



## **Comment les principales catégories de portefeuilles institutionnels ont-elles traversé le choc financier consécutif à la crise du Covid-19 ?**

*Achévé de rédiger le 12 mai 2020*

Depuis plusieurs trimestres, à partir d’allocations communiquées annuellement par l’Af2i, Quantalys établit des indicateurs de référence, ou benchmarks, les BAQ – Benchmarks Af2i Quantalys -, en retenant pour chaque classe d’actifs la catégorie Quantalys la plus appropriée, parmi les 140 catégories suivies par le consultant.

Les BAQ permettent aux institutionnels de positionner la performance de leur gestion financière propre par rapport à des référentiels pertinents, pour leur reporting ou dans leurs présentations aux administrateurs. Les BAQ sont d’autant plus fiables que les allocations d’actifs, par grandes familles homogènes d’institutionnels, sont relativement stables dans le temps.

Les BAQ ne visent pas à être des indices investissables : ce sont des indicateurs de référence, au sens de la définition AMF du terme. Ils se veulent des benchmarks représentatifs, des repères pour des calculs de performance en valeurs de marché d’allocations diversifiées.

La méthodologie de calcul, élaborée conjointement par un groupe de travail de l’AF2I et les équipes de Quantalys, est jointe en annexe du présent document.

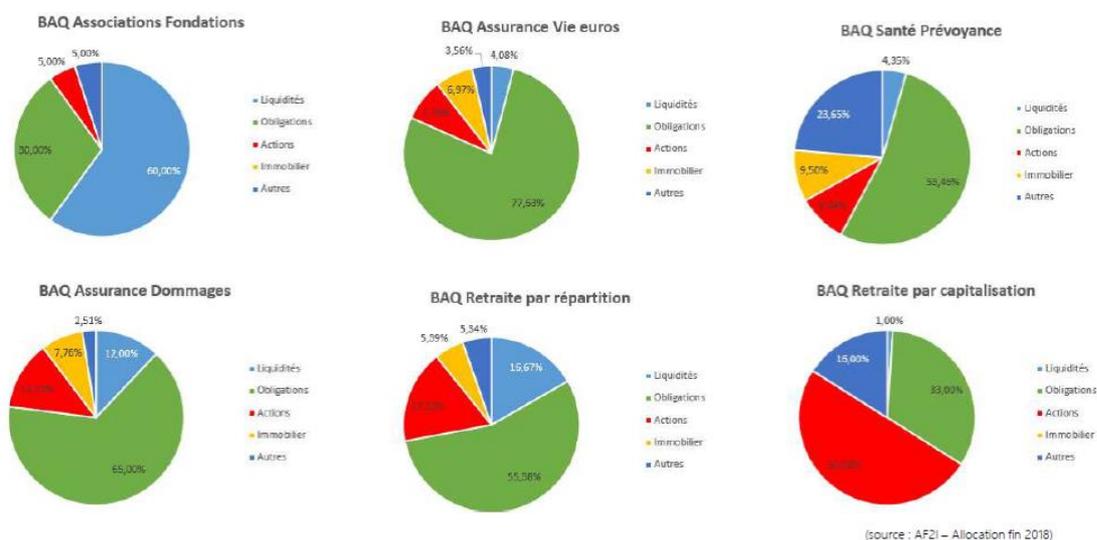
Les impacts sur les marchés financiers de la crise sanitaire Covid-19 justifiaient de regarder comment les allocations institutionnelles s’étaient comportées sur les quatre premiers mois de 2020. Les calculs présentés ici ont été faits sur les résultats à fin avril 2020.

Les allocations retenues, détaillées ci-dessous, sont celles issues de l’Enquête annuelle 2019 de l’Af2i sur la base des informations du 31 décembre 2018, enquête sur laquelle l’association a maintenant plus de 15 ans d’historique. Les données au 31 décembre 2019 ne sont pas encore disponibles à ce jour.

