

- **Les plans de relance des gouvernements et des Banques Centrales ont permis d'éviter la dislocation des marchés**
- **La liquidité reste cependant un enjeu majeur et pèse sur les valorisations**
- **Nous maintenons la prudence sur les marchés actions et émergents et privilégions les obligations d'entreprises Investment Grade et subordonnées bancaires**

ÉTAT DES LIEUX DU COVID-19

A ce jour, la situation sanitaire évolue sans grande surprise. Même si le doute est permis sur le réel bilan de l'épidémie en Chine, il semble que l'Europe, Italie et Espagne en tête, répliquent correctement ce que l'on connaît de l'expérience chinoise. Les Etats-Unis se préparent désormais avec plus de réalisme à subir le pic de l'épidémie dans les deux prochaines semaines.

QUEL POURRAIT ÊTRE LE COÛT ECONOMIQUE DE CETTE CRISE SANITAIRE ?

Pour les économistes, le temps est venu de **l'évaluation du coût de la crise**, de ses impacts sur le bilan des banques et celui des entreprises, secteur par secteur, et bien entendu sur les déficits publics. Ces estimations, ainsi que l'impact sur les ménages via le taux de chômage, sont à modéliser en fonction des stimulus budgétaires déjà annoncés ainsi que des amortisseurs sociaux qui varient énormément d'un pays à l'autre. Les scénarios convergent vers une **récession mondiale en 2020** malgré un rebond économique vigoureux entre avril et juillet, selon la levée du confinement de chaque pays. Les prévisions s'établissent entre -2,7% et -4,5% pour la zone Euro, -2% et -6,4% pour les US, entre +1,5% et 0% pour la Chine ce qui nous amène à une croissance négative mondiale en 2020 de l'ordre de -2,5% en moyenne.¹

D'un point de vue politique en zone Euro, la rapidité des engagements budgétaires a été salubre mais on peut regretter la nouvelle occasion manquée de la zone Euro d'afficher une véritable cohésion. Nous prévoyons que les programmes de relance aillent au-delà des annonces récentes et **nous ne pouvons qu'espérer une action conjointe d'envergure qui puisse marquer un tournant dans la coordination européenne.**

QU'EN EST-IL DES BANQUES CENTRALES ?

L'intervention des Banques Centrales aura été efficace pour éviter la dislocation totale des marchés. Ils demeurent évidemment fragiles et la **liquidité reste très faible** sur la majorité des classes d'actifs, de celles réputées les moins liquides jusqu'à certains marchés de dette gouvernementale, comme la dette italienne ou espagnole sur lesquelles des transactions de quelques millions d'euros se révèlent encore difficiles à exécuter.

QUEL POSITIONNEMENT ADOPTER ?

Après le choc, la période qui s'ouvre sera tournée sur la valorisation de chaque classe d'actifs en fonction des conséquences spécifiques de la crise. Il nous semble aujourd'hui que le rebond des marchés d'actions, qui aux Etats-Unis a largement dépassé les points bas de décembre 2018, est exagéré. Nous continuons d'être également prudents sur les pays émergents sur qui de nombreux facteurs négatifs continueront de peser. **Nous privilégions** sur le marché du crédit, le segment de **la dette subordonnée bancaire** ainsi que **l'Investment Grade** sur lequel le marché primaire se réouvre et offre de réelles opportunités, comme cela s'était produit en janvier 2009 lors de la sortie de la crise financière.

Jean-Luc HIVERT
Président de LFAM

¹ Sources : Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Barclays, mars 2020

■ LA FRANÇAISE LUX - MULTISTRATEGIES OBLIGATAIRES

Après avoir progressivement levé des protections mises en œuvre sur le crédit, la Corée du Sud ou racheté des positions vendeuses de taux cœur, nous nous concentrons maintenant sur les stratégies qui affichent des valorisations attrayantes, pour lesquelles les réponses monétaires et budgétaires sont crédibles et améliorent la visibilité.

