



# Flash La Française

## Rendement Global 2025

Achévé de rédiger  
le 21 | 04 | 2020



### ÉVOLUTION DE LA SITUATION SANITAIRE

A ce jour, près de 2 millions de personnes ont été testées positives au Covid-19 et le nombre de décès dépasse les 120 000 dans le monde. Les mesures de distanciations sociales semblent porter leurs fruits avec un ralentissement de la progression du virus en Europe et même aux États-Unis qui devient le pays le plus touché. Reste certains pays émergents qui inquiètent comme la Turquie, l'Inde ou le Brésil qui pourraient voir les nouveaux cas et nombre de décès progresser rapidement. L'Europe et les États-Unis se projettent désormais dans les stratégies de déconfinement et il semble que le retour à une activité normale ne puisse être envisagée avant des mois, voire des trimestres.

### QUEL POURRAIT-ÊTRE LE COÛT ECONOMIQUE DE CETTE CRISE SANITAIRE ?

L'exercice est rendu encore plus difficile par la nature du choc inédit ainsi que le calendrier et les modalités de sortie du confinement. À mesure que le confinement s'étend, les prévisions concernant l'importance de la récession s'aggravent. Pour 2020, le Fonds Monétaire International (FMI) anticipe une récession de plus de 7,5% pour l'Europe, de 5,9% pour les États-Unis et de 3% au niveau mondial. Pour 2021, ce dernier prévoit une croissance de +4,7% pour l'Europe et les États-Unis et de 5,8% au niveau mondial.

Une chose est sûre, le monde sera en récession profonde. Selon les systèmes sociaux nationaux et l'ampleur des politiques de soutien, les dettes publiques amortiront plus ou moins le choc mais les ménages et les entreprises ne seront pas épargnés.

### QU'EN EST-IL DES BANQUES CENTRALES ?

Les banques centrales sont allées au-delà des actions prises lors des précédentes crises. Des mesures spectaculaires ont notamment été initiées par la Réserve fédérale américaine (Fed) qui a augmenté son programme d'achats sur le marché secondaire. L'investissement initial de 20 milliards de dollars sur les programmes primaires et secondaires a été ainsi augmenté à 75 milliards de dollars<sup>1</sup>.

- Les obligations notées BBB-/Baa3 au 22 mars 2020 et dont les notations se sont dégradées à BB-/Ba3 sont désormais éligibles aux achats de la Fed.
- Les ETFs High Yield, initialement exclus, sont désormais éligibles si l'objectif du fonds est d'avoir une exposition aux marchés des obligations High Yield<sup>2</sup> américaines. Cette annonce, bien qu'elle n'élimine pas les risques de défaut des sociétés américaines fragiles (celles notées B et CCC) reste très positive pour le marché des obligations d'entreprises en éliminant le risque majeur de dégradation des émetteurs notés BBB et cantonnera une hausse généralisée des taux de défaut<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Source : FMI, avril 2020

<sup>2</sup> Les obligations « High Yield » sont des titres spéculatifs

<sup>3</sup> Incapacité pour un émetteur de rembourser sa dette

## UN MARCHÉ HIGH YIELD SOUS TENSION

Les actifs risqués sont fortement pénalisés par la crise sanitaire actuelle et en particulier le marché des obligations à Haut Rendement très dépendant des données macroéconomiques et du niveau de solvabilité des émetteurs. Les primes de risque sur l'indice High Yield Global<sup>4</sup> se sont écartés de plus de 400 points de base<sup>5</sup> depuis début février. Les marchés émergents et américains ont été plus significativement impactés avec un écartement des primes de risque de l'ordre de 430 points de base et 550 points de base respectivement. Par ailleurs, les émetteurs les moins bien notés (B et inférieur) ont été naturellement plus touchés avec notamment un écartement des primes de risque de plus de 500 points de base pour ceux notés « B » contre 380 points de base pour ceux notés « BB ».

L'inversion des courbes, avec la hausse anticipée des taux de défaut, a également accentué la sous-performance des obligations à court-terme par rapport aux émissions de plus longues maturités. Cette inversion des courbes s'applique également aux émetteurs notés BB et ceux dits « Investment Grade » c'est-à-dire de bonne qualité.

La récente annonce de la banque centrale américaine annonçant qu'elle allait procéder à des achats d'obligations à Haut Rendement a provoqué un rebond significatif des valorisations.

