

Octobre 2020



PHILIPPE MITAINE
Senior Fund Analyst



VANESSA BONJEAN
Senior Fund Analyst



LYXOR MUTUAL FUND SELECTION

Lyxor Observatoire des Fonds 3ème trimestre 2020

Les marchés Actions et Obligations au 3^e trimestre 2020 :

Après le fort rebond du 2^e trimestre, l'environnement est resté favorable pour les classes d'actifs risquées pendant l'été, alors que les différentes économies ont émergé de plusieurs mois de confinement. Cependant, la pandémie continue de s'étendre partout dans le monde, forçant les gouvernements à maintenir ou durcir des mesures de restrictions sur l'activité, ce qui a généré plus de volatilité en septembre, notamment sur les actions. Si l'on peut s'attendre à moins de surprises économiques dans les prochains mois, après le fort rebond depuis les plus bas de mars, les incertitudes politiques reviennent sur le devant de la scène, avec l'approche des élections US, les négociations sur le Brexit, et les tensions US-Chine.

Au sein des Obligations, les taux cœurs souverains sont restés proches de leurs plus bas, tandis que les segments plus risqués ont poursuivi leur rebond en juillet et en août, avant de corriger légèrement au 3^e trimestre. Les taux 10 ans US, qui s'étaient effondrés au 1^{er} trimestre, se sont stabilisés autour de 0,7%. En effet, la FED continue ses achats d'actifs, et les pressions inflationnistes devraient rester limitées, bien que la banque centrale américaine ait changé récemment sa politique avec une plus grande tolérance pour l'inflation. Au sein de la zone Euro, le feu vert donné en juillet au fonds de relance de l'UE et les achats de la BCE ont poussé les taux périphériques à la baisse, notamment le 10 ans italien qui est tombé en-dessous de 1%. Les spreads de crédit se sont resserrés au 3^e trimestre, bien qu'ils aient légèrement augmenté récemment sur fond de résurgence de la Covid : les obligations d'entreprise High Yield EUR ont gagné +2,6%. Les obligations Investment Grade ont également affiché des rendements réguliers (+2% for ICE BofA Euro Corporate Index) car elles bénéficient des achats des banques centrales. Au sein des émergents, les obligations émises en USD (+2,3%) ont surperformé les obligations en devises locales (+0,6%) : une inflation croissante, les déficits des comptes courants et la pandémie ont fait baisser les devises de certains émetteurs souverains émergents.

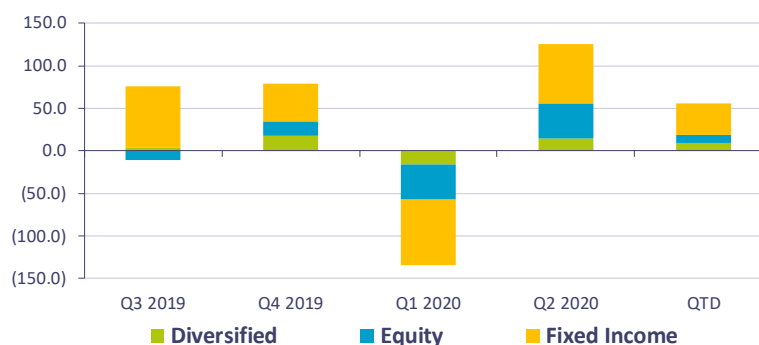
Les marchés Actions mondiaux ont affiché des performances en ordre dispersé sur le trimestre. Les actions américaines ont bien performé, dans le sillage d'un petit nombre de méga-capitalisations du secteur de la technologie, tout comme les marchés émergents sous l'impulsion de la reprise économique soutenue en Chine. A l'inverse, le marché actions européen a fini le trimestre proche de zéro (+0,1% pour l'indice MSCI Europe*), sous l'effet des craintes d'une deuxième vague de la pandémie. Dans ce contexte, la dichotomie des performances entre la Croissance et la Value en marche depuis 2019 ne s'est pas effacée. L'indice MSCI Europe Growth* a progressé de +4,1% sur la période, tandis que la Value perdait -3,7% (indice MSCI Europe Value*). Néanmoins, il convient de souligner que le différentiel de performances entre les deux styles de gestion a été beaucoup plus contenu que ce qu'on avait pu observer au pic du 1^{er} trimestre lors du « bear market » (avec un différentiel de performances entre les deux styles ayant atteint le niveau de 13% sur la période). Par ailleurs, le rebond des petites et moyennes capitalisations initié au 2^e trimestre a continué, avec un indice MSCI Europe Small Cap* en progression de +6,2%, en faisant le facteur le plus performant sur le trimestre. Dans ces conditions de marché, les secteurs de croissance cycliques ont mené le marché, avec la consommation discrétionnaire, l'industrie et les matériaux affichant les meilleures performances. A l'inverse, les perdants de 2020 que sont les secteurs de l'énergie, de la finance et des services de communication ont continué à sous-performer. Enfin, on soulignera le retournement notable que constitue, la sous-performance du secteur de la santé au 3^e trimestre (-2,4%), après avoir été un des secteurs les plus performants au premier semestre 2020.

Les flux sur les fonds Actions et Obligations (Fonds UCITS domiciliés en Europe) en juillet-août 2020 :

L'essentiel des sorties du 1^{er} trimestre ayant été contrebalancé par les flux entrants au 2^e trimestre, les flux sont revenus sur des niveaux plus normalisés cet été. Les tendances pré-Covid ont repris, notamment les souscriptions plus importantes sur les Obligations (+35 Mds EUR) que sur les Actions (+11 Mds EUR).

Au sein des Obligations, les fonds diversifiés ont été encore plébiscités avec +20 Mds EUR de souscriptions, car ils restent un moyen pour les investisseurs de prendre du risque au travers de stratégies flexibles. Les investisseurs ont également favorisé les fonds **crédit Investment Grade (+8,5 Mds EUR)** par rapport aux fonds **crédit High Yield (+2,7 Mds EUR)** : les obligations Investment Grade bénéficient du support des banques centrales, et les investisseurs craignent que les défauts au sein du High Yield ne soient exacerbés par la récession. Les Obligations émergentes ont également reçu des souscriptions (+5,7 Mds EUR), principalement sur les Obligations en devises dures moins volatiles que celles en devises locales.

Au sein des fonds Actions, la collecte nette positive (+11 Mds EUR) masque de fortes disparités entre les catégories. Ainsi les fonds **Actions globaux et sectoriels** ont continué à attirer de fortes souscriptions (respectivement +11 Mds EUR et +9 Mds EUR), et affichent les plus fortes collectes en 2020. A l'inverse, les investisseurs ont continué de se détourner des fonds **Actions européennes**, qui ont encore décollecté (-6 Mds EUR), tandis que les fonds **Actions émergentes** ont perdu -1,6 Mds EUR. Malgré la bonne performance du marché **Actions américain**, les fonds investis sur la classe d'actifs ont également enregistré des sorties d'actifs, bien que plus modérées (-0,9 Md EUR).



Source: Lyxor; Morningstar, univers Open-Ended Funds disponibles à la vente en Europe, données en milliards d'€

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

Les gérants obligataires flexibles ont affiché des performances positives durant le trimestre, mais **la dispersion des performances a été bien plus limitée que les trimestres précédents**. En effet, les taux d'Etat cœurs ont évolué dans des fourchettes resserrées : la divergence sur leur positionnement en durée n'a donc pas été un facteur clé dans la dispersion de leurs performances. La plupart des gérants qui avaient une vue négative sur les taux avant la pandémie de coronavirus ont rééquilibré leur positionnement avec plus de durée, prenant en compte les interventions des banques centrales. **De manière générale, les fonds ont surperformé les marchés obligataires mondiaux** : ils ont bénéficié de la bonne performance des Obligations d'entreprise et émergentes, car la plupart d'entre eux ont gardé ou renforcé leur allocation à ces segments obligataires les plus risqués pendant la chute des marchés en mars. Néanmoins, certains gérants ont commencé à réduire leur risque récemment car les spreads de crédit sont revenus à des niveaux très bas.

DNCA Alpha Bonds a largement bénéficié de la normalisation des anticipations d'inflation, qui avaient chuté en mars. L'inflation reste une conviction forte de l'équipe : elle pense que la coordination des politiques monétaires et fiscales devrait permettre aux banques centrales de réaliser leur objectif d'inflation pour le prochain cycle économique. L'allocation pays du fonds reflète le positionnement de nombreux gérants actifs : l'équipe favorise la durée sur les emprunts d'Etats cœurs qui offrent encore un peu de rendement (US, Australie) et sur une sélection de pays émergents, tandis qu'ils ont des positions short sur la durée EUR, car les obligations d'Etat cœurs de la zone Euro offrent un potentiel de hausse limité. Les segments obligataires plus risqués ont également contribué à la bonne performance de **Pimco Income**. Son allocation au High Yield, aux obligations émergentes et aux MBS ont augmenté sur les 6 derniers mois. Au sein des MBS, l'équipe de gestion a une vue positive à la fois sur les non-Agency MBS, en raison des fondamentaux solides sur les prêts hypothécaires, mais aussi sur les Agency MBS, qui sont soutenus par la FED et offrent un portage plus élevé que les emprunts d'Etat US. La durée globale du fonds a été augmentée depuis mars, l'équipe d'investissement prenant en compte l'intervention des banques centrales. **Jupiter Dynamic Bond** a encore affiché des performances régulières grâce à un portefeuille diversifié et au renforcement de son allocation au crédit High Yield lorsque les marchés étaient au plus bas en mars. Le gérant a également augmenté l'exposition à certains pays émergents comme la Chine et la Russie : ces pays devraient continuer une politique monétaire accommodante. D'un autre côté, il reste largement alloué aux emprunts d'Etat US et australiens, car la pression à la baisse sur les taux d'intérêt développés devrait persister.

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

Le rebond du crédit depuis mars a renvoyé les taux à des niveaux très bas. Les gérants obligataires font ainsi de nouveau face à la problématique d'investir sur des classes d'actifs ayant des rendements limités, malgré une reprise économique fragile. Certes les actions des banques centrales constituent un soutien très fort aux prix des obligations. Mais les gérants gardent des niveaux de risques modérés dans leurs portefeuilles, en raison de l'environnement macro-économique : le support fiscal des gouvernements expirera dans les prochains mois, ce qui pourrait se traduire par une détérioration sur le front du chômage. L'inflation est un autre risque débattu parmi les gérants obligataires, car les banques centrales, notamment la FED, tolèrent désormais une inflation plus élevée.

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

Le 3^e trimestre s'est avéré être un très bon cru pour les fonds Actions européennes de notre sélection, la plupart de nos gérants actifs surperformant le marché, à l'exception notable des fonds Value en raison de leur positionnement de style. Cependant, l'ampleur de la surperformance générée a été très diverse. Les fonds ayant affiché la plus forte surperformance étaient soit investis sur les petites et moyennes capitalisations, soit positionnés sur le segment de la croissance cyclique ; et dans tous les cas ont bénéficié d'une très bonne sélection de titres de la part de leurs gérants.

Sur le segment des fonds investis sur les grandes et moyennes capitalisations, **BlackRock Continental Europe Flexible** a affiché la meilleure performance sur la période, grâce à une très bonne sélection de valeurs dans le secteur de croissance cyclique de l'industrie, incluant les positions en DSV Panalpina (transport & logistique), Sika (matériaux de constructions), ou Hexagon (équipement de mesure). Mais il faut également souligner que certaines valeurs du secteur de la santé telle que Lonza (pharmaceutique spécialisée et chimique) se sont inscrites parmi les meilleurs contributeurs à la performance en dépit de la sous-performance globale du secteur de la santé. De la même façon, **Allianz Europe Equity Growth**, visant à investir sur le segment de la croissance a très bien performé, grâce à sa sélection de titres dans les cycliques industrielles (DSV Panalpina; Kingspan spécialisée dans l'isolation des bâtiments...) et les cycliques de consommation (avec les distributeurs internet Zalando, Asos...). Sur le front des petites et moyennes valeurs, **Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe** a également affiché une très forte performance, reflétant la bonne tenue de ses valeurs de croissance de grande qualité et résilientes dans différents secteurs d'activité : GN Store Nord and Sartorius dans la santé, Indutrade dans l'ingénierie ou encore Neonen dans l'industrie des énergies renouvelables.

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

Après le fort rebond de marché post « bear market » du mois de mars et la résurgence d'incertitudes quant à la pandémie, les gérants Actions Europe sont plus que jamais attentifs à la résilience des sociétés dans lesquelles ils investissent et à leur capacité à confirmer leur croissance bénéficiaire dans le cycle. Si des divergences significatives de valorisations persistent dans le marché, la question de la valorisation ne semble pas pour autant être un facteur déterminant de marché dans le contexte actuel, au contraire de la croissance et de la résilience des entreprises.

**Performances de indices, dividendes net réinvestis en Euros*



LYXOR
Asset Management
SOCIETE GENERALE GROUP