

FIDEAS CAPITAL

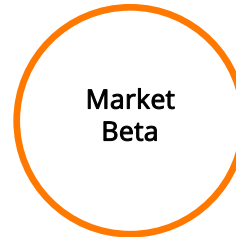
Approches classiques et nouvelles

Correspondances entre gestions actives et stratégies factorielles

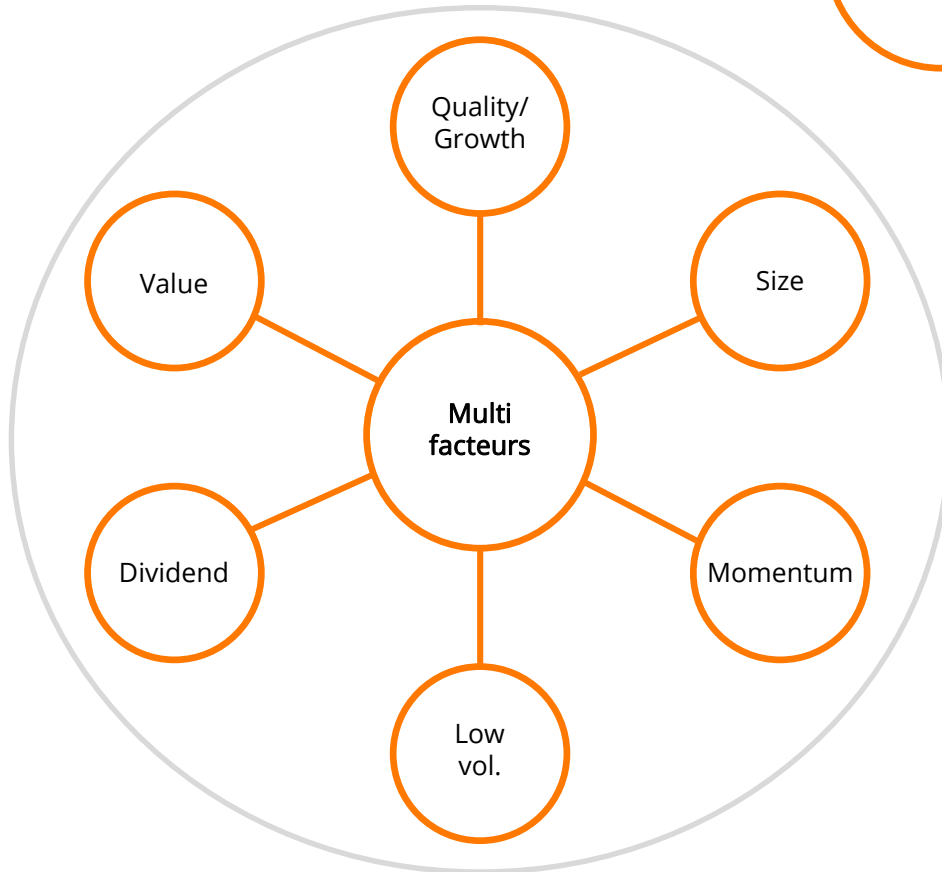
1. APPROCHES CLASSIQUES ET NOUVELLES

ENRICHISSEMENT PROGRESSIF DU SMART BETA

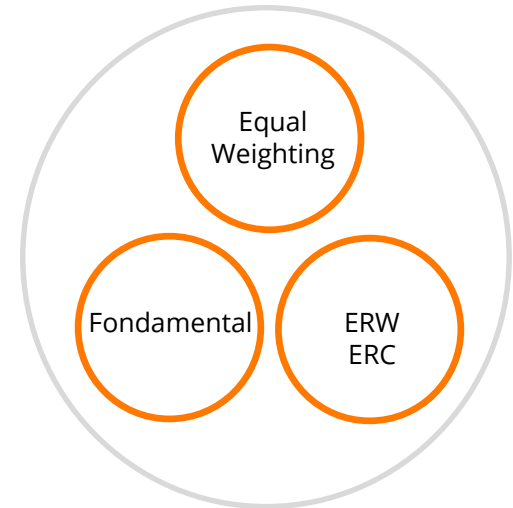
DEPASSER LE BETA



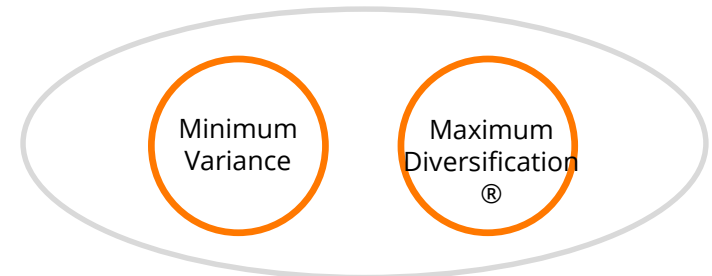
CIBLER DES FACTEURS



PONDERER DIFFEREMMENT



OPTIMISER LE RISQUE



ENRICHISSEMENT PROGRESSIF DU SMART BETA

Market Beta :

- ✓ CPAM ou MEDAF, 1952 – Markovitz ; 1964 – Sharpe

CIBLER DES FACTEURS

Low Vol :

- ✓ R. Haugen & A. J. Heins - “On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Market” - 1972.

Size et Value

- ✓ Les 2 premiers ajouts de Fama & French – avec le Beta « marché », modèle à trois facteurs - 1993

Quality / Growth : Ajouts de facteurs qualitatifs dont

- ✓ Fama & French 3+2, Profitabilité et Investissement (2014)

Dividendes :

- ✓ Les titres payant des dividendes élevés surperforment en rendement global.

Momentum :

- ✓ Persistance des mouvements haussiers.

Multi-factoriel :

- ✓ Comment allouer sur les bêtas factoriels ?
- ✓ Une approche « smart beta » au carré
- ✓ Le plus souvent en risk parity, ERW ou ERC

PONDERER DIFFEREMMENT

OPTIMISER LE RISQUE

Pondérer l'ensemble des titres différemment :

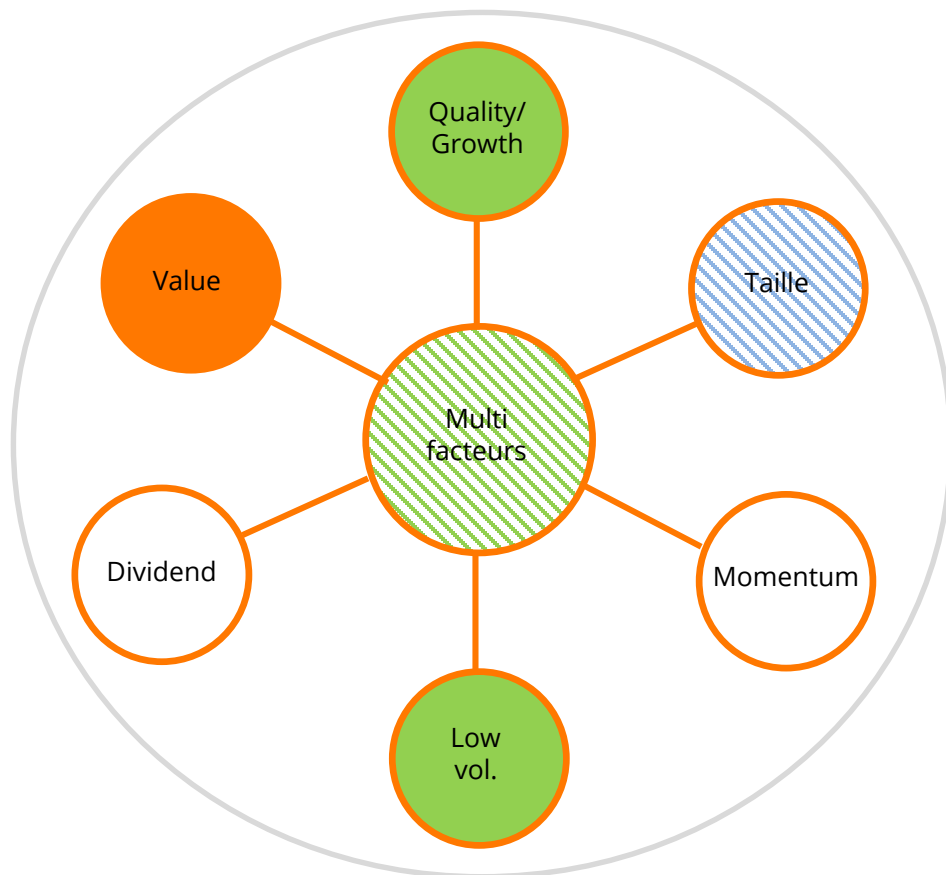
- ✓ RAFI : pondération « économique » vs financière (ventes, cash flows, book value et dividendes).
- ✓ Equal Weighting : pondération « naïve » $\frac{1}{N}$, avec N le nombre d'actifs
- ✓ Equal Risk Weighting : risk parity, pondération proportionnelle à $\frac{1}{\sigma}$

