

29 novembre 2018

Dossier **GPGA 2018**



L'alpha comme peau de chagrin

Un tiers des fonds ont dégagé un alpha positif. Les fonds primés creusent l'écart face à leurs concurrents dans un marché très mouvant.

PAR XAVIER DIAZ ET VALÉRIE RIOCHET

+ EMAIL xdiaz@agefi.fr ; vriochet@agefi.fr

L'ALPHA EST UN ÉLÉMENT INSTABLE DE l'alchimie de la gestion d'actifs. Disparatée et diminué, celui délivré par les 3.216 fonds éligibles à la 19^e édition des Grands Prix de la Gestion d'Actifs (GPGA), réalisée par L'Agefi en partenariat avec Six

Financial Information entre le 3 juillet 2015 et le 29 juin 2018, tombe à -0,56 %. Une moyenne en baisse de 25 points de base (pb) par rapport à la période d'observation précédente (de mi-2014 à mi-2017). La faute sans doute à une volatilité historiquement faible en 2017, avec la présence encore importante des banques centrales sur les marchés, et à un début d'année 2018 particulièrement chahuté sur les places financières, entre hausses des taux

Suite

américains, guerre commerciale, inquiétudes sur la croissance chinoise, dérouté de certains pays émergents et fin des politiques de *quantitative easing* (QE, assouplissement quantitatif).

MARCHÉS EFFICIENTS

Si, à première vue, les gérants actions et obligations actifs ont failli, pour partie incapables de faire au moins aussi bien que leur marché de référence, certains s'en sortent nettement mieux que leurs confrères, d'une maison à une autre, bien sûr, mais aussi selon le marché couvert.

La récolte 2018 n'est néanmoins pas fameuse. Sur 3.216 fonds ouverts, 1.166 seulement sont parvenus à délivrer un alpha positif (fonds ayant surperformé leur marché sur trois ans glissants à juin 2018). Trente-six véhicules (distribués en France) se départagent les podiums des 12 catégories retenues par la méthodologie. Parmi eux, cinq maisons françaises décrochent la première place : Axa Investment Managers, La Financière de l'Echiquier, Twenty First Capital, Edmond Rothschild AM et Patrival. Les françaises s'imposent dans le classement de tête de quatre des 12 catégories : Actions France, Actions Europe, Diversifiés Europe et Diversifiés internationaux.

Les actions Europe et France sont les stratégies qui offrent l'alpha positif le plus élevé sur la période. Première observation : les trois années s'inscrivent dans

« La moindre déception provoque des chutes de cours historiques »

une période particulièrement porteuse pour les petites et moyennes capitalisations boursières françaises. L'alpha positif n'ayant jamais été aussi haut à mi-année, avec 5,04 % contre 4,70 % arrêté à juin 2017 et 2,67 % un an plus tôt. « Acteurs de niche, souvent porteuses d'une innovation technologique, ces entreprises sont

DIVERGENCE DES INDICES ACTIONS

Evolution du S&P 500, du Stoxx Europe 600, du Nikkei 225 et du CAC Mid & Small



SOURCE : BLOOMBERG

généralement moins sensibles à la situation macroéconomique mondiale », justifie Marc Réveillaud, gérant du fonds ID France Smidcaps.

Autre constat, sur le front des véhicules investis sur l'Europe, dont l'alpha atteint 2,08 % à juin 2018 pour les OPCVM à alpha positif (-0,58 % pour l'ensemble de la population), les gérants font mieux que ceux des fonds investis sur les valeurs américaines, avec respectivement 1,27 % et -1,09 %. Le marché européen offrirait donc des opportunités plus nombreuses. A ce titre, l'indice Spiva, qui exprime la performance des fonds actifs par rapport à leur benchmark, indique que sur trois ans (juin 2015 à juin 2018) 78,64 % des gérants *large caps* sous-performent leur indice (S&P500). Une proportion qui grimpe à 83,28 % pour leurs homologues qui jouent les *midcaps*. Preuve, sans doute, de la difficulté pour les gérants à créer de la valeur dans un marché particulièrement arbitré, donc plus efficient.

