



NOTE DE RENTRÉE

Achevé de rédiger
le 06 | 09 | 2021



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Nouvelle rentrée, nouveau format. Dans un contexte macroéconomique et financier rempli d'incertitudes malgré un retour de la croissance, La Française AM vous livre sa lecture des marchés ainsi que ses convictions pour aborder la fin d'année.

POINT MARCHÉ



Jean-Luc HIVERT

Président et Directeur des
Investissements de LFAM

La synchronisation des politiques budgétaires et monétaires, la progression de la vaccination et la réouverture progressive des économies ont permis à l'économie mondiale de rebondir fortement : la **reprise économique n'est toutefois pas synchrone entre les différentes régions du monde** et les secteurs d'activité.

La croissance de l'économie mondiale devrait s'établir à 6% en 2021 selon les dernières projections du FMI. Les perspectives ont été progressivement réhaussées pour les pays développés, et pour les pays émergents, elles demeurent globalement inchangées à 6,3%. Quant à **la Chine**, après avoir été le premier moteur de la relance mondiale, le pays fait face à un ralentissement de son activité sur fond de résurgence de l'épidémie et d'épuisement de l'effet de rattrapage.

Aux États-Unis, l'administration de Joe Biden a injecté près de 1 900 milliards de dollars (9% du PIB) en mars 2021 après 900 milliards de dollars en décembre 2020. Des **mesures de relance budgétaire supplémentaires** sont attendues au deuxième semestre 2021. Parallèlement, l'Union Européenne a commencé à distribuer les fonds de son plan de relance « Next Generation EU », de 750 milliards d'euros dont la majorité des montants sera engagée sur la période 2021-2023¹. Les pays bénéficiaires ont un programme de réformes et d'investissements en ligne avec les objectifs de l'Union Européenne en termes de transition climatique et numérique.

Du côté des banques centrales, la Fed et la BCE sont restées prudentes, considérant les **pressions inflationnistes comme transitoires**. Toutefois, la Fed opère une communication efficace et prépare les marchés à une diminution de ses achats d'actifs d'ici la fin de l'année comme l'ont déjà fait les banques centrales du Royaume-Uni, du Canada et de l'Australie. Quant aux **pays émergents**, ils sont parfois dans une **situation plus complexe**. Ainsi, les banques centrales du Brésil, de la Russie, de la Turquie, de la Hongrie, et du Chili ont augmenté leurs taux directeurs sous l'effet des pressions inflationnistes liées au rebond des matières premières, alors même que faute de vaccination massive, leurs économies continuent de souffrir des contraintes sanitaires.

La plus grande inquiétude des investisseurs à l'heure actuelle reste **le risque sanitaire**. La hausse du nombre de cas aux États-Unis, le retard pris dans la vaccination, la perte d'efficacité du vaccin face au variant delta sont des sujets qui alimentent cette inquiétude. La stratégie zéro COVID de certains pays (Asie, Japon, Australie, Nouvelle-Zélande) pourrait également se trouver en difficulté et perturber de nouveau les chaînes de productions mondiales. Il faudra alors s'attendre à **des révisions de croissance à la baisse**, sur la Chine en premier lieu ainsi qu'aux États-Unis.

Dans ce contexte incertain, nous avons identifié des thématiques résilientes susceptibles de profiter de la reprise du cycle économique mondial :

High Beta

Stratégie décorrélée des
mouvements de taux

ESG

Perspectives de
croissance pérenne

Actions

Poursuite d'une
tendance positive

¹ Bloomberg, données à août
2021

HIGH BETA – DETTES SUBORDONNÉES

Les performances des segments de dettes subordonnées ont été très satisfaisantes en absolu depuis le début de l'année, et ce en particulier sur les dettes bancaires perpétuelles européennes dites Additional Tier 1 (AT1), surnommées CoCos, qui enregistrent une pointe à +5,9% de performance pour le gisement EUR et à +4,2% pour le gisement USD, tandis que les dettes subordonnées d'assurance (Tier 1 et Tier 2) ont progressé de +1,9% et les dettes non-financières Corporate Hybrides de +2,5%². **Très clairement, les titres « High Beta », c'est-à-dire avec une base de spreads élevée, ont surperformé les autres titres, qui ont été de leur côté davantage sensibles aux soubresauts des taux souverains.**

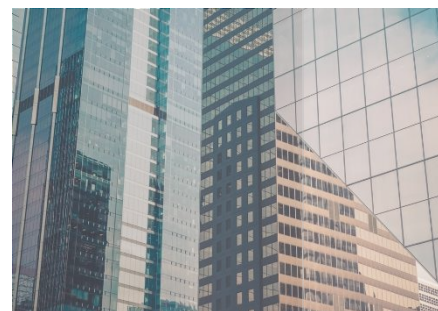
Le marché des dettes subordonnées européennes devrait selon nous bénéficier de conditions toujours favorables durant le trimestre à venir, à savoir :

- Des **fondamentaux** d'entreprises financières et non-financières résilients et en amélioration grâce à la réouverture progressive de l'économie mondiale,
- Des **banquiers centraux** européens peu pressés de resserrer la politique monétaire tout en continuant de tenir les taux européens et les spreads du gisement crédit Investment Grade grâce aux programmes d'achats de titres (APP et PEPP),
- Une **pénurie de titres obligataires en EUR offrant des rendements positifs**,
- Des **valorisations intéressantes en valeur relative et d'un point de vue historique**, et ce particulièrement pour les AT1 CoCos.

