

La Financière De l'Europe

FDE MULTICAPS EUROPE AC / AI

RAPPORT DE GESTION

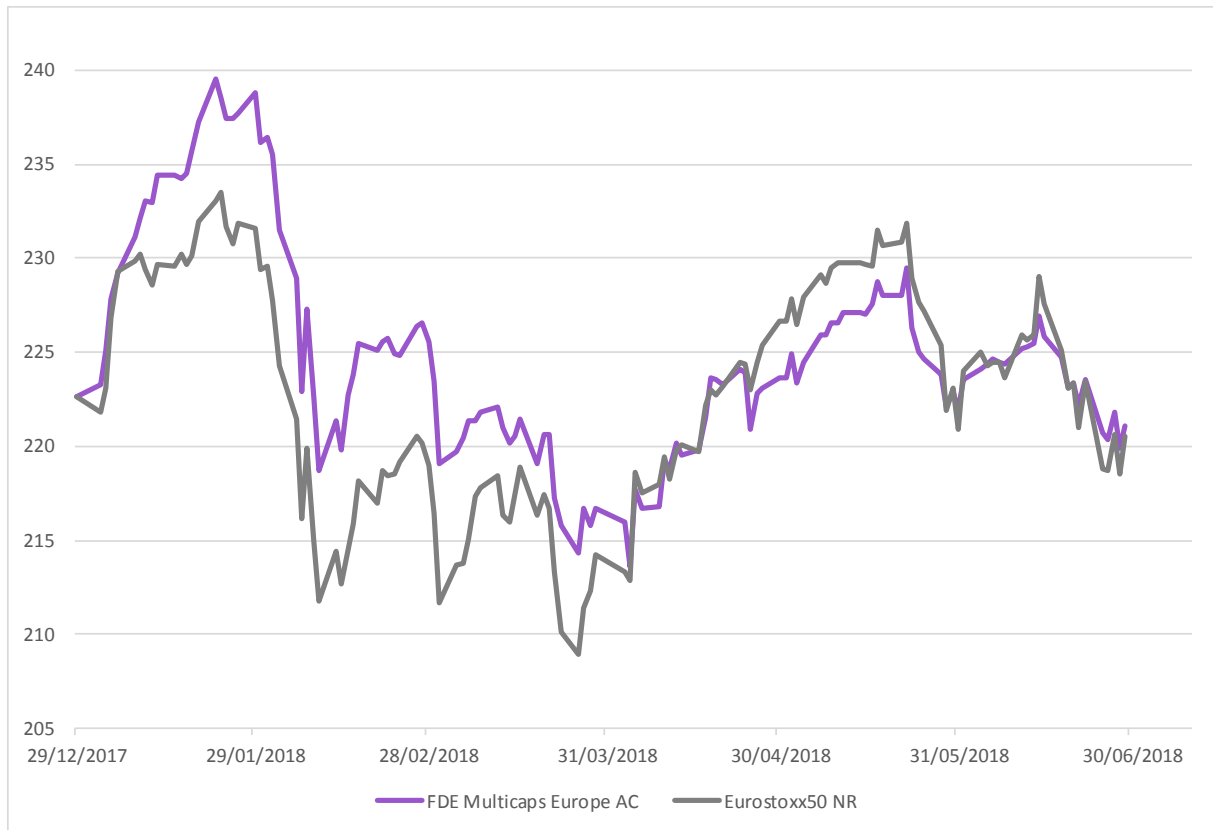
1^{er} Semestre 2018

[FR0010752964](#) / [FR0012716777](#)

