

# LETTRE MARCHÉ GESTION

Septembre 2020

---



**LA FRANÇAISE**

INVESTING TOGETHER

# I. LE MONDE D'APRES ?

## A. DES ANTICIPATIONS ECONOMIQUES EN AMELIORATION

Aidées par l'assouplissement des mesures de confinement et par la poursuite des plans de relance, **les économies rebondissent**, en particulier aux Etats-Unis :

- Aux Etats-Unis, le taux de croissance du 2<sup>ème</sup> trimestre ressort meilleur qu'anticipé, tiré par le secteur manufacturier et l'immobilier (4<sup>ème</sup> hausse consécutive des indicateurs avancés d'activités, consommation en hausse sur 1 an, production et commandes de biens durables se reprennent, les permis de construire augmentent).
- En Zone Euro, les chiffres de croissance sont globalement en ligne avec les anticipations avec des disparités, les indicateurs avancés d'activités demeurent en zone d'expansion bien qu'un ralentissement soit observé sans remise en cause du rebond attendu au 3<sup>ème</sup> trimestre<sup>1</sup>.

Les **résultats des entreprises**, très déprimés en termes absolus, ont également **surpris positivement** au cours de l'été :

- aux Etats-Unis, 64,8% ont surpris positivement sur le chiffre d'affaires et 82,7% sur le résultat net, en forte hausse par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre<sup>2</sup> ;
- en Europe, 61,4% ont surpris positivement sur le chiffre d'affaires et 55,6% sur le résultat net<sup>3</sup>.

Après les avoir suspendues durant la crise, les entreprises communiquent de nouveau sur les perspectives de leur activité, ce qui constitue un facteur de soutien.

**La prudence demeure** cependant avec la crainte de voir la reprise s'essouffler au-delà du rebond initial de l'activité. Les taux de chômage pénaliseront en effet la reprise de la consommation sur le moyen terme (variation du taux de chômage aux Etats-Unis de +10,2% sur un an), en particulier dans les secteurs les plus exposés aux contraintes sanitaires comme le tourisme, la restauration ou les loisirs. Bien que le pire de la crise semble derrière nous, le calendrier est sensible à court terme, avec la reprise possible de la pandémie, les élections américaines, la reprise des tensions entre la Chine et les Etats-Unis (Ouhours), tensions sur les valeurs technologiques, Hong Kong...), les tensions en méditerranée entre la Turquie et certains pays européens. A plus long terme, il faudra également gérer les stocks de dette accumulés notamment par les Etats suite aux différents plans de relance, mais aussi par certaines entreprises.

## B. DES MARCHES TOUJOURS FAVORABLEMENT ORIENTES

Pour l'heure, les marchés demeurent insensibles à ces risques et poursuivent la tendance débutée mi-mars.

- Sur les marchés d'actions américains,
  - o Le MSCI World en Euro, bien que toujours négatif depuis le début de l'année à -2,28% au 31 août, a repris +37,89% depuis le point bas du 23 mars.
  - o Le Nasdaq 100 en Euro, affiche une performance exceptionnelle de +60,67% depuis le point bas du 16 mars, lui permettant d'afficher une performance sur l'année de +30,16%.
- Sur les marchés d'actions européens,
  - o Le CAC 40 affiche également une reprise importante depuis le 18 mars avec +31,76% bien que la performance 2020 demeure négative à -17,24%.
  - o Même tendance pour l'Euro Stoxx avec une hausse de +37,16% depuis le 18 mars et une performance 2020 de -12,62%.
- Sur les marchés des taux,
  - o Les taux 10 américains se sont contractés de près de 1.2 point passant de 1,92% à 0,69%, malgré une légère tension sur août (+12 points de base).
  - o Même constat du côté des taux européens : le taux allemand est passé de -0,19% à -0,39% (+12 points de base sur août), le taux français de 0,12% à -0,09% (+10 points de base sur août), le taux portugais de 0,44% à 0,42%, le taux espagnol de 0,47% à 0,40%, le taux italien de 1,41% à 1,09%.

<sup>1</sup> Sources : Bloomberg, août 2020

<sup>2</sup> Sources : Bloomberg, S&P500, 31/08/2020

<sup>3</sup> Sources : Bloomberg, Stoxx Europe 600, 31/08/2020

- Sur les marchés du crédit,
  - o Les primes de risque tendent à se normaliser après le très fort écartement connu durant la crise, tout en demeurant sur des niveaux supérieurs à ceux de début janvier.
  - o Sur l'investment grade : les spreads de la Zone Euro et des Etats-Unis s'établissent aux 31 août à respectivement 92 et 151, contre 63 et 112 début janvier (après un pic à 199 et 389)<sup>4</sup>
  - o Sur les dettes High Yield : au niveau global le spread est passé de début janvier à fin août de 335 à 477 (avec un pic à 895), en Zone Euro de 268 à 403 (pic à 708), aux Etats-Unis de 315 à 459 (pic à 887), dans les émergents de 427 à 588 (pic à 1072).<sup>5</sup>
  - o Sur les dettes subordonnées : les spreads des AT1/CoCos se sont écartés de 168 points de base depuis le début de l'année (passant de 324 à 493, avec un pic à 1898 le 23 mars), de 112 points de base pour les hybrides d'entreprise et de 40 points de base pour les subordonnées d'assurance.<sup>6</sup>

## C. QUELLES OPPORTUNITES DANS « LE MONDE D'APRES » ?

Appréhender la totalité des changements induits par la crise sanitaire inédite semble prématuré. Cependant, certaines **transformations** sont d'ores et déjà visibles :

- **Transition technologique** : la pandémie a accéléré la digitalisation et le recours au télétravail. Les besoins en outils informatiques et de communication au sens large ont augmenté, ce qui a particulièrement favorisé les valeurs technologiques américaines.
- **Modification des modes de consommation** à la fois en termes de transport, de commerce et de loisirs. Accélération du transfert entre commerce physique et e-commerce. Les entreprises devront s'adapter rapidement.
- **L'accélération de la transition énergétique** : bien que certains secteurs soient tentés d'abandonner les efforts de transition pour privilégier la relance, nous considérons qu'au contraire, la reprise devrait amplifier cette transformation sous l'impulsion des plans de relance que la plupart des gouvernements souhaitent orienter vers une économie durable.

