

Ce document ne doit pas être distribué à des particuliers : le présent document est destiné aux investisseurs professionnels, institutionnels, qualifiés et aux grands comptes, tels que définis par les lois et la réglementation locales en vigueur. Sa diffusion doit être limitée en conséquence.

Stratégies Defensive Optimal Income

Revue semestrielle

Serge Pizem, CFA

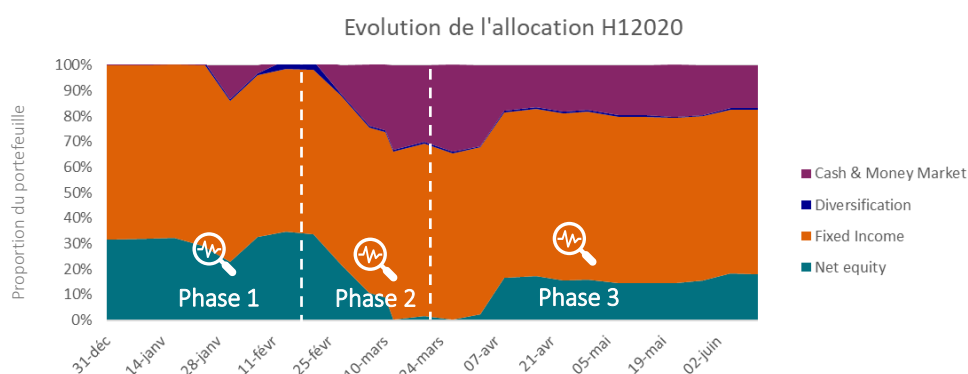
Responsable de la gestion multi-actifs et gérant principal

L'actualité

Ce premier semestre 2020 restera comme à jamais inédit. Après une fin d'année 2019 euphorique pour les marchés financiers suite à la reprise de la croissance mondiale et l'apaisement des tensions sino-américaine, le monde a soudainement plongé dans l'effroi avec l'apparition du virus Covid-19. D'abord en Asie, puis en Europe et aux Etats Unis, la rapidité de propagation du virus a causé une vague de panique sans précédent conduisant les gouvernements à prendre des mesures d'urgence sanitaire afin de protéger les populations. L'économie mondiale a tourné du jour au lendemain au ralenti, plongeant les marchés actions dans une chute vertigineuse, les marchés obligataires dans une crise de liquidité et les matières premières à des plus bas jamais atteints. Sur le mois de mars en particulier, les mouvements ont eu une amplitude inédite.

Cette panique a poussé les Banques Centrales et les Gouvernements à déployer un arsenal de mesures sans précédent pour fournir de la liquidité et soutenir l'activité économique. Ces mesures ont permis aux marchés actions de fortement rebondir, et de redonner confiance aux investisseurs sur les marchés obligataires où la liquidité est revenue graduellement. La volatilité des marchés est donc redescendue de ses niveaux extrêmes atteints au cours du deuxième trimestre, mais la fébrilité demeure palpable. Les processus de réouverture des pays déployés en mai semblent avoir été couronnés de succès, faisant disparaître les craintes d'une forte seconde vague (en particulier en Europe et en Asie).

Positionnement et performance :



Au cours du 1^{er} semestre, le fonds affiche une performance pour la part I exprimée en EUR de -4,43%, qui s'explique principalement par la chute des marchés action durant le 1^{er} trimestre et les contractions sur le marché obligataire, notamment au niveau du crédit Investment Grade (IG). Malgré un comportement satisfaisant au cours du 2nd trimestre, le fonds a pâti de n'avoir que très partiellement participé au rebond fulgurant du marché action entre le 23 et 26 mars. action sur quelques jours (+18% sur le S&P500 entre le 23 et 26 mars) alors que nous attendions des améliorations sur le plan de la propagation du virus pour reprendre du risque.

