

NOTE DE RENTRÉE

Achévé de rédiger
le 05 | 01 | 2024

Les marchés financiers ont récemment été **surpris par des performances économiques dépassant les attentes**, mais les perspectives de désinflation et les incertitudes sur les politiques monétaires **pourraient rapidement changer la donne**.

La conjoncture reste néanmoins contrastée d'une région à l'autre, avec une économie américaine qui reste solide, des premiers signes de détérioration de l'emploi en France et en Allemagne, ainsi que des défis persistants en Chine.



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

POINT MARCHÉ

Les consensus de marché sont souvent dangereux, et l'année dernière n'a pas fait exception à la règle, **avec une croissance américaine qui devrait terminer au-dessus de 2,5 %, soit bien au-delà des 0,3 % anticipés début 2023**. En corollaire de cette vigueur américaine, les actifs risqués ont eux aussi dépassé les attentes du marché, avec une **surperformance générale des actifs actions par rapport aux actifs obligataires**.

À l'heure actuelle, **le consensus du marché semble être le suivant : un "soft landing" généralisé**, c'est-à-dire une croissance positive mais en deçà du potentiel dans les économies développées, et une inflation qui revient progressivement à la cible des banques centrales, ce qui permettra à ces dernières d'enclencher rapidement un cycle de baisse des taux.

C'est sans doute sur ce dernier point que nous sommes le plus dubitatifs, en particulier aux États-Unis. La rapide désinflation que nous avons connu en 2023 provient en premier chef de très forts effets de base négatifs qui ne devraient pas se répéter en 2024, hormis de nouvelles baisses des prix des matières premières, scénario qui nous paraît peu probable étant donné le positionnement déjà extrêmement négatif des investisseurs sur le pétrole. Une baisse de l'inflation en 2024, en particulier l'inflation core, pourrait aussi être rendue difficile par la persistance des tensions sur le marché de l'emploi. L'inflation salariale reste élevée (le constat est aussi vrai en Europe, du moins pour les pays du sud), et avec elle, l'inflation dans le secteur des services, **ce qui pourrait rendre les estimations de marché quant à la trajectoire des taux directeurs de la Fed un peu trop optimistes**.

La conjoncture américaine ne nous semble elle pas devoir faiblir à horizon visible. Le marché de l'emploi est toujours en très bonne santé, avec des gains de pouvoir d'achat pour les ménages. Ces derniers disposent toujours d'une épargne excédentaire significative (dont les estimations sont sans cesse revues à la hausse) et d'un coût du service de leur dette historiquement faible. La baisse du dollar est également historiquement un bon indicateur de la conjoncture à venir et plaide aujourd'hui en faveur d'un rebond des indicateurs d'activité, en particulier dans les secteurs manufacturiers.

Il ne faut toutefois pas oublier les effets de décalage des politiques monétaires restrictives qui devraient avoir un impact négatif sur le cycle en 2024. Jusqu'ici, tout semble « sous contrôle », mais cela peut vite changer, comme nous l'a rappelé la crise des banques régionales américaines en mars 2023.

La situation en zone Euro semble de son côté assez stable, avec une croissance très faible, ce qui devrait se poursuivre selon les indicateurs avancés. **Le marché de l'emploi, jusqu'ici porteur, semble se détériorer en France et en Allemagne depuis quelques mois**. Cela devrait aider la désinflation à se poursuivre même si la fin des différents plans visant à limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie pourrait, là aussi, rendre cette désinflation moins facile que prévue.

La Chine ne montre que peu de signes d'accélération de son côté. Les dernières mesures prises par le gouvernement pour soutenir le marché immobilier vont dans le bon sens, mais elles ne sont pas encore suffisantes pour redonner confiance aux consommateurs et aux investisseurs chinois. Les derniers chiffres du "credit impulse" confirment que l'économie chinoise ne se détériore plus, mais elle ne rebondit pas non plus de manière significative.



