



Enquête

GESTION D'ACTIFS

Pourquoi les fonds patrimoniaux ne sont pas à la hauteur de la promesse

Chouchous des particuliers et martingale des maisons de gestion pendant des années pour attirer les investisseurs échaudés par les hauts et les bas de la Bourse, les fonds patrimoniaux ont longtemps été en vedette. Mais les secousses de 2018 expliquent-elles à elles seules les résultats décevants de ces fonds ?

Franck Pauly

Plutôt sécuritaires, nés il y a 30 ans avec l'emblématique Carmignac Patrimoine, ils ont pour objectif une protection du capital dans tout type de marché combiné à un rendement attrayant sur le long terme : ils étaient censés être les 4x4 de la Bourse. Malheureusement, l'an dernier, la pire année depuis dix ans, ne leur a pas permis de tirer leur épingle du jeu. Comment cela est-il possible ? Que s'est-il passé ?

Tout d'abord, il faut s'entendre sur ce dont nous parlons. Les fonds patrimoniaux ne sont pas une catégorie au sens des agences de notation et de suivi de fonds comme Quantalys ou Morningstar par exemple. « Chez nous, la définition d'un fonds patrimonial est très précise. Il doit être flexible dans une proportion de 30 % ou plus et prudent, c'est-à-dire avoir une poche actions inférieure à 50 %. Nous faisons une distinction : nous regardons aussi les sous-jacents par exemple marchés européens ou mondiaux », précise Jean-Paul Raymond, co-fondateur et directeur de Quantalys.

Des fonds diversifiés flexibles prudents

Ces OPC se classent la plupart du temps dans la catégorie des fonds diversifiés flexibles car une grande latitude de gestion est laissée au gérant. Souvent avec un profil prudent ou modéré, puisque l'objectif est d'obtenir une performance dans la durée sans prendre trop de risque, raison pour laquelle on les qualifie d'investissement de « bon père de famille ».

« Un fonds patrimonial vise à gérer le capital en traversant les cycles économiques sur une durée de cinq à huit ans. Il peut y avoir des difficultés : il faut être capable de protéger l'épargne en réduisant le risque avant une récession », résume Louis Bert, directeur

général délégué en charge des gestions chez Dorval AM. Le but est aussi de protéger le patrimoine : « Il s'agit de conserver la valeur du capital contre la déflation et l'inflation sur une longue durée. Les fonds Dorval Convictions et Dorval Global Convictions Patrimoine utilisent la flexibilité : le premier peut être offensif pour capter entre 60 à 70 % de la hausse en évitant autant que possible le maximum des baisses de marché ; le second peut être exposé jusqu'à 30 % en actifs risqués ».



« En 2018, il y avait très peu d'endroit ou se réfugier, sauf quelques niches »

Jean-Paul Raymond
Co-fondateur de Quantalys

Pour autant, certains classements incluent dans les fonds patrimoniaux, les fonds flexibles et d'allocations prudents et modérés, mais également les fonds « alternatifs » ou « de performance absolue » utilisant des stratégies plus complexes et plus risquées, avec par exemple des produits dérivés, ce qui les éloigne de l'esprit « bon père de famille ».

Attention, il ne s'agit pas non plus de fonds à promesse : il n'y a pas de contrat entre la société de gestion et l'investisseur lui garantissant une certaine performance.

« Lorsque nous avons créé Carmignac Patrimoine, il y a 30 ans, c'était pour faire deux choses : gérer une performance à long terme sensiblement supérieure à la gestion sans risque de 3 à 5 % supérieure à l'inflation, et de telle manière que sur 10, 20 ou 30 ans l'accumulation d'épargne ne soit pas balayée, en cas de graves secousses financières, comme avec la crise Internet de 2001, la crise financière de 2008 ou la crise européenne de 2011 », explique Didier Saint-Gorges, membre du comité d'investissement de Carmignac, la société de gestion qui a « inventé » les fonds patrimoniaux.