## DES DÉFAUTS À VENIR ... ET DES OPPORTUNITÉS

### LES DÉFAUTS SONT POUR L'HEURE CONTENUS, ILS SONT CEPENDANT ATTENDUS EN HAUSSE

**Il ne fait aucun doute que les taux de défaut vont augmenter à moyen terme par rapport au niveau actuel de 2%<sup>6</sup>. Toute la question est de savoir de combien ?**

De notre point de vue, la hausse des défauts ne sera pas aussi violente et homogène qu'anticipée par les agences de notations dont les plus pessimistes tablent sur 18% sur les 12 prochains mois<sup>7</sup>. Nous pensons que la hausse des défauts sera plus modérée car les besoins de refinancement des entreprises sont plus faibles que lors des précédentes crises (2001 et 2008)<sup>8</sup> surtout en Europe et parce que les mesures de soutien des gouvernements et des banques centrales ont été plus rapides et plus ciblées. Ce constat doit toutefois être nuancé selon les zones géographiques :

- Nous pensons que les pays émergents (qui affichent actuellement le taux de défaut le plus faible, en dessous de 1%) seront les plus impactés (notamment l'Amérique Latine et le Moyen-Orient) compte tenu du poids du secteur énergétique dans ces régions, des déséquilibres budgétaires et des besoins importants de refinancement en dollar dont le coût a significativement augmenté
- Nous estimons que le marché du High Yield américain sera aussi impacté en raison de son exposition aux secteurs de l'énergie et de la consommation cyclique
- Le marché européen devrait être moins affecté par sa plus faible exposition aux secteurs de l'énergie, des loisirs et du voyage (5%) et par des mesures de soutien plus larges
- De manière plus globale, les émetteurs de grandes tailles en Europe et aux Etats-Unis devraient bénéficier des mesures de soutien des gouvernements et des banques centrales (cas de la Fed plus haut), ce qui pourrait limiter la propagation et les hausses massives des défauts dans ces 2 zones contrairement aux pays émergents

### Capter les opportunités

Les problèmes de liquidité qui ont amplifié la baisse des marchés ainsi que la probable vague de dégradation de sociétés de notation Investment Grade à Haut Rendement qui commence à affecter les facteurs techniques en apportant des flux de capitaux supplémentaires sur le marché

4 Source : BofAML, avril 2020

5 Un point de base désigne en langage économique et financier un centième de point de pourcentage

6 Source des défauts : BofAML, mars 2020

7 Source : S&P et Moody's, mars 2020

8 Source : BofAML, mars 2020

des obligations à Haut Rendement) créent cependant des opportunités d'investissement intéressantes, en particulier sur les émetteurs européens et américains de bonne qualité.

## PERSPECTIVES SUR LE FONDS LA FRANÇAISE RENDEMENT GLOBAL 2025

Le fonds La Française Rendement Global 2025 a été impacté par son exposition partielle aux obligations notées B et aux secteurs cycliques (énergie, services, loisirs et transports, retail).

Dans ce contexte et étant donnée l'ampleur du choc économique à venir, nous essayons à la fois de positionner le portefeuille pour réduire les impacts marchés tout en conservant une exposition permettant de profiter d'un rebond de ces derniers le moment venu.

Partant de ces observations, nous avons pris les décisions suivantes :

- Nous restons à l'écart des pays émergents et particulièrement les l'Amérique Latine et le Moyen-Orient. La dépendance au pétrole de ces régions, les troubles sociaux dans certains pays et la hausse du coût de refinancement en dollar nous incitent à la prudence
- Nous privilégions les marchés Haut Rendement européen et américain. En Europe, nous serons très prudents sur notre allocation aux pays dits « périphériques », l'après-crise sanitaire pouvant être source de risques politiques. Quant aux États-Unis, ils semblent davantage en capacité de se relever rapidement de cette crise grâce aux mesures de soutien fédéral et à l'action de la Fed comme évoqué précédemment
- En termes sectoriel, nous allons renforcer nos expositions sur les secteurs les moins impactés par la crise sanitaire c'est-à-dire la technologie, les médias, les télécommunications, les emballages, l'alimentaire, la pharmacie et rester très prudents sur les secteurs liés à l'activité économique qui pourraient être exposés à une hausse du taux de défauts
- En termes de notation, nous allons renforcer nos expositions sur les émetteurs notés BB et B+ sur les régions et secteurs indiqués précédemment