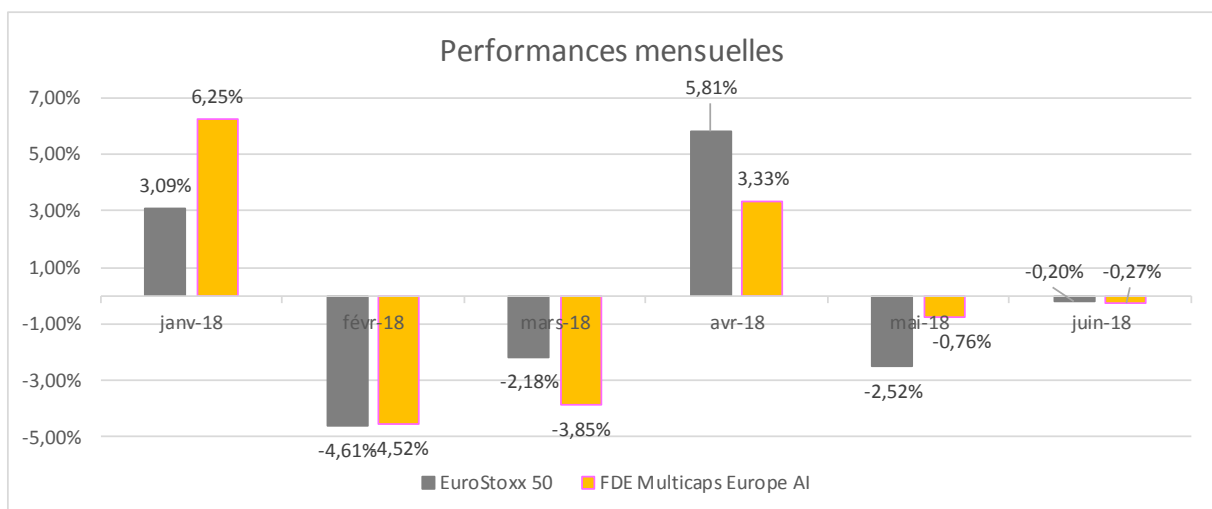
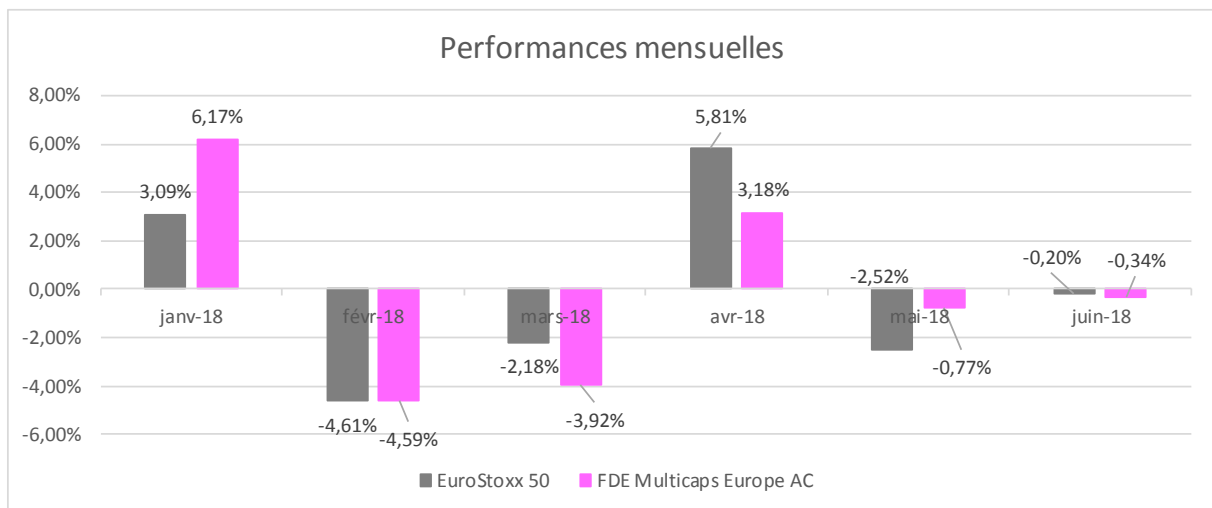
1. RAPPORT DE GESTION

FAITS MARQUANTS

PERFORMANCES



Au 1^{er} semestre 2018, FDE Multicaps Europe AC réalise une performance de -0.70%, et FDE Multicaps Europe AI -0.25%. Son indice de référence, l’EuroStoxx 50 dividendes réinvestis recule de 0.98%. L’évolution a été fortement contrastée comme l’illustre le graphique des performances mensuelles ci-dessous, avec un premier mois et demi excellent, suivi d’une période de trois mois défavorables qui est venue réduire la surperformance acquise sur le semestre.



La légère surperformance sur le semestre est la résultante de plusieurs phénomènes :

- D’une part, notre vision prudente des évolutions économiques nous a amené à adopter une politique de couverture de plus en plus marquée au fil des mois. Cette position nous a rapporté des gains en février et mars, mais nous a surtout coûté en performance relative lors de la forte hausse du marché en avril. Par la suite la situation nous a été plus bénéfique.