Ces fonds, dont le libellé comporte souvent « patrimoine » ou « patrimonial », à l'instar de Carmignac Patrimoine, Echiquier Patrimoine ou Amundi Patrimoine, peuvent également s'appeler Eurose ou Natixis Profil Sérénité. On en dénombre une soixantaine dans la sélection de Quantalys ayant un encours supérieur à 100 M€ et trois ans de vie (voir tableau). Et les résultats sur un an sont sans appel : le contrat n'a pas été honoré. Carmignac Patrimoine (-14,1 % à fin janvier) est le dernier de la catégorie. Eurose, un autre fonds patrimonial emblématique s'en tire un peu mieux avec une perte de 6,8 %, alors qu'Echiquier Patrimoine abandonne 6,7 % et M&G Optimal Income 4,2 %. Un seul fonds, Investec GSF GL M-Asset, reste positif à 9,2 %.

La sanction des porteurs est aussi là : la collecte sur ces fonds patrimoniaux est négative de plus de 7 Md€ sur l'année passée, dont plus de 5,5 Md€ sur Carmignac Patrimoine et 2 Md€ sur M&G Optimal Income. Mais il faut nuancer : ces fonds ne sont pas les seuls à pâtir de l'aversion au risque puisque les dégageurs se poursuivent sur les fonds actions européennes qui ont subi des rachats sur 46 des 47 dernières semaines, selon la dernière étude



de Bank of America Merrill Lynch Global Research.

Où est l'erreur ?

Qu'est-ce qui n'a pas marché l'an dernier ? S'il faut rappeler qu'en 2008, cette catégorie avait limité les dégâts avec une perte de 20,9 %, contre un plongeon de 37,6 % pour l'indice MSCI World, dix ans plus tard, il n'y avait pas « d'endroit où se cacher » car à peu près toutes les classes d'actifs ont accusé des performances négatives. « 2018 a été difficile : les trois derniers mois ont été vraiment particuliers, aucune classe d'actifs n'a été positive. Pour la première fois, les actions, les obligations et le monétaire ont été tous les trois négatifs. Il y avait très peu d'endroit où se réfugier, sauf quelques niches comme les actions du secteur de la santé aux Etats-Unis, les obligations américaines ou les obligations japonaises en yen », analyse Jean-Paul Raymond.



« Donald Trump a généré du risque avec ses tweets, au lieu de gérer le risque »

Louis Bert
Directeur général délégué en charge des gestions chez Dorval AM

De fait, tous les benchmarks Quantalys sont négatifs à l'exception de l'immobilier (+3,62 % pour les SCPI, SCI et OPC) et des obligations d'Etat euro long terme (+1,23 %). Ce qui est tout de même exceptionnel ! « Les gérants se sont trompés : le marché leur a donné tort. Toutes les grandes maisons comme Carmignac, la Financière de l'Échiquier ou Dorval ont été touchées », souligne Jean-Paul Raymond. Louis Bert fait une analyse similaire : « 2018 a été une année très compliquée car il existait très peu d'alternatives. Pour la première fois, une séquence politique a duré toute l'année avec un Donald Trump qui a généré du risque avec ses tweets, au lieu de gérer le risque ».

Par ailleurs, des erreurs dans les modèles quantitatifs ou des maladroites de gestion



Trois questions à

Didier Saint-Georges

Managing director et membre du comité d'Investissement Carmignac

« Carmignac Patrimoine aurait dû faire beaucoup mieux »

Que s'est-il passé l'an dernier sur Carmignac Patrimoine ?

2018 a été une année particulière, extrêmement décevante, pas seulement sur la performance (-11 % environ pour Carmignac Patrimoine, ce qui a dû arriver deux ou trois fois en 30 ans), mais aussi car c'était précisément une année où Carmignac Patrimoine aurait pu, et aurait dû, faire beaucoup mieux. 2018 a marqué un changement de régime de marchés après 2016/2017, lorsque tous les feux étaient au vert, marqué une collision entre un cycle économique qui se retourne et un changement de régime de politique monétaire.

2018 était une année où il fallait gérer vraiment activement. Aucune classe d'actifs n'a performé, hormis aux Etats-Unis pour la trésorerie en dollars. Cela était prévisible : dès janvier, nous montrions un graphique indiquant ce qui se passe quand l'économie ralentit et que les banques centrales n'ont pas encore la marge de manœuvre pour baisser les taux. A cette phase du cycle, le marché n'est plus favorable aux actions, mais il ne l'est pas encore aux obligations.