Dans le respect de nos convictions actuelles, nous avons redéployé une partie de nos liquidités (environ 10% du portefeuille) au profit d'achats d'obligations sur le marché primaire et sur le marché secondaire :

- Dont 90% ont porté sur des émetteurs notés BB+ en moyenne permettant de rehausser la notation moyenne du portefeuille sans pénaliser le rendement<sup>9</sup> moyen
- Uniquement sur des émissions dont la maturité finale est 2025 et dont une grande partie ne comporte pas de clause de rappel anticipé permettant ainsi d'optimiser le rendement<sup>9</sup> à échéance du portefeuille et réduire les risques de réinvestissement en cas de normalisation du marché
- Dont les nouvelles émissions souscrites portent uniquement sur des obligations sécurisées qui offrent donc une protection plus importante pour les investisseurs par rapport aux obligations non sécurisées ou subordonnées

Ce redéploiement des liquidités a permis d'augmenter la diversification du portefeuille et de réduire ainsi les risques spécifiques d'une hausse du taux de défauts. Au 14/04/2020, le fonds est investi sur 156 obligations et 152 émetteurs.

Comme évoqué précédemment, nous avons participé aux émissions primaires suivantes :

- Dell 2025 (US, noté BBB-/BB+, leader mondial dans la technologie et équipements informatiques) qui est sorti sur un rendement de 6,5% en dollar<sup>10</sup>
- Nordstrom 2025 (US, noté BBB-, leader des magasins de luxe américains) qui est sorti sur un rendement de 8,75% en dollar

<sup>9</sup> Désigne le rendement visé par un investisseur conservant son placement – soit l'obligation - jusqu'à la maturité. Il s'agit du taux de rendement obtenu suite à l'investissement dans un produit de taux à l'échéance.

**Attention, le rendement n'est pas garanti.**

<sup>10</sup> Source : Bloomberg

- Ardagh (Irlande, noté BB, leader mondial du packaging en métal et en verre) qui est sorti sur un rendement de 5,25% en dollar

## SIMULATIONS SUR LA FRANÇAISE RENDEMENT GLOBAL 2025

La situation sur le marché des obligations à Haut Rendement se résume actuellement par un **taux de rendement<sup>11</sup> attractif**, qu'il faut néanmoins pouvoir **mettre en balance avec un scénario de taux de défaut** pour juger de la véritable opportunité offerte par ce marché. Dans ce contexte, nous avons souhaité réaliser des **simulations transparentes** sur la base de données historiques et sur nos propres convictions afin de **permettre à chacun de forger sa conviction sur la base d'éléments tangibles**.

Pour ce faire, nous avons réalisé les étapes suivantes :

1. **Transparisation** du fonds La Française Rendement Global 2025 au 10 avril, au niveau sectoriel, géographique et par notation.

### Répartition du fonds :

Secteurs	% de l'actif
Consommations non-cycliques	21%
Consommations Cycliques	18%
Financières	15%
Industrie	11%
Communications	10%
Energie	9%
Matières Premières	5%
Etat hors OCDE	3%
Technologie	2%
Etat OCDE	1%
Services Publics	1%

Notations	% de l'actif
BBB	3%
BB	28%
B	44%
CCC	20%

Zone géographique	% de l'actif
Zone Euro	42%
Europe hors Zone Euro	5%
Amérique du Nord	29%
Royaume-Uni	9%
Emergents	10%

<sup>11</sup> Désigne le rendement visé par un investisseur conservant son placement – soit l'obligation - jusqu'à la maturité. Il s'agit du taux de rendement obtenu suite à l'investissement dans un produit de taux à l'échéance. **Attention, le rendement n'est pas garanti.**

2. **Calcul des taux de défaut et des taux de recouvrement** lors des crises passées de 2000 et 2008 en suivant les répartitions du portefeuille transparisées. (Sources : Bloomberg, La Française, avril 2020)

**Rappel :** Le taux de défaut est le pourcentage d'entreprises dont le paiement de coupon ou le remboursement de la dette ne sera pas honoré sur une période.

Le taux de recouvrement est le pourcentage de la créance initiale que le fonds pourra recevoir au terme de la liquidation de l'entreprise en défaut.

