

## Étude des performances des actions selon un prisme « facteur/prime de risque »

Cette lettre de recherche s'appuie sur les trois précédentes en proposant un passage de la théorie à la pratique. Plus précisément, elle compare les performances de portefeuilles factoriels au sein de l'univers de l'Euro Stoxx avec celles du portefeuille MinVar implémenté dans *Finaltis EfficientBeta™ Euro*

### AUTEURS :



RÉMY CROISILLE  
Responsable recherche  
Gérant sénior



CHRISTOPHE OLIVIER  
Directeur  
des investissements



NICOLAS RENAUD  
Contrôleur  
des risques



LEWIS MEREDITH SMITH  
Gérant sénior

### L'ESSENTIEL

La décomposition des risques et des sources de performance des portefeuilles diversifiés a été longtemps réalisée par classes d'actifs : actions, taux et obligations, devises et matières premières. Au sein des portefeuilles d'actions, le risque a été analysé selon les expositions géographique, sectorielle et selon la capitalisation boursière. La boîte de style de Morningstar®, qui coïncide avec les premiers facteurs de Fama & French (cf lettres de recherche précédentes) a fait évoluer la pratique. Les gérants de *Finaltis EfficientBeta™ Euro* ont aussi adopté une approche factorielle dans la recherche, les simulations et le reporting. L'analyse historique des performances des actions selon ce prisme « facteur/prime de risque » révèle les résultats suivants :

1. Les actions de type *Value* (attractives selon des métriques classiques de valorisation) ont surperformé le marché récemment (2016) mais leur niveau de risque est intrinsèquement plus élevé. Leur performance long terme ajustée du risque est moins attractive.
2. L'approche propriétaire *MinVar* (minimisation de la variance), utilisée par *Finaltis EfficientBeta™ Euro*, est meilleure qu'une approche *LowVol* (portefeuille d'actions de faible volatilité sans prise en compte des corrélations). Elle a pu mitiger la performance décevante des actions de faible volatilité sur la période récente.
3. Parmi les portefeuilles factoriels analysés dans cette étude, le portefeuille *MinVar* procure la meilleure exposition de marché sur un axe de rendement ajusté au risque.

## DE LA THÉORIE À LA PRATIQUE : DE FAMA & FRENCH À DES PORTEFEUILLES FACTORIELS

**Une approche factorielle simple permet d'étudier les performances des marchés d'actions et de construire des portefeuilles factoriels de comparaison pour analyser les gestions actives et en particulier *Finaltis EfficientBeta™ Euro*.**

Il est devenu de plus en plus populaire au cours des dernières années d'analyser les performances des portefeuilles d'actions en termes de facteurs notamment à la suite des travaux de Fama et French. La boîte de style de Morningstar®, qui classe les gestions dans une grille 3x3 en utilisant un axe de taille et un autre *value/growth*, a contribué à ce mouvement.

Facteurs de Fama & French	La boîte de style de Morningstar®	Valeur	Mixte	Croissance
Le marché	Grande Taille			
La taille (SMB, <i>Small Minus Big</i> )	Moyenne Taille			
La valorisation (HML, <i>High minus Low</i> )	Petite Taille			
Le momentum (WML, <i>Winners minus Losers</i> )				

Pour notre étude, nous construisons 9 portefeuilles théoriques : les deux premiers servent de référence, le 3<sup>ème</sup> correspond au modèle théorique de *Finaltis EfficientBeta™ Euro*. Les portefeuilles du N°4 au N°9 sont des équipondérations d'actions appartenant à des percentiles (25% ou 50%) fondés soit sur des données fondamentales (source : Bloomberg), soit sur des données de prix (sources : Bloomberg/Finaltis). Les portefeuilles sont rebalancés sur une base trimestrielle, sans contrainte sur le taux de rotation et ont une exposition nominale de 100%. Les performances sont calculées sans appliquer de coûts de friction comme dans le cas des indices de références (EuroStoxx Net Return, SXXT Index).