Alors comment expliquer sa contre-performance ?

Le fonds n'a pas fait le job. C'est un défaut assez impardonnable car nous n'avons pas suffisamment mis en œuvre dans la gestion l'analyse des marchés que nous faisons. Les marchés ont eu du mal à reconnaître ce changement de régime, ont corrigé tardivement donc brutalement. Nous concernant, il s'est agi d'un manque de discipline : nous avons donc comme les autres été pris dans la bourrasque.

Depuis, nous avons mis en place un mode opérationnel différent avec un comité d'investissement stratégique composé de cinq personnes (Edouard Carmignac, Rose Ouahba, David Older, Frédéric Leroux, et moi-même) annoncé fin 2018 et mis en place début 2019 pour assurer une meilleure discipline entre analyse et mise en place opérationnelle dans la gestion.

Qu'attendez-vous l'an prochain ?

Pour 2019, la loi d'airain va continuer, il faudra redresser la performance avec de la discipline. Ce qui me rend optimiste c'est que notre capacité à lire les marchés est restée performante. Par ailleurs, le stock picking est devenu un atout très fort pour générer de la performance. David Older est par expérience un vrai stock picker. En outre, la croissance restant faible, il faudra demeurer dans des secteurs non-cycliques comme la santé ou la consommation et la technologie non cyclique.

dans une année en tôle ondulée et où les rotations ont été importantes, sont aussi souvent à l'origine de la contre-performance des fonds patrimoniaux. Il fallait vraiment être au bon endroit, sur la bonne classe d'actifs... Carmignac fait d'ailleurs son *mea culpa* : la société de gestion avait bien identifié les écueils de l'an dernier, sans pour autant mettre en œuvre les protections ou les investissements corres-

pondants à cette analyse de marché (lire l'interview de Didier Saint-Georges).

Des risques très différents

Autre explication de ces mauvaises performances : si ces fonds ont en commun une certaine liberté de gestion, le risque bien entendu est différent selon l'ampleur de cette flexibilité. Il ne faut donc pas se fier simplement au nom du fonds, mais éplu-



cher de près son document d'information pour estimer les risques encourus. Car les approches et les processus de gestion, les moteurs de performance et la liberté laissée au gérant peuvent être très variables. La plupart des fonds patrimoniaux ont une exposition aux actions de 35 à 65 %, ce qui correspond à des fonds assez prudents car l'exposition à cette classe d'actifs à risque reste limitée et permet ainsi de profiter de la hausse des marchés, tout en préservant en partie le capital dans les phases de baisses. Mais ce n'est pas toujours le cas et cela a très sensiblement fait la différence en 2018. Carmignac Patrimoine est exposé

de 0 à 50 % de son actif net aux marchés d'actions et au minimum à 50 % en obligations. Mais Eurose plus sécurisant est investi jusqu'à 100 % en produits de taux libellés en euros et jusqu'à seulement 35 % en actions. Par ailleurs, « Carmignac Patrimoine est un fonds historiquement très orienté marchés émergents, ce qui a fait sa fortune durant des années, mais l'a pénalisé depuis trois ans. Carmignac Patrimoine a une volatilité de l'ordre de 6 %, contre 3,4 % pour la catégorie », pointe Jean-Paul Raymond. Pour chercher de la performance, les fonds patrimoniaux se tournent aussi parfois vers les moyennes valeurs pour lesquelles

« 2018 aura été la pire année boursière depuis 2008... avec un quatrième trimestre sanglant », écrit Eric Labbé, gérant actions thématiques chez CPR AM dans une étude sur les midcaps françaises en 2018 et 2019. « Dans un contexte anxieux, la correction a été encore plus brutale pour les small et midcaps françaises, victimes collatérales de la fuite vers la liquidité ».

Louis Bert va plus loin : « La protection à la baisse n'a pas fonctionné l'an dernier car le recul a concerné les valeurs moyennes, qui ont beaucoup souffert alors que ces actifs étaient à des niveaux élevés de valorisation ». Or ces valeurs, qui ont surperformé ces

Les performances très contrastées des fonds patrimoniaux

LES 10 MEILLEURS FONDS PATRIMONIAUX

Nom	Code ISIN	Société de gestion	Perf. 1 an (en %)	Perf. ann. 3 ans (en %)	Perf. ann. 5 ans (en %)
INVESTEK GSF GL M-ASSET INC FD I (C)	LU0983164699	Investec Asset Management Ltd	9,2203	3,6746	7,9956
METZLER WERTSICHERUNGSFONDS 98 EUR	IE00BLG2YD70	Metzler Ireland Limited	-1,4686	0,0131	N/A
NATIXIS PROFIL SÉRÉNITÉ C	FR0010326264	Natixis Investment Managers International	-1,6056	0,7763	1,3316
FRUCTIFONDS PROFIL 3 N C EUR	FR0000437881	Natixis Investment Managers International	-2,3357	0,0229	0,5755
LCL PRUDENT C EUR	FR0010762963	Amundi Asset Management	-2,6535	0,6511	0,6054
SG FLEXIBLE P	FR0007468830	Société Générale Gestion	-2,7765	1,007	2,0483
Portefeuille 75% ML euro 1-3 ans/25% Euro Stoxx			-3,3184	1,2282	1,351
ALM CLASSIC	FR0007025192	AG2R La Mondiale Gestion d'Actifs	-3,3262	2,2178	2,7618
CS (LUX) PTF FUND REDDITO EUR B	LU0078046520	Credit Suisse AM (Schweiz) AG	-3,6607	0,5283	2,4057
SEYOND MULTIASSET CONSERV GROWTH FD I/A	LU0935228261	Natixis Investment Managers International	-3,7513	1,1871	1,7816
RENDEMENT DIVERSIFIÉ M	FR0007037833	Aviva Investors France	-6,2668	2,7712	2,635
Catégorie Alloc Flexible Prudent Europe			-6,5232	1,2515	1,3257

LES 10 MOINS BONS FONDS PATRIMONIAUX

KEREN PATRIMOINE C	FR0000980427	Keren Finance	-8,7007	2,8113	3,1092
UFF RENDEMENT DIVERSIFIÉ A	FR0007436969	Aviva Investors France	-8,7466	0,8234	0,8484
AVIVA INVESTORS SÉLECTION	FR0007069539	Aviva Investors France	-8,7627	-1,0242	0,5168
GROUPAMA FP FLEXIBLE ALLOCATION I	FR0010646299	Groupama Asset Management	-8,9909	-0,4858	-1,2334
ECHIQUIER ARTY A	FR0010611293	La Financière de l'Échiquier	-9,1108	1,8534	1,5718
AVIVA SÉLECTION OPPORTUNITÉS	FR0007020037	Aviva Investors France	-9,6822	-2,0133	-0,4834
AVIVA SÉLECTION PATRIMOINE	FR0007032743	Aviva Investors France	-9,6844	-2,01	-0,482
HAAS ÉPARGNE PATRIMOINE C	FR0010487512	Haas Gestion	-10,1906	0,4968	1,3391
CAC 40 (total return)			-10,5157	6,2307	4,8892
CARMIGNAC PF PATRIM F EUR ACC	LU0992627611	Carmignac Gestion	-13,1522	-1,9817	0,8083
CARMIGNAC PATRIMOINE E	FR0010306142	Carmignac Gestion	-14,1221	-2,9747	-0,2164

Source: Quantalys (analyse des données du 24/01/2018 au 23/01/2019)



quatre dernières années, étaient détenues par les gestions actives. Le marché a prêté de grandes incertitudes et les gérants ont pris leurs bénéfices pour réduire leur exposition à cette classe d'actifs, alors que ces sociétés n'ont pas déçu, bien au contraire. « C'est un phénomène de réallocation d'actifs qui a primé sur les fondamentaux. Normalement, de telles baisses sont liées à un choc économique (récession, choc de taux, baisse des bénéfices par action, etc.): ce n'était ici pas le cas. C'est une configuration inédite, raison pour laquelle, les gestions patrimoniales ont relativement mal résisté », conclut Louis Bert. ■

Volatilité 3 ans	Actif fin 2018 en €	Collecte 2018 en €
7,6462	405 536 927	163 142 533
0,8028	129 859 638	16 605 370
2,8235	173 689 913	-9 199 524
2,8221	132 655 801	-28 663 064
2,6156	208 776 181	75 401 717
3,1341	1 063 117 000	87 951 134
3,7858		
4,3256	821 819 945	12 680 715
3,934	171 381 365	20 418 022
3,6129	403 625 834	65 880 057
5,0555	446 527 480	-23 523 404
4,176		
5,6317	710 330 554	91 581 181
5,1016	442 235 489	-24 381 763
4,7599	522 290 829	-99 114 415
4,0642	320 803 816	-35 673 417
5,1334	1 253 912 498	-96 607 330
4,767	195 944 613	-53 356 432
4,7654	323 947 103	-39 225 154
4,4775	276 475 278	-40 306 204
14,7683		
5,8358	1 041 911 814	-581 957 964
5,8513	14 264 867 162	-5 562 071 850



Trois questions à...

Sabine Jiskra

Responsable de la gestion de fortune à l'Institut du Patrimoine

« Oui, on peut donc avoir de mauvaises surprises »

Qu'est-ce qu'un fonds patrimonial pour vous ?

Ces fonds se sont développés depuis une dizaine d'années dans la lignée de Carmignac Patrimoine. Ce sont des fonds relativement prudents, flexibles, permettant une adaptation en cas de changement sur les marchés, avec un rendement proche de celui des fonds euros et peu de volatilité, de la gestion « bon père de famille ». L'idée était qu'on ne risquait pas grand-chose car ces fonds avaient la réputation de préserver le capital dans les années de marchés baissiers comme en 2008, année où Carmignac Patrimoine a été un des rares fonds à résister avec une performance proche de zéro.

Pourquoi ces fonds, censés résister, n'ont pas été à la hauteur ?

Les investisseurs avaient oublié que ce ne sont pas des fonds euros. Ces fonds ne sont pas sécurisés, alors oui on peut donc avoir de mauvaises surprises ! En 2018, le marché a été compliqué, avec beaucoup de volatilité. Les gérants ont pris des positions plus risquées pour dégager du rendement, alors que les emprunts d'État ne rapportent plus rien. Ils ont donc investi sur des actions, car le spectre de la hausse des taux faisait qu'on voulait sortir des obligations souveraines. Mais en 2018, la diversification n'a pas été payante : aucun actif n'a terminé l'année en positif, ni les actions, ni les obligations, délaissées, et le pétrole, bien orienté sur la première partie de l'année, a baissé par la suite. Il n'y avait donc pas de possibilité de se rattraper. Par ailleurs, les couvertures coûtent cher.

Ces fonds ont-ils encore un avenir ?

Les investisseurs sont déçus. La situation économique n'est pas porteuse. Et s'ils veulent bien prendre un peu de risque, la performance n'est pas forcément au rendez-vous, comparé aux fonds euros. Car même si les rendements de ces derniers baissent, leur performance moyenne atteint 1,6 % et certains affichent des taux supérieurs à 2,50 %. Les investisseurs sortent donc des fonds patrimoniaux car ils recherchent des actifs décorrélés des marchés financiers. Comme l'immobilier avec des SCPI ou bien en assurance vie, le private equity, les ETF, ou des valeurs refuges comme l'or et l'art. Les produits structurés constituent certes une autre solution mais il faut pouvoir se positionner sur le long terme. Par ailleurs, les investisseurs les plus âgés, qui ont épargné toute leur vie pour se constituer un patrimoine, sortent aujourd'hui des fonds patrimoniaux.

Enfin, on voit la limite de la flexibilité des fonds patrimoniaux quand les marchés baissent très vite. Les gérants ne peuvent pas réagir aussi vite et doivent quelquefois attendre que cela remonte.

Au final, je crois que les fonds patrimoniaux pourront faire leur retour sur le devant de la scène même si la visibilité n'est pas exceptionnelle. Cela peut valoir le coup de revenir sur les marchés par exemple via des versements programmés pour lisser les prix d'acquisitions. Mais il faudra être patient.