- La composition de notre portefeuille a un biais marqué (mais de moins en moins) vers les small et midcaps, alors que celles-ci ont sous-performé les bigcaps de 400 pdb cette année. Nous avons environ 25% de small et midcaps (contre 0% dans l'indice de référence), et parallèlement nous étions vendeurs de futures Eurostoxx50 qui ont nettement moins baissé. L'effet ciseau a donc été douloureux.
- Au sein de ces small et midcaps, nos choix n'ont pas été particulièrement bénéfiques, les bonnes idées (Claranova +77% -> +110 pdb, Wirecard +48% -> +55pdb) ayant été en large partie compensées par les mauvaises (DBV -21% -> -52 pdb, Gensight -57% -> -44 pdb, RIB Software -32% -> -33pdb).
- Du côté des secteurs, notre forte surpondération sur le segment pétrolier pendant toute une partie de la période, secteur qui a fini n°1 du semestre (+12%), nous a largement bénéficié, faisant plus que compenser notre absence du sous-segment du luxe.

Enfin, si la performance, bien qu'inférieure à nos ambitions, a été supérieure à celle de l'indice, c'est principalement grâce à l'évolution progressive de notre gestion vers une nouvelle stratégie. En effet, nous avons fait le choix de réduire de plus en plus la part de small et midcaps dans notre fonds, celle-ci devant à terme tendre vers moins de 20%, pour concentrer les trois quarts du portefeuille sur des valeurs de l'Eurostoxx50, ou d'autres grands indices européens, sélectionnées grâce à une méthode d'analyse technique originale développée en interne depuis trois ans, devenue le premier critère de choix, avant d'être complétée par notre analyse fondamentale de chaque société.

Nous pensons que cette approche nous permettra de réduire le bêta du fonds, et d'obtenir une surperformance plus régulière, moins marquée par des à-coups comme cela fut le cas par le passé.

A l'heure où nous écrivons ces lignes (mi-juillet), la proportion de bigcaps est supérieure à 70%, dont 61% de valeurs issues de l'Eurostoxx50. Les small et midcaps représentent respectivement 5 et 19%, incluant 7% de Gemalto, valeur sous OPA qu'il est raisonnable d'assimiler à du cash ce qui placerait la catégorie small&midcaps à 17%, et le cash à 13%.

Détaillons maintenant mois par mois les événements du semestre :

Janvier a été excellent avec +6.17% pour FDE Multicaps Europe AC et +6.25% pour FDE Multicaps Europe AI, contre +3.09% pour l'indice Eurostoxx 50 NR. Le marché est resté favorablement orienté grâce aux bons chiffres économiques globaux, et la perspective de l'effet positif sur la consommation américaine de la réforme fiscale.

L'avance construite provient pour moitié de l'excellente performance de Claranova en hausse de 135% sur le mois, et pour le reste principalement du secteur bancaire sur lequel le fonds est fortement surpondéré. Ce dernier bénéficie de la remontée des taux, appelée selon nous à se poursuivre avec la fin actée du quantitative easing, ce qui n'est pas sans poser de sérieuses questions sur le potentiel des marchés cette année. Enfin, l'évolution de l'€//\$ nous avait poussé à être méfiant envers les exportateurs, ce qui a également été bénéfique à la performance relative.

En termes de mouvements, nous avons peu bougé, en dehors d'allègements réguliers sur Claranova pour encaisser une partie des bénéfices sur ce titre qui a vu sa valeur multipliée par 10 depuis son entrée dans le fonds en 2015, mais sur lequel nous restons pourtant toujours extrêmement confiant. Les partenariats annoncés avec Sprint aux USA et Dr Peng en Chine démontrent qu'après PlanetArt, la division MyDevices, axée sur l'internet des objets, s'annonce comme un très important relais de croissance du groupe qui est en train de s'imposer comme un acteur majeur de ce marché balbutiant mais extrêmement prometteur.

En **février**, l'Eurostoxx50 NR a reculé de 4.61%, faisant ainsi plus qu'effacer les gains accumulés en janvier. FDE Multicaps Europe réalise une performance proche avec un recul de 4.52% pour la part AC et 4.59% pour la part AI.

La secousse baissière sur les marchés est venue de la publication de chiffres américains montrant un retour de l'inflation plus prononcé qu'anticipé, ce qui dans un contexte de hausse des taux a fait craindre une vitesse de remontée de ces derniers plus rapide que prévu.

De manière surprenante, les banques ont souffert (-4.42%), probablement pénalisée à court terme par leur bêta élevé alors que la hausse des taux et la repentification de la courbe leurs sont fondamentalement bénéfiques. Cette contreperformance sectorielle sur notre plus gros pari a été compensée par la bonne tenue relative des secteurs pétrole et matières premières (-1.5% et -1.3%).

Dans les nouvelles entrées du fonds ce mois-ci, signalons Nokia, valeur en retournement selon nous, qui bénéficiera de plus en plus au cours des prochaines années du déploiement de la 5G. Dans les sorties, la principale concerne Vivendi. 2018 s'annonce comme une année de transition pour la musique, les perspectives d'IPO qui avaient fait monter le titre semblent s'éloigner à court terme.

Nous avons choisi de sous pondérer l'Allemagne (19% dans le fonds vs. 34% dans l'Eurostoxx50) à cause de l'affaiblissement du pouvoir d'Angela Merkel à l'entrée de son 4^{ème} mandat, appuyée par une coalition CDU/SPD de circonstance peu convaincante, mais aussi d'une évolution de l'€//\$ négative pour l'économie allemande largement exportatrice.

La réduction du poids des small caps (capitalisation < 1 MdEur) à moins de 10%, vient accompagner un mouvement globalement plus défensif sur l'ensemble du portefeuille dans un contexte de marché où le risque d'une poursuite de la correction entamée ce mois-ci nous semble important.

Le mois de **mars** aura été marqué par un recul des marchés actions, principalement alimenté par l'esquisse d'une guerre commerciale entre les pays à l'initiative de l'imprévisible président américain Donald Trump. Les difficultés de Facebook dans l'affaire de fuites de données de 50 millions de ses utilisateurs auront également pesé sur le Nasdaq, fissurant la confiance des investisseurs dans le modèle économique de la société et des autres membres du club des GAFA. L'Eurostoxx50 NR baisse de 2.18%, FDE Multicaps Europe AC de 3.92%, et FDE Multicaps Europe AI de 3.85% sur la période.

La sous performance du fonds s'explique principalement par une baisse marquée du secteur bancaire (-6.6%) sur lequel nous étions surpondéré en moyenne courant mars. Notre pari d'une hausse des taux qui améliorerait les marges des acteurs du secteur ne fonctionne pas. Les obligations d'état servent de refuge dans le contexte de marché baissier actuel, les taux en conséquence baissent. Nous pensons que ce pari finira par fonctionner, mais plus tard dans l'année. Nous avons donc décidé de ne pas nous entêter, et avons ramené notre exposition au secteur à un niveau proche de celui de l'indice.

Quelques valeurs ont également contribué à la baisse de manière plus marquée que d'autres, comme Arcelor, en recul de 9% sur le mois, victime collatérale des tweets « trumpiens » alimentant la phobie d'une guerre commerciale plus marquée. RIB Software, a perdu 41%, à la suite de l'annonce d'une augmentation de capital express, précédant une publication de résultats en demi-teinte, alors que le management avait effectué un road show au ton très optimiste juste avant. Les investisseurs ont peu apprécié, sanctionnant le titre qui se traitait sur des multiples généreux en raison de ses fortes perspectives de croissance. Nous avons fait l'erreur d'entrer sur ce dossier en début de mois, séduits par l'accord avec Microsoft. Malgré tout, l'histoire reste intéressante opérationnellement, et la société pourrait être la cible d'une OPA (par Dassault Systèmes par exemple). Nous conservons donc pour le moment cette position perdante.

Dans les bonnes nouvelles, les rumeurs, selon nous plus que crédibles, d'une fusion entre Renault et Nissan ont alimenté la hausse de 10% du constructeur automobile français. Unilever a annoncé une simplification de sa structure, ce qui a ravivé l'intérêt des acheteurs sur ce titre qui avait largement consolidé ces derniers mois. La hausse de 7% est plus que satisfaisante pour cette valeur aux qualités défensives indéniables.

Dans le contexte actuel de marché, nous pensons que toutes les bonnes nouvelles sont derrière nous sur les marchés. Les trois grandes zones économiques sont en croissance certes, mais celle-ci ne peut plus accélérer compte tenu de taux d'emploi au maximum. Le retour de l'inflation et la fin du quantitative easing devraient tôt ou tard provoquer une correction importante sur les marchés, raison pour laquelle nous avons réduit notre exposition et adopté un profil moins offensif, quitte à rater une partie d'une éventuelle ultime hausse des indices boursiers.

Le mois d'**avril** 2018 aura été fortement haussier pour l'Eurostoxx 50 NR, qui signe avec +5.81% sa meilleure performance mensuelle depuis fin 2016. La phase de distribution continue, et contrairement à notre anticipation, les indices boursiers n'ont pas cassé leurs plus bas récents mais ont rebondi une nouvelle fois dans le trading range qui leur sert de bornes depuis un an. Notre vision prudente nous coûte cher, et avec une performance de 3.18% pour la part AC et 3.33% pour la part AI FDE Multicaps Europe n'arrive pas à suivre la hausse du marché.

La principale explication vient de notre couverture. Avec une exposition de 70%, FDE Multicaps Europe abandonne mécaniquement 170 pdb dans cette séquence.

La seconde explication vient de la composition de notre portefeuille. L'Eurostoxx est constitué de 100% de bigcaps, FDE Multicaps Europe est constitué de 48% de bigcaps, 37% de Midcaps, et 11% de smallcaps. Or les bigcaps ont nettement surperformé les autres classes d'actifs ce mois-ci, avec une progression près de deux fois supérieure, ce qui a affecté notre performance de l'ordre de 120 pdb. Notons qu'historiquement, cette déconnection entre bigcaps et small/midcaps, lorsqu'elle intervient dans une phase de hausse d'un marché déjà sur ses plus hauts est souvent le prélude à un retournement. Si l'histoire se répète, notre vision prudente qui nous a tant coûté en relatif ce mois-ci devrait finir par s'avérer gagnante.

Peu de mouvements ce mois-ci. Nous avons essentiellement pris quelques bénéfiques sur nos valeurs des segments mines et métaux (cession de Glencore, allègement d'Arcelor), et fait quelques arbitrages au sein du secteur pétrolier sur lequel nous sommes fortement présents (achat de Repsol et Fugro, cession de SBM Offshore et Saras, allègement sur PGS).

L'Eurostoxx 50 NR a souffert au mois de **mai** avec un recul de 2.52%, entraîné par sa forte pondération en valeurs financières, pénalisées par les craintes liées à la crise politique italienne. Dans ce contexte, FDE Multicaps Europe résiste bien, en ne cédant que 0.77% pour la part AC et 0.76% pour la part AI.

Aucune de nos valeurs ne se détache réellement pour expliquer cet écart relatif positif. L'essentiel vient de deux choix marqués :

1/ Notre couverture de l'ordre de 30% en moyenne sur le mois qui a généré un delta de performance positif de l'ordre de 75 pdb sur le mois.

2/ Notre très forte sous pondération sur le secteur bancaire qui a reculé de 15%. Nous avons déjà sensiblement allégé le mois précédent, et en sommes complètement sortis mi-mai.

Du côté des mouvements, nous avons réduit notre pondération sur les valeurs des secteurs pétroliers et matières premières, afin de prendre quelques bénéfiques après leur surperformance des derniers mois. Nous avons également opéré un recentrage plus important vers les grandes valeurs, que nous jugeons moins risquées que les plus petites capitalisations si nos craintes d'une correction boursière venaient à être avérées.

Notre analyse des marchés reste inchangée, nous considérons que les facteurs positifs qui ont porté les indices ces dernières années se sont détériorés, et que la hausse du pétrole, le retour

de l'inflation, les tensions sur les spreads de taux au sein de la zone euro, les chiffres de croissance inférieurs aux attentes, sont autant de signes précurseurs d'une période plus difficile à venir. La sous performance marquée du secteur bancaire ce mois-ci (-15% !) est par ailleurs un élément d'inquiétude supplémentaire.

Le mois de **juin**, à l'image de celui de mai, aura affiché un léger recul sur le marché européen, illustrant bien la tendance de fond baissière qui est en train de se mettre très lentement en place au fur et à mesure que les risques de guerre commerciale globalisée se précisent. L'EuroStoxx50 NR perd 0.20%, et FDE Multicaps Europe enregistre une variation du même ordre avec -0.34% pour AC et -0.27% pour AI.

Aucun de nos paris sectoriels n'a réellement fait la différence, et notre sous exposition importante ne s'est pas matérialisée par un avantage relatif conséquent du fait de la faible amplitude de la baisse ce mois sur le contrat future EuroStoxx50 qui nous sert de couverture.

On observe que le mouvement en place depuis le début de l'année en défaveur des small et midcaps s'est à nouveau accentué en juin, avec une performance négative inversement proportionnelle à la capitalisation. Cet effet est défavorable au fonds FDE Multicaps Europe qui est surpondéré en smallcaps et midcaps (23%) par rapport à son indice de référence qui lui n'en compte aucune.

Du côté des mouvements, nous avons repris quelques positions sur le pétrole après la petite consolidation qui a eu lieu fin mai/début juin. Nous avons également poursuivi le mouvement de réduction des small et midcaps en faveur des bigcaps, et accentué notre politique de sélection de ces dernières uniquement au sein de l'indice Eurostoxx50 à l'aide d'outils d'analyse technique propriétaires.

Nous maintenons donc notre position prudente, qui bien qu'elle ait été initiée trop tôt (fin 2017) et nous ait coûté en performance relative, commence peu à peu à porter ses fruits et devrait nous permettre de protéger nos actifs.

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

VALEURS :

Société	Pondération	Date d'acquisition	Performance relative
GEMALTO	7,03%	13/12/2017	13,85 %
SANOFI	4,20%	15/05/2018	11,06 %
SAP	3,91%	22/04/2015	43,27 %
UNILEVER	3,66%	13/11/2017	3,77 %
SIEMENS	3,48%	20/04/2018	6,75 %
AB INBEV	3,44%	24/05/2018	9,51 %
PHILIPS	3,36%	26/04/2018	9,33 %
INDITEX	3,31%	30/05/2018	8,28 %
AHOLD DELHAIZE	3,11%	06/12/2017	12,05 %
FRESENIUS SE	2,69%	11/06/2018	1,46 %
NOKIA	2,59%	16/01/2018	22,71 %
TOTAL	2,23%	27/06/2018	0,07 %
GETLINK	2,17%	02/03/2018	-2,65 %
AIRBUS	2,10%	31/05/2018	1,62 %
DEUTSCHE TELEKOM	2,03%	18/05/2018	2,57 %
IBERDROLA	2,02%	12/04/2018	7,82 %
ENI	1,94%	29/06/2018	0,25 %
DBV TECHNOLOGIES	1,91%	22/05/2015	-27,59 %
ESSILOR	1,83%	05/12/2017	9,88 %
PGS	1,81%	06/03/2018	39,75 %

Nous présentons ci-dessus nos 20 premières positions à fin juin, qui représentent près de 60% du portefeuille. Les performances s'entendent par rapport aux premiers titres achetés, en relatif à l'Eurostoxx 50 dividendes réinvestis sur la période considérée. Elles ne tiennent pas compte des allègements, renforcements, ou opérations de trading destinées à améliorer la contribution d'une ligne au rendement du portefeuille.

CAPITALISATIONS :

Avec à fin juin 62% de bigcaps, 22% de midcaps, 8% de smallcaps, et une exposition de 72% via des ventes de contrats futures Eurostoxx, FDE Multicaps finit le semestre avec un profil très défensif, même si la proportion de small et midcaps est encore un peu trop élevée par rapport à notre souhait.

La limite bigcaps/midcaps a été arbitrairement fixée à 7Md€. A titre d'illustration, elle correspond à la première moitié des valeurs de la zone euro appartenant au Stoxx600, l'autre moitié étant constituée de valeurs comprises entre 1 et 7MdEur de capitalisation. En dessous de de seuil, nous plaçons les valeurs dans la catégorie smallcaps.

REPARTITION SECTORIELLE :

REPARTITION SECTORIELLE	
Santé	17%
Technologie	16%
Pétrole	11%
Industrie	10%
Services Financiers	7%

Nous présentons ci-dessus nos 5 principaux secteurs détenus, qui représentent 60% du fonds. La forte surpondération sur le secteur pétrolier est un choix délibéré afin de profiter du rebond des prix du pétrole.

REPARTITION GEOGRAPHIQUE :

REPARTITION GEOGRAPHIQUE	
France	32%
Allemagne	21%
Pays Bas	19%
Espagne	12%
UK	2%

La menace d'une guerre commerciale avec les USA nous a conduit à diminuer le poids de l'Allemagne, économie très exportatrice, qui par ailleurs est fragilisée par une coalition politique autour d'Angela Merkel qui se fissure.

2. CRITERES ESG

La gestion du fonds FDE Multicaps Europe ne prend pas en compte l'appréciation des critères ESG.