A plus court terme, nous considérons qu'avec les plans de relance des banques centrales et les meilleures perspectives économiques qu'anticipées initialement par les prévisionnistes (taux de défaut plus faibles qu'anticipés, saison des résultats meilleure qu'attendue, croissance des Etats revue en hausse), **les actifs risqués demeureront particulièrement attractifs**, bien que certains épisodes de volatilité seront à gérer d'ici la fin de l'année.

La **recherche de rendement** par les investisseurs sera confortée par l'annonce historique du changement de « philosophie » de la Fed, annoncée par J. Powell lors du Jackson Hole symposium fin août, privilégiant la reprise économique à la maîtrise de l'inflation et actant ainsi le **maintien des taux bas**.

**Jean-Luc HIVERT**  
Président de LFAM

<sup>4</sup> Sources : Bloomberg, BofAML, indices IG € (ER00), IG US (C0A0)

<sup>5</sup> Sources : Bloomberg, BofAML, indices HY € (HE00), global (HW00), US (H0A0), Emergent (EMUH)

<sup>6</sup> Sources : Bloomberg, Crédit Suisse, indices AT1 (CCEUTOBS index), Hybrides (ECHITOBS index), subordonnées d'assurance (CICITOBS index)

## II. ETAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES

### A. GESTION TAUX

#### 1. LA FRANÇAISE LUX - MULTISTRATEGIES OBLIGATAIRES

Sur l'été, la déformation de l'enveloppe de risque au bénéfice des actifs crédit a été bénéfique et ceux-ci contribuent à la moitié de la performance. La poursuite du rebond des anticipations d'inflation, en zone Euro et aux Etats-Unis, contribue également de manière significative (un peu moins d'un tiers de la performance). Enfin, les dettes émergentes et les stratégies de valeur relative affichent des contributions positives.

Après les révisions successives drastiques à la baisse de la croissance en pleine pandémie, **les surprises économiques ont été majoritairement positives** pendant le déconfinement dans un grand nombre de pays, les Etats et les Banques Centrales ont mis tout en œuvre pour éviter une crise de liquidité. En cette rentrée, le virus circule toujours et l'incertitude macroéconomique reste forte, tant du point de vue de la croissance que de l'inflation.

La communication prospective (« forward guidance »), les injections de liquidités favorisant la transmission à l'économie réelle et l'assouplissement quantitatif (« quantitative easing ») sont les outils privilégiés par rapport au contrôle de la courbe des taux (« yield curve control », à l'œuvre au Japon et en Australie) et aux taux négatifs (hors BCE, Riksbank et Banque du Japon). Les politiques monétaires ultra-accommodantes seront maintenues voire accentuées dans un environnement d'incertitudes élevées.

L'accent demeure sur l'importance des mesures fiscales des gouvernements (dans l'attente d'un nouveau stimulus de 0,5 à 1,5 trilliard de dollars aux Etats-Unis et, pour l'Union Européenne, d'un plan de relance de 750Mds€ discuté lors du sommet du 17-18 juillet qui doit être ratifié par les Parlements nationaux).

**La probabilité nous paraît faible de retrouver, à court terme, une corrélation positive entre le niveau des taux réels et la dette, croissante, des Etats.**

**Nous sommes positifs sur l'obligataire et la durée en général**, dans les pays développés (la dette cœur et la dette périphérique), **les pays émergents et les points morts d'inflation**, ce qui implique des budgets de risque plutôt élevés.

Nous surveillons les **facteurs de risque haussier sur les taux** (des nouvelles positives sur la phase 3 du vaccin, un accord conclu entre Démocrates et Républicains pour un nouveau plan de relance aux Etats-Unis, le pétrole...) qui ne seront, selon nous, que temporaires. Le portage reste ainsi privilégié dans cet environnement de taux bas et nous n'hésitons pas à renforcer les opportunités de valeur relative, cross asset, intra-courbes ou inter-pays.

*Les performances<sup>1</sup> de La Française Lux – Multistratégies Obligataires I C € sont : 2015 : 3,39%, 2016 : 5,30%, 2017 : 2,64%, 2018 : -5,25%, 2019 : 3,19%, YTD au 31/08/2020 : -3.66%*

*<sup>1</sup>Les performances passées ne pr*

**Maud Minuit**

Responsable de la gestion Taux, Performance absolue et Cross Asset

#### 2. LA FRANÇAISE TRESORERIE

Les marges monétaires ont poursuivi leur normalisation au cours de l'été, l'EONIA est resté stable et l'Euribor s'est complètement normalisé, de retour sur des niveaux proches du taux de dépôt. Les signatures bancaires qui ont bénéficié du TLTRO traitent sur des niveaux de marge au plus bas historiquement. Il n'y a aucune attente de la part des investisseurs sur les taux directeurs de la BCE à horizon fin d'année. Il demeure du potentiel de resserrement sur les marges obligataires ainsi que les titres de créances négociables des entreprises.

Malgré la forte augmentation des spreads lors du mois de mars, le fonds est resté sur sa ligne directrice d'investissement et a pu saisir les opportunités d'investissement qui ont permis une surperformance manifeste par la suite.

