

Analyse de la performance du FCP Finaltis EfficientBeta™ Euro sur le premier semestre 2018

L'ESSENTIEL

En parallèle aux Lettres de Recherche publiées sur divers sujets de finance quantitative, nous inaugurons un cycle de Lettres Quantitatives consacrées à l'analyse détaillée des performances du FCP Finaltis EfficientBeta™ Euro, qui met en œuvre notre stratégie propriétaire de minimisation de la variance fondée sur une estimation bayésienne originale des volatilités et des corrélations. Lors d'un semestre marqué par le retour du fait politique (guerre commerciale, protectionnisme et populisme) et de la volatilité sur les marchés d'actions, le FCP enregistre une baisse de -3.9% contre -0.3% pour l'indice de référence. Il ressort de notre étude que :

- La sous-performance relative du FCP sur le premier semestre 2018 est principalement liée à une dynamique d'allocation sectorielle défavorable. L'augmentation de la pondération des banques au détriment des foncières en mars, faisant suite à un début d'année favorable sur le secteur, a en particulier pénalisé le FCP sur le deuxième trimestre. La réactivité de la stratégie, qui est un atout sur le long terme, s'est avérée préjudiciable du fait de l'inversion des rotations sectorielles en cours de semestre.
- La sous-allocation structurelle en valeurs technologiques trop volatiles pour le processus minimum variance a également pesé sur le résultat.
- En revanche, l'effet de sélection de titres au sein des secteurs reste positif sur la période.
- La sous-performance observée sur le semestre s'inscrit dans la norme des performances passées réelles (2013-2018) et simulées (2002-2013).

AUTEURS :



RÉMY CROISILLE
Responsable recherche
Gérant sénior



CHRISTOPHE OLIVIER
Directeur
des investissements



NICOLAS RENAUD
Contrôleur
des risques

Contexte macro-économique et disparités sectorielles

Sur le premier semestre 2018, le FCP Finaltis EfficientBeta[™] Euro est en baisse de -3.9% contre une baisse de -0.3% de son indice de référence, l'EuroStoxx NR.

Après une année 2017 plutôt calme sur les marchés financiers et de nette surperformance de Finaltis EfficientBeta[™] Euro (en hausse de +17.6% contre +12.6% pour l'indice), la volatilité a fait son retour au cours du premier trimestre 2018. Doublement portés par la confirmation de la vigueur d'une croissance mondiale synchronisée et par des résultats de sociétés au-delà des attentes outre-Atlantique, les marchés d'actions ont connu un très bon début d'année, avant de corriger fortement en février sur fond de crainte d'un resserrement monétaire américain.

A partir de mars, les rhétoriques protectionnistes du Président Trump ont capté l'attention des marchés, qui ont évolué au gré des *tweets* présidentiels et autres annonces diplomatiques. L'actualité politique européenne a été également une source majeure d'incertitude, avec l'accession mouvementée au pouvoir d'une coalition populiste en Italie et l'éviction de Mariano Rajoy en Espagne. La crise italienne a une nouvelle fois mis en lumière les limites de l'intégration européenne, tandis que le gouvernement britannique cherche une voie acceptable pour le Brexit.

Le secteur **bancaire** a commencé par progresser fortement du fait de la hausse des taux en Europe avant de corriger puis de chuter en mai à cause de la crise italienne provoquant un écartement des *spreads* et une baisse des taux allemands (fuite vers la qualité). A l'inverse, les sociétés **foncières** ont souffert en début de trimestre avant de rebondir quelque peu en juin.

Le cours du pétrole a grimpé en flèche en particulier du fait des conséquences du retrait américain de l'accord sur le nucléaire iranien. Le secteur **pétrolier** en a profité tandis que celui **des transports et des loisirs** en a souffert.

L'Euro s'est fortement apprécié face au dollar en janvier, puis, après une phase de stagnation jusqu'à mi-avril, il a rebaisé en mai favorisant ainsi les valeurs du **luxe** et plus généralement le secteur des **biens de consommation**.

Le secteur de l'**automobile** a fortement baissé fin juin (-13% en deux semaines) après les menaces de Donald Trump d'instaurer des droits de douane élevés sur l'importation de véhicules européens (visant prioritairement le secteur automobile allemand).

Le secteur des **technologies** a connu une forte hausse entre avril et mi-juin, puis a perdu 8% en deux semaines suite aux menaces de Donald Trump sur la restriction d'accès des sociétés chinoises au marché américain.

Attribution globale de performance

Depuis le début de l'année l'indice perd -0.3% avec une volatilité de 12.9% tandis que Finaltis EfficientBeta™ Euro perd -3.92% avec une volatilité de 12.92% et une corrélation de 95% à l'indice. L'écart de performance de -3.63% se décompose comme suit :

	Contribution
Effet d'Ajustement de Volatilité	-0.6%
Effet Allocation Sectorielle Moyenne	-0.7%
Effet Dynamique d'Allocation	-2.5%
Effet Sélection	+0.2%

Les effets sectoriels sont évalués à partir de la décomposition sectorielle ICB *Super Sector* qui contient 19 secteurs.

L'effet d'Allocation Sectorielle Moyenne est évalué à partir de l'allocation sectorielle moyenne du FCP sur la période. De fait, il apparaît dans cette décomposition semestrielle un effet supplémentaire lié à la dynamique d'allocation. Par exemple, le secteur bancaire a été en moyenne moins alloué que l'indice (8.9% vs 13.0%) sur le semestre, ce qui contribue à hauteur de +0.5% à l'effet d'allocation sectorielle moyenne, puisque le secteur perd -13.2% sur la période. En revanche, ceci masque une sous-pondération de janvier à mars et fin juin et une surpondération entretemps, à contretemps de l'évolution du secteur, qui a performé en janvier puis souffert fortement en mai. Le secteur bancaire contribue ainsi à hauteur de -0.8% à l'effet de dynamique d'allocation.

Effet d'ajustement de volatilité : -0.6%

Sur la période, le portefeuille a eu une surexposition moyenne de 19%; correspondant à une réduction de volatilité de -16% par le portefeuille modèle EfficientBeta d'exposition 100%. Cette surexposition, sur une période où le portefeuille enregistre une performance négative, apporte une contribution négative.

Effet d'allocation sectorielle moyenne : -0.7%

Sur le semestre, le FCP bénéficie de sa sous allocation en moyenne sur les banques. En revanche, il souffre de sa sous-allocation sur les valeurs technologiques, sur les biens de consommation et sur les sociétés pétrolières, ainsi que de sa surexposition à l'assurance et aux loisirs et transports, comme le montre le tableau ci-contre.

Secteurs	Pondération au sein de l'Indice	Pondération au sein de Finαltis EfficientBeta	Performance du Secteur dans l'Indice	Effet Allocation Sectorielle Moyenne
Banques	13.0%	8.9%	-13.2%	+0.5%
Assurances	6.2%	10.8%	-3.4%	-0.2%
Loisirs et Transports	1.4%	2.8%	-14.0%	-0.2%
Pétrole et Gaz	5.3%	3.6%	13.3%	-0.2%
Biens de consommation	7.5%	4.8%	9.3%	-0.3%
Technologie	7.1%	1.1%	8.3%	-0.5%

Effet dynamique d'allocation : -2.5%

Secteurs	Effet Dynamique d'Allocation
Banques	-0.8%
Immobilier coté	-0.7%
Télécommunications	-0.5%
Biens et Services Industriels	-0.3%
Construction et Matériaux	-0.3%

La contribution négative de la dynamique d'allocation est largement due aux valeurs bancaires et foncières.

De janvier à mi mars, le FCP détenait 14.7% (soit une surexposition de 12%) de foncières, qui ont perdu en moyenne 5%.

En mars, le FCP a revendu 6.7% de foncières et acheté 7.4% de banques. Ces dernières ont perdu -12% sur les trois mois suivants à cause de la crise italienne et de la baisse des taux allemands, tandis que les foncières ont gagné 8% sur la même période.

La réactivité aux changements d'environnement est une particularité du process EfficientBeta™ du fait de l'utilisation de données courtes (sur 3 mois) pour estimer les volatilités et corrélations en paradigme bayésien. Elle permet de s'adapter à des modifications de régime de marché comme en 2009 (*backtest*). En revanche, elle peut contribuer négativement lorsque les rotations sectorielles s'inversent au même rythme trimestriel que nos rebalancements, comme c'est le cas au premier semestre 2018.

Effet Sélection : +0.2%

Secteurs	Effet Sélection
Télécommunications	-0.4%
Construction et Matériaux	-0.2%
Biens et Services Industriels	-0.1%
Banques	+0.3%
Assurances	+0.6%

La sélection de titres s'est avérée négative dans le secteur des télécommunications, où nous avons détenu Freenet (-22.9% sur la période), Proximus (-27.3%) et sommes restés à l'écart d'Altice (+89%).

La contribution négative sur le secteur de la construction et des matériaux est liée à des petites positions en Boskalis Westminster (-18%) et Heidelberg Cement (-19%).

L'investissement sur Bpost (-46%) et l'absence sur Safran et Airbus (+22%) pèsent sur le secteur des biens et services industriels.

Les banques sélectionnées par la stratégie EfficientBeta™ entre mars et juin 2018 ont mieux performé que leurs homologues dans l'indice de comparaison, avec en particulier ABN Amro, ING, Bankinter ou Société Générale. Le portefeuille a détenu deux banques italiennes pour des pondérations inférieures à 2% du portefeuille : Banca Intesa (1.9%) et Mediobanca (1.8%).

La sélection s'est en revanche révélée judicieuse sur le secteur de l'Assurance avec des investissements sur Ageas (+9.8% sur le semestre), ASR Nederland (+6.0%), une sous-pondération sur Allianz (-4.8%) et une absence d'Axa (-11.7%).

Il convient de noter que, conformément à la stratégie systématique du FCP, nous avons été amenés en cours de trimestre à vendre des positions (i) dont les pertes atteignaient un niveau de *stop loss* (Bpost, Elior, Mediobanca et Telenet), (ii) dont les gains atteignaient un niveau de *take profit* (Hermes), (iii) faisant l'objet d'une OPA (Energias de Portugal).

Conclusions

La sous-performance relative du FCP sur le premier semestre 2018 est principalement liée à une dynamique d'allocation sectorielle défavorable. L'augmentation des banques au détriment des foncières en mars, faisant suite à un début d'année favorable sur le secteur, a pénalisé le FCP sur le deuxième trimestre. La sous-allocation structurelle en valeurs technologiques, trop volatiles pour le processus *minimum variance*, a également pesé sur le résultat. En revanche, l'effet sélection de titres au sein des secteurs reste positif sur la période. Cette sous-performance semestrielle cumulée (-3,6%) correspond au comportement normal d'un fonds dont la *tracking error* est de 6,1% (au 29 juin 2018), au même titre que la surperformance cumulée de +4.0% observée au dernier trimestre 2017. En observant les performances passées simulées (2002-2013) et réelles (2013-2018), la performance semestrielle relative a été inférieure à celle observée au premier semestre 2018 dans 20% des cas. Pour mémoire, la surperformance annualisée depuis fin 2013 est de +2.8%.

CONTACTS

63, Avenue des Champs Elysées
75008 Paris – France

www.finaltis.com

Denis Beaudoin

Tél: +33 (0)1 55 27 27 01

dbeaudoin@finaltis.com

Thierry Rigoulet

Tél: +33 (0)1 55 27 27 07

trigoulet@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.