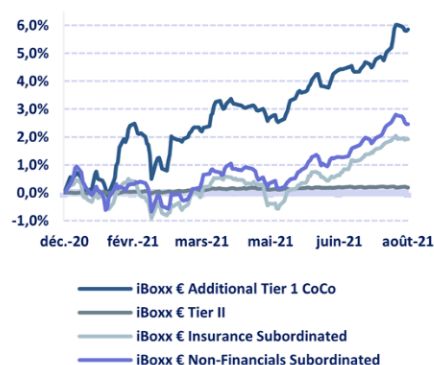
Nous maintenons par conséquent notre avis favorable sur les dettes subordonnées qui recèlent des spreads confortables en relatif et une sensibilité aux taux moindre. Notre ordre de préférence par gisement est le suivant : (i) les AT1 CoCos en EUR, (ii) les AT1 CoCos en USD, (iii) les Corporate Hybrides en EUR, (iv) les dettes subordonnées d'assurance Restricted Tier 1, (v) certaines Tier 2 bancaires en EUR de banques de second rang.

Dettes bancaires AT1 CoCos & Tier 2 :

La BCE a affermi au cours de la crise du Covid-19 sa mainmise sur le secteur bancaire afin d'en protéger la santé bilancielle. L'autorisation de la reprise des distributions de dividendes et des rachats d'actions et la publication des stress-tests fin juillet nous **confortent dans la robustesse des bilans bancaires**. Ces derniers ont été préservés durant les derniers trimestres et ne devraient, selon nous, pas se détériorer

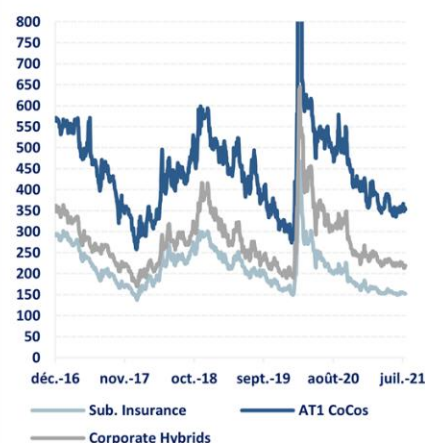


Évolution de la performance des indices subordonnés iBoxx €, indexés à la fin 2020 (total return ; en %)



Sources : La Française, Bloomberg, Markit. Données au 13 août 2021. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs.

Spread vs. obligations souveraines moyen d'indices de dettes subordonnées en EUR



Sources : La Française, Bloomberg, Credit Suisse. Données au 13 août 2021.

² Indices Markit iBoxx au 13/08/2021 en performance YTD

véritablement au cours des prochains trimestres. Les niveaux de solvabilité devraient se réduire pour revenir aux niveaux pré-crise, tandis que les créances douteuses futures sont d'ores et déjà correctement provisionnées. **Le secteur poursuit sa concentration**, que ce soit de gré (CaixaBank & Bankia, Intesa & UBI Banca) ou de force (Monte dei Paschi peut-être avec UniCredit), ce qui est positif en termes de perspectives de rentabilité et de solidité financières.

Les valorisations des **AT1 en EUR** sont attractives en termes de rendement (2,8% de rendement au call moyen) et il s'agit de l'un des **rares gisement du marché du crédit européen dont les spreads moyens demeurent plus écartés qu'avant la crise** (voir graphique ci-contre). Les AT1 européennes libellées en USD offrent un rendement de 3,1%, ce qui est inférieur en moyenne au gisement EUR une fois ajusté du coût de couverture de la devise, et nous paraissent moins attractives sur certains points de courbes éloignés, en raison d'une pente de spreads assez faible. Enfin, nous trouvons de la valeur dans certaines souches Tier 2 en EUR de banques de second rang notées en catégorie High Yield, notamment en Espagne. Les AT1 en dehors de l'Europe et les Preferred Shares US (Tier 1 américaines) nous semblent moins intéressantes en valeur relative en raison de leur base de spreads et de leurs liquidités souvent plus faibles.

Dettes Corporate Hybrides et dettes subordonnées d'assurance :

Ces deux gisements ont vu leur performance décoller tardivement cette année grâce à la détente des taux souverains, et gardent donc une sensibilité naturelle plus forte aux évolutions des taux. Le **potentiel de resserrement des spreads nous semble faible sur les Tier 2 et anciennes Tier 1 d'assurance**, tandis que les nouvelles Tier 1, dites Restricted Tier 1, recèlent de la valeur en spread selon nous. Du côté des Corporate Hybrides, nous trouvons de la valeur sur des émissions notées en catégorie High Yield telles que Telefonica, SES, Repsol ou EDF, qui offrent des rendements attractifs par rapport à des dettes senior unsecured comparables.

Ratio moyen des créances douteuses (Non-Performing Loans ; NPL en % des prêts) et ratio de fonds propres réglementaires Common Equity Tier des banques européennes



Sources : La Française, Bloomberg, indices Bloomberg Barclays.
Données au 13 août 2021

Nous trouvons encore beaucoup d'attractivité sur le gisement de la dette subordonnée, du fait de fondamentaux bien orientés, et d'un portage élevé pour des titres de crédit de catégories BBB-BB en moyenne. Ils conservent par ailleurs un potentiel de surperformance via les spreads, dans un environnement de taux faibles et peu volatils grâce à la BCE.

Paul GURZAL, Responsable de la Gestion Crédit

Jérémie BOUDINET, Gérant de portefeuille & Analyste Crédit

HIGH BETA – DETTES HIGH YIELD

Les **facteurs techniques restent très puissants** dans un contexte de recherche de rendement. Le High Yield (HY) est, avec la dette subordonnée, la seule classe d'actifs obligataire liquide à offrir des rendements réels positifs (i.e. : rendements nominaux ajustés de l'inflation). En Europe, le rendement moyen nominal de la dette des États est de 0%³ et celui de la dette privée dite « Investment Grade » est de 0,28%⁴.