*Les performances<sup>1</sup> de La Française Trésorerie I sont : 2015 : 0,16%, 2016 : 0,01%, 2017 : -0,17%, 2018 : -0,33%, 2019 : -0,20%, YTD au 31/08/2020 : -0,13%*

*<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.*

**Maud Minuit**

Responsable de la gestion Taux, Performance absolue et Cross Asset

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

## B. GESTION CREDIT

### 1. LA FRANÇAISE RENDEMENT GLOBAL 2025

Les facteurs techniques restent très favorables aux titres spéculatifs (titres High Yield) comme pour les autres actifs de portage avec la poursuite de la recherche de rendement par les investisseurs dans un contexte de politiques monétaires ultra-accommodantes qui maintiendront les taux bas de façon désormais quasi-certaine. Les marchés anticipent le maintien des taux directeurs de la Réserve Fédérale américaine et de la Banque Centrale européenne aux niveaux actuels au moins jusqu'à décembre 2023.<sup>7</sup>

Les taux de défaut, bien qu'ils soient en hausse depuis le début de la crise, restent nettement en-dessous des niveaux observés lors des récessions économiques précédentes (2001 et 2008) et des prévisions des agences de notation qui tablaient sur un taux de défaut moyen 2020 (méthode « issuer weighted »<sup>8</sup>) de 12% pour les Etats-Unis et 8% pour l'Europe. Ces derniers sont actuellement de 4,3% et 0,7% depuis le début d'année (en « issuer weighted »). En l'absence d'une 2<sup>ème</sup> vague épidémique, qui est notre scénario central, les taux de défaut ne devraient pas augmenter de façon significative par rapport aux niveaux actuellement observés. Cet élément est aussi un facteur de soutien pour la classe d'actifs.

Néanmoins, pour la rentrée, compte tenu du fort rallye depuis avril (les spreads des titres haut rendement au niveau global ont retracé 75% de leur écartement post-Covid), nous tablons sur un léger écartement de primes de risque (de l'ordre de 30 à 50bp) à l'approche des élections américaines. L'incertitude sur l'issue de ces élections peut provoquer un rebond de la volatilité sur les marchés financiers.

Les scénarii les plus défavorables seraient :

- des élections sans résultats définitifs le 03/11,
- une réélection de D.Trump avec le Sénat revenant aux Démocrates.

Le Scénario le plus favorable de notre point de vue serait :

- l'élection de J. Biden avec le Sénat restant au main des Républicains.

Si l'écartement des spreads des titres à haut rendement se matérialise, nous saisissons cette opportunité pour renforcer nos positions. A moyen-long terme (à horizon 6 à 8 mois) notre conviction reste inchangée à savoir que les spreads du haut rendement devraient évoluer dans une fourchette compte-tenu des éléments évoqués plus haut (facteurs techniques et fondamentaux) et le « backstop » des banques centrales.

Nous maintenons nos convictions et notre positionnement (voir lettre du 1<sup>er</sup> avril), à savoir :

- En termes géographiques, nous privilégions l'Europe et les Etats-Unis et restons prudents sur les émergents et les émetteurs des pays périphériques.
- En termes sectoriels, nous restons positifs sur les secteurs les moins sensibles à l'environnement actuel (technologies, média et télécommunications, alimentation, pharmacie...). Nous renouvelons notre prudence sur les émetteurs cycliques.
- En termes de notations, nous privilégions les émetteurs « best in class », c'est-à-dire les « fallen angels » et les émetteurs notés BB.

*Les performances<sup>1</sup> de La Française Rendement Global 2025 I sont : 2018 : -5,12%, 2019 : 9,87%, YTD au 31/08/2020 : -5,77%. Part I créée le 30/08/2017.*

*<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.*

**Paul Gurzal**  
Responsable de la gestion Crédit

<sup>7</sup> Source : Bloomberg, aout 2020

<sup>8</sup> Méthode « Issuer weighted » : les agences de notation réalisent des anticipations de défaut en raisonnant en nombre d'émetteurs en défaut. Nous considérons qu'il est plus adapté de raisonner en poids des dettes en défaut (méthode « debt weighted »)

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

## 2. LA FRANÇAISE CARBON IMPACT 2026

Le fonds est exposé aux différentes qualités de signature du marché obligataire. Il a bénéficié à la fois des mesures de soutien des banques centrales sur la partie investment grade et crossover mais aussi aux mesures d'allègements réglementaires des ratios de capital bancaires (instruments Tier 2). Il est également exposé à la cyclicité du high yield qui a bénéficié de l'appétit pour le risque des investisseurs. En effet, l'été a été soutenu par le soutien continu des banques centrales, les annonces des différents plans de relance et des données macroéconomiques (PMI, emploi) au-dessus des attentes.

Durant l'été, tous les marchés ont vu leur prime de risque se compresser (25 août vs la fin du mois de juin) :

- Le spread du marché investment grade européen<sup>9</sup> est à 115bp (vs 149bp)
- Le spread du marché investment grade américain<sup>10</sup> est à 130bp (vs 150bp)
- Le spread du marché global High Yield BB<sup>11</sup> est à 384bp (vs 474bp)
- Le spread du marché global High Yield B<sup>12</sup> est à 611bp (vs 722bp)

Les résultats du deuxième trimestre ont surpris à la hausse : aux Etats-Unis, 83% des résultats étaient au-dessus des attentes et 57% en Europe. Les résultats des banques ont, bien sûr, reflété la pression sur les fondamentaux à court terme, cependant, la solvabilité n'est pas détériorée : les ratios en capital sont robustes et en augmentation (soutenus par les allègements réglementaires pour favoriser la relance par les banques).

L'approche Carbon impact est structurellement faiblement engagée sur le secteur pétrolier. Le secteur de l'énergie représente 13% de l'univers High Yield américain et a été, en grande partie, à la source de la hausse des taux de défauts sur le segment depuis le début de la crise. A la vue des révisions à la baisse des prix futurs du pétrole prises par les grandes entreprises pétrolières, le secteur risque de continuer de souffrir. La thématique Carbon Impact favorisera plutôt les énergies de transition ou les entreprises qui se diversifient vers un modèle multi-énergies.

Pour la rentrée et les publications T3/T4, nous nous attendons à une volatilité persistante, en proie à la reprise macroéconomique, elle-même sujette aux incertitudes liées aux vaccins et à la gestion des deuxième vagues pendant l'automne et l'hiver 2020.

Au sein du secteur Entreprises non-financières, nous nous positionnons de préférence dans des secteurs défensifs pour les notations de crédit les plus basses en privilégiant la cyclicité dans des entreprises aux bilans plus robustes : fallen angels, crossover BB. Nous restons à la recherche des opportunités qui se présenteront sur le marché américain, en dollars, profitant du faible coût des couvertures de change.

