

Octobre 2019



PHILIPPE MITAINE
Senior Fund Analyst



VANESSA BONJEAN
Senior Fund Analyst



LYXOR MUTUAL FUND SELECTION

Lyxor Observatoire des Fonds 3ème trimestre 2019

Les marchés actions et obligataires au 3ème trimestre 2019 :

Les marchés actions et obligataires flirtent encore avec des niveaux historiquement élevés. Néanmoins, ils ont connu un **épisode de volatilité en août** alors les risques macro-économiques se sont multipliés et l'activité manufacturière mondiale a fortement ralenti. Cependant, les dépenses de consommation ont bien résisté, et les politiques monétaire et fiscale sont devenues plus favorables.

Au sein des obligations, **cette incertitude macro-économique a bénéficié aux emprunts d'états cœurs**, car les investisseurs continuent à se ruer vers les actifs considérés comme sûrs : **les taux 10 ans américain et allemand ont atteint de nouveaux points bas**, respectivement 1,66% et -0,57% à fin septembre, malgré un petit rebond durant ce mois. Le recul du risque politique italien a également poussé les taux périphériques à la baisse : le taux 10 ans italien a connu une chute spectaculaire de -1,3% pendant le trimestre, tombant à 0,82% alors que la nouvelle coalition a émergé ; et les taux 10 ans espagnol et portugais ont tous deux fini à environ 0,15%, approchant le seuil de 0%. Ainsi, bien qu'une grande partie des emprunts d'états de la zone EUR offrent un rendement négatif, **l'indice représentatif ICE BoFA Euro Government Index s'est apprécié de +3,8% au 3^e trimestre**. Les obligations d'entreprises ont été encore soutenues par la recherche de rendement, mais **ont affiché des rendements moindres par rapport aux emprunts d'état, car les spreads de crédit se sont écartés en août**. Les obligations d'entreprises EUR Investment Grade et EUR High Yield ont affiché une performance d'environ +1,3% chacune. Enfin, **les obligations émergentes ont confirmé leur rebond de 2019**, l'indice JPMorgan EMBI Global Diversified Composite (dette émergente émise en Dollars US) s'appréciant de +1,5%.

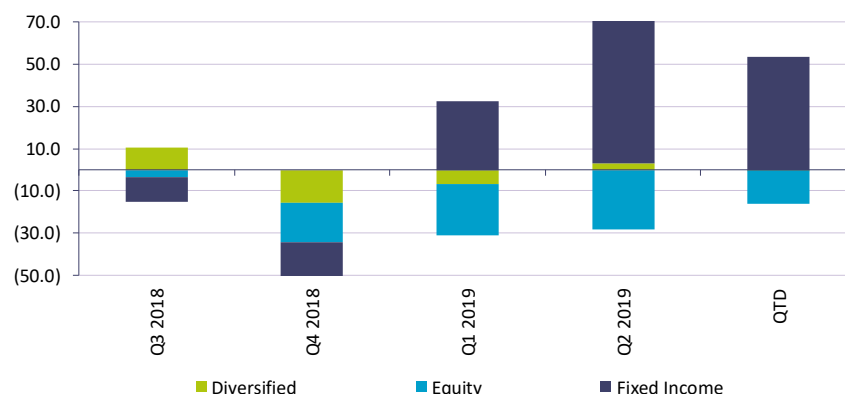
Les **marchés actions des pays développés ont également progressé** au 3ème trimestre 2019. Le marché actions européen s'est inscrit en hausse de +2,6% (indice MSCI Europe*), alors que les annonces sur le front macro-économique et politique ont généré un **pic de volatilité et des rotations sectorielles au cours de la période**. Les défensives ont mené le marché, l'indice MSCI Europe Minimum Volatility* (+4,1%) surperformant les styles croissance, value, et petites capitalisations (+3,1% pour l'indice MSCI Europe Growth*, +1,9% pour l'indice MSCI Europe Value* et +0,7% pour l'indice Euromoney European Smaller Companies*). En termes sectoriels, cela s'est traduit par la **surperformance des secteurs défensifs** perçus comme des valeurs refuge (les services publics, la santé et la consommation non cyclique), tandis que la partie la plus cyclique de la cote a sous-performé (l'énergie et les matériaux affichant des performance négatives, suivis des secteurs de la technologie et des financières). Il convient par ailleurs de noter, en fin de trimestre, les premiers signes d'une rotation vers la value qui s'est matérialisée par le rebond des secteurs de la finance et de l'énergie.