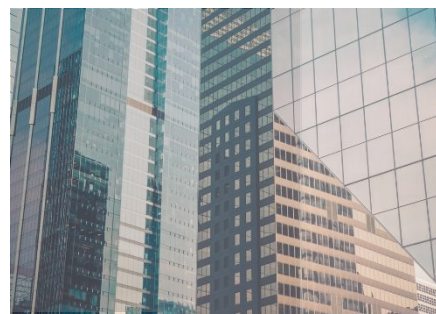
Par ailleurs, les **perspectives de défaut sur la dette HY restent très favorables en particulier en Europe et aux États-Unis** grâce à la reprise économique post crise sanitaire et grâce au soutien des banques centrales. La **situation financière des entreprises s'est nettement améliorée** avec un taux d'endettement qui revient au niveau pré-Covid (voir graphique ci-contre).

Enfin, la **liquidité des entreprises n'a jamais été aussi élevée** face à des **échéances très faibles** (à peine 7% du stock de dette des entreprises HY en Europe et aux États-Unis est exigible sur les deux prochaines années vs une position de cash dans les bilans de 30% de l'encours de la dette brute). La situation est un peu différente et **moins favorable sur les marchés émergents**.

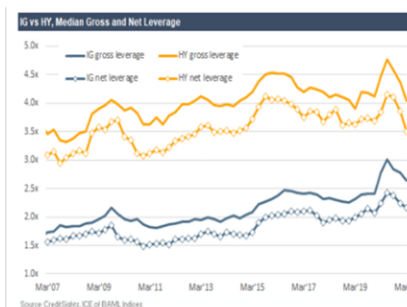
Nous gardons inchangées nos prévisions de défaut pour 2021 : +3,5% pour le HY américain en baisse de 50% en 2021, +2,5% pour le HY européen (stable) et entre +4 et +7% pour le HY émergent. Les **conséquences tant redoutées de la fin des aides étatiques** en Europe et aux États-Unis sur la **solvabilité des entreprises** seront **négligeables** de notre point de vue. A titre d'exemple, en France selon les dernières statistiques de BPI France, 67% des Plans Garantis par l'État (PGE) accordés n'ont jamais été utilisés et moins de 2% concernent des entreprises HY françaises. Dans les faits, 99% des PGE ont été contractés par des très petites entreprises (TPE).

Du côté macroéconomique, **nous n'identifions pas d'éléments de rupture à court-moyen terme** de nature à impacter la reprise économique et les conditions financières actuelles. La situation sanitaire encore fragile dans les pays émergents, le « tapering » de la Fed et les élections allemandes peuvent créer un peu plus de volatilité sur les marchés mais ne constituent pas des éléments de rupture pouvant provoquer un écartement significatif des spreads de crédit et une augmentation soudaine des défauts.

S'agissant des dettes HY asiatique et chinoise dont nous étions à l'écart depuis le début d'année, nous adoptons une vue plus « constructive ».



Évolution des ratios de levier brut et net aux États-Unis



Sources : CreditSight, ICE of BAML Indices.

³ Indice ICE BOA ML, ticker « W0GE », à fin août

⁴ Indice ICE BOA ML, ticker « ER00 », à fin août

Nous commençons à saisir quelques opportunités, notamment en Chine sur certains émetteurs « best in class », qui présentent des fondamentaux solides mais qui ont souffert de tensions récentes. Plus précisément, nous privilégions les émetteurs « BB » ou « CrossOver » qui bénéficient d'une bonne liquidité, d'un bilan solide et disposent d'actifs de qualité.

En effet, le **différentiel de prime de risque** entre le marché HY chinois⁵ et le marché HY mondial⁶ est au plus haut depuis 2011 à 720 pbs, soit à 3 écarts types de la moyenne historique (250 pbs). Aux niveaux actuels, 1080 pbs de spreads pour le HY chinois et 812 pbs sur le HY asiatique⁷, les marchés anticipent respectivement un taux de défaut de 15,5% et 12% à horizon 12 mois (en retenant une hypothèse de taux de recouvrement de 30%). Ce niveau intègre désormais largement les cas spécifiques de sociétés actuellement en difficulté, comme par exemple Evergrande, et qui, de notre point de vue, est incompatible avec la situation des économies dans cette région.

Ce différentiel de spreads ne se justifie pas par un différentiel de croissance économique entre la Chine et le reste du monde. Les prévisions de croissance pour la Chine pour 2021 restent au-dessus de la moyenne des pays développés (+8% pour la Chine vs 6% pour les pays développés). Il **traduit davantage une résurgence des risques spécifiques** suite à une politique volontairement restrictive du gouvernement chinois pour limiter les risques de bulle sur le marché immobilier et pour contrôler le niveau d'endettement des entreprises (la politique des « **3 Red Lines** » s'inscrit dans ce cadre). La volonté du gouvernement chinois n'est pas de provoquer une vague de faillite incontrôlée mais **plutôt d'éliminer les entreprises non performantes** pour une meilleure allocation des ressources à terme. En Chine, les défauts sont « encadrés » par le pouvoir central en fonction de prérogatives politiques, économiques et sociales. La recapitalisation récente de Huarong en est la parfaite illustration.

Différentiel de prime de risque entre le marché HY chinois et le marché HY mondial



Sources : Bloomberg, données au 25/08/2021.

Dans cet environnement, nos vues sur la dette HY restent inchangées. Nous maintenons une perspective positive sur la classe d'actifs pour le reste de l'année avec des spreads de l'indice global⁶ qui devraient continuer à évoluer dans un canal de 320-360 pbs (350 pbs actuellement). Le portage constituera selon nous l'essentiel de la performance pour le 4^{ème} trimestre 2021. Le seul changement de stratégie par rapport au début d'année concerne la dette émergente et notamment le HY asiatique et chinois. En effet, nous commençons à saisir quelques opportunités post écartement des spreads de 350 pbs⁵⁻⁷ après la faillite de China Fortune Land et les événements spécifiques sur Evergrande (le plus gros promoteur en Chine) et Huarong (structure de défaisance de l'État chinois).