Cela se traduit de la manière suivante :

- **La sensibilité du portefeuille** se retrouve de nouveau sur les **points hauts** de la fourchette autorisée dans la mesure où les annonces de *Quantitative Easing* contiennent, dans le futur, toute tension sur les taux et incluent dorénavant la dette d'entreprise en Europe et aux US.
- **Le budget de risque** du fonds est amené à se déformer au détriment des dettes périphériques et **en faveur du crédit** (Investment Grade Euro et financières subordonnées).
 - o Les spreads souverains de la périphérie n'ont pas connu les niveaux de stress tels que mai 2018 ou encore 2011. Notre modèle PUR (Prime par Unité de Risque) nous indique aujourd'hui que nous ne sommes plus rémunérés sur ces dettes pour de tel niveau de volatilité. La BCE a accéléré ses achats et les taux de ces pays ont déjà fortement rebaissé.
 - o Sur le crédit Investment Grade, les programmes annoncés par les Banques Centrales vont permettre de réguler la liquidité et comme pour les Etats, donner aux entreprises des conditions de refinancement à taux bas. Les mesures de soutien à la liquidité pour les banques, beaucoup plus solides qu'en 2008, l'assouplissement des exigences sur les ratios réglementaires et la qualité du collatéral sont des catalyseurs puissants dans cette crise. De plus, les valorisations actuelles ne nous semblent pas pertinentes.
- **Nous conservons nos positions sur l'inflation**, qui, comme d'autres classes d'actifs, a atteint des niveaux de valorisation extrêmes en historique, et ce malgré un chemin d'inflation difficile à court terme. Les programmes d'achats d'actifs des Banques Centrales, susceptibles d'être augmentés si la crise s'aggrave, visent à faire baisser les taux réels ce qui, sans être trop ambitieux, devrait porter les anticipations d'inflation sur des niveaux plus élevés à moyen terme.

Dans cette réallocation, nous continuons de prioriser la liquidité du portefeuille.

Les performances¹ 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 31/03/2020 : -8,65%

Maud Minuit

Responsable de la gestion Taux, Performance Absolue et Cross Asset

■ LA FRANÇAISE RENDEMENT GLOBAL 2025

Le High Yield n'a pas échappé à la tendance générale des actifs à risque, qui sont très fortement impactés :

- L'indice High Yield global connaît un écartement de 422 pb depuis le point bas du 20/02, malgré un resserrement de 79 pb sur la semaine dernière.²
- Les marchés émergents sont les plus impactés, avec un écartement de 533 pb (-68 pb sur la semaine dernière) compte tenu du poids des secteurs énergétiques et des matières premières dans les pays émergents.
- Le marché High Yield US connaît un écartement de 401 pb, -91 pb sur la semaine dernière.
- Le marché High Yield Euro connaît un écartement de 360 pb, -56 pb la semaine dernière.

Les mouvements du marché ont été violents et disproportionnés (indépendamment de la qualité des signatures) compte tenu des problèmes de liquidité.

Il est certain que les taux de défaut progresseront mais la question est « jusqu'à quel niveau ? ». Les agences tablent sur 10% dans le cas de base et jusqu'à 18% dans le pire des cas. Le marché, au pic de la crise, dépassait les 12%. Si la crise est de courte durée et les mesures de confinement ont des effets positifs alors les taux de défaut pourraient ne pas augmenter au niveau anticipé par les agences ou par le marché. **Nous estimons alors que les valorisations actuelles, notamment sur les signatures de qualité, présentent de bonnes opportunités.**

Sur les perspectives de défauts, nous estimons que les plus impactés seront les émergents (en particulier l'Amérique Latine) et les Etats-Unis compte tenu du poids du secteur énergétique/matières premières et aussi compte tenu de la hausse du coût de refinancement en dollar pour les émetteurs émergents avec la dépréciation des devises locales. L'Europe pourrait être moins affectée, moins exposée aux secteurs énergie, loisirs et voyages (5% du gisement).³

Les mouvements effectués sur le fonds ont été les suivants :

- Vente des positions émergentes souveraines (Nigeria, Angola) post-décision OPEP.
- Réduction d'exposition sur certaines lignes pour augmenter la liquidité du portefeuille.
- Le fonds détient actuellement 12% de cash qui sera déployé progressivement sur du BB US et Euro, exclusivement dans des secteurs du type technologies, média et télécoms, alimentation, médical, tout en maintenant un coussin de 10% de cash.