Nom	Objet	Définition
1. EuroStoxx Net Return (SXXT)	Benchmark officiel	Pondéré par les capitalisations, source Bloomberg
2. Isopondération (EQW)	Benchmark simple	Toutes les actions équipondérées (1/n)
3. Finaltis Minimum Variance (MVAR)	Modèle à tester	Portefeuille de variance minimale (Exposition = 1)
4. Faible Volatilité (VOL)	Style/Prime 1	25% des actions les moins volatiles sur 65 jours (équipondérées)
5. Petite Taille (SMA)	Style/Prime 2	25% des actions à plus faible capitalisation (équipondérées)
6. Momentum Positif (MOM)	Style/Prime 3	25% des actions les plus performantes sur 12 mois (équipondérées)
7. Haut Rendement (DIV)	Style/Prime 4	25% des actions à plus fort dividende (équipondérées)
8. <i>Value</i> (VAL)	Style/Prime 5	Actions <u>à la fois</u> dans les 50% des P/E(*) les plus faibles & dans les 50% des P/B(*) les plus faibles (équipondérées)
9. Qualité (QAL)	Style/Prime 6	Actions <u>à la fois</u> dans les 50% des marges les plus élevées & dans les 50% des ROIC(*) les plus élevés (équipondérées)

(\*)

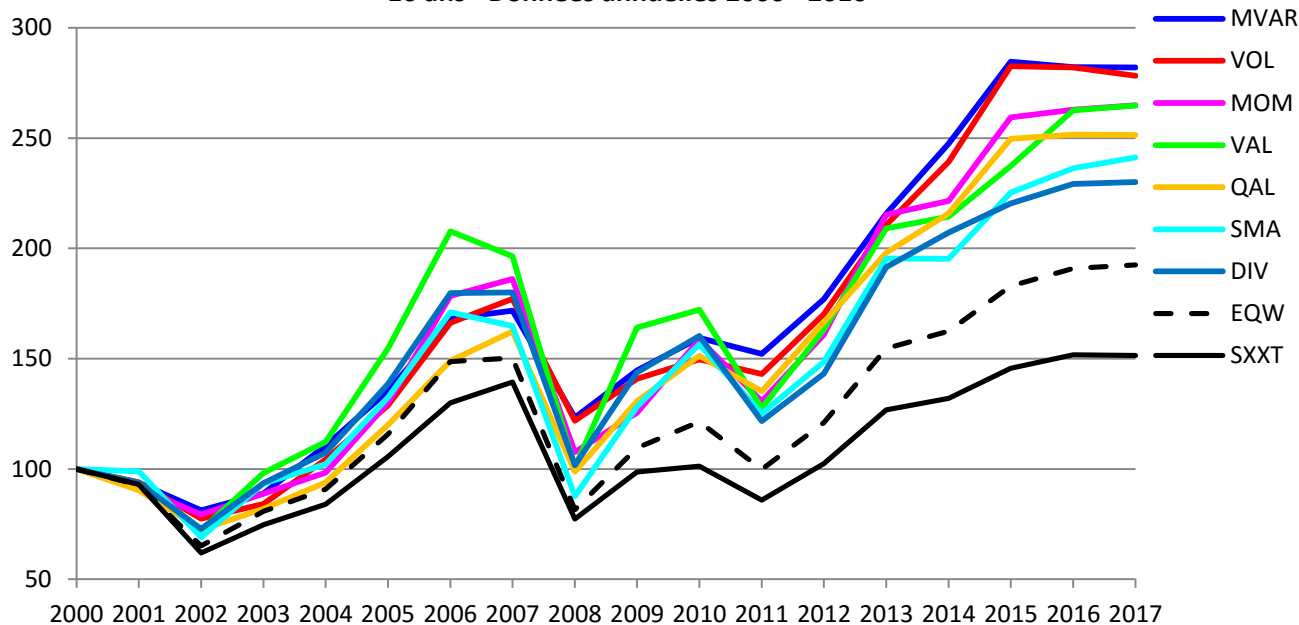
P/E = Cours / Bénéfice des derniers mois

P/B = Cours / Dernière valeur comptable publiée

ROIC = Retour sur Capitaux Investis (12 derniers mois)

## Comparaison liminaire sur l'ensemble de la période (depuis la création de l'Euro) 2000–2016

16 ans - Données annuelles 2000 - 2016



### Observations liminaires :

- La courbe noire pointillée (EQW), représentant un portefeuille équi pondéré, est déjà une amélioration par rapport à l'indice pondéré par les capitalisations boursières (Euro Stoxx NR, SXXT, courbe noire).
- Bien que les meilleures performances (sans ajustement par le risque) soient réalisées par les courbes bleu roi (MVAR) et rouge (VOL), la ligne verte (VAL) a une performance supérieure sur le début de la période (2002-2010).
- Une telle comparaison fondée sur une exposition nominale similaire est monnaie courante. Cependant, nous recommandons de comparer les performances ajustées du risque à travers le ratio Performance / Volatilité, qui implicitement attache autant d'importance au risque qu'au rendement.