Paul GURZAL, Responsable de la Gestion Crédit
Akram GHARBI, Responsable de la Gestion Crédit High Yield

⁵ Indice ICE BOA ML, ticker « ACYC »

⁶ Indice ICE BOA ML, ticker « HW00 »

⁷ Indice ICE BOA ML, ticker « ACHY »

ESG – TAUX

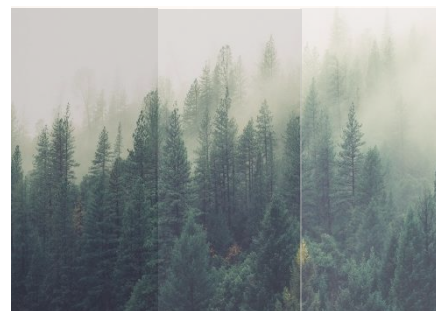
L'actualité nous rappelle que les effets du changement climatique sont réels et ne peuvent être ignorés. Nous assistons partout dans le monde à une **multiplication des événements climatiques extrêmes** avec un **coût des dommages toujours plus important**. L'impact sur les économies risque d'être particulièrement important au cours des prochaines décennies si rien n'est fait pour limiter le réchauffement climatique au niveau mondial et réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES). Nous comprenons bien l'urgence à agir dès aujourd'hui pour les États et à accélérer la transition vers une économie bas carbone.

Le marché de la dette souveraine ESG (Environnement, Social, Gouvernance) semble suivre la tendance du marché du crédit obligataire avec quelques années de décalage. L'intérêt pour les obligations labellisées vertes, sociales et/ou durables est en nette hausse. 2021 s'annonce comme une **nouvelle année record pour les émissions souveraines et quasi-souveraines** labellisées avec 150 milliards de dollars de nouvelles émissions à fin juillet 2021, soit peu ou prou le niveau pour toute l'année 2020.

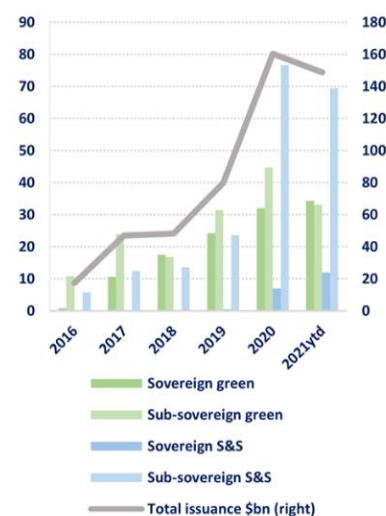
L'Europe domine le marché et particulièrement la France, l'Italie et l'Allemagne qui ont émis plus de 23 milliards d'euros d'obligations vertes. Le marché des obligations labellisées est relativement avancé en Amérique Latine et notamment au Chili, particulièrement actif dans ce domaine car il représente 50% des émissions labellisées dans l'indice de référence de la dette Emergente en dollar de JP Morgan (souverain et quasi-souverain).

Nous pensons que le **marché des obligations vertes souveraines, va continuer de se développer au cours des prochaines années**, offrant ainsi des sources d'opportunités nouvelles pour les investisseurs obligataires. Le défi de transition énergétique est considérable et nécessite un engagement fort des États. Nous assistons à une prise de conscience globale et de nombreux pays mettent à jour leurs engagements climatiques pris dans le cadre de l'Accord de Paris (Contributions déterminées au niveau national, CDN). Certains ont revu à la hausse leurs ambitions de réduction des émissions de GES et pris un engagement de neutralité carbone en 2050.

La Chine par exemple, premier consommateur d'énergie et émetteur de GES, tente de rattraper son retard en **formulant de nouveaux engagements climatiques**, qui manquent encore d'ambition. Elle annonce qu'elle atteindra la neutralité carbone avant 2060 ainsi que 25% d'énergie non fossile dans sa consommation énergétique primaire d'ici à 2030 (versus environ 16% actuellement).



Évolution annuelle des émissions labellisées (Green, Social & Sustainable en milliards de dollar)



Sources : HSBC, La Française AM, données au 31/07/2021.

112

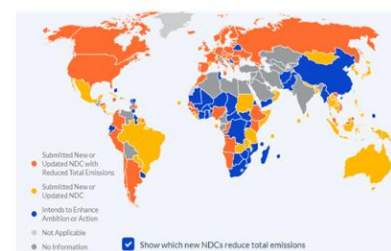
countries (49.8% of global emissions) have submitted a new or updated NDC

67

countries (31.8% of global emissions) have submitted a new or updated NDC with reduced total emissions compared to their previous NDC

52

countries (30.7% of global emissions) have stated their intention to enhance ambition or action in a new or updated NDC



Source : ClimateWatch – NDC Enhancement Tracker

Son objectif de réduction d'intensité carbone est de plus de 65% d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 2005.

Le Royaume-Uni a formulé un engagement ambitieux en avril 2021 et **acquiert une véritable crédibilité climatique** alors qu'il accueille la COP26 en novembre : réduire ses émissions de 78% d'ici 2035 par rapport aux niveaux de 1990, ce qui reviendrait à diviser par deux ses émissions de 2019. Le Royaume-Uni est un pays leader de la décarbonation dans le monde avec un fort déploiement des énergies renouvelables sur les dernières années.

Aux États-Unis, deuxième émetteur mondial de gaz à effet de serre et important producteur d'énergie, l'arrivée de Joe Biden et le retour au sein de l'Accord de Paris marque une véritable **rupture en termes de politiques climatiques avec son prédécesseur** : les États-Unis s'engagent désormais sur une réduction de leurs émissions de 50 à 52% d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 2005. Plus en détail, le secteur électrique devrait atteindre la neutralité carbone en 2035, ce qui nous paraît très ambitieux : nous manquons à ce stade de précisions sur les différentes mesures qui seront prises pour y parvenir mais les perspectives sont très positives et nous sommes dans l'attente du futur plan d'infrastructures.