François RIMEU
Stratège La Française AM

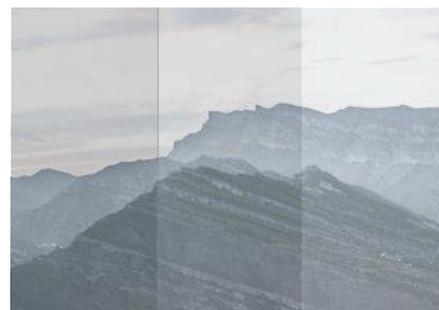
Le dollar est empiriquement un indicateur avancé du cycle à venir



Sources : Bloomberg, La Française. Données au 02/01/2024

TAUX

Ces derniers mois, **l'inflation core a décéléré mais reste à des niveaux élevés**. La croissance continue de montrer des signes de résilience aux États-Unis. Aujourd'hui dans de nombreuses économies majeures, la transmission des conditions financières vers l'économie réelle est moins fluide que par le passé et la sensibilité aux évolutions des taux d'intérêt s'est atténuée. En effet, de nombreux ménages et entreprises ont contracté des dettes à long terme à des taux bas, offrant ainsi une certaine protection contre la hausse des taux pour le moment.



Les mesures d'inflations plus basses qu'anticipées ces derniers mois en Europe, couplées à la baisse du pétrole et du gaz, ont considérablement fait baisser les anticipations d'inflation à horizon un an de l'ordre de 80 points de base (la mesure d'août 2024 est désormais anticipée à 1,80% vs 2,60% fin septembre), et l'inflation anticipée à un an dans un an est désormais attendue légèrement au-dessus de 2% en baisse d'environ 35 points de base. ¹

L'hypothèse principale du marché est donc que la désinflation est suffisamment avancée pour permettre à la plupart des banques centrales des pays développés de commencer à baisser prochainement leurs taux directeurs, réduisant ainsi le risque d'un atterrissage brutal et ouvrant la voie à une reprise de croissance modérée au second semestre 2024.

Malgré les risques persistants autour de la géopolitique mondiale, dans la mesure où les chocs négatifs d'offre ont laissé place à des chocs négatifs de demande, on peut en effet envisager que l'inflation core tendra vers 2,5% d'ici quelques mois. Reste à savoir désormais si elle restera sur ces niveaux de façon durable ou si elle tendra rapidement vers 2%, compte tenu de l'impact de la dominance fiscale sur la persistance de la demande. **Pour être confiants quant au retour de l'inflation à la cible de 2%, la composante services, qui est sur des niveaux très élevés, devra baisser de manière plus importante, ce qui prendra du temps étant donné les tensions persistantes sur le marché du travail**. En effet, les salaires devraient augmenter plus que l'inflation en 2024, ce qui continuera d'alimenter particulièrement l'inflation des services. Parallèlement, les effets de base négatifs sur la composante énergie vont devenir positifs. Certaines mesures de soutien devraient être levées et donner un coup de pouce à l'inflation (par exemple, la réversion des baisses de TVA ou la fin progressive du bouclier tarifaire français). L'inflation alimentaire pourrait demeurer persistante, avec des risques liés à des événements climatiques extrêmes défavorables.

Les chemins de baisse de l'inflation et des premières baisses de taux anticipées par le marché nous semblent donc désormais excessifs. Nous restons donc prudents sur les premiers mois de l'année en ce qui concerne les taux courts, avec un risque de décalage des premières baisses de taux des Banques Centrales. Les parties longues des courbes vont être influencées par l'offre, notamment aux États-Unis où l'on peut craindre que le Trésor américain continue d'augmenter ses émissions en 2024, en particulier au premier semestre de l'année, mais aussi par le niveau du taux neutre vers lequel les Banques Centrales veulent converger. Aujourd'hui, en Europe, le marché anticipe un taux neutre à 2%, et ce dernier aura du mal à baisser hormis en cas de choc macroéconomique au premier semestre, ce que nous n'anticipons pas.