ÉVOLUTION DE L'ALPHA (POPULATION COMPLÈTE)

| CATÉGORIES GPGA | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Actions Asie hors Japon | 0,02 % | 0,51 % | 3,01 % | 1,96 % | 1,58 % | -1,17 % |
| Actions émergentes | -1,78 % | -0,80 % | 0,21 % | 0,76 % | 0,10 % | -0,02 % |
| Actions Europe | -0,29 % | -0,77 % | -0,31 % | -1,49 % | -0,21 % | -0,58 % |
| Actions France | -1,97 % | -1,43 % | -0,73 % | -0,84 % | 0,33 % | 1,05 % |
| Actions internationales | -1,86 % | -1,87 % | -0,33 % | -1,07 % | -0,44 % | -1,03 % |
| Actions Japon | 0,12 % | 1,24 % | 2,13 % | 1,62 % | 1,57 % | 0,91 % |
| Actions USA | -1,22 % | -0,37 % | -0,02 % | -0,32 % | -0,21 % | -1,09 % |
| Diversifiés Europe | -0,50 % | -0,27 % | 0,66 % | -0,92 % | -0,79 % | -0,88 % |
| Diversifiés internationaux | -1,59 % | -1,71 % | 0,03 % | -1,41 % | -1,25 % | -1,22 % |
| Obligations Europe | -0,68 % | -0,01 % | -0,83 % | -0,03 % | -0,27 % | -0,05 % |
| Obligations haut rendement | 0,33 % | 0,29 % | 0,39 % | 0,75 % | 0,44 % | 0,57 % |
| Obligations internationales | 0,63 % | 0,37 % | 0,04 % | -0,23 % | -0,12 % | -0,42 % |
| Total | -0,85 % | -0,79 % | -0,02 % | -0,59 % | -0,31 % | -0,56 % |

SOURCE : IEX

Suite

→ La gestion de la duration, le succès en obligataire

Sur ces trois années, les marchés actions n'ont pas été de tout repos, malgré une volatilité anormalement basse en 2017. Mais cette période était exceptionnelle dans un contexte de *goldilocks* généralisé. Depuis 2015, les investisseurs actions ont dû naviguer entre baisse puis rebond des cours du pétrole, inquiétudes sur la croissance de l'économie chinoise et le yuan, le *Brexit*, avant que Donald Trump ne soit élu à la Maison-Blanche et ne provoque un mouvement massif de reflation. Les conditions financières, toujours favorables pour les entreprises, ont particulièrement bénéficié aux valeurs moyennes et aux valeurs de croissance, notamment les technologiques. Les premiers de cordée des palmarès actions ont le plus souvent investi dans ces deux thématiques. Mais la génération d'alpha diminue car la période devient plus difficile. Même Wall Street, qui a bénéficié de la réforme fiscale de Donald Trump, n'est pas loin de la zone rouge cette année. La hausse des taux aux Etats-Unis, les revalorisations salariales, le renchérissement des prix du brut, le conflit commercial Chine/Etats-Unis, la crainte d'une fin de cycle (c'est l'un des plus longs aux Etats-Unis) commencent à avoir un impact sur les perspectives bénéficiaires des entreprises. Résultat, la moindre déception provoque des chutes de cours historiques. A cela s'ajoute pour les émergents le vent contraire du dollar.

BANQUES CENTRALES OMNIPRESENTES

Dénominateur commun de l'évolution des marchés sur la période : le gonflement des bilans des banques centrales, avec l'entrée en scène du *quantitative easing* de la Banque centrale européenne (BCE) début 2015, puis son extension des obligations d'Etat aux obligations *corporate* en 2016. Le QE a provoqué une baisse historique des rendements des emprunts d'Etat mais aussi un

BATTUS PAR LES ROBOTS !

L'**automatisation** et l'intelligence artificielle gagnent tous les secteurs. La gestion quantitative, utilisant des modèles pour ses choix d'investissement et d'allocation, n'est pas une nouveauté. Mais elle gagne de plus en plus de terrain soit en tant qu'aide à la prise de décision, soit carrément en automatisant les investissements. Elle est consacrée à double titre par les Grands Prix de la Gestion d'Actifs de L'Agefi et de Six

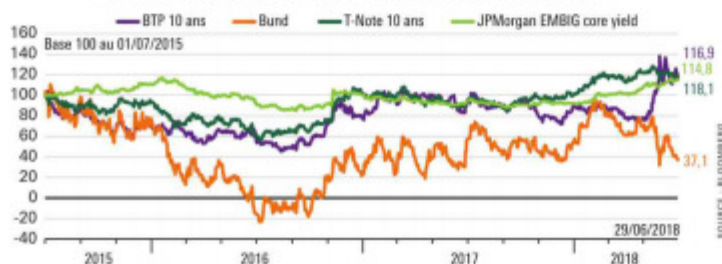
Financial Information. Si ce classement exclusif met en lumière le talent des gérants actifs tous marchés confondus, reste que la gestion quantitative fait parfois mieux : pas de gérant pour le premier de la catégorie Asie hors Japon, le fonds Pacific ex-Japan Equity Alpha d'Axa Rosenberg Management, ni pour le numéro 1 du segment Actions émergentes, Robeco QI Emerging Markets de Robeco. Pas de gérant, mais des robots.

