



# LETTRE QUANTITATIVE

JUILLET 2019

*Analyse de la performance du FCP  
Finaltis EfficientBeta™ Euro sur le  
premier semestre 2019*

## L'ESSENTIEL

En parallèle aux *Lettres de Recherche* publiées sur divers sujets de finance quantitative, les Lettres Quantitatives sont 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 et intègre des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG).

Lors d'un premier semestre marqué par une forte hausse des marchés actions, le FCP *Finaltis EfficientBeta™ Euro* progresse de +16,6%, en ligne avec son indice de référence, l'*Euro Stoxx Net Return* (+16,8%). Il ressort de notre étude que :

- Le portefeuille modèle (exposition à 100%) issu de notre processus propriétaire de minimisation de la variance a réduit en moyenne la volatilité de 25%. L'ajustement de volatilité, en surexposant le portefeuille, tire profit de cette réduction et permet au FCP *Finaltis EfficientBeta™ Euro* d'afficher une performance en ligne avec celle de l'indice.
- Le contexte macro-économique de baisse des taux souverains guidée par les discours accommodants des banques centrales a été favorable à la sous-exposition aux banques du FCP, particulièrement au 2<sup>ème</sup> trimestre. En revanche, alors que ce contexte semblait positif pour les secteurs à durée longue, une loi adoptée par le sénat allemand gelant les loyers berlinois pendant 5 ans a pesé sur la performance des foncières, secteur surpondéré dans notre portefeuille lors des deux premiers trimestres de l'année, et explique la principale contribution négative de l'effet d'allocation sectorielle moyenne.
- La contribution de la sélection des titres à la performance relative du FCP de la sélection des titres s'est révélée négative. Elle ne résulte pas de chocs idiosyncratiques survenus sur des titres en portefeuille, mais plutôt de l'absence d'exposition à des titres dont la performance a été portée par l'euphorie des marchés d'actions au premier semestre 2019.

## FORTE HAUSSE DES MARCHES D' ACTIONS & BAISSÉ DES TAUX

Les principaux indices mondiaux d'actions progressent fortement au premier semestre 2019. Cette hausse s'est construite dès le mois de janvier, en réponse au pessimisme excessif de la fin d'année 2018, et s'est poursuivie jusqu'en avril. Sur cette période, l'optimisme des investisseurs s'est appuyé sur les attitudes parfois volontaires des chinois et des américains pour trouver une issue favorable à leurs négociations. Lorsque les nouvelles sur le front de la guerre commerciale étaient moins bonnes, les catalyseurs de la hausse sont venus des banques centrales. Des deux côtés de l'Atlantique, la FED et la BCE ont souligné l'attention particulière qu'elles portaient à l'inflation et au ralentissement de l'économie induit par les rhétoriques protectionnistes. Leur volonté affichée d'intervenir pour maîtriser ces deux aspects ont porté les marchés d'actions et tiré les taux souverains à la baisse : le taux 10 ans allemand a baissé de +0,242% début janvier à seulement +0,013% fin avril (passant brièvement en territoire négatif), tandis que la courbe des taux US s'est temporairement inversée en mars, la FED annonçant renoncer à augmenter ses taux en 2019.

Ainsi, les 4 premiers mois de l'année 2019 se sont terminés avec des marchés d'actions et des marchés de taux aux visions antagonistes : l'optimisme portant les marchés européens et américains d'actions contrastait avec le ralentissement économique suggéré par des taux négatifs en zone Euro et l'inversion de la courbe des taux US.

Cette dichotomie entre les marchés obligataires et les marchés d'actions a sans doute contribué à la correction intervenue en mai. Alors que les négociations commerciales sino-américaines étaient calmes depuis le début de l'année, l'administration américaine et son président, toujours par des messages sur Twitter, ont menacé la Chine d'une augmentation des taxes douanières et ont publié un décret interdisant aux sociétés d'utiliser du matériel émanant d'entreprises susceptibles de représenter un risque pour la sécurité nationale (dont la plus emblématique est Huawei). Cet envenimement des relations entre les deux pays a fait craindre des répercussions sur la croissance mondiale.

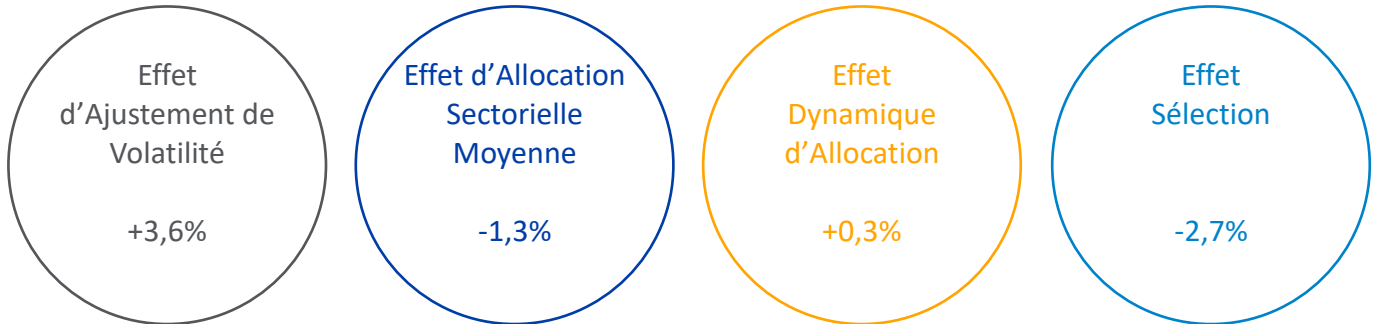
Finalement, les marchés d'actions ont récupéré en juin une grande partie des pertes enregistrées en mai, portés une nouvelle fois par les volontés d'assouplissement des politiques monétaires. Alors que Mario Draghi a insisté sur les « nombreux moyens » à sa disposition pour soutenir l'activité, les messages de la FED ont conduit les investisseurs à envisager une baisse de ses taux directeurs en juillet avec une probabilité de 100%.

La fin du semestre a également vu le retour des tensions géopolitiques. Si ces actualités ont souvent été éclipsées par les politiques monétaires, elles ont pu impacter localement quelques marchés (pétrole, or...). Fin juin, le principal vecteur d'incertitude reste les tensions entre l'Iran et les Etats Unis : à la suite du retrait de Washington de l'accord sur le nucléaire iranien, Téhéran a menacé de renoncer à ses engagements nucléaires. L'attaque de deux pétroliers dans le détroit d'Ormuz et la destruction d'un drone américain dans la foulée ont fortement tendu les relations entre les deux pays.

Tout au long du semestre, il est intéressant de noter que les péripéties autour du Brexit n'ont finalement pas impacté les marchés d'actions. L'absence d'accord ratifié par le parlement britannique, la (les) démission(s) de Theresa May, le décalage de la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union ainsi que la confusion que cela a pu engendrer, n'ont pas semblé surprendre les investisseurs.

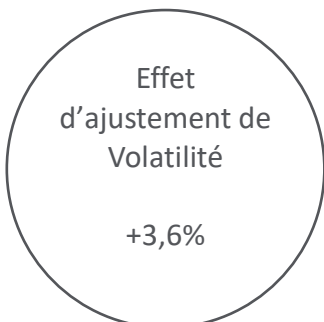
## PERFORMANCE RELATIVE : EFFET D'AJUSTEMENT DE VOLATILITE FORTEMENT POSITIF

Sur le premier semestre 2019, l'indice *Euro Stoxx Net Return* est en hausse de +16,8%, avec une volatilité de 12,2%, tandis que *Finaltis EfficientBeta™ Euro* est en hausse de +16,6% avec une volatilité de 11,6% et une corrélation de 0,9 à l'indice. L'écart de performance de -0,2% se décompose comme suit :