Dans cet environnement, avec des anticipations d'inflation qui nous semblent attractives, des risques sur les taux courts et sur les primes de termes qui peuvent augmenter sur les parties longues des courbes, nous privilégions les taux réels 5 ans sur les prochains mois.

Fabien DE LA GASTINE, Responsable Taux, La Française AM

¹ Source : Bloomberg

ACTIONS – GRANDES CAPITALISATIONS

L'année 2023 se termine sur une note positive, avec une progression des indices actions de près de +20%, malgré une faible croissance des profits limitée à +2,0%. **La hausse des multiples a donc été le principal moteur de performance.** Le secteur de la technologie, notamment américaine, explique l'essentiel de cette hausse de multiple après la progression du Nasdaq de plus de 50% pour une croissance des profits de +4,0%. Nous pouvons également noter la concentration des performances sur le S&P 500, dont sept valeurs (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla, Nvidia et Meta) contribuent à plus de 70% de la performance de l'indice. Le S&P équipondéré enregistre ainsi une progression plus modérée de +11%, contre +23% pour le S&P 500. En Europe, la performance est également proche des +20%, malgré une décroissance des profits de -1,0%. **En Asie, les performances ont été contrastées avec les actions japonaises en progression de près de 30% vs un repli des actions chinoises de plus de -10%.** Les entreprises japonaises ont bénéficié d'une politique monétaire toujours accommodante, d'une dévaluation du yen (-11%) et d'une solide dynamique de flux. L'évolution de la réglementation sur l'équivalent du PEA japonais a en effet favorisé des arbitrages en faveur des actions.

Pour 2024, la croissance économique mondiale devrait être plus faible sur l'ensemble des zones géographiques, à l'exception de la zone Euro. D'ailleurs, cette zone pourrait surprendre positivement au premier semestre avec une reprise de la demande soutenue par un restockage. Les indicateurs avancés (IFO, ZEW) sont également mieux orientés.

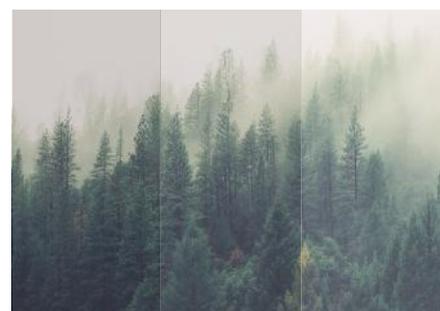
Aux États-Unis, la croissance attendue des profits (+11% sur le S&P 500)², soutenue à nouveau par le secteur de la technologie dont la contribution à la croissance est de 40%, **semble un peu élevée compte tenu de l'environnement attendu cette année.**

En Asie, nous restons prudents, notamment sur la Chine, malgré la faiblesse des valorisations (9.2 fois les profits à 12 mois), mais la dynamique de croissance des profits reste négative. Au Japon, la dynamique des flux pourrait se poursuivre, mais la croissance de 26%³ des profits des entreprises apparaît bien trop ambitieuse.

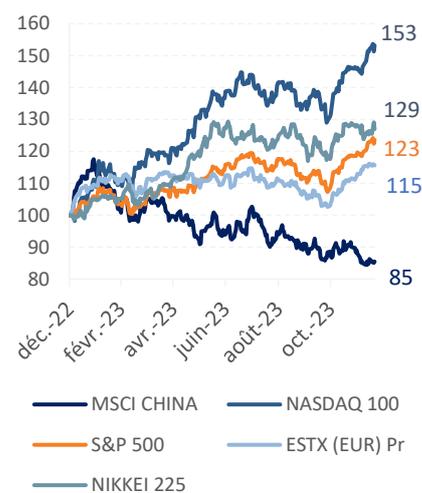
Nous favorisons donc, en ce début d'année, la zone Euro, dont la valorisation relative aux États-Unis est à son plus bas niveau depuis 20 ans. **Quant aux thématiques que nous allons privilégier, on retrouve la digitalisation, l'intelligence artificielle, l'immobilier, les solutions climatiques dont les équipementiers d'énergies renouvelables (les câbliers, les producteurs d'éolienne et d'équipement solaire) et les acteurs de l'efficacité énergétique.**