Au sein du secteur financier, nos convictions sur les subordonnées bancaires présentent en portefeuille persistent : les subordonnées financières (Tier 2) affichent toujours de la valeur en relatif au secteur d'entreprises non-financières. Ceci est particulièrement renforcé par la robustesse des niveaux de solvabilité qu'elles affichent post provisions du premier semestre.

L'agenda climatique est également à surveiller et particulièrement son intégration dans les plans de relances mondiaux. A ce jour, au sein des programmes de relance, 783 milliards \$ ont été déployés en lien direct avec la transition énergétique. Une grande partie de cette enveloppe provient du plan de relance européen qui aligne une partie de son allocation à des projets en ligne avec le Green Deal. Ceci va soutenir les entreprises et les pays qui déploient des investissements vers la rénovation immobilière, le développement des technologies et du réseau de véhicules électriques, le déploiement de nouvelle capacité en énergies renouvelables.

*Compartiment lancé le 13/12/2019. En application de la directive MIF, les performances<sup>1</sup> seront disponibles lorsque le fonds aura 12 mois de track record.*

<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

**Paul Gurzal**  
Responsable de la gestion Crédit

<sup>9</sup> Indice Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate Average OAS - LECPOAS

<sup>10</sup> Indice Bloomberg Barclays US Agg Corporate Avg OAS - LUACOAS

<sup>11</sup> Indice ICE BofA BB Global High Yield – HW10

<sup>12</sup> Indice ICE BofA Single-B Global High Yield

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

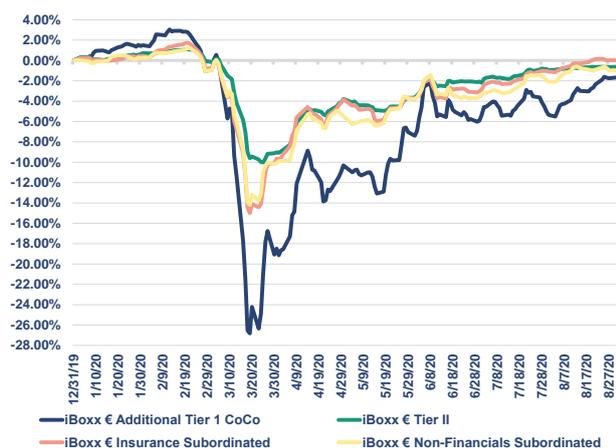
### 3. LA FRANÇAISE SUB DEBT & GLOBAL COCO

La période estivale a été, dans l'ensemble, favorable aux classes d'actifs risquées et les dettes subordonnées ont, elles aussi, vu leurs performances s'apprécier, sans pour autant revenir sur les niveaux d'avant-crise, comme on peut le voir sur le graphique de performance ci-après à gauche.

Les valorisations des dettes subordonnées européennes, et plus particulièrement des dettes bancaires perpétuelles Additional Tier 1 CoCos, font encore état d'une dispersion importante, notamment en fonction de la géographie d'appartenance des émetteurs, de leur secteur d'activité ou encore des probabilités de remboursement anticipé (options de call) des souches. Le gisement des AT1€ CoCos offre un rendement (*Yield-to-worst*) moyen de 5,7%<sup>13</sup>, mais certaines souches traitent avec des décotes significatives, à l'instar des CoCos de Banco Sabadell, dont les rendements au call sont supérieurs à 13%, pour des rendements à maturités proches de 7%, alors même que les fondamentaux de cet émetteur ne sont pas spécialement mis en difficulté.

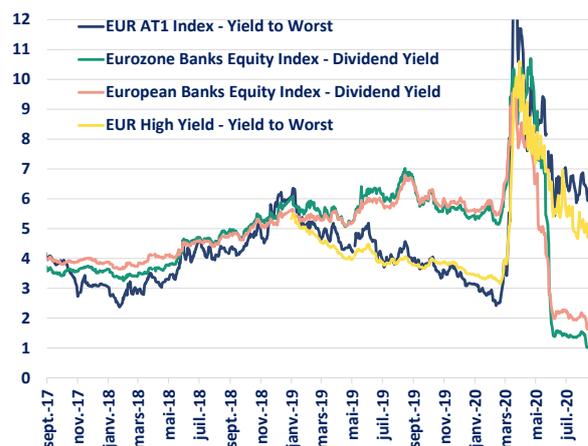
Si l'on raisonne en relatif par rapport à d'autres classes d'actifs, les AT1 CoCos apparaissent très attractives, notamment par rapport au High Yield européen, qui affiche de son côté un rendement de 4,96% en moyenne (cf. graphique ci-dessous à droite), ou encore par rapport au *Dividend Yield* des actions bancaires européennes (ce qui est logique, étant donné les restrictions actuelles sur les versements de dividendes dans le secteur bancaire).

**Performance normalisée à fin 2019 des indices iBoxx de classes d'actifs subordonnées (*Total return* ; en %)**



Sources : Markit, Bloomberg. Données au 31 août 2020

**Evolution du rendement (*Yield-to-worst*) des €AT1 CoCos (bleu), du High Yield € (jaune) et du *Dividend Yield* des actions bancaires de la Zone Euro (vert) et européennes (rose) (en %)**



Sources : Barclays, Bloomberg. Données au 31 août 2020.

La thèse que nous défendons est que les valorisations des dettes subordonnées financières, et particulièrement les AT1 CoCos, devraient surperformer le High Yield et se décorréliser davantage de celui-ci. En effet, les tendances de ces derniers mois plaident très clairement en faveur d'un soutien très fort au secteur bancaire :

- Les règles de *bail-in* ont été officiellement suspendues par la Commission européenne en mars 2020, ce qui signifie que les banques peuvent être recapitalisées par les États sans avoir besoin d'impacter les porteurs de dettes subordonnées ; en cela, il s'agit d'un revirement total de doctrine et cela confirme que les résolutions bancaires ne sont plus d'actualité.
- Les régulateurs et législateurs européens ont considérablement flexibilisé les contraintes des banques en termes de solvabilité, d'exigences de provisions et de liquidité (TLTRO, règles de collatéral assouplies, dérogation au LCR possible). L'objectif est clair : aucun risque systémique ne doit apparaître et les banques disposeront de tous les moyens nécessaires pour continuer à financer l'économie.

<sup>13</sup> indice Bloomberg Barclays Contingent Capital EUR ISMA Yield To Worst au 31 août 2020.

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

- La saison de résultats du T2 2020 qui a eu lieu en juillet et août a été très rassurante, notamment sur les ratios de solvabilité qui ont progressé de 0,52% sur le trimestre en moyenne selon le fournisseur de recherche indépendant Autonomous, grâce à la mise en réserve des résultats nets, aux allègements réglementaires et aux émissions de dettes subordonnées. Cela est très positif pour les AT1 CoCos, car cela diminue encore le risque de non-paiement de coupon sur les titres en cas de non-respect des ratios réglementaires.
- Les fondamentaux des banques européennes sont sains dans leur ensemble, grâce à plusieurs années de réduction des risques bilanciaux (diminution des créances douteuses, sortie des activités risquées et consommatrices de fonds propres, restructurations massives) et de hausse des ratios de solvabilité.

En conclusion, bien que les banques européennes restent évidemment dépendantes des développements de la crise sanitaire et de ses répercussions économiques, il semble très improbable que des risques importants puissent se matérialiser sur ce secteur selon nous, étant donné son statut « protégé » et indispensable à l'économie. Si ce raisonnement contraste avec les fortunes diverses du gisement High Yield, cela signifie que les primes de risque (*spreads*) sur les dettes subordonnées bancaires AT1 CoCos pourraient diminuer en relatif et en absolu. Nous pensons même que ces dettes devraient davantage être corrélées aux valorisations de l'Investment Grade européen à l'avenir, vu que les émetteurs sont généralement les mêmes et que la plupart des risques liés à la subordination (non-paiement des coupons, absorption des pertes, taux de recouvrement moindres...) ont, de notre point de vue, diminué. Dans un tel cas, les dettes subordonnées européennes devraient bénéficier indirectement des flux importants vers la classe d'actifs Investment Grade et des achats de titres seniors par la Banque centrale européenne.

Dans un tel contexte, nous favorisons dans nos fonds les AT1 CoCos libellées en EUR et, notamment, les souches de pays dits « périphériques » qui ont des valorisations encore décotées, ce qui ne reflète pas assez, selon nous, les signaux très positifs de l'Europe sur le soutien à ces économies (fonds de relance dédié de l'UE et *Pandemic Emergency Purchase Programme* rehaussé à 1350mds€ par la BCE). Nous apprécions toujours la diversification vers les dettes subordonnées à durée élevée de secteurs défensifs, comme les compagnies d'assurance (et plus particulièrement les titres perpétuels Restricted Tier 1), les télécoms ou les services aux collectivités (*utilities*), mais dans une moindre mesure par rapport aux subordonnées du secteur bancaire.

*Les performances<sup>1</sup> de fonds La Française Sub Debt C sont : 2015 : -0,60%, 2016 : 5,80%, 2017 : 13,42%, 2018 : -6,45%, 2019 : 15,34%, YTD au 31/08/2020 : -4,19%. Les performances<sup>1</sup> de fonds La Française Global CoCo I sont : du 18/01/2017 au 31/12/2017 : 14,22%, 2018 : -6,08%, 2019 : 16,66%, YTD au 31/08/2020 : -1,36%.*

*<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.*

**Paul Gurzal**  
Responsable de la gestion Crédit

#### 4. LA FRANÇAISE GLOBAL FLOATING RATES

Tout comme la vaste majorité des actifs Crédit, **la performance des obligations à taux variable (FRN) a affiché un solide rebond au cours des derniers mois** grâce à l'assouplissement des mesures de confinement, aux interventions historiques des banques centrales (mise en place de vastes programmes de rachat d'actifs, notamment sur les actifs Crédit), et aux importantes mesures de soutien de la part des gouvernements qui ont largement bénéficié aux entreprises.

Les principales conséquences de ces mesures sur les marchés du Crédit sont (1) à l'échelle mondiale, **un resserrement des primes de crédit Investment Grade<sup>14</sup> et High Yield<sup>15</sup>** qui ont retracé respectivement plus de 80% et environ 70% de leur écartement de début d'année et (2) **une baisse conséquente des taux sans risque**, notamment aux Etats-Unis où le taux 10 ans est passé d'un niveau de rendement de +1,9% fin 2019 à +0,7% actuellement.

Contrairement aux obligations à taux fixe, il convient de rappeler que les FRN se caractérisent par une **sensibilité taux extrêmement réduite** et que ces dernières n'ont pas bénéficié des mouvements significatifs de baisse des taux sans risque. **Les FRN Investment Grade affichent toutefois des performances « à l'équilibre »** depuis le début de l'année : +0,9% pour l'indice US<sup>16</sup> et -0,2% pour l'indice Europe<sup>17</sup>. A l'inverse, **les FRN High Yield sont davantage impactés** par la dégradation des fondamentaux des entreprises et par la hausse des taux de défaut et affichent pour l'indice Europe<sup>18</sup> une performance négative de -4,5% depuis le début de l'année.

Depuis début avril 2020, les mesures suivantes ont été prises au sein du portefeuille afin d'accompagner l'amélioration progressive du sentiment de marché :

- **Levée des protections via CDS sur les indices High Yield Euro et High Yield US.** Cette décision se justifie par la mise en place de la part de la Fed d'un programme de rachat de dettes High Yield US (Fallen Angels et ETF).
- **Renforcement de l'exposition à l'Investment Grade Euro et Investment Grade US principalement via des dérivés crédit (CDS)** permettant de bénéficier, grâce à des instruments nettement plus liquides que les obligations traditionnelles, de resserrements des primes de crédit sur le segment de l'Investment Grade.
- **Déploiement progressif des liquidités sur la thématique des « actifs à rendement » avec les Subordonnées Financières** (7% de l'actif au 20/08/20), notamment sur le segment des Perpétuelles Financières « à call court » (2022 ou inférieur) pour lesquelles nous estimons que la probabilité de remboursement anticipé de la part de l'émetteur est élevée. **En complément, nous avons légèrement augmenté notre exposition au High Yield** (23,2% de l'actif au 20/08/20) en privilégiant les secteurs défensifs et les ratings de meilleure qualité (« BB »).

**Compte tenu d'un environnement macroéconomique toujours incertain et volatile à l'approche des élections aux Etats-Unis, nous avons conservé un positionnement défensif au sein du fonds en privilégiant le segment Investment Grade dont les primes de crédit bénéficient du soutien des banques centrales via les différents programmes de rachat d'actifs Crédit. Tactiquement, nous avons progressivement déployé une partie de nos liquidités sur la thématique des « actifs à rendement » avec toutefois comme objectif de conserver une qualité de crédit solide à l'échelle du fonds (notation moyenne de « BBB » au 20/08/20) et de limiter notre exposition à des secteurs cycliques davantage sensibles à la hausse des taux de défaut anticipée sur le segment du High Yield.**

*Fonds transformé le 13/08/2019. En application de la directive MIF, les performances<sup>1</sup> seront disponibles lorsque le fonds aura 12 mois de track record.*

<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

<sup>14</sup> Indice ICE BofA Global Corporate (G0BC Index) : sur la base des ASW spreads au 20/08/20

<sup>15</sup> Indice ICE BofA Global High Yield (HW00 Index) : sur la base des ASW spreads au 20/08/20

<sup>16</sup> Indice Bloomberg Barclays US Floating Rate Notes Total Return Value Unhedged USD (BFRNTRUU Index) au 20/08/20

<sup>17</sup> Indice Bloomberg Barclays Euro Floating Rate Notes (LEF1TREU Index) au 20/08/20

<sup>18</sup> Indice ICE BofA Euro Floating Rate High Yield (HE0F Index) au 20/08/20

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

Paul Gurzal

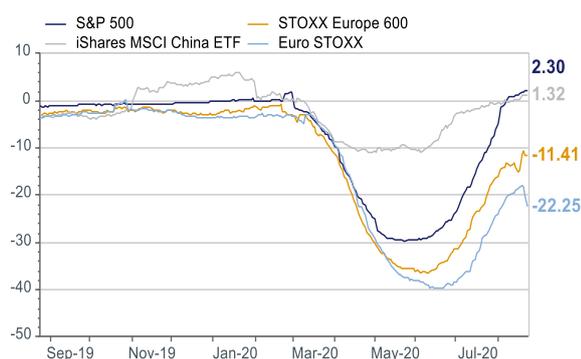
Responsable de la gestion Crédit

## C. GESTION ACTIONS

### LA FRANÇAISE LUX – INFLECTION POINT CARBON IMPACT GLOBAL ET LA FRANÇAISE LUX – INFLECTION POINT CARBON IMPACT EURO

Au cours de la période estivale, les marchés actions mondiaux ont poursuivi leur hausse (S&P +10,7%, Eurostoxx50 +3,3%, MSCI ACWI +9,8% – en monnaie locale) sous l'impulsion d'une saison de publications de résultats financiers du deuxième trimestre 2020 bien meilleure qu'attendue et de perspectives encourageantes pour la poursuite de la reprise. Depuis le début de l'année, les indices mondiaux affichent des performances disparates (S&P +6,2%, MSCI ACWI +2,8%, Eurostoxx 50 -11,3%).

#### Révisions des bénéfices par action



#### Performances des principaux indices actions

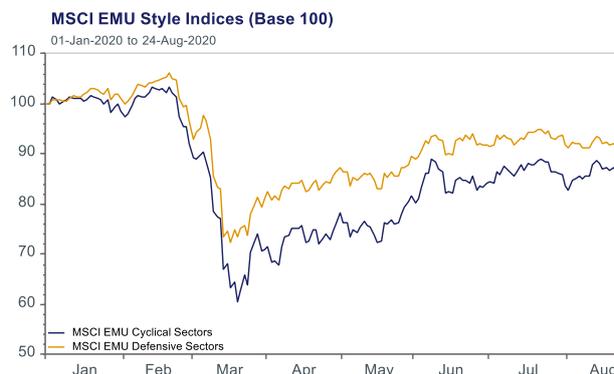


Source : Factset, 24/8/2020

Les estimations de résultats, après avoir atteint un point bas fin mai 2020, ont depuis été continuellement révisées à la hausse, participant à la performance des marchés.

En outre, le fait que les entreprises les plus exposées à la crise aient jugé avoir suffisamment de visibilité pour réinstaurer leurs objectifs de résultats pour l'année 2020, a servi de catalyseur aux marchés actions déjà fortement soutenus par les mesures de soutien des gouvernements et les nombreuses injections de liquidités des Banques Centrales.

Par ailleurs, les secteurs cycliques, plus touchés par la crise tels que l'automobile en Europe, se sont démarqués par la résilience de leurs résultats et des bilans plus solides qu'attendus. Il est donc peu étonnant que les secteurs cycliques aient continué de rattraper leur retard en Europe et de surperformer aux Etats-Unis.



Source : Factset, 24/8/2020

Les marchés mondiaux devraient continuer à être rythmés par les données à haute fréquence (nombre de nouveaux cas, avancées du développement d'un vaccin, données d'activités de toute forme) entraînant de la volatilité à court terme surtout si le rebond décélère. Les élections américaines, la guerre commerciale sino-américaine et le Brexit continuent à être des sources de volatilité. Le marché européen pourrait souffrir de la hausse de l'euro face au dollar, impactant sa compétitivité.

A horizon moyen terme sur les portefeuilles, nous restons prudemment constructifs et maintenons notre stratégie sur les actions en favorisant les dossiers de bonne qualité qui répondent à **nos thèmes d'investissement Carbon Impact** tels que la digitalisation et l'e-mobilité.

En termes de **secteurs**, nous favorisons les industrielles qui bénéficient de technologies de pointe notamment en matière d'électrification et les sociétés de technologie et de communication. Le secteur automobile commence également à prendre de l'ampleur dans notre stratégie via l'investissement sur les valeurs bien positionnées sur le véhicule électrique et la pile à combustible. En effet, grâce aux nouvelles réglementations plus strictes et aux stimuli gouvernementaux, ce secteur participe activement à la réduction des émissions carbone en adoptant le virage électrique.

Au cours de l'été, nous avons renforcé le secteur Industriel à travers les titres Vestas, Siemens Gamesa, UPS, Trane Tech et Weg et avons allégé le secteur de la Santé et des Financières.

Nous continuons à nous tenir à l'écart du secteur de l'Energie et restons prudents sur les Financières.

Les grandes proportions entre les catégories sociétés en transition énergétique / sociétés fournissant des technologies énergétiques sont restées inchangées.

*Les performances<sup>1</sup> de fonds La Française Lux – Inflection Point Carbon Impact Global I € sont : du 31/05/17 au 31/12/17 : 3,46%, 2018 : -9,77%, 2019 : 26,46%, YTD au 28/08/2020 : 2.91%.*

*Les performances<sup>1</sup> de fonds La Française Lux – Inflection Point Carbon Impact Euro € sont : 2016 : 3.49%, 2017 : 5.74%, 2018 : -18.07%, 2019 : 23.24%, YTD au 28/08/2020 : -0.89%.*

*<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.*

**Nina Lagron, CFA**  
Responsable de la gestion Actions

## MENTIONS LEGALES

### La Française Lux – Multistratégies Obligataires

- Générer une croissance du revenu et du capital (rendement total). Plus précisément, le compartiment vise à surperformer (net de frais) l'indice de référence d'au moins 3,5 % sur une période donnée de trois ans.
- Risques : ABS/MBS/TBA, obligations CoCo, obligations convertibles, crédit, devises, instruments dérivés, titres illiquides, inflation, taux d'intérêt, marché, contrepartie, défaut, liquidité. Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- Le prospectus de La Française LUX a été agréé par la CSSF le 9 mars 2020. La SICAV Lux a été constituée le 28/10/1998 (sous la dénomination « global strategy »). Le compartiment, La Française Lux-Multistratégies Obligataires a été créé en 2013.

### La Française Trésorerie

- L'objectif de La Française Trésorerie est de rechercher les opportunités de marché sur des maturités à court terme, dans le but d'offrir une performance égale à l'EONIA capitalisé, après déduction des frais de gestion.
- Risques : perte en capital, taux, crédit, produits dérivés, contrepartie. Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- Fonds FCP agréé par l'AMF le 21/01/2003

### La Française Rendement Global 2025

- Le fonds a pour objectif d'obtenir, sur la période de placement recommandée de 7 ans à compter de la date de création du fonds jusqu'au 31 décembre 2025, une performance nette de frais supérieure à celle des obligations à échéance 2025 émises par l'Etat français et libellées en EUR.
- Risques : perte en capital, taux, crédit, défauts, investissement en titres high yield dits spéculatifs, émergents, obligations convertibles, contrepartie, titres de créance subordonnés, dérivés, liquidité liée aux acquisitions et cessions temporaires de titres et/ou contrats d'échange sur rendement global (TRS). Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- Fonds FCP agréé le 13/07/2017, transformé en SICAV le 14/08/2018

### La Française Carbon Impact 2026

- Le fonds a pour objectif d'obtenir, sur la période de placement recommandée de 7 ans à compter de la date de création du fonds jusqu'au 31 décembre 2026, une performance nette de frais supérieure à celle des obligations à échéance 2026 émises par l'Etat français et libellées en EUR en investissant dans un portefeuille d'émetteurs filtré préalablement selon des critères ESG et analysés sous l'angle de leur compatibilité avec la transition énergétique selon une méthodologie définie par la société de gestion. Le fonds s'engage à avoir une moyenne pondérée des émissions de gaz à effet de serre du portefeuille par euro investis (scopes 1 et 2) au moins 50% inférieure à celle d'un univers d'investissement comparable que serait le composite 30% Bloomberg Barclays Global aggregate Corporate Index 70% ICE BofAML BB-B Global High Yield Index.
- Risques : perte en capital, taux, crédit, défauts, investissement en titres high yield dits spéculatifs, émergents, obligations convertibles, contrepartie, dérivés. Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- compartiment d'une Société d'Investissement à Capital Variable agréée le 14/08/2018 de droit français relevant de la directive 2009/65/ CE. Le compartiment a été agréé par l'AMF sous forme de SICAV le 22/10/2019

### La Française Sub Debt

- La Française Sub Debt est disponible uniquement pour les investisseurs professionnels comme défini ci-après. Les services d'exécution ne peuvent être fournis qu'aux investisseurs professionnels. Les investisseurs non professionnels sont exclus de ce marché. Les investisseurs professionnels ont les caractéristiques suivantes : bonne connaissance des produits financiers et des transactions ; expérience dans le secteur financier. La Française Sub Debt n'est pas disponible aux investisseurs non-professionnels à moins qu'ils reçoivent des conseils en investissement de professionnels ET que l'investissement dans le fonds soit pour un objectif de diversification uniquement ou qu'ils aient signés un mandat.

- L'objectif du Fonds est d'obtenir une performance annualisée supérieure à 7% sur un horizon de placement recommandé supérieur à 10 ans en s'exposant notamment sur des titres de dette subordonnés présentant un profil de risque spécifique et différent de celui des obligations classiques.
- Risques : perte en capital, taux, crédit, défaut, dérivés, contrepartie, obligations convertibles, obligations contingentes. Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- FCP agréée le 20/11/2009

#### La Française Global CoCo

- La Française Global CoCo est disponible uniquement pour les investisseurs professionnels comme défini ci-après. Les services d'exécution ne peuvent être fournis qu'aux investisseurs professionnels. Les investisseurs non professionnels sont exclus de ce marché. Les investisseurs professionnels ont les caractéristiques suivantes : bonne connaissance des produits financiers et des transactions ; expérience dans le secteur financier. La Française Global CoCo n'est pas disponible aux investisseurs non-professionnels à moins qu'ils reçoivent des conseils en investissement de professionnels ET que l'investissement dans le fonds soit pour un objectif de diversification uniquement ou qu'ils aient signés un mandat.
- L'objectif du fonds est d'obtenir une performance nette de frais supérieure à son indice de référence, le ICE BofA Merrill Lynch Contingent Capital EUR Hedged Total Return Index, sur un horizon de placement recommandé supérieur à 5 ans, en s'exposant notamment sur des titres de dettes subordonnées
- Risques : perte en capital, crédit, obligations contingentes, obligations convertibles, liquidité, dérivés, taux, volatilité, investissements en titres dits spéculatifs, pays émergents, contrepartie, preferred shares. Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- SICAV agréée le 14/08/2018.

#### La Française Global Floating Rates

- Le fonds a pour objectif d'obtenir, sur la période de placement recommandée de 2 ans une performance nette de frais supérieure à celle de :
  - o Euribor 3 mois capitalisé + 115 points de base pour les actions R O et R
  - o Euribor 3 mois capitalisé + 150 points de base pour les actions C O et I
  - o Euribor 3 mois capitalisé + 163 points de base pour les actions S O et S
- Risques : perte en capital, taux, crédit, défaut, investissement en titres spéculatifs, contrepartie, liquidité, titres de créance subordonnés, obligations contingentes, obligations convertibles, dérivés, liquidité lié aux swaps de performance (TRS). Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- SICAV agréée le 12/07/2019.

#### La Française Lux – Inflection Point Carbon Impact Global

- Contribuer à la transition vers une économie à faibles émissions de carbone tout en réalisant une croissance du capital à long terme.
- Risques : perte en capital, marchés émergents, actions, marché. Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- Le prospectus de La Française LUX a été agréé par la CSSF le 9 mars 2020. La SICAV Lux a été constituée le 28/10/1998 (sous la dénomination « global strategy »). Le compartiment, La Française Lux-Inflection Point Carbon Impact Global a été créé le 01/06/2015.

#### La Française Lux – Inflection Point Carbon Impact Euro

- L'objectif du Fonds est de contribuer à la transition vers une économie à faibles émissions de carbone tout en réalisant une croissance du capital à long terme. Il investit principalement dans des actions émises par des sociétés de la zone euro, engagées à réduire leurs émissions de carbone, à étendre leur stratégie visant à réduire les émissions de carbone et à remplacer les sources d'énergie fossile par des alternatives à faible émission carbone
- Risques : perte en capital, actions, marché. Pour plus d'informations, veuillez-vous référer à la section « Descriptions des risques » du prospectus disponible sur le site [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)
- Le prospectus de La Française LUX a été agréé par la CSSF le 9 mars 2020. La SICAV Lux a été constituée le 28/10/1998 (sous la dénomination « global strategy »). Le compartiment, La Française Lux-Inflection Point Carbon Impact Global a été créé le 12/09/2009.

## AVERTISSEMENT

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF

<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les informations contenues dans cette présentation ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les éléments d'information, opinions et données chiffrées sont considérés comme fondés ou exacts au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier et boursier du moment et reflètent le sentiment à ce jour du Groupe La Française sur les marchés et leur évolution. Elles n'ont pas de valeur contractuelle et sont sujettes à modification. Il est rappelé, par ailleurs, que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Compte tenu des risques d'ordre économique et boursier, il ne peut être donné aucune assurance que les produits présentés atteindront leur objectif.

Les produits référencés dans cette présentation ne sont pas nécessairement destinés à tous types d'investisseurs. Les investisseurs potentiels sont invités à lire attentivement la documentation réglementaire et commerciale y afférente (incluant notamment les risques encourus) et à procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui leur ont été fournies, à leur propre analyse des risques afin de vérifier l'opportunité de l'investissement au regard des objectifs recherchés, en recourant, au besoin, à l'avis de tous les conseils spécialisés en la matière.

En fonction de la stratégie du véhicule d'investissement, des données dites « internes » peuvent être différentes de celles mentionnées dans le prospectus. Il est important de rappeler que les données internes n'engagent pas la Société de Gestion qui demeure libre de les faire évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Dès lors, l'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que toutes les données présentées dans ce document, et qui ne seraient pas mentionnées dans le prospectus, ne sont qu'indicatives. L'investisseur doit baser sa décision d'investissement sur les seules informations portées à sa connaissance dans le prospectus. La Société de Gestion, en cas de dépassement ou de changement de données internes, ne procédera à aucune information particulière dès lors que ces modifications n'ont pas d'impacts sur le prospectus. La Société de Gestion entend par « données internes » un ensemble d'éléments tels que : limites de gestion internes, analyses économiques, commentaires des gérants. Cette liste n'est pas limitative.

La documentation commerciale et réglementaire (dont le prospectus de chaque fonds) est disponible sur le site du Groupe La Française ([www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)) et/ou sur simple demande auprès de votre interlocuteur financier habituel.

Conformément à la Directive MIF II (n°2014/65/UE), le client peut recevoir, sur demande de sa part, des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation du présent produit auprès de son conseiller.

Ce document est confidentiel, à usage strictement privé et destiné uniquement à l'information de la personne à laquelle il a été remis par le Groupe La Française. Aucune diffusion des informations contenues dans cette présentation n'est autorisée sous quelque forme que ce soit sans l'accord préalable écrit du Groupe La Française. Les noms, logos ou slogans identifiant les produits ou services du Groupe La Française sont la propriété exclusive de celui-ci et ne peuvent être utilisés de quelque manière que ce soit sans l'accord préalable écrit du Groupe La Française.

Cette présentation est réalisée par **La Française Asset Management**, société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP97076 le 1er juillet 1997 ; **La Française AM Finance Services**, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 et enregistrée à l'ORIAS sous le n° 13007808 le 4 novembre 2016, Carte Professionnelle délivrée par la CCI Paris Ile-de-France sous le n°CPI 7501 2016 000 010432 - Transaction sur Immeubles et Fonds de commerce.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) [www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr), Autorité des Marchés Financiers (AMF) [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org), Registre des Intermédiaires en Assurance (ORIAS) [www.orias.fr](http://www.orias.fr), Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) [www.cssf.lu](http://www.cssf.lu). Charte ISR et codes de transparence disponibles sur le site internet : [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)

**La Française AM • Société par actions simplifiée • Share capital of 17 696 676 € • RCS Paris 314 024 019 • TVA FR 18 314 024 019  
Investment company authorised by the AMF under n° GP9707076 du 01/07/1997 • [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)**