

Ce document est uniquement destiné aux journalistes et aux investisseurs professionnels en France et uniquement aux investisseurs professionnels en Belgique. Il n'est pas pour l'usage des investisseurs non professionnels.



Bernard Aybran

Directeur de la multigestion
Invesco Asset Management

Et si la gestion active n'avait pas dit son dernier mot ?

Comment dire que le premier trimestre de cette année a été difficile sur les marchés financiers ? De bien des manières, par exemple en citant les records de baisse battus sur de nombreuses classes d'actifs, le gel de certains fonds, de certains marchés, l'interruption de cotation de certains indices. C'est également la rapidité des mouvements de marché qui a frappé, d'autant plus qu'ils sont survenus dans un paysage qui semblait serein il y a encore peu. Serait-ce une configuration de marché dans laquelle les gérants actifs vont pouvoir retrouver leur valeur ajoutée, bien contestée depuis des années ? Une récente étude apporte quelques éléments. Sur les marchés financiers, comme souvent, les avis sont partagés : est-ce le moment de procéder à des « achats à bon compte » ? Analyse et réflexion importent d'autant plus que le temps presse et s'accélère.

Nombre d'investisseurs ressortent de ce mois de mars avec l'impression de l'avoir passé dans le tambour d'une machine à laver. Et l'analogie pourrait difficilement être plus appropriée. Dans le prolongement du mois de février, ils ont subi au mois de mars l'une des pires dislocations de l'histoire des marchés financiers. **Si la magnitude de cette dislocation a déjà eu des précédents historiques, c'est sa vitesse ici qui est totalement inédite.** Par exemple, sur l'indice Dow Jones, le record de rapidité d'une baisse de 20% par rapport à un plus haut historique avait été établi en 1929, avec 39 jours. Cette année, le mouvement baissier de 20% s'est déroulé en 19 jours. Et cette grande rapidité des mouvements est également observable sur les marchés obligataires. A titre d'exemple, le marché obligataire *investment grade* américain avait subi une correction de l'ordre de 19% en 14 jours, au cours du pic de panique d'octobre 2008. Cette fois-ci il a corrigé de presque 22% en seulement 9 jours. Ces dislocations ont engendré à leur tour une réponse inédite de la part des gouvernements et des Banques Centrales. Pour les premiers, un soutien fiscal parfois significatif, qui pourrait atteindre 10 à 15% du PIB pour certains pays. Les Banques Centrales ont pour leur part engagé des accroissements de leurs programmes d'achat d'actifs, dans des proportions inédites : le bilan de la Réserve Fédérale américaine a par exemple augmenté de près de mille milliards de dollars entre les 11 et 25 mars. Il pourrait en outre se voir étendu à d'autres classes d'actifs. Reste qu'il faut également prendre en compte une situation inédite : de nombreux pays sont aujourd'hui totalement à l'arrêt, impliquant une baisse de l'activité jamais vue dans l'histoire économique moderne. Cette baisse est bien évidemment temporaire et pourrait entraîner des récessions techniques, définies comme deux trimestres consécutifs de baisse de l'activité. Mais au-delà ? La question capitale reste de savoir si l'aspect transitoire de cette crise peut signifier que les économies évitent une phase de hausse structurelle des faillites et du chômage. Si tel est le cas, la route vers la reprise pourrait être volatile mais porteuse. Il est pour l'heure impossible de répondre à la question.

Comme tous les ans depuis 2002, Standard & Poor's vient de publier son rapport sur la performance des fonds actifs actions et leur capacité à surperformer l'indice de référence. Les conclusions pour l'année 2019 ne sont pas différentes des années précédentes : la majorité des fonds actifs peine à obtenir de meilleures performances que les indices de marché sur 1, 3, 5 et 10 ans, toutes zones géographiques confondues¹. Le pourcentage des fonds (libellés en EUR) qui arrivent à battre l'indice en 2019 varie de 49,9% pour les actions émergentes à seulement 5,2% pour les actions italiennes. Les actions européennes et américaines se situent respectivement à 28,9% et 18,8%. Les écarts de performance (nette de frais) entre les fonds sont significatifs : pour les actions européennes par exemple, entre les premier et quatrième quartiles, l'écart est supérieur à 8%. Ces chiffres

¹ Les fonds sont regroupés par zone géographique, tous styles et tailles de capitalisations confondus, rapport du 09/03/20.

indiqueraient que l'investisseur qui ne procède pas à des arbitrages réguliers aurait intérêt à s'orienter vers une gestion passive. Pour un investisseur mettant en place une allocation active, cela mériterait peut-être un regard plus détaillé pour plusieurs raisons. Tout d'abord, en considérant toujours les actions européennes, sur un univers global de 1 108 fonds, il reste un univers assez large de 320 fonds qui ont surperformé l'indice. Deuxièmement, l'étude ne tient pas compte des biais de style et capitalisation et c'est à l'investisseur donc d'adapter la sélection en fonction des biais qu'il souhaite avoir dans un certain contexte de marché. Enfin, le niveau de frais de gestion a un impact considérable : selon une récente étude de Morningstar², si, net de frais, la majorité des fonds sous-performe, le résultat est inversé avec les performances brutes. Un investisseur institutionnel ayant accès à des parts moins chères pourra donc espérer plus de performance. Le niveau moyen des frais pour la part institutionnelle des fonds actions européennes se situe à 0,84% contre 1,88% pour les parts les plus chères. On pourrait conclure qu'un bon allocataire qui a accès aux parts institutionnelles devrait pouvoir surperformer, malgré tout.

Quelques changements dans les stratégies multi-gérants Invesco au cours du mois de mars. Sur la partie actions, nous maintenons un positionnement constructif, même si la plupart des portefeuilles sont désormais sous-pondérés, principalement sur les marchés européens. Un positionnement équilibré est conservé entre les différentes régions, la diversification étant capitale dans ce type de configuration très incertaine. Le crédit est privilégié sur la partie obligataire, mais avec une très forte préférence pour les signatures *investment grade*, les émetteurs en catégorie spéculative, ou *high yield*, étant plus sujets à des assèchements de liquidité soudains. Après la dislocation inédite constatée au cours du mois de mars, beaucoup de marchés obligataires présentent des valorisations très attractives. Mais il est encore trop tôt pour se repositionner et plus de signes de stabilisation, notamment un retour à une meilleure liquidité, doivent être constatés. Sur la partie devise, l'exposition au dollar américain a été accrue, alors qu'il semble être l'un des rares actifs de protection face à une dégradation plus forte de la situation.

L'excès d'arbitrage nuit aux performances des portefeuilles. D'une part parce qu'il engendre des frais et consiste souvent, dans l'émotion et la réaction à chaud, à vendre au plus bas et acheter au plus haut. Et aussi parce que, à certains points d'inflexion importants dans les cycles de marché, il est important de marquer une pause, d'évaluer la situation aussi objectivement que possible, d'estimer les risques et les perspectives de gain. Et de voir ce qui a changé entre les hypothèses qui nous avaient amené à construire notre portefeuille et la situation actuelle. Toutes ces précautions étant prises, à certains moments, procéder à des arbitrages s'impose. Il semble que nous soyons dans l'un de ces moments.

2 « Actions européennes : faut-il préférer la gestion active ? »
09/03/20.

A propos de l'équipe de multigestion d'Invesco Asset Management

Créée en 1994, l'équipe de multigestion d'Invesco propose des fonds de fonds ouverts, des fonds multigestion labellisés ainsi que des services en conseil d'allocation d'actifs à des investisseurs en Europe.

Achévé de rédiger le 2 avril 2020.

Ce document est uniquement destiné aux journalistes et aux investisseurs professionnels en France et uniquement aux investisseurs professionnels en Belgique. Il n'est pas pour l'usage des investisseurs non professionnels.

Les informations et les opinions de Invesco peuvent être modifiées sans préavis et ne constituent pas une recommandation personnalisée ni un conseil d'investissement. Les opinions exprimées dans cette publication représentent le sentiment de l'auteur au jour de son édition. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Cette publication est publiée en France et en Belgique par Invesco Asset Management S.A., 18, rue de Londres 75009 Paris, autorisée et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers en France. EMEA 2609/2020.

Allocation d'actifs (au 31 mars 2020)		
■ Neutre	▲ Positif	▼ Négatif
Commentaires		
Marchés actions		
Europe	■	La situation économique a entraîné une violente correction des marchés. L'incertitude et donc la volatilité devraient rester élevées dans les prochaines semaines.
Etats-Unis	■	Les valorisations ont fortement baissé mais il ne sera possible de savoir si cette baisse est suffisante que lorsque l'étendue des dommages sera mieux connue.
Emergents	■	La normalisation progressive de l'activité en Chine est un élément positif. Les valorisations sont attractives mais la trajectoire de reprise encore trop floue.
Marchés obligataires		
Emprunts d'Etat	■	Un environnement économique favorable mais les emprunts d'états de la zone euro restent soumis à des aléas politiques importants.
Obligations d'entreprises	■	Alors que la classe d'actifs a subi des flux historiques de rachats, les valorisations semblent désormais attractives.
High Yield	▼	Le marché de la dette spéculative offre des rendements désormais très attractifs mais les taux de défaut devraient fortement augmenter.
Dettes émergentes	■	Des sorties de capitaux importantes fragilisent de nombreux émetteurs. Le dollar pourrait constituer un moyen de couverture.
Matières premières	■	Alors que le pétrole s'enfonce toujours plus, les métaux précieux peinent à jouer leur rôle de diversification.

Source : Invesco.