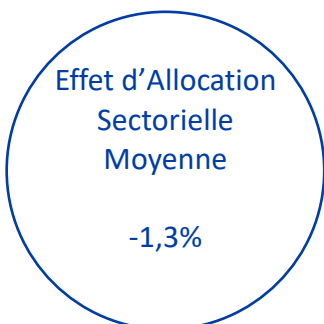
La décomposition ci-dessus repose sur la décomposition sectorielle ICB *Super Sector* qui contient 19 secteurs. L'effet d'Allocation Sectorielle Moyenne est évalué à partir de l'allocation sectorielle moyenne du FCP sur la période, permettant de distinguer un effet lié à la dynamique d'allocation.

*Exemple : le secteur des banques a été en moyenne moins alloué que l'indice (2,0% vs 10,1%) sur le semestre. Le secteur sous-performe l'indice sur la période. Cette souspondération contribue positivement à l'effet d'allocation sectorielle moyenne (différence de performance \* différence d'allocation). Cependant, le calcul de l'exposition moyenne sur la période cache une allocation de 4,6% sur le 1er trimestre (les banques sous-performent alors l'indice d'environ -4,5%) et une absence de positions lors du 2ème trimestre (les banques sous-performent alors l'indice de près de -5,0%) : la variation de l'exposition au cours du premier semestre a donc été favorable, ce qui se caractérise par un effet de dynamique d'allocation positif.*



### EFFET D'AJUSTEMENT DE VOLATILITE

Sur la période, le portefeuille modèle (exposition à 100%) de variance minimale a réduit en moyenne la volatilité de 25%, ce qui déclenche une surexposition moyenne de 34% pour ajuster la volatilité cible du FCP à celle de l'indice. Cette surexposition dans une période de forte hausse des marchés apporte, sans surprise, une contribution positive, convertissant l'atténuation du risque en surplus de performance.



### EFFET D'ALLOCATION SECTORIELLE MOYENNE

L'effet d'allocation sectorielle moyenne est négatif. Du côté des contributions positives, le FCP bénéficie de sa sous-exposition aux banques. Les discours accommodants des banques centrales ont été défavorables à ce secteur, qui progresse de +5,3% contre +16,8% pour l'indice. La principale contribution négative est plus surprenante. Alors que l'évolution des marchés obligataires devait être favorable aux secteurs à durée longue, les foncières perdent plus de 10% entre le 16 mai et le 28

juin 2019 et ne progressent sur le semestre que de +4,8%. La décision du sénat allemand de geler pour 5 ans les loyers à Berlin a pesé sur le secteur, y compris sur les sociétés absentes du marché berlinois.

Secteurs	Pondération moyenne au sein de l' <i>Euro Stoxx</i>	Pondération moyenne au sein de <i>Finaltis EfficientBeta™ Euro</i>	Performance du secteur dans l' <i>Euro Stoxx</i>	Effet d'Allocation Sectorielle Moyenne
Banques	10,1%	2,0%	+5,3%	+0,8%
Biens et services industriels	12,3%	14,7%	+23,5%	+0,2%
Télécommunications	3,7%	9,0%	+5,3%	-0,5%
Foncières	2,6%	9,7%	+4,8%	-0,7%

Effet  
Dynamique  
d'Allocation

+0,3%

### EFFET DYNAMIQUE D'ALLOCATION

La contribution positive de la dynamique d'allocation s'explique par l'évolution de l'exposition du FCP *Finaltis EfficientBeta™ Euro* aux secteurs des banques ainsi que des biens et services industriels :

- Le FCP n'avait pas de positions sur les banques lors du 2<sup>ème</sup> trimestre, alors que le secteur baisse de -3% ;
- Le FCP a profité de sa plus forte position sur les biens et services industriels lors du 1<sup>er</sup> trimestre, période qui a vu le secteur fortement progresser (+14,9%).

Du côté des contributions négatives, on peut noter le secteur de la santé : l'augmentation de l'exposition du FCP à ce secteur, à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre, a coïncidé avec une performance proche de 0% au second trimestre.

La réactivité aux changements d'environnement est une particularité du processus d'investissement de *Finaltis EfficientBeta™ Euro*, grâce à 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, et, en 2019, cette réactivité a permis de tirer profit des tendances sectorielles.

Effet  
Sélection

-2,6%

### EFFET SELECTION

La sélection de titres a été négative dans le secteur des biens de consommation non cyclique, où le fonds est resté à l'écart d'Adidas (+50%), du fabricant d'électroménager SEB (+41,5%) et plus généralement des valeurs du luxe (LVMH +46% ; Dior +39% ; Hermès + 31%).

Le FCP a toutefois profité d'une sélection de titres favorable sur les secteurs des télécommunications et des foncières. La position sur Cellnex Telecom (+54,3% sur le semestre) ainsi que l'absence d'exposition à Deutsche Wohnen (-17,9% sur le semestre), particulièrement touchée par le gel des loyers berlinois, justifient en grande partie ces contributions positives.

## ACTIVATION DE « STOP LOSS » ET « TAKE PROFIT »

---

Sur le semestre, les mécanismes de « Stop Loss » et « Take Profit » qui interviennent après une forte performance relative, se sont déclenchés à deux reprises.

- 31 mai 2019 : la position sur l'espagnol Cellnex Telecom a été clôturée à la suite d'une forte surperformance. Depuis le rebalancement du portefeuille le 15 mars 2019, le titre avait en effet progressé de plus de +33%. Le principal opérateur d'infrastructures de télécommunications sans fil d'Europe est bien placé pour profiter du déploiement de la 5G.
- 11 juin 2019 : la position sur Hochtief a été clôturée à la suite d'une forte sous-performance. Depuis son entrée dans le portefeuille le 15 mars 2019, le titre était en baisse de -21%, pénalisé notamment par la sortie de son capital de la société italienne Atlantia.

## CONCLUSIONS

---

Le portefeuille modèle (exposition à 100%) issu de notre processus propriétaire de minimisation de la variance a réduit en moyenne la volatilité de 25%. Dans un marché en forte hausse, l'ajustement de volatilité, en surexposant le portefeuille, tire profit de cette réduction et permet au FCP *Finaltis EfficientBeta™ Euro* d'afficher une performance en ligne avec celle de l'indice.

Le contexte macro-économique de baisse des taux souverains guidée par les discours accommodants des banques centrales a été favorable à la sous-exposition aux banques du FCP, particulièrement au 2<sup>ème</sup> trimestre. En revanche, alors que ce contexte semblait positif pour les secteurs à durée longue, une loi adoptée par le sénat allemand gelant les loyers berlinois pendant 5 ans a pesé sur la performance des foncières, secteur surpondéré dans notre portefeuille lors des deux premiers trimestres de l'année, et explique la principale contribution négative de l'effet d'allocation sectorielle moyenne.

La contribution de la sélection des titres à la performance relative du FCP ne résulte pas de chocs idiosyncratiques survenus sur des titres en portefeuille. Elle s'explique plutôt par l'absence d'exposition à des titres (Adidas, LVMH...) dont la performance a été portée par l'euphorie des marchés actions en vigueur au premier semestre 2019.

Enfin, il est intéressant de noter que les mécanismes de « Stop Loss » et de « Take Profit » se sont déclenchés chacun une fois au cours du semestre.

## AUTEURS

**REMY CROISILLE**

### Responsable de la Recherche

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

Membre de Finaltis depuis 2005

**CHRISTOPHE OLIVIER**

### Directeur des Investissements

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

Membre de Finaltis depuis 2002

**NICOLAS RENAUD**

### Contrôleur des risques

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

Membre de Finaltis depuis 2010

## CONTACTS



63 AVENUE DES CHAMPS ELYSEES 75008 PARIS • [www.finaltis.com](http://www.finaltis.com)

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

Denis BEAUDOIN • +33 (0)1 55 27 27 01 • [dbeaudoin@finaltis.com](mailto: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.