L'Europe conserve une avance notable. En juillet 2021, la Commission Européenne a notamment publié « Fit for 55 » : un **ensemble de mesures visant à crédibiliser l'engagement de réduction d'émissions** de 55% à horizon 2030 par rapport aux niveaux de 1990 et à franchir ainsi une nouvelle étape dans la décarbonation de l'Union Européenne dans les secteurs du transport, du bâtiment, de l'industrie. Parmi ses mesures, l'introduction d'un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF) ; une taxe carbone ambitieuse aux frontières de l'Union Européenne pour éviter les « fuites de carbone » (les délocalisations d'activités liées à la fiscalité carbone). Ce schéma opérationnel devrait être en vigueur en 2026.

La Transition vers une économie bas carbone présente des risques et des opportunités pour les pays qu'il convient d'être en mesure d'analyser. Ainsi l'Europe s'affiche comme un leader de la transition énergétique et nous privilégions les dettes des pays très engagés dans les énergies renouvelables, tels que le Royaume-Uni, l'Espagne ou encore l'Italie. Les dernières annonces aux États-Unis nous semblent prometteuses mais cela mérite la concrétisation des investissements pour constater les premiers effets vertueux. Dans le monde émergent, nous avons une forte exposition à la Roumanie, qui s'est engagée à sortir du charbon à horizon 2032 et qui ressort comme un « climate winners » avec une faible intensité carbone.

Maud MINUIT

Responsable Gestion Obligataire, Total Return, Cross Asset

ESG – CRÉDIT

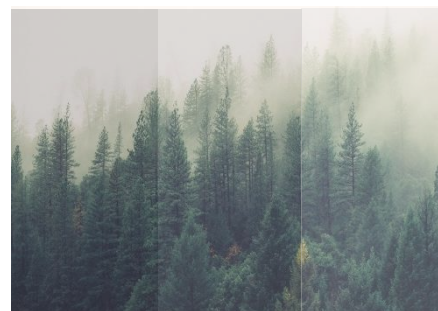
La thématique de l'ESG sur le marché du crédit obligataire n'est plus seulement une vague de fond, mais bien un **véritable changement de paradigme**. Ces évolutions sont visibles en premier lieu avec l'explosion des émissions labellisées ESG, mais en dépassent largement le cadre. En effet, tout concourt à une mutation du marché du crédit pour **prendre en compte les contraintes et opportunités de l'ESG** : réglementations, orientations de politiques budgétaires, fiscales et monétaires, impacts sur les plans stratégiques des sociétés, sur leurs notations financières et, donc, sur leurs valorisations.

Les émissions labellisées ESG (vertes, sociales, durables et les Sustainability-Linked Bonds) ont déjà dépassé sur le premier semestre 2021 (531 milliards de dollars selon nos données) le total émis en 2020. Cette tendance vient à la fois des émissions souveraines et quasi-souveraines, mais aussi des entreprises, dont les émissions ESG ont quintuplé en glissement annuel sur le semestre, d'après Morgan Stanley, dont 45 milliards d'euros rien que sur le gisement Investment Grade (IG) en EUR depuis le début de l'année.

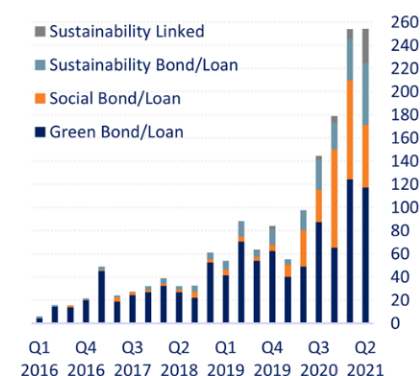
Voici les principales tendances à venir que nous identifions :

- **Enfin une vraie diversité sectorielle !** Longtemps réservées au marché IG, et plus particulièrement aux valeurs financières et services aux collectivités (utilities), les émissions ESG gagnent véritablement le HY et des secteurs plus variés. Bien sûr, en proportion, les émissions ESG IG resteront très majoritaires (elles représentent près de 90% des émissions ESG en 2021) du fait de la structure même du marché du crédit obligataire européen, mais les volumes croissent sensiblement sur le HY avec des souches de taille benchmark (montant supérieur ou égal à 500 millions d'euros) et selon nous, cela n'est pas près de s'arrêter.

- **Les Sustainability-Linked Bonds (SLB) vont fortement croître.** La BCE a accepté fin 2020 l'éligibilité de ces titres à ses programmes d'achats d'actifs, ce qui devrait contribuer de manière durable à l'essor de ce segment de marché. C'est une bonne chose puisque cela permet à de nouvelles entreprises d'émettre tout en identifiant clairement des objectifs liés à la durabilité. Cependant la multiplication de ce genre d'opérations met en évidence la difficulté – voire l'impossibilité – de suivre et de juger l'ensemble des indicateurs de performance de durabilité qui diffèrent pour chaque émission et chaque émetteur. Ainsi donc, la valorisation des SLB est la même que celle des émissions classiques et ne prend pas en compte le « step-up » de coupon potentiel en cas de non-atteinte des objectifs... Les ambitions des SLB sont donc variables, tout comme leurs structures, qui peuvent permettre certains abus, comme des possibilités de remboursement anticipé de l'obligation avant même le déclenchement possible du



Évolution trimestrielle des émissions labellisées ESG à l'échelle mondiale (montants en milliards de USD)



Sources : Bloomberg, La Française. Données à fin juin 2021.