Voici en détails les 3 phases qui caractérisent notre gestion en cette 1^{ere} moitié d'année :

- Début d'année optimiste** (01/01/2020 au 20/02/2020) : Malgré les premières informations d'un foyer de contamination de Covid-19 en Chine, l'année a commencé dans un climat d'optimisme général et une amélioration de nos indicateurs macro-économiques nous suggéraient de surpondérer notre allocation aux actions. Dans le même temps, nous avons fait le choix d'opter pour une durée courte car nous estimions qu'à ces faibles niveaux de taux, la durée protégerait moins le portefeuille et la corrélation entre actions et obligations augmenterait. En parallèle, nous avons introduit dès janvier une stratégie d'atténuation de risque à base d'options de vente sur l'indice Euro Stoxx 50 (maturité avril) dont le but était de venir protéger partiellement le portefeuille en cas de baisse des marchés (environ 10% du portefeuille).
- Chute brutale des marchés** (20/02/2020 au 23/03/2020) : Suite à l'émergence mi-février de nouveaux foyers en Europe et en Corée du Sud ayant commencé à faire trembler les marchés actions, nous avons amorcé une baisse progressive de notre exposition au risque. En mars, la chute s'est accentuée et généralisée provoquant une augmentation significative de la volatilité et donc du risque dans le portefeuille, nous poussant à couper radicalement notre exposition au risque action en la réduisant à 0% le 13 mars. Cette réduction significative de l'exposition aux actions s'est effectuée via la vente de contrats futures sur indices, nous permettant ainsi de garder intacte notre sélection d'actions en portefeuille. Cette décision de gestion active s'inscrivait également dans une volonté de baisser les risques du portefeuille afin de respecter nos contraintes de risque internes. Toutefois, la crise de liquidité traversée à partir du 16 mars a fortement affecté les actifs obligataires (normalement faiblement risqué) et est venue augmenter la volatilité du portefeuille. Durant cette 2nd phase, nous avons donc capitalisé sur la flexibilité de notre processus d'investissement, ainsi que sur nos stratégies d'atténuation de risque ayant permis de limiter les pertes du portefeuille (options de vente + stratégie acheteuse de volatilité). Quand l'indice Euro Stoxx 50 perdait -36% environ au plus bas de la crise le 23 mars 2020, notre fonds affichait une baisse de -9.37% environ. Le portefeuille a été impacté par la baisse des marchés action et le stress observé sur les marchés obligataires (l'exposition au 23/03/2020 aux obligations était de 68% environ, comprenant 56% de crédit IG).
- Rebond brusque des marchés actions en deux phases** (rebond violent du 23 au 26 mars et rebond plus progressif de la fin mars au 30/06/2020) : Au début de cette crise, nous avons fixé un scénario avec 3 conditions nécessaires avant de reprendre du risque sur les marchés actions 1/soutien des Banques Centrales 2/soutien des Gouvernements 3/inflexion de la croissance du virus. Les marchés actions n'ont pas attendu la troisième condition avant de repartir brusquement à la hausse. En effet, le pic de l'épidémie n'avait pas encore été atteint en Europe et en particulier aux US où la fébrilité du système de santé nous faisait craindre le pire. L'amplitude du rebond a été tout autant fulgurante avec plus de 18% de hausse pour l'indice S&P500 entre le 23 et 26 mars et de 19% entre le 18 et 26 mars sur le SX5E. Nous n'avons que peu participé à ce rebond car nous nous sommes progressivement réexposés aux marchés action qu'à partir de début avril, en réponse à des signes d'amélioration de la situation sanitaire en Europe (notre 3^e condition). Le fait d'avoir manqué ce rebond violent sur quelques jours nous a été préjudiciable sur cette moitié d'année. Sur la période, notre exposition aux actions est progressivement passée de 0% à 18%, principalement via le rachat des contrats futures ayant permis de neutraliser l'exposition action, tandis que notre exposition aux obligations est restée identique, autour de 65% environ (avec une surexposition au crédit IG, autour de 55%). Malgré les contraintes, nous avons également saisi des opportunités intéressantes en renforçant des titres de qualité positionnés sur des thématiques de croissance long terme, ainsi que sur des obligations d'entreprise Investment Grade (IG) offrant des perspectives intéressantes après le creusement des spreads observé en mars. Nous avons ainsi participé à quelques émissions au primaire.

Nous avons globalement mieux adossé cette phase de rebond progressif. Nous avons généré une performance de +5,57% pour la part I en EUR du 24/03/2020 au 30/06/2020.

Pourquoi le fonds AWF Defensive Optimal Income est-il toujours intéressant ?

- Profil défensif offrant des perspectives de croissance favorable à notre sélection active

Avec nos trois conditions mentionnées au préalable réunies, nous estimons que les bases d'un rebond de la croissance au second semestre 2020 sont en place. Nous sommes confiants dans notre positionnement actuelle (18% actions, 64% obligations) qui nous permettra de tirer parti des opportunités qui se présenteront durant le second semestre 2020.

Nous sommes en particulier confiants dans la qualité de notre sélection de titres qui devrait nous permettre de tirer parti de l'évolution de l'économie grâce à notre positionnement aux thématiques de croissance long terme (par exemple, dans la technologie, l'économie numérique et la santé).

Notre surpondération sur les obligations d'entreprise IG devrait continuer à porter ses fruits, soutenues par les achats des Banques Centrales. Les marchés primaires sont toujours le meilleur moyen d'accéder à la liquidité, mais les tensions sont désormais bien moindres sur les marchés secondaires.

- La robustesse de nos performances sur le long terme

Sur le court terme, notre performance a été impactée par le fait d'être resté trop prudent à la fin mars et d'être revenu tardivement sur les marchés actions. Notre limite de VAR nous a contraint dans le niveau de risque que nous pouvions prendre notamment sur le primaire en Investment Grade.

Sur le long terme, notre stratégie a toutefois rempli pleinement son objectif, à savoir de générer une croissance du capital sur le long terme avec une volatilité limitée. En effet, depuis le lancement de la stratégie en 2016, nous affichons des performances cumulées de +3,08% (pour la part I en EUR) avec une volatilité annualisée de 4,64%. De plus nos performances démontrent une relative stabilité années après années.

Quels enseignements tirer de ce premier semestre ?

Si l'efficacité de notre approche sur le long terme n'est pas à remettre en cause, le caractère inédit et violent de cette crise nous a permis de mettre le doigt sur des zones d'amélioration auxquelles nous réfléchissons, à savoir :

- Notre stratégie d'atténuation du risque : les stratégies mises en place ont bien fonctionné au plus fort de la crise car elles ont permis de diminuer notre exposition aux actions d'une part, et d'autre part de faire gagner environ 1% au portefeuille grâce à notre exposition à la volatilité long terme (2 ans). Toutefois, nous étudions l'éventualité d'enrichir ces stratégies afin de gagner en efficacité durant les périodes de choc, notamment en introduisant au sein de la poche action un mécanisme de dé-exposition systématique piloté en palier d'activation. En cas de forte baisse, l'activation d'un palier provoquerait une vente systématique de futures sur indice qui permettrait de réduire l'exposition action.
- Augmenter la diversification des classes d'actifs : notre approche flexible et diversifiée nous permet déjà de tirer parti des opportunités qui se présenteront à nous sur la plupart des classes d'actifs. Force était de constater qu'une fois encore pendant cette crise, les actions et les actifs obligataires (notamment le crédit IG et HY) étaient fortement corrélés en période de stress. Nous étudions donc également la possibilité d'inclure des stratégies non-corrélées au sein de notre univers d'investissement (L'Or est un exemple). Le profil défensif et décorrélat de ces stratégies permettrait de compléter notre approche.

Conclusion

La gestion de l'économie post-Covid est un marathon plutôt qu'un sprint, nous resterons donc vigilants et nous nous appuyerons sur la capacité de réaction de notre processus d'investissement. En effet, nous sommes convaincus qu'une approche diversifiée basée sur des convictions solides, une sélection active de titres et une grande flexibilité permettra de répondre aux attentes des investisseurs.