La COP 28 qui s'est tenue en toute fin d'année 2023 a permis de fixer plusieurs objectifs, dont une multiplication par trois des capacités de production d'énergies renouvelables ainsi qu'un doublement du taux d'amélioration de l'efficacité énergétique, passant de 2% à 4% chaque année d'ici 2030. Ces objectifs sont encourageants et soutiendront nos convictions en 2024.

Thomas DHAINAUT, Responsable Actions Globales, La Française AM



Performances des principales zones géographiques



Sources : Bloomberg. Données au 02/01/2024

² Source : Bloomberg

³ Source : Bloomberg

ACTIONS – PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS ⁴

En 2023, la contre-performance des petites valeurs par rapport aux grandes valeurs s'est accentuée. En effet, le CAC 40 NR progresse de +19,3%, alors que le CAC Small NR est en retrait de -1,3% et le Eternext PEA-PME 150, rassemblant les plus petites valeurs de la cote, accuse une baisse de -4,9%.

Cet écart de performance s'explique par plusieurs facteurs. **Sur le premier semestre, les sociétés subissaient encore les effets d'une forte croissance dans un contexte inflationniste.** Cet environnement, poussé par la distorsion des chaînes d'approvisionnement, de production et de la guerre en Ukraine, a impacté les marges ainsi que les flux de trésorerie disponibles des PME. La part des valeurs industrielles étant plus importante chez les petites valeurs que dans l'univers des grandes valeurs. Les attentes de croissance des bénéfices par action (BPA) des analystes illustrent bien ce phénomène avec une croissance médiane des BPA en 2023 de +7,8% pour le CAC 40, contre -2,7% pour le CAC Small.

Par ailleurs, la hausse des taux jusqu'en octobre a pénalisé les valorisations des PME, dont les perspectives de croissance sont historiquement plus élevées et donc plus sensibles à une hausse du taux d'actualisation. La hausse des taux a aussi eu un impact sur le financement des PME qui ont des bilans en moyenne moins solides que des sociétés matures. En conséquence, le CAC Small a reculé de -23,1% depuis les plus hauts de novembre 2021. Les multiples de valorisation se sont quant à eux fortement dépréciés. Le P/E à 12 mois des sociétés du CAC Small faisant des bénéfices est passé de 18x début 2021 à 7,8x fin 2023.

Dans la dernière lettre de rentrée de septembre, nous mentionnions le ralentissement de l'économie. 2023 aurait été une année de transition entre un cycle de « recovery » et un cycle de croissance désormais normalisé. **La fin de cette transition pourrait marquer le début d'un nouveau cycle en faveur des petites capitalisations. En effet la surperformance des petites capitalisations vis-à-vis des grandes est fortement liée à l'évolution des cycles macroéconomiques et des indicateurs avancés de l'économie (PMI).** On remarque que les PMI de la zone Euro se sont stabilisés à des niveaux bas (encore en contraction) mais un point d'inflexion semble se dessiner. De plus, les taux depuis leurs pics de novembre ont fortement reflué à la suite des chiffres d'inflation plus modérés et aux discours plus « colombes » des banquiers centraux. Le taux à 10 ans français est passé de 3,6% en novembre à 2,6% à la fin décembre, ce qui est un élément important à la fois pour le financement et pour les valorisations des PME. Enfin la croissance médiane des BPA des sociétés du CAC Small devrait, d'après le consensus, être supérieure à celle des sociétés du CAC 40 en 2024 (+23,3% vs. +6.6%), ce qui n'était pas le cas en 2023.