Pondérations orientées gestion par le risque :

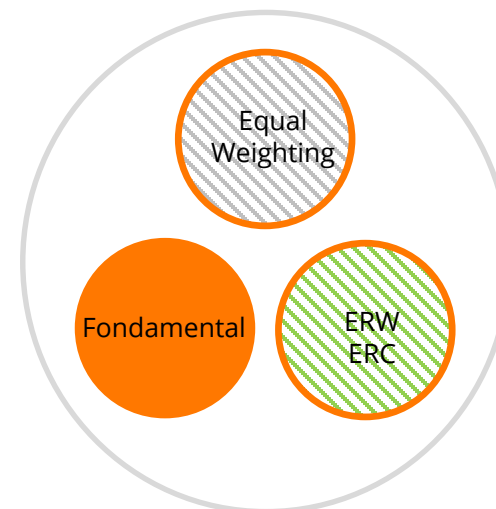
- ✓ Equal Risk Contribution (ERC) : Egaliser les contributions marginales au risque : $\forall (i, j) w_i \frac{\partial \sigma(w)}{\partial w_i} = w_j \frac{\partial \sigma(w)}{\partial w_j}$
- ✓ Minimum variance : Minimiser la volatilité globale du portefeuille : $\min_w \sqrt{w^T \Sigma w}$
- ✓ Maximum Diversification® 2008 : pure recherche de diversification liée aux corrélations : $\max_w \frac{w^T \sigma}{\sqrt{w^T \Sigma w}}$

CORRESPONDANCES ENTRE FACTEURS

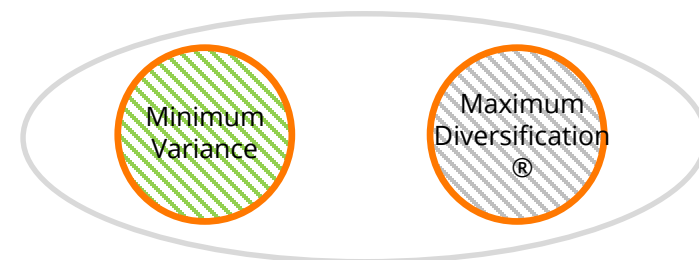
CIBLER DES FACTEURS






PONDERER DIFFEREMMENT



OPTIMISER LE RISQUE



-  Value
-  Low vol.
-  Small cap

Comprendre les biais structurels et les risques :

- ✓ Les biais « Low vol. », « value » et « taille » sont largement dupliqués
- ✓ Ne mépriser ni le risque « crowded trade », ni les facteurs masqués.

CORRESPONDANCES ENTRE FACTEURS - CORRELATIONS

CORRELATIONS ENTRE INDICES FACTORIELS

NOMS DES INDICES	MSCI EUROPE	FTSE RAFI Europe	MSCI EUROPE VALUE	STOXX 600 EW	MSCI EUROPE GROWTH	FTSE MinVar Europe	MSCI Europe Quality	S&P Europe 350 Low Volatility	MSCI Europe Momentum	MSCI Europe Small Cap NR EUR (EUR)	S&P EUROPE 350 DIVIDEND ARISTOCRATS
MSCI EUROPE	100%	97%	96%	96%	93%	88%	88%	88%	87%	86%	84%
FTSE RAFI Europe	97%	100%	99%	92%	82%	77%	75%	76%	79%	79%	73%
MSCI EUROPE VALUE	96%	99%	100%	92%	80%	75%	73%	74%	75%	79%	72%
STOXX 600 EW	96%	92%	92%	100%	91%	89%	86%	88%	82%	95%	83%
MSCI EUROPE GROWTH	93%	82%	80%	91%	100%	96%	98%	95%	92%	85%	90%
FTSE MinVar Europe	88%	77%	75%	89%	96%	100%	94%	98%	88%	84%	87%
MSCI Europe Quality	88%	75%	73%	86%	98%	94%	100%	95%	89%	82%	93%
S&P Europe 350 Low Volatility	88%	76%	74%	88%	95%	98%	95%	100%	89%	83%	88%
MSCI Europe Momentum	87%	79%	75%	82%	92%	88%	89%	89%	100%	74%	82%
MSCI Europe Small Cap NR EUR (EUR)	86%	79%	79%	95%	85%	84%	82%	83%	74%	100%	77%
S&P EUROPE 350 DIVIDEND ARISTOCRATS	84%	73%	72%	83%	90%	87%	93%	88%	82%	77%	100%

- ❑ Groupe Value et Fondamental sont bien liés
- ❑ « Growth », « MinVar », Quality et « low vol. » forment un groupe et sont redondants
- ❑ « Momentum », s'aligne sur ces bais car ils sont gagnants
- ❑ « Dividendes », paradoxalement plutôt défensif/croissance
- ❑ La taille est un diversifiant, mais elle est corrélée et présente dans l'environnement « croissance / qalité »

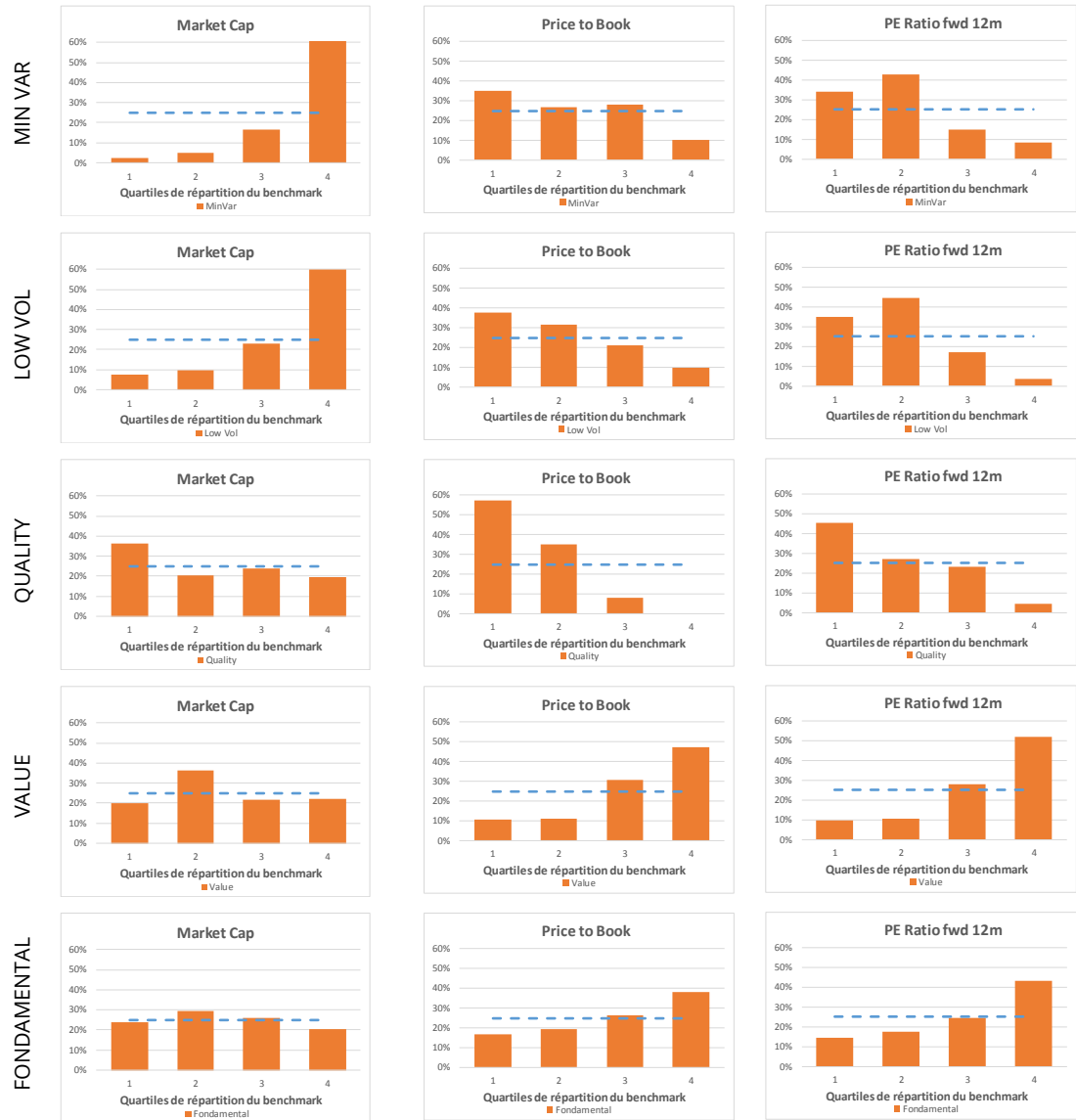
Source : Estimations Fideas Capital, corrélations 06/2016 à 06/2017, pas hebdomadaire
Actifs triés par corrélations décroissantes à l'indice de marché.

CORRESPONDANCES ENTRE FACTEURS – DONNEES FONDAMENTALES

Analyse des répartitions de portefeuilles sur divers indicateurs

- L'analyse fondamentale confirme les ressemblances structurelles existant entre les différentes stratégies smart beta
 - ✓ « Min Var » et « low vol » ont en commun une nette surexposition small caps et partagent avec « quality » une surexposition des P/B et des P/E élevés
 - ✓ « Fondamental » qui refuse l'élément valorisation de la pondération par capitalisation et ne s'attache qu'à la taille économique d'une entreprise présente logiquement les mêmes biais que « Value »
- Le biais Small Caps ne trouve aucune compensation dans les autres stratégies, y compris dans celles non présentées ici

Lecture des graphiques : à partir des bornes divisant, sur chaque mesure, le benchmark en 4 quartiles de même capitalisation, répartition des poids du portefeuille de chaque stratégie



COMBIEN DE PRIMES DE RISQUE ? SMART BETA, NO LIMIT ?

□ Abondance de recherche de nouvelles primes

- ✓ >600 facteurs recensés par la littérature académique et professionnelle
- ✓ Sur les marchés d'actions, mais également extension sur les autres classes d'actifs (fixed income, crédit, devises, commodities)

□ Effet de mode, intérêt mais méfiance

- ✓ Certains facteurs sont anecdotiques
- ✓ Absence d'indépendance (le reproche déjà fait à Fama & French quand ils sont passés de 2 à 4)
 - Redite autrement de primes déjà connues
 - Facteurs d'indépendance transitoire finalement liés au risque de marché

Existe-t-il réellement un univers de primes rentables permettant une allocation « market neutral » sans discrétion ?

□ Elargir et aller au-delà des actions est en effet nécessaire

- ✓ Mais multiplier les primes de rendement finit par revenir au marché
- ✓ Le portage de l'économie est la source première du rendement, les actions restent le signal ultime de santé économique
- ✓ S'attacher aux primes de « safe haven » et de pur apport de diversification, même sans rendement

2. CORRESPONDANCES GESTION ACTIVE ET GESTION FACTORIELLE

LA GESTION ACTIVE : UNE GESTION FACTORIELLE ?

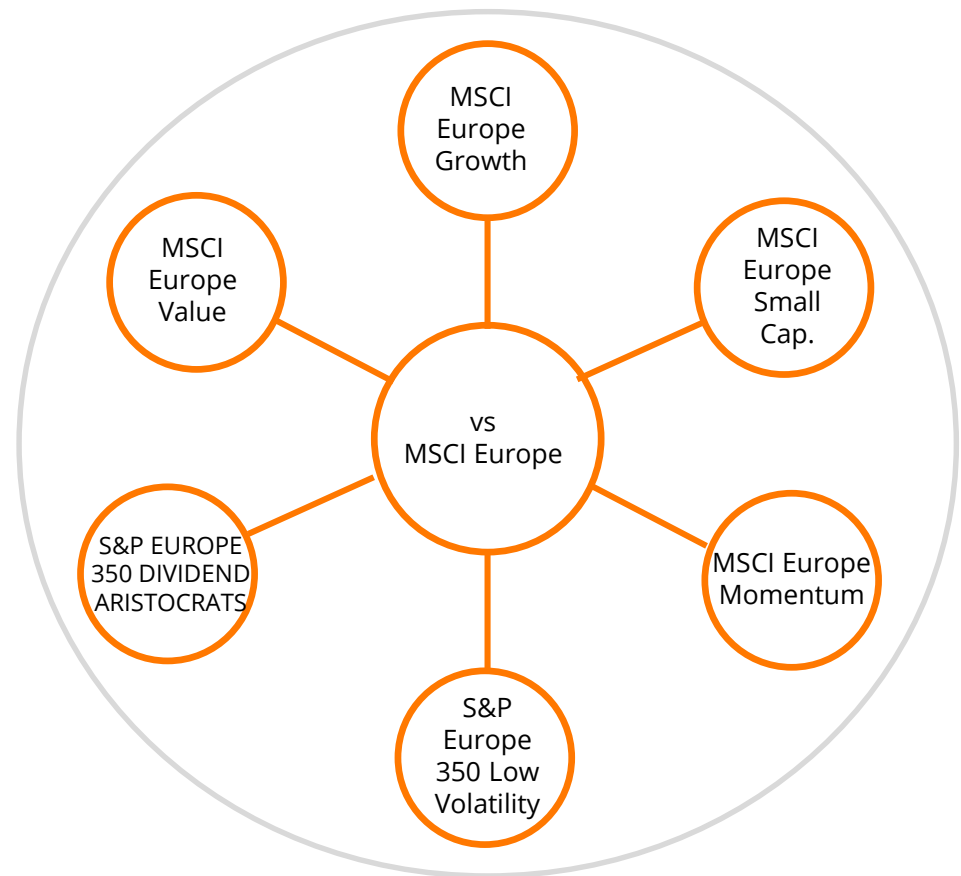


Questions

- ❑ Gestion active : une gestion factorielle qui s'ignore ?
- ❑ Mise en perspective des sources de performance relative

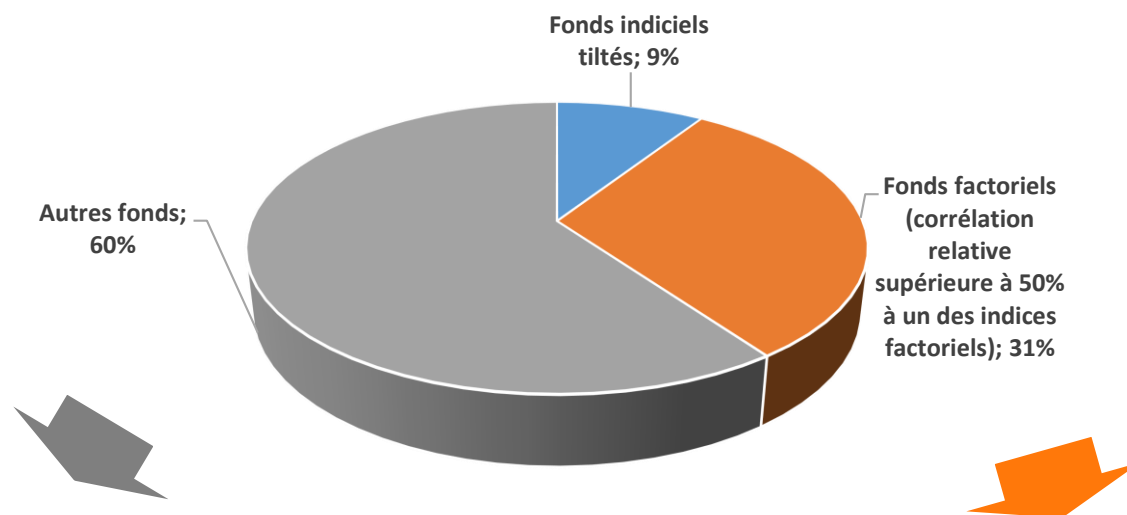
Méthodologie

- ❑ Analyse d'une population de **414 fonds d'actions européennes**, grandes et petites valeurs (source : Morningstar)
- ❑ **Analyse par les corrélations**, période 5 ans + (6/01/12 au 23/06/17), pas hebdomadaire
- ❑ Comparaison de chaque fonds aux indices factoriels
- ❑ Analyse sur les **performances relatives** au MSCI Europe
- ❑ Nous nommons les fonds qui présentent une corrélation relative supérieure à 50% à un des indices « **fonds factoriels** »



SEGMENTATION DE L'UNIVERS ET ANALYSE DES TRACKING ERRORS

SEGMENTATION DE L'UNIVERS



Tracking Error (TE):

- ❑ TE moyen au MSCI Europe : 6,2%, légèrement supérieurs aux fonds « factoriels »
- ❑ TE de 4,4% uniquement si on exclut les fonds avec un TE >10%
- ❑ Recherche d'alpha dans le stock picking, mais aussi la rotation de style, l'ajustement de Beta, etc ...

Tracking Error (TE):

- ❑ TE moyen au MSCI Europe : 5,2%
- ❑ TE moyen aux indices factoriels : 4,7% à 5,2%
- ❑ Les « fonds factoriels », surtout concentrés ont, logiquement un T.E. élevé (gestion de style)
- ❑ Recherche d'alpha dans le stock picking
- ❑ Les fonds « factoriels » ne sont pas des copies conformes des indices factoriels

PERFORMANCES DES FONDS « FACTORIELS » PAR RAPPORT AUX INDICES FACTORIELS

LES FACTEURS SUR-REPRÉSENTÉS SONT SUR-PERFORMANTS, ... OU INVERSEMENT ?

ALIGNEMENT D'ÉTOILES POUR LES FACTEURS NATURELS DE LA GESTION ACTIVE

Analyse chiffrée 6/01/12 - 23/06/17	MSCI EUROPE VALUE	MSCI EUROPE GROWTH	S&P EUROPE 350 DIVIDEND ARISTOCRATS	MSCI Europe Small Cap	STOXX EUROPE SMALL CAP 200	S&P Europe 350 Low Volatility	MSCI Europe Momentum
Nombre de fonds "factoriels"	16	36	20	68	47	39	23
Corrélations							
Corrélation max.	78%	77%	75%	91%	93%	86%	75%
Corrélation moyenne "factoriels"	60%	60%	58%	67%	66%	63%	57%
Corrélation moyenne générale	-12%	12%	4%	29%	26%	13%	12%
Performances cumulées							
Index factoriel vs MSCI EUROPE	-6,12%	5,54%	2,51%	39,41%	18,53%	10,51%	15,03%
Fonds factoriels vs MSCI EUROPE	-8,16%	6,25%	-1,22%	17,55%	20,37%	2,32%	9,02%
Fonds factoriels vs index factoriel	-2,17%	0,67%	-3,64%	-15,68%	1,55%	-7,41%	-5,22%

Source : Estimations Fideas Capital – NB : un même fonds peut être rattaché à plusieurs indices factoriels

- ❑ Les indices factoriels reconnus sont globalement sur-performants
- ❑ Les fonds factoriels sont plus nombreux sur les meilleurs facteurs, souvent sans les surperformer
- ❑ « Small caps » (MSCI est hors indice « large caps » et STOXX est 200 plus petites des 600) est le biais dominant, le plus pratiqué, et le plus performant ; « low vol » est le second facteur de rattachement
- ❑ L'analyse ligne à ligne confirme un fort recouvrement des populations « growth », « low vol. » et « momentum »

PERFORMANCES DES FONDS « FACTORIELS » ET DES AUTRES FONDS

LES FACTEURS, PRINCIPALE EXPLICATION ET SOURCES DE PERFORMANCE

PERFORMANCES	
Moyenne générale	-1,9%
Fonds "factoriels"	8,1%
Fonds "indiciels" (TE < 2,5%)	-4,2%
Fonds "légers SMC" (25 à 50%)	-3,0%
Autres fonds	-9,5%
Cumul 5 ans (6/1/12 - 29/7/17)	

Les performances passées ne présagent pas des performances futures

Sources : Estimations Fideas Capital

- ❑ Les fonds « factoriels » sont les seuls qui ont collectivement surperformé l'indice
- ❑ Les performances relatives à l'indice général semblent surtout provenir de l'exposition forte aux facteurs
 - ✓ sachant que ceux-ci sont concentrés, sur d'une part le groupe « growth » et « low vol » avec « momentum » qui vient « au secours de la victoire », et d'autre part, le facteur taille (« Small Caps »)
- ❑ La gestion quasi-indicielle, qui devrait s'appuyer sur un peu de tilt de stock-picking, ne semble pas trouver l'alpha
- ❑ Le facteur taille à dose modeste, ne semble pas suffire à dépasser l'indice général
- ❑ Les « Autres fonds » qui a priori mêlent tous les facteurs, avec un stock picking discrétionnaire, n'ont pas été favorisés sur cette période, sans doute particulière, formant un cycle mono tendance

POUR MÉMOIRE, POSITIONNEMENT DE BETAMAX EUROPE

CORRELATIONS DE BETAMAX EUROPE AVEC LES PRINCIPAUX INDICES FACTORIELS

NAME	MSCI EUROPE VALUE	MSCI EUROPE GROWTH	S&P EUROPE 350 DIVIDEND ARISTOCRATS	MSCI Europe Small Cap	STOXX EUROPE SMALL CAP 200	S&P Europe 350 Low Volatility	MSCI Europe Momentum	Perf vs MSCI EUROPE	TE MSCI EUROPE
Betamax Europe	-0,43%	0,41%	17,05%	-17,49%	-19,27%	18,32%	16,95%	-3,53%	3,42%

Les performances passées ne présagent pas des performances futures
Sources : Estimations Fideas Capital

- ❑ La stratégie appartient à « autres fonds »
 - ✓ Approche multi-indicielle, secteurs-pays, pondérés par les capitalisations et équilibrés par la « Variété Maximale », sans recherche d'alpha de stock-picking
 - ✓ Multi-factorielle, mais au-delà des facteurs académiques
- ❑ Absence rare de corrélation négative au facteur Value
- ❑ Facteur taille absent du modèle
 - ✓ Aboutissant à très rare corrélation négative au facteur taille, ailleurs incontournable :
 - Sur la population dans son ensemble seuls 10% des fonds ont une corrélation négative, plus de 50% ont une corrélation >25%
 - Parmi les 38 gérants < 2,5% de TE, les 3 gérants « factoriels sont à dominante SMC

Fideas Capital

21 avenue de l'Opéra 75001 Paris

- Ce document, à caractère promotionnel, est établi par FIDEAS CAPITAL.
- Fideas Capital est une "Société par Actions Simplifiée" (SAS) créée en France, Société de Gestion de Portefeuille régulée par l'Autorité des Marchés Financiers" ("AMF") sous le numéro GP-07000046. L'AMF est située au 17, place de la Bourse 75082 – Paris Cedex 02 France
- Ce document est strictement réservé aux investisseurs professionnels, selon la définition de MIFID. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Fideas Capital.
- Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif.
- Fideas Capital se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Ces informations ne constituent en aucun cas un engagement de la part de Fideas Capital.
- Les performances passées ne sont pas une indication fiables des performances futures, il existe un risque de perte en capital. Les investisseurs sont invités à se reporter aux documents l'égaux des fonds avant tout investissement.

- © Fideas Capital (2017). Tous droits réservés