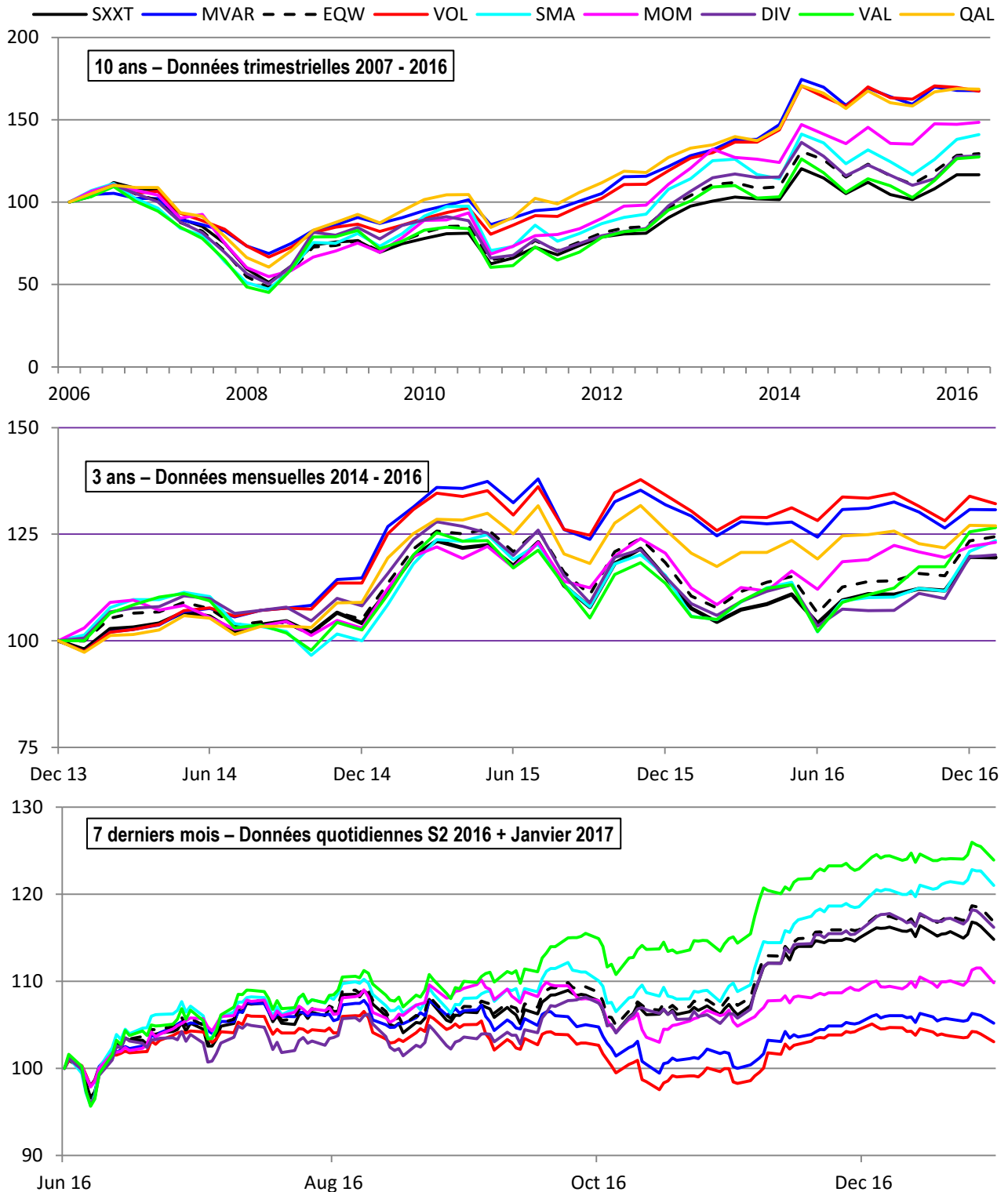
### Rendements ajustés du risque calculés sur données quotidiennes sur toute la période 2001 – 2016

Annuel 2001-2016	SXXT	EQW	MVAR	VOL	SMA	MOM	DIV	VAL	QAL
Rendement Annualisé	2.5%	3.9%	6.3%	6.2%	5.3%	5.9%	5.0%	5.9%	5.6%
Volatilité Annualisée	20.4%	21.9%	14.8%	16.2%	24.5%	20.8%	22.6%	27.4%	18.6%
Rendement / Volatilité	0.12	0.18	0.43	0.38	0.22	0.28	0.22	0.22	0.30

Sur la base du rendement ajusté au risque, le meilleur portefeuille est le MinVar (MVAR), suivi par le portefeuille des actions de faible volatilité (VOL). Le moins performant est l'indice pondéré par les capitalisations boursières (Euro Stoxx NR, SXXT).

