



LETTRE QUANTITATIVE

JANVIER 2019

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

L'ESSENTIEL

En parallèle aux *Lettres de Recherche* publiées sur divers sujets de finance quantitative, nous avons inauguré en juillet 2018 un cycle de Lettres Quantitatives consacrées à l'analyse détaillée des performances du FCP *Finaltis EfficientBeta™ Euro*. Ce fonds met en œuvre la stratégie propriétaire de minimisation de la variance fondée sur une estimation bayésienne originale des volatilités et des corrélations.

Lors d'un deuxième semestre marqué par une vive correction des marchés d'actions, le FCP enregistre une baisse de -12,6% en ligne avec l'indice de référence (-12,5%). Il ressort de notre étude que :

- Une allocation sectorielle, judicieuse en moyenne (même si sa dynamique de variation a eu un effet négatif), et une bonne sélection des valeurs au sein de chaque secteur ont permis de compenser l'effet inévitablement négatif de l'ajustement de volatilité dans une phase de forte correction du marché.
- En particulier, les sous-expositions en valeurs bancaires, technologiques et liées aux matières premières ont bénéficié au FCP.
- La sélection de titres au sein des secteurs de la santé, de la distribution et des médias s'est avérée judicieuse.
- Pris en compte depuis Septembre 2018 dans le processus d'investissement, les critères ESG ont conduit à des portefeuilles dont la performance a été inférieure de 1,3% à celle de portefeuilles sans filtre ESG.
- Le FCP affiche une surperformance relative de +2,2% annualisée depuis son lancement en décembre 2013, légèrement en retrait par rapport à la surperformance espérée (environ 4%) compte tenu des simulations depuis 2002.

CONTEXTE MACRO-ÉCONOMIQUE ET DISPARITÉS SECTORIELLES

Le second semestre de 2018 comporte deux périodes bien distinctes sur les marchés européens d'actions. Durant les trois premiers mois, dans un contexte de hausse des taux aux Etats-Unis et de publications de résultats encourageants, les marchés européens ont oscillé au gré des bonnes et mauvaises nouvelles concernant les principaux facteurs géopolitiques d'inquiétudes :

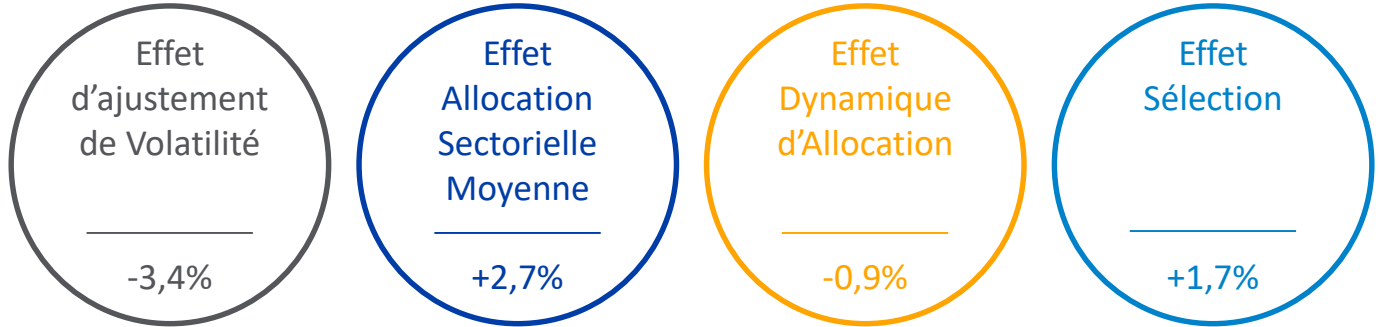
- Les tensions commerciales ou diplomatiques entre les Etats-Unis d'une part et la Chine, l'Iran, la Turquie, la Russie, l'Europe ou le Canada d'autre part : le président américain a alterné menaces et concessions. Ces tensions ont déclenché une crise des devises émergentes (notamment le peso argentin et la livre turque) face au dollar.
- Les négociations sur le Brexit, ont également alterné avancées et reculades en particulier sur la frontière irlandaise et le futur statut de l'Irlande du Nord.
- Le budget Italien : la coalition aux intérêts parfois antagonistes a oscillé entre menaces et tentatives d'apaisement jusqu'à la présentation en septembre d'un budget prévoyant un déficit de 2,4% ouvrant la perspective d'après négociations entre le gouvernement italien et les instances européennes.

Au dernier trimestre, les marchés financiers ont subi une forte correction, les investisseurs passant rapidement de la complaisance au pessimisme. Alors que les sociétés ont en moyenne continué à montrer une saine croissance de leurs résultats de part et d'autre de l'Atlantique, les causes de la chute des bourses mondiales d'actions sont à rechercher dans la dégradation de l'environnement économique, monétaire et politique. Les preuves tangibles d'un ralentissement de la croissance mondiale en général et de la croissance chinoise en particulier ont progressivement miné la confiance des investisseurs et ouvert le débat sur la fin du cycle actuel, voire l'éventualité d'une récession. Pourtant, c'est l'affirmation début octobre de la bonne santé de l'économie américaine par le gouverneur de la Fed, Jérôme Powell, qui a allumé la première étincelle. Même si les taux d'Etat américains à 10 ans ont ensuite reflué au cours du trimestre pour terminer à 2,68%, les inquiétudes liées à une politique monétaire américaine trop restrictive ont fortement impacté les marchés d'actions. Enfin, l'accumulation des risques géopolitiques a pesé sur les marchés financiers. A la poursuite du feuilleton du Brexit, de la guerre commerciale sino-américaine et du budget italien, sont venus s'ajouter la crise des Gilets Jaunes en France et la fermeture partielle d'administrations fédérales aux Etats-Unis (*shutdown*).

Dans ce contexte, l'indice *Euro Stoxx Net Return* des valeurs de la zone Euro chute de -12,5% sur le semestre en enchaînant cinq mois de baisse, tandis que l'indice américain S&P 500 NR corrige de -13,5% sur le dernier trimestre en enregistrant son plus mauvais mois de décembre depuis 1931. Les disparités sectorielles ont encore été fortes. Les sociétés pétrolières européennes ont corrigé de -12,9% alors que le cours du pétrole s'est effondré de près de -40% malgré les efforts de soutien de l'OPEP. Les valeurs bancaires ont continué de baisser (-21,2%) du fait de la crise en Italie et de la baisse des taux. Les valeurs technologiques européennes ont été victimes de prises de profit (-17,9%). Le secteur automobile a fait les frais du protectionnisme ambiant (-19,3%). Seules les sociétés de télécommunications (1,8%) et de service aux collectivités (+1,2%) progressent sur le semestre.

ATTRIBUTION GLOBALE DE PERFORMANCE

Sur le deuxième semestre 2018, l'indice *Euro Stoxx Net Return* perd -12,5% avec une volatilité de 13,5% tandis que *Finaltis EfficientBeta™ Euro* perd -12,6% avec une volatilité de 14% et une corrélation de 88% à l'indice. L'écart de performance de -0,1% se décompose comme suit :

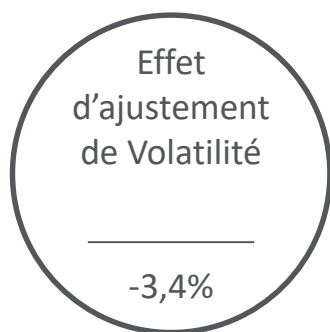


Les effets sectoriels sont évalués à partir de la décomposition sectorielle ICB *Super Sector* qui contient 19 secteurs. L'effet d'Allocation Sectorielle Moyenne est évalué à partir de l'allocation sectorielle moyenne du FCP sur la période. De fait, il apparaît dans cette décomposition semestrielle un effet supplémentaire lié à la dynamique d'allocation.

Exemple : le secteur bancaire a été en moyenne moins alloué que l'indice (3,3% vs 11,1%) sur le semestre, ce qui contribue à hauteur de +0,8% à l'effet d'allocation sectorielle moyenne, puisque le secteur perd -20,9% sur la période. En revanche, ceci masque une allocation plus faible sur le 3^{ème} trimestre (0,8%) que sur le dernier (5,5%), à contretemps de l'évolution du secteur, qui a perdu -3,5% sur T3 et -18,3% sur T4 . Le secteur bancaire contribue ainsi à hauteur de -0,5% à l'effet de dynamique d'allocation.

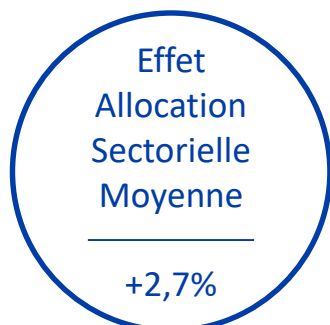
Pris en compte depuis Septembre 2018 dans le processus d'investissement, les critères ESG ont conduit à des portefeuilles dont la performance a été inférieure de 1,3% à celle de portefeuilles sans filtre ESG.

EFFET D'AJUSTEMENT DE VOLATILITÉ



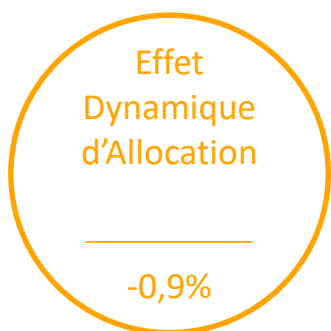
Sur la période, le portefeuille modèle (exposition 100%) de variance minimale a réduit en moyenne la volatilité de 24%, ce qui déclenche une surexposition moyenne de 31% pour ajuster la volatilité cible du FCP sur celle de l'indice. Cette surexposition, dans une période de forte baisse des marchés apporte, sans surprise, une contribution négative.

EFFET D'ALLOCATION SECTORIELLE MOYENNE



L'effet d'allocation sectorielle moyenne est très positif. Le FCP bénéficie fortement de sa sous-exposition aux banques, aux valeurs technologiques et aux matériaux de base ainsi que de sa surexposition aux Services aux collectivités tandis que les autres secteurs ont une contribution marginale.

Secteurs	Pondération au sein de l' <i>Euro Stoxx</i>	Pondération au sein de <i>Finaltis EfficientBeta™ Euro</i>	Performance du Secteur dans l' <i>Euro Stoxx</i>	Effet Allocation Sectorielle Moyenne
Banques	11,1%	3,3%	-20,9%	+0,8%
Services aux Collectivités	5,4%	9,9%	+2,6%	+0,8%
Technologie	8,2%	0,8%	-16,9%	+0,4%
Matières premières	1,3%	0.0%	-33,8%	+0,3%



EFFET DYNAMIQUE D'ALLOCATION

La contribution négative de la dynamique d'allocation est largement due aux valeurs bancaires, aux services financiers et à la chimie.

Lors du rebalancement de septembre, le premier intégrant le filtre ESG, l'allocation aux services financiers a été augmentée de 1,5% à 5,7% alors que le secteur a gagné +3,2% avant et perdu -14,8% après.

De même, au même moment, l'allocation sur la chimie a été augmentée de 3,7% à 7,2% alors que le secteur a gagné +3,5% avant et perdu -17,6% après.

	Biens de consommation	Chimie	Services financiers	Banques
Effet dynamique d'allocation	+0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%

La réactivité aux changements d'environnement est une particularité du processus d'investissement *Finaltis EfficientBeta™* du fait de l'utilisation de données de court terme (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 les rebalancements, comme cela a été le cas au premier semestre 2018, et de manière moins prononcée sur le deuxième semestre.



EFFET SÉLECTION

La sélection de titres a été positive dans le secteur de la santé, où le fonds est resté à l'écart de Bayer (-36%) pénalisé par Monsanto.

Dans le secteur de la distribution, notre sélection s'est avérée profitable, notamment grâce à une surpondération (poids de 1,9% versus 0,1% dans l'indice) dans Colruyt qui gagne +29,7%, une sous-allocation sur Inditex qui perd -22,7% et une absence de Kering qui cède -14,9% .

	Santé	Distribution	Médias	Banques	Biens de consommation
Effet sélection	+0,9%	+0,5%	+0,4%	+0,4%	-0,6%

Dans le secteur des médias, la surpondération du fonds dans Lagardère et Wolters Kluwer qui varient de -2,6% et +7,6% dans un indice sectoriel en baisse de -5.8% ainsi que notre sous-pondération de Publicis qui cède -15% sont des choix favorables.

Dans le secteur bancaire, nous bénéficions de notre absence sur des titres tels que BNP Paribas, ING et Unicredit qui perdent -25,8%, -22,4% et -30,8%. En revanche, dans le secteur des produits ménagers et soins personnels, notre sélection est pénalisée par notre position de 1,7% sur Hugo Boss qui chute de -30,7%.

Il convient de noter que, conformément à la stratégie systématique du FCP, le fonds a été conduit à vendre des positions en cours de trimestre :

- i. dont les pertes atteignaient un niveau de *stop loss* (Fresenius)
- ii. dont les gains atteignaient un niveau de *take profit* (Ahold).

Enfin, le FCP est doté depuis septembre 2018 d'un filtre E.S.G. qui élimine les valeurs dont la note globale figure dans le dernier quartile des notes du secteur (voir Lettre Quantitative de Novembre 2018).

CONCLUSIONS

Sur le deuxième semestre 2018, une allocation sectorielle, judicieuse en moyenne (même si sa dynamique de variation a eu un effet négatif) et une bonne sélection des valeurs au sein de chaque secteur ont permis de compenser l'effet inévitablement négatif de l'ajustement de volatilité dans une phase de forte correction du marché.

Le FCP affiche une surperformance relative de +2,2% annualisée depuis son lancement en décembre 2013, légèrement en retrait par rapport à la surperformance espérée sur moyen terme (environ 4%) compte tenu des simulations depuis 2002.

AUTEURS

**RÉMY CROISILLE****Responsable de la Recherche**

Rémy est Normalien Ulm agrégé de mathématiques et détient plusieurs diplômes de troisième cycle en mathématiques et statistiques financières.

Chez Finaltis depuis 2005

**CHRISTOPHE OLIVIER****Directeur des Investissement**

Christophe est ingénieur diplômé (1990) de l'École Centrale de Paris. Il est aussi lauréat (1991) de l'Institut d'Études Politiques de Paris.

Chez Finaltis depuis 2002

**NICOLAS RENAUD****Contrôleur des risques**

Nicolas est ingénieur diplômé de l'INSA de Lyon (2009) et major du mastère spécialisé de Techniques Financières de l'ESSEC (2010).

Chez Finaltis depuis 2010

CONTACTS



63, AVENUE DES CHAMPS ÉLYSÉES • 75008 PARIS – FRANCE • www.finaltis.com

Thierry RIGOLET • +33 (0)1 55 27 27 07 • trigoulet@finaltis.com

Denis BEAUDOIN • +33 (0)1 55 27 27 01 • dbeaudoin@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.