Répartition sectorielle des émissions labellisées ESG en circulation à l'échelle mondiale (en % des montants émis)



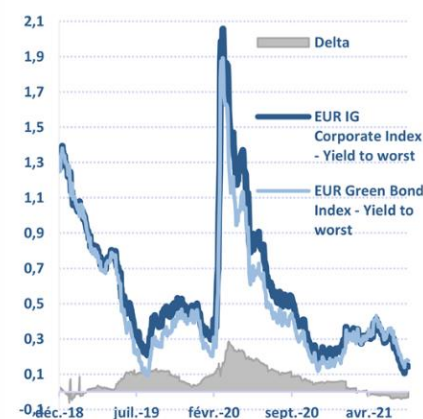
Sources : Bloomberg, La Française. Données à fin juin 2021.

« step-up », ou l'usage des fonds levés pour payer un dividende à l'actionnaire.

- **La standardisation des Green Bonds en ligne de mire.** La Commission européenne a publié le 6 juillet 2021 sa proposition de cadre législatif pour le « **European Green Bond Standard (EU GBS)** », qui pourrait être mis en application courant 2022. Pour résumer la mesure phare de la proposition : tous les Green Bonds sujets à ce standard devront être pleinement **alignés avec la Taxonomie européenne**, dont la publication des derniers actes délégués est attendue pour fin 2021. C'est une initiative très positive selon nous, qui permettra d'augmenter la comparabilité des Green Bonds d'entreprises et d'en mesurer l'ambition plus facilement. Peut-être cela mettra-t-il un frein à la croissance à tout-va des Green Bonds, étant donné que les montants émis devront être alignés à 100% avec les activités Green telles qu'identifiées par la Taxonomie ?

- **Le « Greenium », c'est terminé pour le moment.** Ce concept, qui définit la prime de valorisation dont peuvent jouir les émissions ESG, ne devrait selon nous plus être d'actualité pour le gisement des obligations d'entreprises. Cela est d'ores et déjà visible si l'on compare un indice IG en EUR classique avec un indice Green (voir graphique ci-contre), mais nous estimons par ailleurs que, **à moins d'un fort regain de volatilité**, il est beaucoup moins probable que les émissions labellisées ESG puissent significativement traiter à des prix supérieurs à des titres non-ESG comparables. En effet, la croissance des émissions ESG est telle qu'elles « remplacent » de manière croissante le marché non-ESG, ce qui normalise selon nous les distorsions entre demande et offre, ce d'autant que l'offre de fonds à typologies ESG (Article 8 ou 9 selon la réglementation SFDR) croît elle aussi fortement et prend le pas de plus en plus sur les allocations vers des fonds obligataires classiques.

Rendement des indices Corporate IG€ et Corporate Green Bonds € et différentiel (en %)



Sources : La Française, Bloomberg, indices Bloomberg Barclays.
Données au 13 août 2021

*Bien au-delà des émissions labellisées ESG, nous sommes convaincus que ces thématiques vont **affecter de manière très significative le marché des obligations d'entreprises. Les entreprises européennes sont contraintes d'adapter leur stratégie en tenant compte des nouvelles réglementations, telles que la Taxonomie, le plan « EU fit for 55 », etc. La réduction et la neutralisation des émissions de gaz à effet de serre est désormais l'un des objectifs les plus scrutés pour toute entreprise et ce, quel que soit son domaine d'activité. Les investisseurs ne s'y trompent pas et identifient (et, donc, sanctionnent) de plus en plus nettement les « retardataires », dont les performances financières et boursières souffriront de ces mouvements d'allocations. Les mouvements d'allocations vers les entreprises et les fonds de thématiques ESG risquent par ailleurs d'amplifier ces tendances de fond, plus fortement et rapidement dès 2022.***

Paul GURZAL, Responsable de la Gestion Crédit

Jérémie BOUDINET, Gérant de portefeuille & Analyste Crédit

ACTIONS – GRANDES CAPITALISATIONS

Les actions mondiales ont été très solides en 2021, l'indice mondial MSCI ACWI a progressé de plus de 20% (en euros, au 30/08), notamment **grâce à l'augmentation des prévisions de bénéfices des entreprises**. Alors que les entreprises se remettent de la pandémie, les revenus du S&P500 sont supérieurs de 15% et les bénéfices de 34% aux niveaux enregistrés en 2019 (consensus JP Morgan). La **grande majorité des marchés actions des pays en développement ont vu une remontée similaire** avec une performance notable des indices européens (Stock 600, +20% au 30/08) pour une fois en ligne avec les États Unis (S&P500 +26% au 30/08) grâce à un **potentiel de rattrapage post-crise plus prononcé**.

Il est important de noter que l'année 2021 a été caractérisée par une forte volatilité entre les secteurs et les styles : jusqu'en avril, les secteurs cycliques et la "value" ont dominé, **alimentés par les perspectives de retour à la normale**. Les secteurs défensifs ont dominé le marché au deuxième trimestre, et le mouvement de baisse des rendements obligataires, sont davantage liés aux inquiétudes concernant la croissance, ce qui constitue, selon nous, une opération classique de fin de cycle.

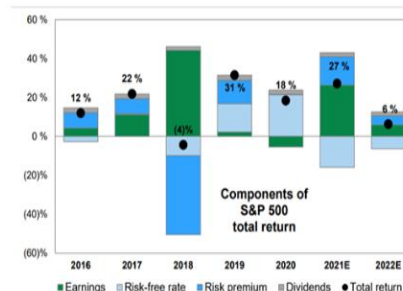
Les marchés actions et obligataires reprendront probablement leur progression en tandem. Même si le marché devrait atteindre un pic à un moment donné, la dynamique de l'activité au deuxième semestre **restera nettement supérieure à la tendance**. Le variant Delta n'entraînera certainement pas le retour à des restrictions sévères et les **banques centrales ne retireront que progressivement les liquidités excédentaires**. Nous pensons que les actions resteront largement à l'abri des turbulences de prix de certains domaines « bulles » tels que les cryptos et les SPAC. Dans l'ensemble, les niveaux de valorisation ne sont pas inquiétants.

De plus, les flux des investisseurs particuliers vers les actions restent résilients et les conditions de financement restent simples. Les rachats d'actions et les paiements de dividendes, sont revenus en force avec des records annoncés ce premier trimestre.

Une **forte activité de fusion et d'acquisition** devrait être un thème porteur pour le second semestre 2021. Par ailleurs, nous n'excluons pas une période brève mais abrupte de consolidation du marché lorsque ce dernier commencera à évaluer la réduction progressive des rendements. Cela n'est pas nécessairement inquiétant étant donné la forte croissance des bénéfices en début de cycle. Nous pensons que 2022 bénéficiera d'améliorations supplémentaires de rattrapage de fin de cycle et pourrait être plus proche de +15%. Ces hausses des BPA

Décomposition du rendement du S&P 500

Le rendement total reflète les variations des bénéfices, du taux sans risque, de la prime de risque et des dividendes



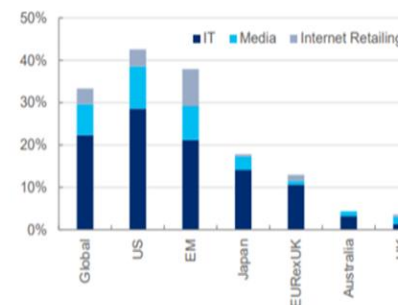
Sources : FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research.
Données au 5 août. 2021.

contribueraient à limiter les dommages causés par la hausse des taux réels, comme cela a été le cas plus tôt cette année. Les valeurs de croissance semblent particulièrement sensibles aux rendements réels, alors qu'il semble que les valeurs de rendement le soient moins. Cela est dû en grande partie à une tendance long terme des actions de croissance. Toutefois, nous restons positifs sur les actions de croissance étant donné leur profil de qualité supérieure. On peut supposer que le marché des actions américaines est plus vulnérable à une hausse des rendements réels alors que le Royaume-Uni et l'Europe devraient l'être beaucoup moins. En outre, l'écart entre **le rendement des dividendes et celui des obligations** favorise toujours ces deux zones.

En ce qui concerne le Japon, qui a souffert au cours du deuxième trimestre non seulement d'un sévère confinement mais aussi des dommages collatéraux de la débâcle du marché chinois, nous pensons qu'il est **bien placé pour profiter de la reprise de la croissance mondiale**.

Quant aux marchés émergents, le profil rendement/risque s'améliore, notamment parce que **l'impulsion du crédit en Chine** semble avoir atteint son point le plus bas et commence à s'estomper. En règle générale, les pays émergents enregistrent de meilleures performances lorsque l'écart de croissance et de bénéfices avec les pays développés se réduit.

Exposition au secteur de croissance



Source : Citi. Données au 5 août, 2021.

Nous restons globalement positifs sur les actions, compte tenu des niveaux de valorisation raisonnables et de leur avantage en termes de rendement. Nous privilégions l'Europe, le Royaume-Uni et le Japon par rapport aux États-Unis, ce dernier étant plus cyclique/value dans un environnement de fin de cycle outre-Atlantique. En outre, nous pensons que l'impact sur les bénéfices potentiels des augmentations d'impôts de la nouvelle administration américaine pourrait peser sur le marché dans un avenir proche. En ce qui concerne les marchés émergents, nous restons très sélectifs dans l'ensemble et nous restons à l'écart de la Chine avec des investissements en dehors de la zone d'attention réglementaire.

*Par ailleurs, nous avons un **positionnement positif sur la thématique de la transition énergétique** qui constitue un enjeu majeur pour les entreprises (au travers du recyclage, du traitement des déchets, de l'utilisation d'énergies renouvelables, de l'économie d'eau). De plus les entreprises appartenant à cette thématique présentent majoritairement une forte visibilité sur les cash-flows.*

*Nous apprécions particulièrement le secteur de la **technologie** (notamment la digitalisation, l'intelligence artificielle et le Cloud) compte tenu de la forte demande de la part des entreprises pour améliorer leur productivité. Par ailleurs ce secteur devrait profiter des **enjeux environnementaux** et est soutenu par **l'essor du e-commerce**.*

Nina LAGRON, CFA

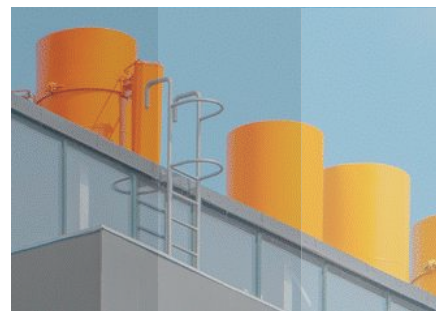
Responsable Gestion Actions, Grandes Capitalisations

ACTIONS – PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS

Si le premier semestre 2021 a été le meilleur depuis 1998 pour le CAC 40 qui a atteint son plus haut niveau depuis l'année 2000, le **marché des plus petites valeurs a été moins euphorique** malgré un début d'année bien orienté et un nouveau record historique des introductions en bourse sur la période. Ainsi sur le semestre, le CAC 40 a progressé de +17,2% et le CAC Small de +15,74% contre +5,37% pour le PEA-PME 150, de -7,22% pour le CAC PME et de +3,38% pour l'Euronext Growth.

A l'origine de cette sous-performance des petites capitalisations par rapport aux plus grandes valeurs, on retiendra **les tensions inflationnistes** et donc les **interrogations sur les taux** en relation avec les craintes d'une **possible surchauffe des économies**. Rappelons que ce sont traditionnellement des facteurs négatifs pour le segment des petites capitalisations riche en valeurs technologiques et de croissance. A cela il faut ajouter actuellement, à la différence de ces dernières années, **une collecte atone sur cette catégorie de fonds**.

Sur la période estivale et jusqu'à la mi-juillet, les **marchés boursiers ont corrigé assez fortement en l'espace de moins de trois semaines** sous le double effet de la poussée des prix ravivant le spectre de l'inflation, notamment aux États-Unis, et de l'essoufflement de l'économie chinoise. Le tout s'ajoutant aux incertitudes liées à la remontée des infections Covid. Assez rapidement, **les marchés se sont repris avec la forte augmentation du nombre de personnes vaccinées** mais aussi avec les premières **publications de résultats** pour le premier semestre avec des progressions importantes pour certaines entreprises. On notera également durant cette période estivale, la performance du titre Akka +80% qui a fait l'objet d'une OPA et la participation à l'augmentation de capital pour la société Hopium. Fondée en 2019 par Olivier Lombard, le plus jeune vainqueur des 24h du Mans, Hopium est une société qui se présente comme étant le premier constructeur automobile entièrement dédié aux voitures roulant à l'hydrogène. Elle développe une voiture basée sur cette technologie (hydrogène / pile à combustible) : la Hopium Māchina. Le véhicule est positionné haut de gamme avec une capacité de déplacement de 1.000 km avec un temps de rechargement de 3 minutes.



Ecart de performances entre les indices français Large Cap et Petites Cap (en %)



Sources : La Française, Bloomberg, indices Bloomberg Barclays.
Données au 30 août 2021

Nous pensons que les **conditions de marché peuvent être favorables à un rattrapage de la sous-performance des petites et moyennes capitalisations** pour plusieurs raisons :

- Les conditions macro-économiques (l'INSEE a récemment réhaussé ses prévisions de croissance du PIB à 6%, ainsi l'économie française devrait retrouver son niveau d'avant crise dès la fin de l'année. **La communication récente avec les entreprises nous laisse penser que l'activité continuera d'être porteuse sur la deuxième partie de l'année**).
- Le timing de marché : traditionnellement le marché des grandes valeurs est un marché directeur. C'est pourquoi il a tendance à surperformer les indices petites valeurs en **début de phase de reprise ou fin de période de maturité**. Les petites valeurs suivent et amplifient ce mouvement. Ce sentiment est conforté par les prévisions d'analystes qui tablent sur une croissance médiane des bénéfices par actions de près de 24% pour les sociétés du Cac Small contre 11,5% pour celles du CAC40 (source Portzamparc). Le sentiment d'une sortie du tunnel et la confirmation d'une meilleure santé des entreprises accentueront certainement un mouvement de rattrapage.

Les conditions sont porteuses pour les marchés d'actions, avec une surperformance à venir des petites capitalisations.

Jérôme FAUVEL

Responsable de la Gestion Petites et Moyennes Capitalisations

CALENDRIER À VENIR ET CONCLUSION

Les chiffres du PIB du deuxième trimestre 2021 ont démontré la **vigueur** du **rebond économique** dans les **pays développés**, porté essentiellement par la consommation des ménages et les progressions des dépenses d'investissement, en lien avec la **réouverture des économies**. Il en a découlé logiquement des résultats d'entreprises globalement d'excellente facture et très majoritairement au-dessus des consensus pourtant plusieurs fois revus en hausse ces derniers mois. Dans ces conditions, alors que les soutiens budgétaire et monétaire devraient continuer à soutenir la reprise, les thèmes impactant de l'été sont-ils de nature à inverser la tendance macroéconomique et l'orientation toujours haussière des marchés d'actifs risqués ?

Les plus pessimistes se sont inquiétés de :

- Risques sanitaires moins bien orientés. Les pays qui ont adopté la stratégie du « zéro cas Covid » se voient de plus en plus contraints de refermer leur économie. Les autres continuent de parier sur l'immunité collective à terme et ne devraient pas décider de nouveaux confinements stricts.
- Nouvelles tensions internationales avec la Chine et des mesures de régulation visant à favoriser les classes moyennes, à des fins politiques. Aujourd'hui, les secteurs ciblés sont l'éducation, la technologie, l'immobilier et le luxe. D'autres produits considérés comme ostentatoires pourraient être concernés.
- Pressions inflationnistes aux États-Unis qui persistent mais que la Fed continue de considérer comme transitoires, ce qui ne l'empêche pas néanmoins de se préparer au *tapering* d'ici la fin de l'année. Les bonnes orientations de l'emploi américain et les pressions salariales vont dans ce sens.
- Un essoufflement plus précoce du cycle économique qui commence à se concrétiser par des indices de surprises économiques en retrait depuis juin dernier.

A cela s'ajoutent quelques questions qui restent en suspens : les doutes sur l'adoption des plans de relance voulus par Joe Biden et en discussion à la Chambre des Représentants. Les débuts difficiles du Président Biden rendent difficile le ralliement des votes Démocrates les plus hésitants à ce stade ; ou encore les risques de surchauffe de certains secteurs économiques qui souffrent des pénuries de matériaux et qu'il est difficile de résorber à court terme. L'échéancier de l'aversion au risque pour les prochaines semaines sera chargé :



Cependant, nous restons confiants sur la tendance des marchés à moyen terme même si les catalyseurs haussiers à court terme se font plus rares. Les liquidités restent abondantes et les banquiers centraux ont les arguments pour rester « *behind the curve* ». Ainsi, sur le marché obligataire, nous restons positifs sur les actifs High Beta compte tenu de fondamentaux bien orientés, d'une volatilité limitée et de taux de défaut contenus. Pour les actifs ESG, qu'il s'agisse des actions ou de l'obligataire, ils devraient continuer de profiter de l'action exponentielle des régulateurs pour surperformer. Du côté des actions, au vu des valorisations actuelles, nous privilégions principalement la zone Euro et le Royaume-Uni qui devraient bénéficier de la reprise du cycle économique. Quant aux petites et moyennes capitalisations françaises, elles devraient afficher une meilleure santé dans les mois à venir et rattraper leur retard face aux grandes capitalisations.



LA FRANÇAISE
investing together

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destiné aux clients professionnels 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, destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF