregistrent des réactions négatives disproportionnées.
	Europe	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ Deuxième mois consécutif de forte progression pour les marchés européens et plus particulièrement les actions de la zone euro. La BCE reste plutôt accommodante dans un contexte de croissance dynamique du PIB en Europe au moins jusqu'à mi-2018. La croissance des BPA devrait continuer à être soutenue l'année prochaine.
	US	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ Nous avons tactiquement remonté notre exposition le mois dernier pour bénéficier des attentes concernant la réforme fiscale présentée depuis au congrès américain (le taux d'IS passerait de 35 % à 20 %). Jerome Powell a été nommé Président du conseil de la Fed. Ce sont des éléments de nature à soutenir le marché malgré un haut niveau de valorisation.
	Japon	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ Comme attendu, les élections parlementaires renforcent le gouvernement Abe, les fondamentaux continuent de s'améliorer.
	Emergents	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ Le 19^e congrès du parti chinois n'a pas apporté de surprise majeure et renforce le pouvoir en place. Notre vue fondamentale reste positive pour le moyen terme, au regard de la croissance de la zone et des réformes en cours.
	Convertibles	SOUS-EXPOSÉ  SUR-EXPOSÉ	SUR-EXPOSÉ L'environnement macro-économique européen et la récente décision de la BCE sont des facteurs de soutien importants. Les publications du T3 en Europe sont globalement correctes et les flux reviennent sur les obligations convertibles. Nous redevenons positifs sur la classe d'actifs.

FIXED INCOME			
Taux	SOUS-EXPOSÉ 	SUR-EXPOSÉ	La réduction des achats annoncée par la BCE n'a pas eu d'impact sur les anticipations monétaires, qui prévoient toujours très peu de hausses de taux dans les années à venir, avec une première hausse de 25 bp anticipée pour 2019. La prolongation du QE diminue les possibilités d'une remontée importante des taux à court terme. Néanmoins, les paramètres que va choisir la BCE pour ses achats à venir (maturité moyenne, déviation du capital key...) pourraient avoir des répercussions sur les mouvements de courbe.
Choix du Pays	CORE 	PÉRIPHÉRIQUES	L'avancée vers une nouvelle loi électorale en Italie réduisant les possibilités d'arrivée au pouvoir d'un mouvement populiste est une bonne nouvelle pour la dette d'Etat italien. A contrario, les tensions politiques en Catalogne se poursuivent et nous maintenons notre prudence sur la dette souveraine espagnole. Enfin, le Portugal reste l'une de nos principales convictions, avec une économie en amélioration depuis de nombreux mois et une dette souveraine dont le rating s'améliore.
Inflation	SOUS-EXPOSÉ 	SUR-EXPOSÉ	La récente déception sur les chiffres d'inflation d'octobre en zone euro ne doit pas faire oublier la hausse progressive de l'inflation sous-jacente depuis le début de l'année 2017. De plus, la hausse importante du pétrole (+22 % depuis septembre), ainsi que la récente baisse de l'euro, sont autant de facteurs positifs à court terme sur l'inflation, et qui pourront se diffuser sur l'ensemble des anticipations à moyen et long terme.
Emergents	SOUS-EXPOSÉ 	SUR-EXPOSÉ	Malgré un regain de volatilité sur les taux ces deux derniers mois, les obligations émergentes demeurent attractives.
Crédit	SOUS-EXPOSÉ 	SUR-EXPOSÉ	Le maintien du soutien de la BCE dans un contexte positif en termes de résultats d'entreprises et de perspectives économiques en zone euro, nous conforte dans le renforcement de notre conviction.
Investment Grade	SOUS-EXPOSÉ 	SUR-EXPOSÉ	Une bonne dynamique européenne couplée à une période de publications correctes sur les entreprises européennes, ainsi que le message rassurant de la BCE avec l'extension du programme d'achats de titres obligataires, constituent des supports importants pour le segment IG.
Subordonnées	SOUS-EXPOSÉ 	SUR-EXPOSÉ	La classe d'actifs continue d'offrir un couple rendement/risque attractif. Les résultats des banques européennes sont plus que rassurants et la mise en œuvre de la finalisation de Bâle 3 (autrement appelée Bâle 4) serait plus longue, ce qui permettrait aux banques de faire face aux baisses des fonds propres.
High Yield	SOUS-EXPOSÉ 	SUR-EXPOSÉ	Les résultats 'macro' et 'micro' continuent à être très porteurs, tout comme l'action des banques centrales et les facteurs techniques : 1) baisse des taux de défaut, 2) émissions nettes continuant à être négatives (plus de rising stars que de fallen angels et beaucoup de refinancements en Loans). Autre facteur porteur et pas des moindres, la forte hausse du pétrole.

BAROMÈTRE

À TRAVERS NOTRE PORTEFEUILLE MODÈLE INTERNATIONAL

Octobre vert

Sur le mois, ne pas être investi coûtait cher puisque les marchés enregistrent dans leur grande majorité de très bonnes performances.

Côté actions, le Japon tire son épingle du jeu avec une progression de plus de 8 % sur le mois. Les marchés émergents s'inscrivent quant à eux à +3 %, juste devant l'Europe et les Etats Unis à +2 %.

Les marchés obligataires ne sont pas en reste, notamment en Europe : les titres souverains gagnent plus de 1 %, en ligne avec le crédit de qualité. Le haut rendement progresse de 1,5 %, portant la hausse 2017 à près de 7,5 %.

Seule ombre au tableau sur le mois : les obligations émergentes en devises locales qui corrigent de plus de 2 %, affectées principalement par la vigueur du dollar.

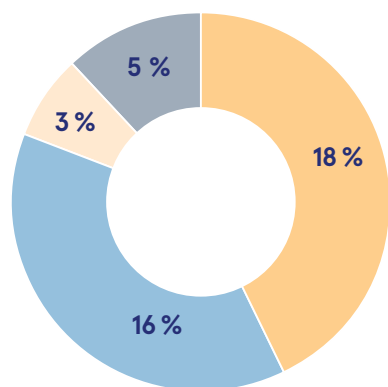
Avec plus de 10 % de progression en 2017, la classe d'actifs restent néanmoins un contributeur solide.

Nous avons été pénalisés par notre sous-sensibilité obligataire européenne et notre positionnement en obligations émergentes. Nous profitons en revanche de notre pondération en actions, notamment européennes et japonaises et de la hausse du dollar.

Concernant l'allocation pour le mois de novembre, peu de changement en terme de sensibilité.

Nous continuons notre prise de profits sur les actions en conservant nos grands biais géographiques et maintenons notre faible exposition au crédit pour des raisons de valorisation. Nous conservons une diversification en dettes subordonnées ainsi qu'en obligations émergentes libellées en devises locales.

EXPOSITION ACTIONS : 42 %



Etats-Unis

Nous maintenons quasi inchangée notre exposition sur les actions américaines avec un biais toujours favorable à la valeur

Europe

Nous prenons des profits après le mouvement d'octobre

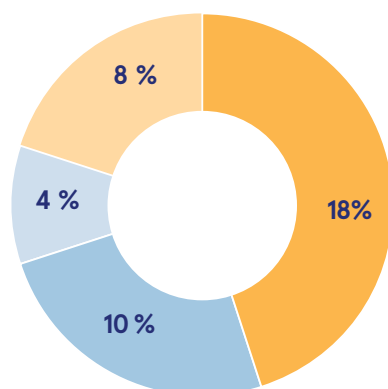
Japon

Prise de profits également après la forte hausse des deux derniers mois

Pays émergents

Nous réduisons légèrement notre biais positif sur la classe d'actifs

EXPOSITION TAUX : 40 %



Obligations états développés

Nous maintenons une contribution à la sensibilité principalement sur le marché américain