En termes de stratégie d'investissement, nous allons privilégier :

- En termes géographiques, **l'Europe et les Etats-Unis** et éviter les émergents qui pourraient connaître une hausse significative des défauts bien que les valorisations soient très attractives.
- En termes sectoriels, **les secteurs les moins sensibles à l'environnement actuel** (technologies, média et télécommunications, alimentation, pharmacie...)
- En termes de notations, **les meilleures notations aux primes de risque intéressantes**. Nous privilégierons les émetteurs notés BB dans les secteurs mentionnés plus haut.

Les performances¹ de La Française Rendement Global 2025 I sont : 2018 : -5,12%, 2019 : 9,87%, YTD au 31/03/2020 : -21,27%

Paul Gurzal
Responsable de la gestion Crédit

² Sources : Bloomberg, BofAML, indice High Yield global HW00, High Yield émergents EMUH, High Yield US H0A0

³ Sources : Bloomberg, mars 2020

■ LA FRANÇAISE SUB DEBT

L'actualité a été très chargée sur le segment des dettes subordonnées, et en particulier sur les dettes bancaires Additional Tier 1 CoCos (AT1). La BCE et le régulateur anglais ont tour à tour annoncé aux **banques** sous leur responsabilité qu'elles ne devraient **pas distribuer de dividendes** durant au moins six mois afin de **préserver leur ratio de fonds propres** et leur **capacité à financer l'économie**.

La réaction sur le marché des AT1 a été accueillie négativement au premier abord, car la banque mutualiste néerlandaise non cotée Rabobank a décidé de suspendre le paiement du dividende sur son Certificat perpétuel (Rabobank Stichtung 6,50% Perp.) sur cette période. Cet instrument unique en son genre sur le marché EUR n'est pas une AT1 CoCo, puisqu'il est subordonné à celles-ci, mais est détenu largement par les fonds spécialisés de dettes subordonnées, qui négocient ce titre de manière comparable à une dette subordonnée classique. La Française Sub Debt n'était exposé qu'à hauteur de 0,03% à ce titre là avant l'annonce du non-paiement de dividende, ce qui a provoqué une baisse d'environ 16 points sur le titre.

Toutefois, et c'est de très loin le plus important à nos yeux, le responsable du Mécanisme de Supervision Unique (SSM) de la BCE, A. Enria, a explicitement déclaré dès le lendemain que **les paiements des AT1 n'étaient pas du tout concernés par cette mesure de suspension des dividendes** et que les banques étaient « **très loin du point** » où un non-paiement de coupon pourrait être déclenché. Il s'agit d'une **annonce décisive**, car jamais un régulateur n'avait pris position de manière aussi claire par le passé sur cette question. Nous gardons notre conviction que ce risque est en effet très faible, notamment car l'économie d'un non-paiement de coupon est famélique au regard de celle apportée par un retrait du dividende (un ordre de grandeur pouvant être de 4 à 7 fois supérieur). Mais surtout, une telle annonce ne ferait que renchérir le coût de refinancement de la banque concernée et aurait un effet économique totalement inverse à ce qui peut être escompté. Ainsi, nous adoptons une **conviction plus forte et sereine sur les AT1** grâce à la hausse des ratios de fonds propres qui va résulter de la suspension des paiements de dividendes, en plus des autres mesures temporaires d'assouplissement réglementaires.

En dehors de ces considérations techniques, **le marché** des dettes subordonnées a **nettement rebondi** entre le 24 et le 27 mars, et en particulier les AT1 CoCos, mais nous avons constaté une **liquidité moindre** que durant les semaines précédentes. En effet, les contreparties étaient réticentes à offrir du papier et à en « shorter » étant donné l'ampleur du mouvement de hausse et le maintien d'une volatilité.

Malgré ce rebond de marché, **les valorisations des classes d'actifs de dettes subordonnées demeurent selon nous attractives**, puisque le rendement moyen au premier call de La Française Sub Debt se monte à 9,3% au 1er avril 2020⁴, soit des niveaux toujours très élevés pour des titres ayant des émetteurs en grande majorité notés solidement en catégorie Investment Grade, tandis que le rendement à maturité s'établit à 5,6%. Il est probable que la réalité des rendements oscille entre ces deux mesures, mais les risques d'extension nous paraissent toujours plus que largement reflétés dans les prix, à tel point que les « calls » représentent des options peu onéreuses pour les investisseurs actuellement, en particulier en cas de rallye du marché. Enfin, le fonds dispose de liquidités supérieures à 10% de l'actif, afin de maîtriser la volatilité de l'actif durant cette période de crise.