#### Crise 2000

	Taux de défaut	Taux de recouvrement (unsecured)
2000	9%	35%
2001	13%	14%
2002	16%	27%
2003	10%	32%
2004	6%	55%
2005	5%	60%
<b>MOYENNE</b>	<b>10%</b>	<b>37%</b>
<b>CUMUL</b>	<b>58%</b>	

#### Crise 2008

	Taux de défaut	Taux de recouvrement (unsecured)
2007	2%	60%
2008	4%	40%
2009	13%	40%
2010	7%	50%
2011	3%	33%
2012	4%	50%
2013	3%	45%
<b>MOYENNE</b>	<b>5%</b>	<b>45%</b>
<b>CUMUL</b>	<b>36%</b>	

3. **Réalisation de perspectives sur les taux de défaut et taux de recouvrement à venir :**

a. Taux de défaut :

- L'impact macroéconomique de la crise sanitaire sera très important au 1<sup>er</sup> et au 2<sup>ème</sup> trimestre 2020 avec une reprise progressive au 3<sup>ème</sup> et au 4<sup>ème</sup> trimestre.

Le taux de défaut cumulé en 2008 était de 36% soit 5% annualisé. Nos hypothèses de projection de défauts d'ici 2025 sont de 31%, soit 4% en annualisé.

- Les taux de défaut projetés sont légèrement inférieurs à 2008 du fait de besoins de refinancement des entreprises à Haut Rendement inférieurs par rapport à ceux de 2008 et par des plans de soutien étatiques et des banques centrales plus rapides et bien plus importants que lors des crises précédentes.

b. Taux de recouvrement

- Nous avons par mesure de précaution retenu des taux de recouvrement proches de 2000, inférieurs à ceux de 2008.

	Taux de défaut	Taux de recouvrement (unsecured)
2019	3%	30%
2020	10%	30%
2021	7%	30%
2022	4%	40%
2023	3%	40%
2024	2%	40%
2025	2%	40%
<b>MOYENNE</b>	<b>4%</b>	<b>36%</b>
<b>CUMUL</b>	<b>31%</b>	

#### 4. Scénario de défaut à venir sur le fonds La Française Rendement Global 2025

Notre expertise sur le marché des obligations à Haut Rendement et sur les choix de valeur nous a historiquement permis d'éviter la plus grande partie des défauts enregistrés sur le marché. Nous devons néanmoins établir un scénario sur ce point :

- Scénario central : taux de défaut : 30% du taux de défaut enregistré sur le marché.
- Scénario pessimiste : taux de défaut : 50% du taux de défaut enregistré sur le marché

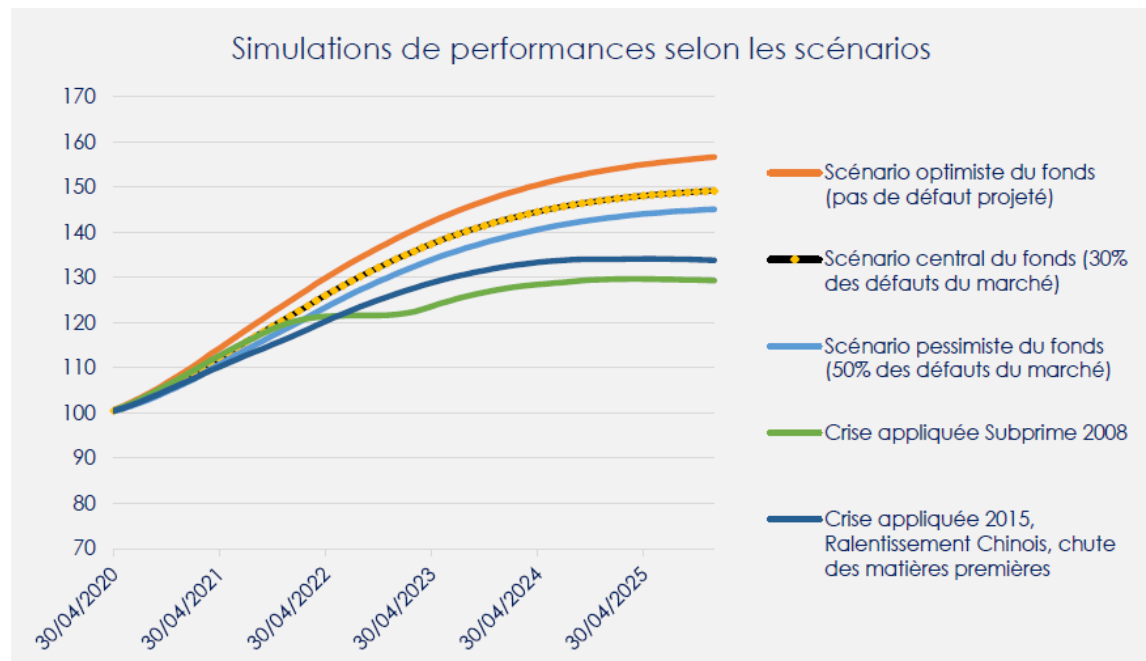
Le fonds La Française Rendement Global 2025 étant exposé à hauteur de 35% à des obligations sécurisées, lorsque les recouvrements historiques du marché portaient sur des obligations non sécurisées, nous retenons dans les deux scénarios un taux de recouvrement supérieur de 20% à la moyenne des taux de recouvrement historiques.