Le P/E à 12 mois pour les sociétés bénéficiaires du CAC Small est très faible (7,8x) soit un retour sur les niveaux des années 2008-2009. Du côté des performances, depuis la création du CAC Small en janvier 2005, celui-ci a sous-performé le CAC 40 de façon marquée à deux reprises. La première se situe fin 2008 avec une sous-performance de -20 points de pourcentage. La deuxième est la période actuelle. En 2023, la contre-performance est bien plus élevée (-40 points de pourcentage) alors que le contexte global nous apparaît plus favorable qu'en 2008-2009. **Pour l'année 2024, les petites capitalisations sont inévitablement à reconsidérer.**

Dans ce contexte, nous conservons un positionnement sur les cycliques tardives (comme des sociétés de l'aéronautique ou les industrielles) et des valeurs adaptées à la phase de maturité économique (technologie, tourisme, événementiel). Un focus sur des sociétés endettées qui ont des perspectives de désendettement rapide semble intéressant dans un contexte de baisse des taux. Fidèle à notre vision moyen-long terme nous restons positionnés également sur les thématiques liées à l'économie circulaire, la digitalisation et l'hydrogène.

Antoine CURCHOD, Adjoint au Responsable Actions – Small Caps, La Française AM

⁴ Sources : Bloomberg & Portzamparc

HIGH BETA – DETTES HIGH YIELD

Nous sommes plutôt neutres sur les spreads (prime de risque) et légèrement positifs sur la duration. Le « momentum » en faveur de la désinflation globale devrait se poursuivre dans les prochains mois, même si l'effet de base sera moins favorable en Europe au premier trimestre 2024 par rapport aux autres régions, ce qui devrait soutenir les performances de la classe d'actifs.

En début d'année, le High Yield (comme les autres actifs obligataires) devrait bénéficier des flux positifs grâce à des effets de réallocation en provenance d'actifs illiquides/non cotés dont le cycle d'ajustement n'est pas arrivé à son terme.



Les taux de défaut devraient augmenter en Europe par rapport à 2023, mais resteront en dessous de 4%. Ils devraient être plus stables aux États-Unis, aux alentours de 4,5%. Sur les marchés émergents, le cycle de défaut dépendra de l'évolution de l'économie chinoise et de la reprise du secteur immobilier.

En prenant en compte le portage actuel, nos anticipations d'évolution des spreads et des taux de défaut, la performance totale du High Yield en 2024 devrait se situer entre +4% et 5% en Europe et entre +5% et 6,5% aux États-Unis (en devise locale).

En termes de zone géographique, nous avons une préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe et aux marchés Émergents, pour les raisons suivantes :

- **L'économie américaine se porte mieux que les autres régions.**
- **Les facteurs techniques sont plus favorables aux États-Unis qu'en Europe**, puisque le ratio de migration net (solde entre les rehaussements de notation en Investment Grade et les dégradations en High Yield) est plus favorable au marché américain. L'Europe continue de souffrir de son exposition au secteur immobilier. Par ailleurs, le volume des émissions nettes sera plus élevé en Europe, car les besoins de refinancement en 2024 et 2025 sont importants (80 milliards de dette High Yield à refinancer, soit 25% du marché européen, contre 13% pour le marché américain).
- Hormis en 2000 et 2008, **les années d'élections présidentielles sont généralement favorables aux actifs risqués américains qui comprennent, entre autres, le High Yield.** Depuis 1988, sur les 9 dernières élections, la performance du High Yield américain a été en moyenne de +11%, soit le double de sa performance à long terme de + 5,5%.

Les principaux facteurs de risque en 2024 sont les suivants :

- **Géopolitique, avec un agenda électoral très chargé** : Taiwan en janvier, Inde et Mexique en Avril/Juin, élections européennes et enfin américaines en novembre. Les élections américaines seront certainement l'événement le plus marquant de la deuxième moitié de l'année 2024, avec le risque non négligeable d'un retour de M. Trump. Si cette hypothèse se confirme, l'impact (négatif) devrait être plus important sur les spreads High Yield européens et émergents. Paradoxalement, le marché crédit américain devrait être moins impacté.
- **Une dégradation plus forte que prévue de l'économie** qui pourrait remettre en question le scénario devenu très consensuel d'un « soft landing ».

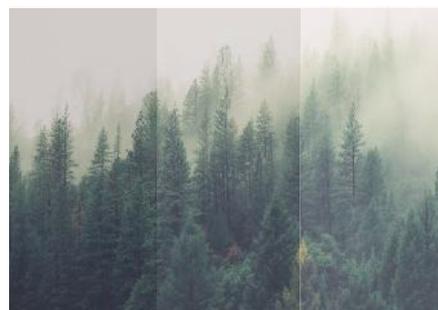
Nous maintenons une position neutre sur les spreads et adoptons un léger biais positif sur la duration. Nous anticipons que le momentum en faveur de la désinflation mondiale continuera à soutenir cette classe d'actifs. Nous gardons une préférence pour les États-Unis en raison de la solidité de leur économie, de facteurs techniques favorables et de l'impact historiquement positif des élections présidentielles sur les actifs risqués américains, tout en restant vigilants face aux risques géopolitiques et à la possibilité d'une détérioration économique plus marquée que prévue.

Akram GHARBI, Responsable Gestion Crédit High Yield, La Française AM

ESG – SOUVERAINS

La COP28, qui était l'événement tant attendu de la fin d'année, est maintenant terminée. Dans le cadre de notre gestion climatique bas carbone sur les émetteurs souverains, il nous paraissait intéressant de faire un premier bilan sur les engagements pris pour voir s'ils sont de nature à modifier ou non nos analyses des politiques climatiques des États.

Pour rappel, notre approche d'analyse des risques climatiques des États est basée sur deux piliers : **l'Adaptation et la Transition**. Le pilier Adaptation mesure la vulnérabilité climatique des pays au regard de leurs capacités d'adaptation. Le pilier Transition mesure la capacité des pays à migrer d'une économie carbonée vers une économie verte.



Regardons donc quel est l'apport de la COP28 sur ces deux points. L'impact potentiel des engagements en terme climatique est-il majeur et suffisamment ambitieux pour respecter les objectifs de l'Accord de Paris ou juste encore une fois purement aspirationnel ?

Au-delà d'un engagement renouvelé en faveur d'une limitation à 1,5°C, le texte du bilan mondial (Global Stocktake) appelle à une « transition vers l'abandon des combustibles fossiles ». Mais cette mention est avant tout symbolique et toujours beaucoup trop imprécise.

Concernant le premier pilier, l'Adaptation, les résultats sont très décevants. L'Adaptation a été traitée comme une question secondaire de la COP28 avec un manquement relativement important sur la question du financement et des avancées trop faibles et beaucoup trop floues sur les négociations autour de l'objectif mondial d'adaptation (Global Goal on Adaptation ou GGA). Le soutien aux pays les plus vulnérables au changement climatique est clairement insuffisant et il paraît anormal que les grands pays principaux responsables du changement climatique ne participent pas davantage aux conséquences désastreuses du changement climatique pour les pays les plus touchés.

Concernant le second pilier, la Transition, il y a certes des avancées positives sur le plan de la décarbonation secteur de l'énergie mais la véritable question est de savoir si les engagements pris permettent réellement d'accélérer la baisse des émissions mondiales de gaz à effet de serre pour revenir sur une trajectoire compatible avec les objectifs de l'Accord de Paris à horizon 2030 et 2050. L'engagement principal prévoit le triplement des capacités d'énergies renouvelables et le doublement du taux annuel moyen mondial d'efficacité énergétique d'ici 2030. Selon Climate Action Tracker (CAT), si cette mesure était totalement implémentée, cela permettrait de réduire d'un tiers seulement l'écart (gap d'émissions) entre le niveau d'émissions résultant des politiques climatiques actuelles et le niveau d'émissions d'un scénario 1.5°C. Par ailleurs, il existe de nombreux chevauchements : sur le total de réduction des émissions qui pourrait être réalisé si toutes les mesures étaient adoptées, CAT considère qu'environ un quart sont déjà incluses dans les NDCs (Contributions Déterminées au niveau National) actuelles.

Les engagements de la COP28 nous paraissent donc toujours très insuffisants pour combler le gap d'émissions pour revenir sur une trajectoire compatible avec une hausse de la température limitée à 1.5°C. Parmi l'ensemble des initiatives annoncées, peu contribueront de manière significative et beaucoup sont encore trop floues et peu ambitieuses pour faire la différence. La question de la crédibilité des États sur leur capacité à implémenter leurs promesses reste ouverte.

Hervé CHATOT, Gérant de portefeuille et spécialiste ESG Souverains, La Française AM

CONCLUSION / PERSPECTIVES ET ALLOCATION D'ACTIFS

En ce début d'année 2024, nous ne souhaitons pas surpondérer les actions, estimant que les marchés ont été trop loin dans le timing attendu des baisses de taux futures pilotées par les banques centrales. Si le scénario de « soft landing » en zone Euro et de croissance à peine en ligne avec le potentiel aux USA se confirme, nous estimons que la hausse des valorisations boursières est allée trop vite et qu'une consolidation est probable en début de période. En clair, nous ne voyons pas quels seraient les catalyseurs haussiers supplémentaires qui pourraient justifier un positionnement agressif sur les actions. En revanche, **les flux de 2023 se sont quasiment et exclusivement tournés vers les marchés américains et nous pensons qu'un début de rattrapage de la zone Euro pourrait se concrétiser.** Dans ces conditions, et pourvu que les pressions inflationnistes ne se renforcent pas (hausse du pétrole provoquée par des inquiétudes géopolitiques) **nous positionnons nos allocations actions de préférence sur la zone Euro, en intégrant un léger biais sur les small et mid caps qui pourraient enfin retrouver un peu d'attractivité.**



Odile CAMBLAIN LE MOLLE
Responsable de la Gestion Diversifiée

La poche obligataire de nos allocations devrait rester stable en ce début d'année. Fin 2023, nous avons diminué la sensibilité souveraine de nos allocations, estimant que la baisse des taux longs était allée trop vite et que des déceptions du côté de l'inflation ne sont pas à exclure. Si effectivement, la tendance reste à la détente sur les taux, cela ne se fera pas en ligne droite et on pourrait assister à une remontée temporaire des taux en ce début d'année. Il sera alors temps de remonter la durée de nos allocations. **Nous conservons notre préférence pour les parties courtes des courbes, même si la première baisse des taux directeurs attendue dès la fin du premier trimestre aux Etats-Unis et avant mai du côté de la BCE est de notre point de vue trop optimiste.** En revanche, nous restons positifs sur le crédit et les subordonnées financières, pour profiter encore du potentiel d'amélioration des spreads (quoique faible) et alors que les risques d'augmentation des défauts attendus nous paraissent toujours limités.

En synthèse, nos allocations de début d'année afficheront un biais neutre à défensif sur les placements en actions, compensé toujours par un peu plus de risque de crédit dans notre allocation obligataire.

Odile CAMBLAIN LE MOLLE, *Responsable de la Gestion Diversifiée*



LA FRANÇAISE
investing together

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destinée aux Partenaires distributeurs au sens de la Directive MIF.

Éditée par La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 (www.amf-france.org).

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 ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. 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. www.la-francaise.com

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destinée aux Partenaires distributeurs au sens de la Directive MIF