Les flux sur les fonds actions et obligations (Fonds UCITS domiciliés en Europe, Juillet-Août 2019) :

La tendance sur les deux premiers mois du 3ème trimestre s'est révélée similaire à celle observée sur la 1^{ère} moitié de l'année : **une forte rotation des fonds actions (-15 mds EUR de flux sortants) vers les fonds obligataires (+49 mds EUR de souscriptions)**, reflétant l'aversion pour le risque des investisseurs.

Au sein des obligations, les fonds diversifiés (+34 mds EUR de collecte) ont absorbé une grande majorité de ces souscriptions, dans un environnement de plus en plus complexe où à la fois les obligations d'état et les obligations d'entreprises semblent chères. Ainsi, les investisseurs ont été relativement prudents sur les fonds high yield (seulement +1,5 Md EUR de collecte), favorisant les émissions investment grade au sein du crédit (+8,5 mds EUR). Les fonds de dette émergente avaient fortement collecté durant le 1^{er} semestre en raison de valorisations attractives, mais le rythme a décéléré avec +3,6 mds EUR de collecte sur la période, les investisseurs devenant probablement plus prudents suite à la chute des obligations argentines.

Parallèlement, **les fonds actions européennes ont enregistré la plus forte décollecte (-13 mds EUR de flux sortants) au sein des fonds actions**, suivis par les fonds actions émergentes (-7 mds EUR) et les fonds actions américaines (-2 mds EUR). Cela porte le niveau de décollecte sur les fonds actions européennes à -57 mds EUR depuis le début de l'année 2019, l'aversion au risque des investisseurs européens ayant pesé sur leur allocation en actions domestiques.



Source: Lyxor; Morningstar, univers Open-Ended Funds available for sale in Europe, données en milliards d'€

Comment les gérants actifs de notre sélection de fonds obligataires diversifiés se sont-ils comportés ?

Le 3^{ème} trimestre 2019 se caractérise par une grande dispersion de performances des fonds obligataires diversifiés. Cette dispersion reflète la divergence de vue des gérants sur la direction des taux : certains ont bénéficié de la chute des emprunts d'état en août, tandis que d'autres ont été surpris par ce mouvement. Beaucoup de gérants ont bénéficié de la hausse du crédit, mais nous observons généralement une vue plus prudente des gérants sur la classe d'actifs, car ils trouvent les valorisations moins attractives.

Jupiter Dynamic Bond a très bien performé grâce à son exposition importante aux emprunts d'état américains et australiens. En effet, le gérant du fonds a adopté depuis l'an dernier une vue pessimiste sur la croissance mondiale, et a donc augmenté son exposition aux obligations d'état. Néanmoins, il a également conservé une allocation prudente à des actifs qui génèrent plus de rendement, et qui ont contribué à la performance du fonds pendant le trimestre : des obligations EUR High Yield court terme, et des obligations d'entreprises émergentes. A noter que le fonds était exposé à l'Argentine, mais son allocation résiduelle a été vendue courant juillet, avant la chute du mois d'août. **Pimco Global Bond** a également bien performé, car il a augmenté récemment son exposition aux obligations d'état, principalement américaines où l'équipe estime qu'il y a plus de place pour une baisse des taux qu'au sein de la zone Euro. Tandis qu'elle augmentait sa duration, l'équipe de gestion a également adopté une approche plus prudente sur le risque crédit High Yield qui a été écrêté. Les performances positives de **M&G Optimal Income** proviennent principalement de son allocation importante au crédit Investment Grade, notamment aux émissions d'entreprises US qui ont surperformé les émissions d'entreprises européennes durant le trimestre. Le crédit High Yield a été un contributeur plus modeste, en raison de la vue conservatrice du gérant sur la classe d'actifs. La performance a cependant été atténuée par la duration très faible du fonds, qui n'a pas bénéficié à la baisse des taux d'états.

Quelles sont les préoccupations actuelles des gérants obligataires pour les prochains mois ?

Les gérants continuent à suivre de près toutes les annonces et actions des banques centrales américaine et européenne, qui restent moteurs dans les mouvements des taux d'intérêt. Bien que les taux aient atteint de nouveaux points bas, les banques centrales pourraient maintenir la pression ou les baisser dans l'objectif de soutenir la croissance. Mais dans le cas où elles ne réussiraient pas à atteindre leur objectif de relance de la croissance, les gérants scrutent les données macro-économiques qui indiqueraient un ralentissement potentiel. Ce dernier pourrait en effet impacter les obligations les plus risquées, notamment les émissions high yield. Ainsi, le principal défi pour les gérants obligataires est de maintenir un portefeuille diversifié sans sacrifier trop de rendement.

Comment les gérants actifs de notre sélection de fonds actions Europe se sont-ils comportés ?

Après deux trimestres caractérisés par une nette surperformance des fonds investissant sur les sociétés de croissance et de qualité au sein de notre univers de fonds sélectionnés sur les actions européennes, le podium a été plus partagé au 3^{ème} trimestre. La croissance a continué à surperformer la value mais dans de moindres proportions. Par ailleurs, la surperformance des valeurs défensives et la sous-performance de petites capitalisations ont également impacté l'alpha qui avait été jusqu'à présent généré en 2019 par certains gérants croissance.

Le fonds **BlackRock European Equity Income**, géré suivant une approche pragmatique sur les dividendes, cherchant à la fois des titres affichant un rendement du dividende supérieur et soutenable mais également du potentiel de croissance des dividendes, a affiché la meilleure performance au sein de notre sélection. Le fonds a bénéficié d'une bonne sélection de titres, notamment au travers des positions détenues en **Bouygues** (construction & télécoms), **Royal Dutch Shell** (compagnie pétrolière), **Vinci** (infrastructure) ou **NovoNordisk** (pharmaceutique). La stratégie **Invesco Pan European Equity Structured** intégrant une gestion du niveau de volatilité du portefeuille a également surperformé, bénéficiant du soutien du style « faible volatilité » et du positionnement défensif de son portefeuille. Si certains fonds croissance et qualité, tels que **Jupiter European Growth** et **Renaissance Europe**, ont continué à bien performer par rapport à notre univers de fonds sélectionnés sur les actions européennes, la performance globale des fonds croissance a été plus disparate au 3^{ème} trimestre, subissant l'impact de la sous-performance des petites et moyennes capitalisations et des valeurs cycliques sur la période.

Quelles sont les préoccupations actuelles des gérants actions européennes pour les prochains mois ?

La polarisation du marché sur quelques valeurs de croissance et de qualité, au détriment des titres value, et la divergence de performances en résultant, s'est accélérée depuis avril/mai 2019. La comparaison entre les performances actuelles du marché avec les niveaux observés lors des dernières crises soulève de fortes interrogations chez les gérants blend ou flexibles sur l'opportunité de revenir sur le segment de la value cyclique, si une rotation de style venait à se matérialiser. Le rebond du style value en septembre, bien que de courte durée, n'a fait que renforcer le questionnement des gérants sur la justification et le caractère soutenable d'un si fort écart de valorisation et de performance, entre la croissance et la qualité d'une part, et la value d'autre part.

*Performances de indices, dividendes net réinvestis en Euros



LYXOR
Asset Management
SOCIETE GENERALE GROUP

Lyxor Asset Management – Tours Société Générale
17 Cours Valmy – 92987 La Défense Cedex – France
www.lyxor.com - solutions@lyxor.com

Lyxor Asset Management (Lyxor AM) is a French société par actions simplifiée (simplified private limited company) with a capital stock of 161,106,300 euros – Nanterre Trade Register n°418 862 215. Lyxor AM is an investment management company authorized by the Autorité des marchés financiers under the UCITS Directive (2009/65/EC) and the AIFMDirective (2011/31/EU).
Copyright February 2016 – Lyxor AM. All rights reserved.