Obligations indexées inflation

Nous conservons notre diversification en indexées inflation internationales

Dettes financières/subordonnées

Nous concentrons notre risque crédit sur ce thème

Dettes pays émergents

Nous conservons notre positionnement sur la dette locale après la correction d'octobre

Crédit High Yield

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

PERFORMANCES

DES FONDS PHARES EN VALEURS MOBILIÈRES

Au 31 octobre 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	180 m€	-0,47 %	0,10 %	3,33 %	8,24 %	52,94 %	1,29 %	19.01.2001
La Française Multistratégies Obligataires	Part R€	768 m€	2,04 %	2,98 %	10,68 %	24,00 %	72,76 %	2,44 %	10.01.2001
	Part I€		2,54 %	3,56 %	12,68 %	27,59 %	89,64 %	2,36 %	10.01.2001
La Française Absolute Emerging	Part I	121 m€	4,26 %	1,93 %	8,23 %	10,09 %	26,93 %	2,22 %	30.07.2010
La Française Allocation	Part R€	212 m€	2,77 %	1,85 %	4,91 %	15,75 %	24,20 %	3,25 %	07.12.2005
	Part I€		3,19 %	2,37 %	6,55 %	18,78 %	60,57 %	3,18 %	24.10.2003
LFIS Vision UCITS Premia	Part R€	1198 m€	1,74 %	2,47 %	-	-	6,07 %	1,74 %	17.02.2016
	Part I\$€		2,65 %	3,60 %	-	-	16,69 %	1,78 %	31.12.2014
Rendement									
La Française Forum Global Real Estate Securities	Part R€	67 m€	-3,91 %	-3,93 %	-3,94 %	-	3,09 %	3,90 %	28.02.2014
	Part I€		-3,33 %	-3,22 %	-1,79 %	-	5,94 %	3,91 %	28.02.2014
La Française Rendement Global 2022	Part R	674 m€	5,62 %	7,47 %	17,03 %	-	17,79 %	2,27 %	17.09.2014
	Part I		6,04 %	7,97 %	18,53 %	-	19,40 %	2,28 %	17.09.2014
La Française Multi Asset Income	Part R	47 m€	6,38 %	6,56 %	-	-	14,88 %	4,03 %	21.08.2015
Fixed Income									
La Française Trésorerie	Part I	5 698 m€	-0,13 %	-0,14 %	0,10 %	1,00 %	8,44 %	0,01 %	15.04.2008
La Française Euro Inflation	Part I	233 m€	-1,18 %	0,17 %	6,63 %	13,21 %	74,29 %	2,91 %	12.09.2002
La Française Sub Debt	Part C	731 m€	13,05 %	14,54 %	20,43 %	51,42 %	109,90 %	3,77 %	20.10.2008
La Française JKC Asia Bond	Part I\$	52 m€	4,84 %	2,02 %	-	-	8,77 %	2,87 %	24.08.2015
Actions Thématiques									
La Française Inflection Point Zero Carbon	Part I€	151 m€	7,51 %	17,21 %	-	-	7,77 %	11,54 %	15.06.2015
Alger American Asset Growth Fund	Part I\$	469 m€	28,80 %	29,46 %	40,13 %	112,53 %	157,56 %	9,62 %	18.05.2007
Alger Small Cap Focus	Part I\$	40 m€	27,06 %	34,06 %	-	-	60,60 %	15,34 %	29.01.2016
La Française Inflection Point Actions Euro	Part R	310 m€	10,91 %	17,83 %	31,40 %	52,59 %	82,01 %	11,82 %	17.11.2008
	Part I		11,83 %	19,00 %	35,10 %	60,05 %	142,36 %	11,81 %	04.06.2003
La Française Actions Euro Couvertes	Part C	108 m€	8,06 %	12,22 %	-	-	2,72 %	8,30 %	10.04.2015
LFIS Vision UCITS Equity Defender	Part ID€	109 m€	9,83 %	15,15 %	-	-	0,28 %	8,34 %	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