Scénario central	Taux de défaut (portefeuille)	Taux de recouvrement (portefeuille)
	30% du marché	1,2x le marché
2019	1%	36%
2020	3%	36%
2021	2%	36%
2022	1%	48%
2023	1%	48%
2024	1%	48%
2025	1%	48%
<b>MOYENNE</b>	<b>1,4%</b>	<b>43%</b>
<b>CUMUL</b>	<b>10%</b>	

Scénario pessimiste	Taux de défaut (portefeuille)	Taux de recouvrement (portefeuille)
	50% du marché	1,2x le marché
2019	1.5%	36%
2020	5%	36%
2021	3.5%	36%
2022	2%	48%
2023	1.5%	48%
2024	1%	48%
2025	1%	48%
<b>MOYENNE</b>	<b>2,2%</b>	<b>43%</b>
<b>CUMUL</b>	<b>15.5%</b>	

Les simulations ont été réalisées à taux de rendement inchangé et sans acte de gestion pour davantage de transparence.

## Résultats des simulations basées sur La Française Rendement Global 2025 – Part R :



Scénarios de performances, base 100 au 16/04/2020	Performances simulées cumulées au 31/12/2024	Performances simulées annualisées au 31/12/2024
Scénario optimiste du fonds (0 défaut projeté)	53.81%	9.60%
Scénario central du fonds (30% des défauts)	47.25%	8.58%
Scénario pessimiste du fonds (50% des défauts)	43.20%	7.94%
Crise appliquée 2000, éclatement bulle télécom	5.28%	1.10%
Crise appliquée subprime 2008	29.61%	5.68%

La crise actuelle aura un impact négatif inévitable sur la hausse des défauts et cette évidence pénalise déjà significativement la performance du marché des obligations à Haut Rendement ainsi que le fonds La Française Rendement Global 2025.

Selon les scénarios de défaut appliqués au portefeuille, et dans la mesure où nous excluons actuellement un scénario proche de la crise de 2000, il nous semble que le fonds offre aujourd'hui des perspectives intéressantes de rebond.

Les simulations de performances du tableau ci-dessus sont réalisées à horizon 31/12/2024 dans la mesure où la dernière année est simulée avec des positions majoritairement monétaires.

Source du graphique : Bloomberg, La Française, axe des ordonnées : base 100 au 16/04/2020

Source du tableau : La Française, Bloomberg, 10/04/2020. Simulations réalisées sur La Française Rendement Global 2025, Part R (frais courants au 30/06/2019 de 1,26%). Les performances simulées ne constituent pas une indication fiable des résultats futurs. Ces estimations sont fournies exclusivement à titre informatif et ne devraient pas être considérées ni comme une recommandation d'achat ou de vente de titre ni comme un conseil d'investissement. Veuillez utiliser les informations fournies par ces simulations avec précaution. Par essence, ces informations ne reflètent pas les performances actuelles générées. Les données affichées ci-dessus reposent sur différents facteurs et hypothèses et impliquent d'importantes vues et analyses subjectives. De telles hypothèses, vues, et analyses peuvent être incorrectes ou peuvent changer sans préavis.



#### 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 La Française, compartiment La Française Rendement Global 2025 le 14/08/2018

#### Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

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](http://www.amf-france.org)). 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.

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](http://www.la-francaise.com)



**LA FRANÇAISE**  
investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - France  
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00  
Fax +33 (0)1 44 56 11 00

[www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)