Car même si nous avons manqué cette première phase violente du rebond sur quelques jours en mars notre approche a démontré sa robustesse et son efficacité en délivrant ses objectifs d'investissement sur le long terme.

Not for Retail distribution: This document is intended exclusively for Professional, Institutional, Qualified or Wholesale Clients / Investors only, as defined by applicable local laws and regulation. Circulation must be restricted accordingly.

Past performance is not a guide to current or future performance, and any performance or return data displayed does not take into account commissions and costs incurred when issuing or redeeming units. The value of investments, and the income from them, can fall as well as rise and investors may not get back the amount originally invested. Exchange-rate fluctuations may also affect the value of their investment. Due to this and the initial charge that is usually made, an investment is not usually suitable as a short term holding.

This document is for informational purposes only and does not constitute investment research or financial analysis relating to transactions in financial instruments as per MIF Directive (2014/65/EU), nor does it constitute on the part of AXA Investment Managers or its affiliated companies an offer to buy or sell any investments, products or services, and should not be considered as solicitation or investment, legal or tax advice, a recommendation for an investment strategy or a personalized recommendation to buy or sell securities. The strategies discussed in this document may not be available in your jurisdiction.

Due to its simplification, this document is partial and opinions, estimates and forecasts herein are subjective and subject to change without notice. There is no guarantee forecasts made will come to pass. Data, figures, declarations, analysis, predictions and other information in this document is provided based on our state of knowledge at the time of creation of this document. Whilst every care is taken, no representation or warranty (including liability towards third parties), express or implied, is made as to the accuracy, reliability or completeness of the information contained herein. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the recipient. This material does not contain sufficient information to support an investment decision.

Issued in the UK by AXA Investment Managers UK Limited, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the UK. Registered in England and Wales No: 01431068. Registered Office: 7 Newgate Street, London EC1A 7NX. In other jurisdictions, this document is issued by AXA Investment Managers SA's affiliates in those countries.

In Hong Kong, this document is issued by AXA Investment Managers Asia Limited (SFC License No. AAP809), which is authorized and regulated by Securities and Futures Commission. This document is to be used only by persons defined as "professional investor" under Part 1 of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance (SFO) and other regulations, rules, guidelines or circulars which reference "professional investor" as defined under Part 1 of Schedule 1 to the SFO. This document must not be relied upon by retail investors. Circulation must be restricted accordingly.

In Singapore, this document is issued by AXA Investment Managers Asia (Singapore) Ltd. (Registration No. 199001714W) and is intended for the use of Institutional Investors only as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289) and must not be relied upon by retail investors. Circulation must be restricted accordingly.

For Japanese clients: AXA Investment Managers Japan Ltd., whose registered office and principal place of business is at NBF Platinum Tower 14F 1-17-3 Shirokane, Minato-ku, Tokyo 108-0072, Japan, which is registered with the Financial Services Agency of Japan under the number KANTOZAIMUKYOKUCHO (KINSHO) 16, and is a member of Japan Securities Dealers Association, Type II Financial Instrument Firms Association, Investment Trust Association of Japan and Japan Investment Advisors Association to carry out the regulated activity of Financial Instrument Business under the Financial Instrument Exchange Law of Japan. In Japan, none of the funds mentioned in this document are registered under the Financial Instrument Exchange Law of Japan or Act on Investment Trusts and Investment Corporations. This document is purely for the information purpose for use by Qualified Institutional Investors defined by the Financial Instrument Exchange Law of Japan.

In Taiwan, this document is issued by AXA Investment Managers Asia Limited (SFC License No. AAP809), which is authorized and regulated by Securities and Futures Commission. This document and the information contained herein are intended for the use of professional or institutional investors and should not be relied upon by retail investors. They have been prepared and issued for private informational and educational purposes only at the sole request of the specified recipients, and not intended for general circulation. They are strictly confidential, and must not be reproduced, circulated, distributed, redistributed or otherwise used, in whole or in part, in any way without the prior written consent of AXA IM Asia. They are not intended for distribution to any persons or in any jurisdictions for which it is prohibited.

If any fund is highlighted in this communication (the "Fund"), its offering document or prospectus contains important information on selling restrictions and risk factors, you should read them carefully before entering into any transaction. It is your responsibility to be aware of and to observe all applicable laws and regulations of any relevant jurisdiction. AXA IM Asia does not intend to offer any Fund in any country where such offering is prohibited.

The offer, distribution, sale or re-sale of fund units/shares in Taiwan requires approval from and/or registration with Taiwanese regulatory authorities. To the extent that any units/shares of the Funds are not so licensed or registered, such units/shares are made available in Taiwan on a private placement basis only to banks, bills houses, trust enterprises, financial holding companies and other qualified entities or institutions (collectively, "Qualified Institutions") and other entities and individuals meeting specific criteria ("Other Qualified Investors") pursuant to the private placement provisions of the Rules Governing Offshore Funds. No other offer or sale of such units/shares in Taiwan is permitted. Taiwanese purchasers of such units/shares may not sell or otherwise dispose of their holdings except by redemption, transfer to a Qualified Institution or Other Qualified Investor, transfer by operation of law or other means approved by the Taiwan Financial Supervisory Commission.

In Korea, AXA Investment Managers Asia (Singapore) Ltd is a registered Cross Border Investment Advisor/Discretionary Investment Management Company under the Financial Investment Services and Capital Markets Act (the "Act"). The activities referenced under the Act are 5-2-2 Investment Advisory Business and 6-2-2 Discretionary Investment Management Business, respectively. Its financial services are available in Korea only to Professional Investors within the meaning of Article 10 of Enforcement Decree of the Financial Investment Services and Capital Markets Act.

To the extent that any fund is mentioned in this document, neither the fund nor AXA IM Asia is making any representation with respect to the eligibility of any recipients of this document to acquire the units/shares in the fund under the laws of Korea, including but without limitation the Foreign Exchange Transaction Act and Regulations thereunder. The units/shares have not been registered under the Financial Investment Services and Capital Markets Act of Korea, and none of the units/shares may be offered, sold or delivered, or offered or sold to any person for re-offering or resale, directly or indirectly, in Korea or to any resident of Korea except pursuant to applicable laws and regulations of Korea.

For Malaysian investors: As the recognition by the Malaysian Securities Commission pursuant to Section 212 of the Malaysian Capital Markets and Services Act 2007 has not been / will not be obtained nor will this document be lodged or registered with the Malaysian Securities Commission, the shares referred to hereunder (if any) are not being and will not be deemed to be issued, made available, offered for subscription or purchase in Malaysia and neither this document nor any other document or other material in connection therewith should be distributed, caused to be distributed or circulated in Malaysia.

For Thailand investors: Nothing in this document shall constitute in any manner whatsoever a proposal to make available, offer for subscription or purchase or to issue an invitation to purchase or subscribe for any securities in Thailand or a proposal to implement any of the foregoing in Thailand nor has this document been approved by or registered with the Securities and Exchange Commission of Thailand ("SEC"). No person receiving a copy of this document may treat the same as constituting an invitation or offer to him in Thailand and such person shall not distribute or make available this document in Thailand. The issuer of this document shall not be liable in any manner whatsoever in the event this document is distributed or made available to any person in Thailand receiving a copy of this document. Since no application for approval has been or will be made to the SEC for the offering of the securities, or for the registration of this document, the securities shall not be offered for subscription or purchased or made available, whether directly or indirectly, in Thailand. It is the sole responsibility of recipients wishing to take any action upon this document to satisfy themselves as to the full observance of the laws of Thailand, to comply with all relevant government and regulatory approvals, and to comply with all applicable laws, including but not limited to exchange control laws.

For Investors in People's Republic of China (PRC): This document does not constitute a public offer of the product, whether by sale or subscription in the PRC. The product is not being offered or sold directly or indirectly in the PRC to or for the benefit of, legal or natural persons of the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the product or any beneficial interest herein without obtaining all prior PRC's governmental approvals that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this document are required by the issuer and its representatives to observe these restrictions.