## Focus sur des périodes plus courtes en augmentant la granularité...

- Nous vérifions maintenant si les résultats précédents restent valides sur des périodes plus courtes avec une granularité plus forte...



- L'image globale ressort clairement des deux premiers graphiques. Sur la base du rendement seul, que ce soit sur 16 ans, 10 ans ou 3 ans, les meilleures performances absolues sont réalisées par les courbes bleu roi, rouge et dorée (MVAR,VOL & QAL)
- La pondération par les capitalisations (courbe noire) est semble-t-il la pire des propositions sur 10 ans et à peine meilleure sur les 3 dernières années.
- Les 7 derniers mois (S2 2016 + Janvier 2017) racontent une histoire très différente avec le style Value (en vert), qui jouit d'un véritable renouveau après plusieurs années de sous-performance.
- Comme précédemment, nous analysons dans un tableau les rendements ajustés du risque avant de tirer des conclusions définitives.

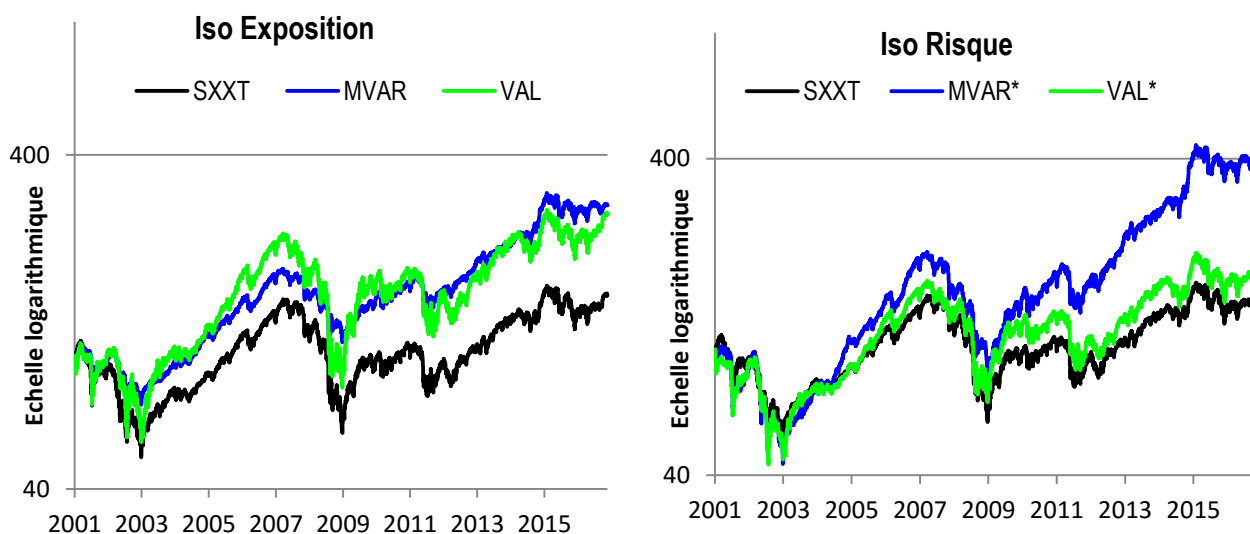
## Sur le long terme, l'approche MinVar présente le meilleur rendement et le plus faible risque

10 Ans	SXXT	EQW	MVAR	VOL	SMA	MOM	DIV	VAL	QAL
Rendement Annualisé	1.5%	2.6%	5.2%	5.2%	3.5%	4.0%	2.5%	2.4%	5.3%
Volatilité Annualisée	23%	23%	15%	16%	25%	21%	24%	26%	20%
Rendement / Volatilité	0.07	0.11	0.35	0.32	0.14	0.19	0.10	0.09	0.27
3 Ans	SXXT	EQW	MVAR	VOL	SMA	MOM	DIV	VAL	QAL
Rendement Annualisé	5.9%	7.3%	9.1%	9.4%	7.1%	7.0%	6.1%	7.9%	8.0%
Volatilité Annualisée	19%	19%	14.7%	15.1%	20%	20%	19%	19%	16%
Rendement / Volatilité	0.31	0.39	0.62	0.62	0.35	0.35	0.32	0.42	0.49
S2 2016 + Jan 2017	SXXT	EQW	MVAR	VOL	SMA	MOM	DIV	VAL	QAL
Rendement Annualisé	26.6%	30.5%	9.0%	5.3%	38.5%	17.4%	29.3%	44.3%	11.4%
Volatilité Annualisée	13%	13%	10%	11%	14%	11%	14%	14%	11%
Rendement / Volatilité	2.10	2.40	0.86	0.50	2.78	1.58	2.15	3.14	1.08

- Sur les 7 derniers mois, les investisseurs ont évité les actions défensives, convaincus que l'inflation allait monter, ainsi que les taux d'intérêt, et que les valeurs financières, cycliques et autres valeurs "risquées" allaient en bénéficier au détriment des valeurs qualifiées de "quasi-obligataires" et autres valeurs défensives qui peuplent les portefeuilles d'actions de faible volatilité et *MinVar*. Les commentateurs ont qualifié ce mouvement de "Trump trade".
- La surperformance de la gestion *MinVar* sur le portefeuille LowVol est certes marginale sur les 3 dernières années. Mais elle est meilleure sur 10 ans et bien meilleure sur les 7 derniers mois.
- La prime de risque Value, identifiée par Fama & French et mise en exergue par Morningstar, se caractérise autant par son style particulier que par son fort beta (sensibilité au marché).

## Focus sur le duel entre "*MinVar*" et "*Value*" ... Est-ce juste une question de formation et d'explosion de bulle ?

- Comme on le voit dans le graphe de gauche ci-dessous, le portefeuille "*Value*" surperforme jusqu'en 2007/2008 et semble démarrer une évolution similaire depuis mi 2016.
- Ce graphe représente les rendements sur la base d'une même exposition de 100% pour les 3 portefeuilles. Il ne tient donc pas compte du risque.
- De fait, sur le graphe de droite, nous ajustons les gestions MVAR et VAL pour créer des portefeuilles de même volatilité (égale à celle de l'indice EuroStoxx).
- Les portefeuilles MVAR\* et VAL\* qui en résultent peuvent être comparés sur la base d'un risque égal.



- Le portefeuille **Value** révèle une stratégie agressive qui nécessite de moduler l'exposition en fonction du cycle économique, tandis que la gestion **MinVar** reste la plus attractive à long terme sur la base du rendement ajusté par le risque.
- Dans la prochaine lettre de recherche (en mars), nous analyserons en détail les causes sous-jacentes du fort beta de marché des stratégies "Value" et examinerons le lien éventuel avec le cycle économique.

**CONTACTS**

63, Avenue des Champs Elysées  
75008 Paris – France

[www.finaltis.com](http://www.finaltis.com)

**Denis Beaudoin**

Tél: +33 (0)1 55 27 27 01

[dbeaudoin@finaltis.com](mailto:dbeaudoin@finaltis.com)

**Thierry Rigoulet**

Tél: +33 (0)1 55 27 27 07

[trigoulet@finaltis.com](mailto:trigoulet@finaltis.com)

**Mark Grobien**

Tél: +33 (0)1 55 27 27 08

[mgrobien@finaltis.com](mailto:mgrobien@finaltis.com)

**AVERTISSEMENT**

Ce document ne constitue pas une proposition d'investissement. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement. Il ne présente donc aucune valeur contractuelle. Aucune des informations apparaissant dans le présent document ne saurait être considérée comme une offre de services ou de produits émanant de FINALTIS, ni comme une offre ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou de tout autre produit d'investissement. FINALTIS décline en conséquence toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourrait être faite par quiconque du contenu des présentes pages. L'accès au produit décrit dans cette présentation, Finaltis EfficientBeta™ Euro fait l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes et/ou dans certains pays.

Ce produit peut être amené à intervenir sur les marchés de gré à gré, à traiter des instruments volatils et, ce faisant, risqués. Le risque de défaut de contrepartie ne peut être écarté. Il n'offre par voie de conséquence ni garantie de restitution de capital, ni garantie de performance minimale, ni, plus généralement, aucune assurance que les objectifs ou caractéristiques indiqués seront atteints.

Le niveau de détail présenté ci-après et la terminologie employée requièrent des connaissances et une expérience des marchés financiers correspondant à celles des investisseurs professionnels au sens de la Directive MIF. En conséquence, la présente présentation est réservée aux investisseurs professionnels.