resserrement massif des *spreads corporate, investment grade* mais également *high yield*, mis à profit par les fonds obligataires et diversifiés. Côté gestions obligataires, c'est le cas du fonds Aviva Rendement Europe, qui était investi à hauteur de 75 % dans le crédit *corporate* jusqu'à l'été 2017. Le fonds diversifié Equilibre Discovery d'Edram a notamment bénéficié de son fort positionnement sur le *high yield*. La gestion de la *duration*, dans un contexte de forte volatilité sur les taux, a été l'autre pierre angulaire du succès des gérants obligataires. Néanmoins, pour se maintenir cette année dans le haut du palmarès, il fallait faire preuve de réactivité dans un marché du crédit particulièrement chahuté en raison de l'arrêt annoncé des achats nets de titres par la BCE fin décembre 2018, ainsi que l'approche de la fin de cycle. A cela s'ajoute la capacité pour ces gérants à éviter quelques dossiers compliqués, comme la restructuration d'Abengoa ou les soubresauts boursiers d'Altice. Il fallait aussi se montrer très réactif sur les *spreads* périphériques, qui, dans un premier temps ont bénéficié du programme de rachat d'actifs, avant que les investisseurs ne se préoccupent de la situation politique et budgétaire italienne, ce qui a envoyé l'écart de taux transalpin à plus de 300 points de base par rapport au rendement du Bund, sans contagion pour le moment aux dettes espagnole et portugaise.

C'est « quand la mer se retire qu'on voit ceux qui ne portent pas de maillot », selon le fameux adage de Warren Buffett. Autrement dit, les meilleurs fonds se distinguent dans leur capacité à faire les bons choix de titres mais aussi d'allocation. C'est dans ce contexte incertain, ce nouveau régime, que les gérants actions, taux, crédit et diversifiés vont devoir naviguer dans les prochains mois. ■

ZONES DE TENSIONS

Evolution des rendements du Bund, du T-Note 10 ans, du BTP 10 ans et de l'indice JPMorgan EMBIG core yield



SOURCE : BLOOMBERG

Suite

Actions France

1^{er} ID FRANCE
SMIDCAPS C
Code ISIN : FR0010834382
Gest. : **Twenty First Capital**

ALPHA
13,77 %

2^e KIRAO
SMALLCAPS IC
Code ISIN : FR0012646131
Gest. : **Kirao**

ALPHA
12,99 %

3^e AMPLEGEST PME IC
Code ISIN : FR0011631076
Gest. : **Amplegest**

ALPHA
12,76 %

Actions Europe (incluant la zone euro)

1^{er} UFF VALEURS PME A
Code ISIN : FR0011654953
Gest. : **Financière de l'Echiquier**

ALPHA
10,59 %

2^e NOVA EUROPE I
Code ISIN : FR0011585538
Gest. : **Alto Invest**

ALPHA
10,27 %

3^e ECHIQUIER ENTREPRENEURS
Code ISIN : FR0011558246
Gest. : **Financière de l'Echiquier**

ALPHA
9,42 %



Actions Asie hors Japon

1^{er} AXA ROSENBERG PACIFIC EX-JAPAN
EQUITY ALPHA FUND A USD
Code ISIN : IE0008366704
Gest. : **Axa Investment Managers**

ALPHA
4,14 %

2^e SCHRODER ISF ASIAN
OPPORTUNITIES C USD CAP
Code ISIN : LU0106259988
Gest. : **Schroder Investment Mgt Lux SA**

ALPHA
3,94 %

3^e SCHRODER ISF EMERGING
ASIA C CAP
Code ISIN : LU0181496059
Gest. : **Schroder Investment
Mgt Lux SA**

ALPHA
3,86 %

Actions émergentes

1^{er} ROBECO QI EMERGING MARKETS
ACTIVE EQUITIES I EUR CAP
Code ISIN : LU0329356306
Gest. : **Robeco Luxembourg SA**

ALPHA
3,17 %

2^e SCHRODER ISF GLOBAL EMERGING
MARKET OPPORTUNITIES C CAP
Code ISIN : LU0269905302
Gest. : **Schroder Investment Mgt Lux SA**

ALPHA
2,47 %

3^e JPMORGAN EMERGING
MARKETS EQUITY FUND C USD CAP
Code ISIN : LU0129488242
Gest. : **JPMorgan Asset Management Eur**

ALPHA
2,21 %

Diversifiés internationaux

1^{er} PPATRIVAL
DYNAMIQUE
Code ISIN : FR0007017801
Gest. : **Patrival SA**

ALPHA
3,39 %

2^e COGEFI FLEX
DYNAMIC P
Code ISIN : FR0010738211
Gest. : **Cogefi Gestion**

ALPHA
2,51 %

3^e SYCOMORE ALLOCATION
PATRIMOINE I
Code ISIN : FR0010474015
Gest. : **Sycomore Asset Management**

ALPHA
2,35 %

Obligations haut rendement

1^{er} NORDEA 1 EUROPEAN HIGH YIELD
BOND FUND BI EUR CAP
Code ISIN : LU0141799097
Gest. : **Nordea Investment Funds SA**

ALPHA
3,58 %

2^e AXA WF US DYNAMIC HIGH YIELD
BONDS I USD CAP
Code ISIN : LU0998992639
Gest. : **Axa Funds Management SA**

ALPHA
3,27 %

3^e MUZINICH EUROPEYIELD
FUND S EUR HEDGED CAP
Code ISIN : IE00B8FT9W20
Gest. : **Muzinich & Co (Ireland) Ltd**

ALPHA
2,75 %

Actions Amérique du Nord

| | | |
|-----------------|--|-----------------|
| 1 ^{er} | JPMORGAN US SMALLER COMPANIES FUND C USD CAP Code ISIN : LU0912749735 Gest. : JPMorgan Asset Management Eur | ALPHA 4,01 % |
| 2 ^e | THREADNEEDLE SPEC INV FD AMERICAN EXTENDED ALPHA FD 2 Code ISIN : GB00B28BBW75 Gest. : Threadneedle Asset Managmt LTD | ALPHA 1,84 % |
| 3 ^e | NATIXIS ACTIONS US GROWTH I USD Code ISIN : FR0010256404 Gest. : Natixis Inv Managers International | ALPHA 1,64 % |

Actions internationales

| | | |
|-----------------|--|-----------------|
| 1 ^{er} | MS INV GLOBAL OPPORTUNITY FUND I USD CAP Code ISIN : LU0834154790 Gest. : Morgan Stanley Inv Mngt LTD | ALPHA 9,10 % |
| 2 ^e | MS INV GLOBAL BRANDS I EUR USD Code ISIN : LU0119620176 Gest. : Morgan Stanley Inv Mngt LTD | ALPHA 5,88 % |
| 3 ^e | ECHIQUIER WORLD EQUITY GROWTH I Code ISIN : FR0011188267 Gest. : Financière de l'Echiquier | ALPHA 5,09 % |

Obligations internationales

| | | |
|-----------------|--|-----------------|
| 1 ^{er} | MUZINICH BONDYIELD ESG A HEDGED EUR CAP INST Code ISIN : IE00B2R98880 Gest. : Muzinich & Co (Ireland) Ltd | ALPHA 2,49 % |
| 2 ^e | SCHRODER ISF GLOBAL CORPORATE BOND C CAP Code ISIN : LU0106258741 Gest. : Schroder Investment Mgt Lux SA | ALPHA 0,88 % |
| 3 ^e | JPMORGAN GLOBAL STRATEGIC BOND FUND C (PERF) USD CAP Code ISIN : LU0514679819 Gest. : JPMorgan Asset Management Eur | ALPHA 0,48 % |

Actions Japon

| | | |
|-----------------|--|-----------------|
| 1 ^{er} | GOLDMAN SACHS JAPAN EQUITY PARTNERS PORTFOLIO I JPY CAP Code ISIN : LU1217871059 Gest. : Goldman Sachs Asset Management | ALPHA 8,48 % |
| 2 ^e | INVESCO NIPPON SMALL/MID CAP EQUITY FUND A JPY CAP Code ISIN : LU0028119526 Gest. : Invesco Management SA | ALPHA 7,26 % |
| 3 ^e | SCHRODER ISF JAPANESE SMALLER COMPANIES C CAP Code ISIN : LU0106243982 Gest. : Schroder Investment Mgt Lux SA | ALPHA 6,66 % |

Diversifiés Europe (incluant la zone euro)

| | | |
|-----------------|--|-----------------|
| 1 ^{er} | EQUILIBRE DISCOVERY Code ISIN : FR0007023700 Gest. : EDMOND ROTHSCHILD ASSET MNGT | ALPHA 5,81 % |
| 2 ^e | ALTERNA PLUS Code ISIN : FR0010466128 Gest. : ACTIS ASSET MANAGEMENT | ALPHA 2,87 % |
| 3 ^e | PROCLERO (C) Code ISIN : FR0011136563 Gest. : Meeschaert Asset Management | ALPHA 2,33 % |

Obligations Europe (incluant la zone euro)

| | | |
|-----------------|---|-----------------|
| 1 ^{er} | AVIVA RENDEMENT EUROPE Code ISIN : FR0000097503 Gest. : Aviva Investors France | ALPHA 5,95 % |
| 2 ^e | GSD PATRIMOINE Code ISIN : FR0007460951 Gest. : GSD Gestion | ALPHA 2,27 % |
| 3 ^e | SCHRODER ISF EURO CORPORATE BOND C CAP Code ISIN : LU0113258742 Gest. : Schroder Investment Mgt Lux SA | ALPHA 1,85 % |