Les portefeuilles et allocations, pour un total d’actifs de 2 104 milliards d’euros à fin 2018, sont regroupés en six familles, en fonction de leurs structures de passifs et de leur réglementation :

- ✓ Assurance-Vie – Engagements réglementés (principalement fonds en euros)
- ✓ Assurance Dommages

- ✓ Santé et Prévoyance
- ✓ Retraite par répartition
- ✓ Retraite par capitalisation (épargne retraite supplémentaire, fonds de pension, ...)
- ✓ Associations, fonds de dotations et fondations



### Des résultats dégradés sur le mois de mars

Les résultats du mois d'avril ont en grande partie compensés les baisses du mois de mars, qui ont subi la dégradation des marchés financiers, dans le sillage de l'arrivée du Covid-19 en Europe, et du confinement des populations dans de nombreux pays, et des mises à l'arrêt des économies.

Sans surprise, les performances de tous les benchmarks institutionnels BAQ sont dans le rouge sur le mois de mars avec des performances négatives variant entre -3,06 % pour les associations et fondations, et -10,31 % pour les portefeuilles de retraites par capitalisation. La corrélation est très proche de 1 entre le poids de la poche actions dans une allocation et la performance de celle-ci sur mars.

Sur les quatre autres familles institutionnelles, la contre-performance financière sur le mois de mars 2020 est de l'ordre de -5,50 %, avec une part en actions variant de 7% à 17%. Les portefeuilles institutionnels présentent donc des performances proches de celles de la classe d'actifs Obligations Euros diversifiées.

Ces résultats soulignent l'importance de la diversification des allocations institutionnelles, à la fois sur des actifs réels, tels qu'infrastructures et surtout immobilier, mais aussi au travers de stratégies obligataires décorréliées.

Pour la catégorie qui concentre les capitaux gérés les plus importants, l'assurance vie en euros, la contreperformance est limitée à -5,54%, pour une volatilité de 5,50.

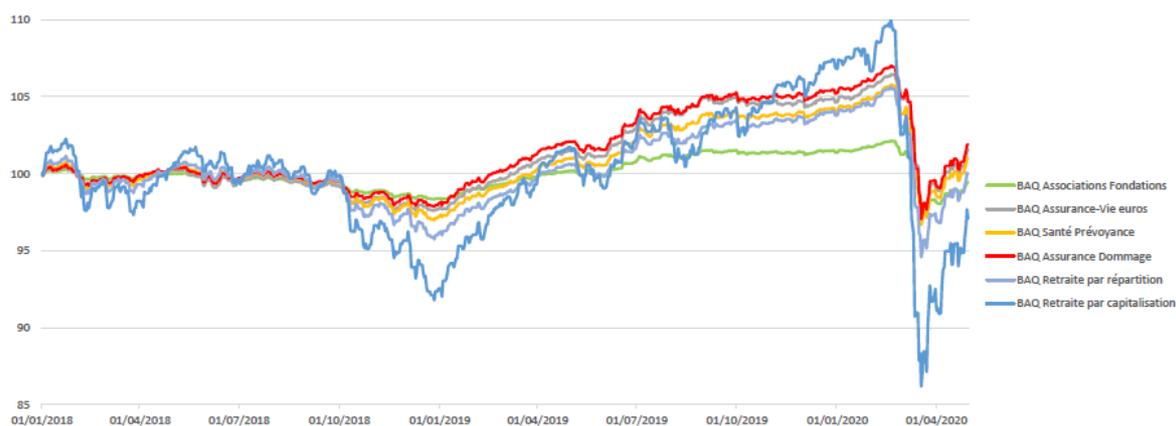
Concernant les réserves de la retraite par répartition, qui fit tant débat à l'automne 2019, les résultats sont assez proches, avec une contreperformance de -5,69% pour une volatilité de 6,31,

preuve de la robustesse des gestions des institutions actuelles, caisses Agirc-Arrco, libérales et indépendantes.

### **Un rebond en avril**

Le rebond d'avril permet, à allocation constante, un rebond d'environ un tiers de performance. On peut anticiper que les résultats seront meilleurs pour ceux qui ont renforcé leurs poches d'actifs risqués dans le creux de mars.

Les résultats 2020 à fin avril limitent ainsi la baisse de valorisation des portefeuilles entre 3% et 4% pour l'essentiel des catégories. Les associations et fondations, qui ont une part importante de liquidités et de titres obligataires courts, résistent mieux, avec un résultat à fin avril de -1.90%. Les acteurs en retraite par capitalisation, avec un poids d'actions de 50%, restent avec une performance sur 2020 de -9.13%, mais sont naturellement ceux qui enregistrent le plus fort rebond en avril 2020 : +5.44%



7

Point extrêmement important, la faible volatilité des BAQ démontrent la résilience structurelle des portefeuilles institutionnels. Face à une correction des marchés d'une intensité et d'une rapidité historiques, les performances négatives des BAQ restent contenues à fin avril avec un niveau de volatilité inférieur à 6,60 pour 5 catégories sur 6, dans une fourchette entre 2,92 et 14,48, niveaux à comparer à une volatilité de 26,13 pour les Actions Zone Euro par exemple.

La performance financière négative du seul mois de mars venait pratiquement annuler les résultats réalisés par les institutionnels sur l'année 2019. Les capitaux gérés par les institutionnels Français à fin mars 2020 revenaient donc aux niveaux du début de l'année 2019, en photo instantanée, et en ne prenant en compte que l'effet de marché.

En toute fin de mois de mars, on a assisté à un violent rebond des performances des BAQ, après le choc baissier de marché du début de mois. Ce rebond s'est prolongé et même amplifié sur le mois d'avril. Ainsi, de janvier 2019 à avril 2020, les performances, pour toutes les catégories d'investisseurs, sont positives, y compris en termes réels, puisqu'on est à un niveau supérieur à l'inflation.

BAQ	Poids Actions	Perf Avril 2020	Perf T1 2020	Perf 2020	Perf 2019	Perf 2018	Vol. 1 an
Associations Fondations	5,00%	1,16%	-3,06%	-1,90%	3,05%	-1,62%	2,92%
Assurance vie Euros	7,76%	2,21%	-5,16%	-2,95%	7,07%	-2,26%	5,63%
Santé Prévoyance	9,04%	2,12%	-5,03%	-2,95%	7,02%	-2,76%	5,39%
Assurance Dommages	12,73%	2,31%	-5,37%	-3,16%	7,29%	-1,93%	5,82%
Retraite par répartition	17,22%	2,66%	-6,13%	-3,67%	7,93%	-3,84%	6,54%
Retraite par capitalisation	50,00%	5,44%	-13,39%	-9,13%	15,43%	-7,46%	14,48%
Indicateurs - Catégories Quantalys							
Actions Zone Euro		7,65%	-23,43%	-18,56%	23,74%	-14,15%	26,13%
Obligations Euro diversifiées		1,97%	-4,87%	-2,97%	4,75%	-2,14%	5,09%
Monétaire euro		0,06%	-0,54%	-0,48%	-0,29%	-0,53%	0,27%

### ***Une période de stress « in vivo » pour les allocations de long terme***

Ceci illustre une nouvelle fois l'importance pour les gérants d'actifs de long terme que sont les institutionnels de rester investis, en ligne avec leurs enjeux de passif et d'ALM, et sous contrainte de leur budget de risque. Certes, la période récente a modifié en profondeur les budgets de risque. L'étude ne permet pas de dire quels ajustements ont été faits sur les allocations au cours des mois de mars et avril.

L'analyse des BAQ donne un repère utile à ceux qui ont opéré des mouvements tactiques pendant cette période. Ils supposent en effet que les institutionnels conservent leur cap de long terme, en rebalçant leurs portefeuilles. Ceux qui auront profité des trous d'air du marché pour renforcer leurs positions, et bénéficieront du caractère régulateur d'une gestion à contre-courant.

L'étude devrait également apporter des réponses rassurantes aux autorités de contrôle, qui répondent souvent à un risque accru par une demande de fonds propres additionnelle.

Les régulations européennes – Solvabilité II, IORP, SRD II, ... - doivent cesser d'inciter tous les investisseurs à des gestions procycliques aggravantes, et au contraire favoriser des gestions de long terme, par construction contrariantes et régulatrices.

Elles devront rapidement et impérativement reconnaître le statut d'investisseur de long terme, et faciliter l'investissement qui renforcent les fonds propres des entreprises, ou des infrastructures dans des secteurs désormais identifiés comme stratégiques : logement, santé, éducation, ...

### ***Les investissements institutionnels de long terme permettront la relance***

Les besoins d'investissement à venir se situeront clairement du côté des fonds propres.

La panne économique mondiale résultant de la crise sanitaire impliquera un effort substantiel de reconstitution des fonds propres des entreprises de toutes tailles, cotées ou non.

Seul un financement en fonds propres, en actions, en titres subordonnés, ou en produits hybrides, permettra de pérenniser des activités, pour lesquelles les dispositifs exceptionnels de crédit consentis par les Etats ne sont qu'un relais de court terme, indispensables toutefois.

Les BAQ permettront de suivre l'évolution des performances moyennes, par catégorie d'institutions, et des marges de manœuvres financières qu'elles acquerront pour participer à cette phase particulièrement critique de la reprise économique et financière.

**Pour l'Af2i,  
Jean-François Boulier & Sylvie Malécot**

**Pour Quantalys,  
Jean-François Bay**

**Pour plus d'informations sur les BAQ, vous pouvez contacter :**

Pour Quantalys : [jfbay@quantalys.com](mailto:jfbay@quantalys.com)

Pour l'Af2i : [richard.reynold@af2i.org](mailto:richard.reynold@af2i.org)

: [sylvie.malecot@af2i.org](mailto:sylvie.malecot@af2i.org)

## METHODOLOGIE

Les investisseurs institutionnels souhaitent pouvoir positionner la performance de leur gestion financière propre par rapport à des référentiels pertinents, pour leur reporting ou dans leurs présentations aux administrateurs.

Un Groupe de Travail s'est constitué à l'Af2i, qui s'est associé aux équipes de Quantalys, pour créer les BAQ, Benchmarks-Af2i-Quantalys. Les BAQ sont des indicateurs de référence, au sens de la définition AMF du terme. Ils se veulent des benchmarks représentatifs, des repères pour des calculs de performance en valeurs de marché d'allocations diversifiées.

Les back-tests ont validé que les BAQ sont d'autant plus fiables que les allocations d'actifs, par grandes familles homogènes d'institutionnels, sont relativement stables dans le temps.

### **1. Comment sont définies les grandes familles institutionnelles ?**

Les allocations sont issues des résultats de l'Enquête, que l'Af2i réalise depuis 15 ans auprès de ses membres. Elle vise à dresser une cartographie du marché institutionnel français par type d'engagement, donnant aux adhérents les moyens de ses comparer.

Les portefeuilles et allocations sous étude à fin 2018 représentent 2 104 milliards €.

L'Af2i, en disposant annuellement des allocations détaillées de chaque institutionnel, calcule l'allocation stratégique synthétique de grandes familles institutionnelles représentatives des grands engagements et risques couverts : Assurance-vie, Santé, Retraite...

Pour les besoins de calcul des benchmarks institutionnels, l'Af2i a regroupé les investisseurs en 6 grandes familles homogènes :

1. Associations Fondations
2. Assureurs-vie fonds euros
3. Santé Prévoyance
4. Assureurs dommages
5. Retraite par répartition
6. Retraite par capitalisation (retraite supplémentaire, fonds de pension...)

### **2. Comment sont calculées les performances financières des institutionnels ?**

Quantalys reçoit annuellement de l'Af2i les allocations d'actifs stratégiques des six grandes familles, et ajuste les compositions en fonctions des changements d'une année sur l'autre.

A partir du détail de ces allocations, Quantalys se charge de faire correspondre chacune des classes d'actifs avec la catégorie Quantalys la plus appropriée. Par exemple, à la classe d'actifs Actions Europe correspond la catégorie Quantalys Actions Europe.

Quantalys répertorie sur son site [www.quantalys.com](http://www.quantalys.com) plus de 140 catégories et dispose donc d'une granularité suffisante pour coller aux classes d'actifs les plus fines. Ainsi, aux Obligations privées euro non financières est associée la catégorie Quantalys Oblig. Euro Secteur privé.

### **3. Comment sont calculées les catégories Quantalys ? Sont-elles représentatives de la classe d'actifs ?**

La classification des fonds au sein de catégories Quantalys vise à créer des groupes de fonds homogènes, ayant des objectifs et des contraintes d'investissement comparables.

Quantalys dispose à ce jour d'une base de données de plus de 250 000 véhicules d'investissement. Quantalys a pu ainsi créer un référentiel propre, avec une granularité suffisamment fine, pour que les investisseurs puissent suivre les performances des différentes stratégies et des différents fonds.

Ceci permet de structurer le référentiel en :

- 10 grandes classes d'actifs : Actions, Obligations, Monétaire, Immobilier...
- 40 sous-classes d'actifs : Obligations Euro, Obligations US...
- 140 catégories : Oblig. Euro Etat CT, Oblig. Euro Etat MT, Oblig. Euro Etat LT ...

La forte granularité permet de regrouper un nombre de fonds suffisants vraiment homogènes, pour obtenir une catégorie statistiquement représentative d'un marché sans être trop fine, auquel cas on risquerait de générer des catégories de niche, constituées de quelques fonds seulement !

Les fonds sont classés par les équipes de Recherche et les équipes Data en fonction de la stratégie d'investissement détaillée dans les documents réglementaires. Cette classification est revue à minima une fois par an (création, suppression, fusion de catégories ...). Nos

Les équipes de Recherche et de Data de Quantalys sont constamment en contact avec les sociétés de gestion, afin de prendre en compte toute modification qui interviendrait en cours de vie du produit.

Les fonds sont équipondérés, et les types de parts d'un même fonds sont équipondérés au sein du fonds. Il s'agit d'une équipondération fractionnelle. Ainsi, prenons 1 fonds qui pèse 1%. Si ce fonds dispose de 5 types de parts, chacune est comptabilisée à 0.20%. Ceci permet de ne pas surpondérer les fonds qui ont un grand nombre de types de parts.

Les dividendes sont considérés comme réinvestis à la date de distribution.

Les frais de gestion sont intégrés dans le calcul de performance de chaque catégorie. Les frais d'acquisition ou frais de sortie ne sont pas pris en compte, dans la mesure où les prospectus affichent le plus souvent des valeurs maximales, qui peuvent ne pas être appliquées.

Les moyennes de la catégorie Quantalys sont donc conçues pour représenter la performance et le risque moyen des fonds dans leur catégorie au fil du temps. La performance moyenne de la catégorie est la performance d'un portefeuille constitué de tous les fonds de la catégorie. Ces calculs sont réalisés tous les jours et disponibles gratuitement sur le site Quantalys.

#### **4. Les moyennes de catégories sont-elles considérées comme des indices de référence ?**

Dans son Guide des documents réglementaires des OPC (articles 411-106 à 411-120 et 422-67 à 422-78 du Règlement Général de l'AMF), l'Autorité des Marchés Financiers fait la distinction entre « *indice de référence* », par définition investissable, et « *indicateur de référence* », qui ne présente pas les garanties d'élaboration pour être « investissable » habituellement attendues d'un indice.

Cependant, l'AMF considère qu'un OPCVM ou un investisseur « *peut utiliser comme indicateur de référence la performance moyenne des OPCVM d'une catégorie définie par un fournisseur de données en utilisant le terme indicateur et non indice* ».

Le fait que le calcul des moyennes de catégories soit bâti sur une méthodologie claire, robuste dans le temps, indépendante en termes de gouvernance, transparente et accessible à tous les investisseurs va dans le sens de la réglementation européenne (*Regulation (EU) 2016/1011*).

Par ailleurs, il convient de noter que le Code des Assurances (article L 132-22 du Code des Assurances) confirme également l'utilisation d'indicateurs de référence, au même titre que les indices de référence pour informer les investisseurs.

Les moyennes de catégories Quantalys sont donc des indicateurs de référence pertinents (et gratuits !) pour analyser la performance et le risque d'un marché, d'un portefeuille ou d'un fonds.

## 5. Comment sont calculés les Benchmarks institutionnels BAQ ?

Comme mentionné précédemment, à partir du détail des allocations stratégiques communiquées tous les ans par l'Af2i, Quantalys fait correspondre chacune des classes d'actifs avec la catégorie Quantalys la plus appropriée.

Voici quelques exemples :

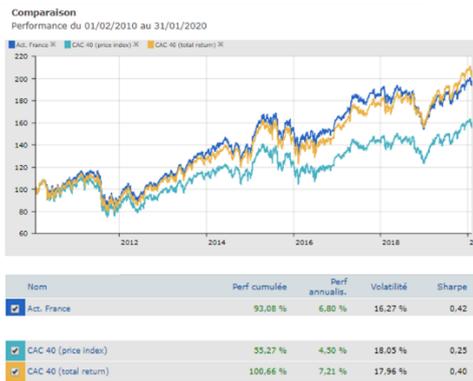
Sous classe d'actifs utilisée par les institutionnels dans leur allocation stratégique	Catégorie Quantalys correspondante
Monétaire Euro	Cat. Monétaire Euro
Obligations Euro Souverain	Cat. Oblig. Euro Etat
Obligations Euro Entreprises/Corporates	Cat. Oblig. Euro Secteur privé
Dette Emergente	Cat. Iblig. Pays Emergents Monde
Actions zone Euro	Cat. Actions Zone Euro
Actions Pacifique hors Japon	Cat. Actions Asie Pacifique hors Japon

Pertinence et robustesse statistique ont également été validées, en effectuant des calculs de corrélation entre les moyennes de catégories Quantalys et les indices de référence, dividendes réinvestis, communément utilisés par les gérants et investisseurs institutionnels.

Les calculs de performance des Benchmarks institutionnels BAQ sont réalisés sur un pas quotidien et rebalancés tous les mois.

Les graphes ci-dessous reprennent, pour quatre classes d'actifs les niveaux de corrélation entre indices de référence de marché et catégories Quantalys.

## Actions France



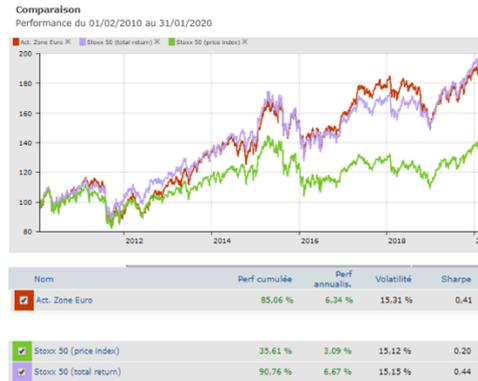
- Corrélation Cat. Actions France vs CAC 40 TR = 1,00

## Obligations Monde



- Corrélation Cat. Oblig. Monde vs ML Global Broad = 0,90

## Actions Euro



- Corrélation Cat. Actions Euro vs EuroStoxx 50 TR = 0,98

## Monétaire Euro



- Corrélation Cat. Actions Euro vs EuroStoxx 50 TR = 0,93

Point d'attention, les BAQ ne constituent pas des indices investissables et n'ont pas vocation à devenir des indices de référence. Il s'agit simplement d'indicateurs, de benchmarks représentatifs d'une famille d'investisseurs, de repères pour des calculs de performance en valeurs de marché d'allocations diversifiées.

*Achévé de rédiger le 12 mai 2020*