Les performances¹ 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 31/03/2020 : -16,36%.

Paul Gurzal
Responsable de la gestion Crédit

⁴ Source : estimation Bloomberg au 1er avril. Les rendements estimés de La Française Global CoCo tiennent compte des coûts de couverture théoriques à trois mois des titres libellés en GBP et USD.

▪ LA FRANÇAISE LUX – INFLECTION POINT CARBON IMPACT GLOBAL

Les marchés actions sont restés volatils dans des volumes relativement faibles pendant la dernière semaine du pire trimestre de tous les temps (S&P500 : -18,1%, MSCI ACWI : -19,5% et Eurostoxx 50 : -25,6%)⁵. Alors que la crainte de l'impact du Covid-19 sur l'économie mondiale s'amplifiait avec les Etats-Unis confinant de plus en plus d'Etats, un large éventail d'entreprises ont **suspendu leurs objectifs pour l'année** rendant les consensus sur les anticipations des profits pour l'année inutilisables pour juger des niveaux de valorisation.

Dans cet environnement sans visibilité, de plus en plus d'entreprises ont annoncé une **réduction ou une suspension de leur dividende annuel** afin de préserver leur bilan. Actuellement, les acteurs de marché attendent une baisse des dividendes d'environ 30% et la plupart des programmes de rachats d'actions sont à l'arrêt ce qui semble avoir mis fin au rally dans ce marché baissier (S&P500 et MSCI ACWI : +13% et Eurostoxx 50 : +12%) observé depuis le 23 mars. En termes de styles, le *momentum* et la croissance ont continué de surperformer tandis que les cycliques ont affiché une meilleure performance que les défensives.

Dans cet environnement incertain, nous maintenons notre stratégie sur les actions :

- Nous restons **défensifs** en favorisant les **dossiers de bonne qualité** qui répondent à nos thèmes d'investissement **à long terme** tels que la digitalisation.
- En termes de secteur, nous restons **à l'écart des industriels, l'énergie et les financières, favorisant le secteur de la technologie et des services de communication.**
- De façon très sélective, nous avons bénéficié de la baisse des cours récente pour rentrer quelques dossiers intéressants. Nous avons par exemple pris position dans le leader danois des énergies renouvelables, Oersted, qui a depuis confirmé les prévisions de résultats annuels, rarissime en ce moment.

Les performances¹ de fonds La Française Lux – Inflection Point Carbon Impact Global I € sont : 2018 : - 9,77%, 2019 : 26,46%, YTD au 31/03/2020 : -16,75%. Parts I € créée le 31/05/2017.

Nina Lagron, CFA
Responsable de la gestion Actions

⁵ Sources des indices : Bloomberg, 31/03/2020

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
- 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 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
- Fonds FCP agréé le 13/07/2017, transformé en SICAV le 14/08/2018

La Française Sub Debt

- 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
- FCP agréé le 20/11/2009

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
- 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 en 01/06/2015.



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

¹Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.

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.

Société de gestion : **La Française Asset Management** – France – Agrément AMF GP 97-76 le 1^{er} juillet 1997

Coordonnées internet des autorités de tutelle : **Autorité des Marchés Financiers** (AMF) www.amf-france.org ; **ACPR** www.acpr.banque-france.fr

Commercialisateurs : La Française AM Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 et enregistré 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

Pour des informations plus détaillées concernant le fonds d'investissement et la catégorie de la part indiqués dans ce document, veuillez-vous référer à la dernière version du prospectus, au document d'information clé pour l'investisseur (KIID) et aux rapports annuels et semestriels.

Le pays d'origine des fonds est soit le Luxembourg, soit la France. En Suisse, le représentant est ACOLIN Fund Services AG, Leutschenbachstrasse 50, CH-8050 Zurich et l'agent payeur est NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1 / am Bellevue, Case postale, CH-8024 Zurich. Les prospectus, les informations clés pour l'investisseur, les règlements ou les statuts, les rapports annuel et semestriel peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant.