

amLeague : les gérants qui battent le marché sur douze mois ne sont pas forcément les plus exposés

Jean-François Tardiveau 24/04/2013

En présence de **Joëlle Morlmet-Selmer**, responsable de gestion chez **Mandarine Gestion**, et de **Geoffroy Goenen**, responsable de la gestion européenne chez **Dexia AM**, ainsi que de **Henri Chaffiote**, directeur général délégué de la CARMF, et de **Thierry Dissaux**, président du directoire du Fonds de Garantie des Dépôts, la XIXème réunion Newsmanagers-amLeague qui s'est tenue la semaine dernière s'est donné comme base de travail une étude réalisée par bfinance (cf. document joint). Objectif de l'analyse : identifier l'alpha et le beta des portefeuilles en lice au sein des trois mandats "full invested" d'amLeague. Et ce sur les douze derniers mois (chiffres arrêtés au 28 mars).

Du document en question, il est rapidement ressorti un paradoxe. Alors que les marchés, ont enregistré des progressions à deux chiffres, des gérants qui affichent un beta élevé peuvent, en toute théorie, avoir un avantage et surperformer l'indice de référence. Il n'en est rien, exemples à l'appui. Ainsi, un portefeuille comme celui de **Mandarine Gestion** dans le mandat actions-zone euro qui affiche, sur la période de 12 mois, un beta élevé, a sous-performé le marché, alors qu'on était dans une période haussière. Pis, **Tobam**, qui affiche un beta très faible (de l'ordre de 0,50), a surperformé l'indice et créé de l'alpha. Dans un genre un peu différent, au sein du mandat européen, cette fois, les portefeuilles dont des betas sont supérieurs à 1 ont sous-performé l'indice et, en outre, n'ont pas dégagé d'alpha. Enfin, dans le mandat actions internationales, **Olivier Jesequel**, directeur général de bfinance, a relevé une graduation en fonction du beta et de l'alpha généré. Une fois de plus, l'analyse met aussi en évidence des betas autour de 1 qui n'ont pas forcément battu des betas inférieurs. Avec néanmoins un Stoxx 1800 qui progresse de 16%...

Dans un deuxième temps, bfinance a également présenté une analyse de performance en repositionnant les alphas et betas par rapport à des périodes de marché, et analysé la performance moyenne de chaque gérant dans les mois négatifs du marché ainsi que dans les mois positifs. "Il y a plusieurs façons de gagner de la surperformance et de l'alpha", a noté **Olivier Jesequel**. "Visiblement, des gérants arrivent à le faire dans les phases de marché baissières où ils résistent et gardent de la performance. "Par ailleurs", a-t-il ajouté, "ils ont aussi réussi à capter de la performance dans les mois haussiers."

Le décor planté, **Joëlle Morlet-Selmer** est revenue sur la sous-performance du fonds value de **Mandarine Gestion** en relevant que les mois de sous-performance du portefeuille ont été tels que la surperformance qui a suivi dans un marché en hausse aurait dû être beaucoup plus importante pour revenir simplement au point de départ... De son côté, **Geoffroy Goenen** a indiqué qu'au cours des douze mois, le beta peut varier. Celui de son portefeuille, par exemple, est passé de 0,85 à 1,15 pour retourner à 0,95 fin février. "On génère beaucoup d'alpha avec un beta", a-t-il indiqué, mais la question reste avant tout le style de gestion.

N'ayant pas mené d'étude aussi fine que celle de bfinance, un investisseur comme **Henri Chaffiotte** a surtout réaffirmé son souhait de réduire la volatilité dans les fonds. Une volatilité analysée comme une conséquence de facteurs essentiellement psychologiques, a insisté le responsable, "donc des facteurs qui influent d'une manière générale sur le marché, donc le beta". Plus en détail, sur le style de gestion approprié dans la période actuelle, **Henri Chaffiotte** a confié qu'il avait opéré un mix entre fonds de gestion value et croissance au sein de son portefeuille. En précisant notamment que sa maison essayait de faire de la croissance sur les marchés en développement, en particulier sur tous les marchés émergents, mais aussi en Europe "où il y a des entreprises mondialisées en croissance", a-t-il expliqué. "Cela dit, sur le vieux Continent, la gestion value est intéressante" a expliqué **Henri Chaffiotte**. Elle offre des perspectives de rebond intéressantes.

Concernant la volatilité, **Thierry Dissaux** a enfoncé le clou en rappelant que son organisme dont la défiance bancaire constitue le passif considère les actions comme une poche de diversification. "Nous cherchons un rendement complémentaire", a-t-il expliqué, "et ce, par rapport au risque de gestion avec un risque minimal, donc une volatilité minimale. Dès lors, le responsable observe les "max drawdown" des portefeuilles. En matière de styles de gestion, **Thierry Dussaux** a rappelé avoir remis à plat la gestion actions du Fonds de Garantie il y a bientôt deux ans ne s'est pas attaché au style de gestion pour sélectionner les fonds. "Cela dit, in fine", a révélé **Thierry Dissaux**, "en cumulant tous nos critères, nous sommes

tombés sur des équipes qui avaient de vrais talents de stock picking, avec une optique généralement value."

Enfin, pour conclure, chacun des intervenants a fait part de ses convictions sur la tenue des marchés pour l'année 2013. Les avis ont été pour le moins partagés. **Joëlle Morlet-Selmer** relève actuellement des excès inverses à ceux du début d'année. Après un trop grand optimisme début 2013, un excès de pessimisme prévaut, lié notamment à la crise en Europe et à l'incapacité de la Chine et du Brésil désormais à accélérer économiquement. La responsable ne partage pas ce pessimisme, mais elle indique néanmoins que les États-Unis doivent tenir. "Dans mon portefeuille, je souffre à l'heure actuelle de la présence d'un certain nombre de valeurs cycliques, mais je n'ai pas envie de les vendre alors qu'il existe une grosse vague de défiance sur le cycle", expose-t-elle.

De son côté, **Geoffroy Goenen** a noté que le coût d'opportunité est extrêmement faible et que les actions sont la seule classe d'actifs bon marché. D'où sa confiance actuelle "sachant que le stock picking devrait continuer à faire la différence", selon lui. Le risque géopolitique n'est cependant pas à négliger. "En cas de réalisation de ces risques, la meilleure gestion du monde, value, growth, etc, ne peut rien faire", a-t-il prédit. Dans le cas contraire, "si la confiance est là, en dépit d'une prime de risque qui devrait monter, la bourse va continuer à monter tranquillement".

Henri Chaffiote s'est dit en accord avec cette interprétation en rappelant que le placement actions était presque un placement par défaut. "Nous n'avons rien à attendre des taux, les rendements obligataires sont très faibles, sauf à se gorger de high yield...", a-t-il précisé. "Le seul risque que je vois serait des soubresauts sur l'Europe qui peuvent affecter les marchés européens. C'est pour cela que nous essayons de diversifier notre portefeuille et de prendre des valeurs européennes qui soient liées à la croissance mondiale". Mais **Henri Chaffiote** se méfie des valeurs cycliques, notamment en raison de la volatilité sur ces titres.

Finalement, **Thierry Dissaux** s'est montré le plus pessimiste. "Non pas sur le risque géopolitique en tant que tel, mais sur la situation économique générale dans le monde, et particulièrement dans la zone euro. "Je n'ai pas l'impression que l'environnement général des entreprises soit particulièrement favorable", a regretté le responsable. "Mais", a-t-il admis, "les marchés actions se présentent comme un marché refuge dès lors que l'on s'intéresse à des classes d'actifs très classiques".