

Contrats à terme sur dividendes : comment ils se comportent, et ce qu'ils nous apprennent en temps de crise

Points clés

1 Introduction

Depuis juin 2008, un contrat à terme sur les dividendes de l'indice EURO STOXX 50 est coté sur l'EUREX. Aujourd'hui, il existe un tel contrat à terme par année civile jusqu'en 2020. La date d'échéance tombe à fin décembre, et ces contrats sont cotés en points d'indice. L'analyse de ces contrats apporte une information intéressante sur la crise financière. Tel est l'objectif de cet article.

2 Le contrat à terme sur dividendes avait clairement réagi de manière excessive à la crise de 2008-2009

En novembre 2008, -en pleine période de turbulences boursières, les plus violentes depuis 50 ans - l'écart entre les dividendes implicites du contrat à terme et les prévisions du consensus mettait en évidence une décote substantielle, et le contrat à terme intégrait une correction des dividendes attendus digne de la Grande Dépression.

Une des explications plausibles est que les flux de dividendes à terme étaient achetés par des hedge funds auprès des desks de produits structurés des banques d'investissement. Frappant de plein fouet les hedge funds, la crise de Lehman Brothers s'est soldée par la réduction du nombre d'acheteurs. Parallèlement, les banques d'investissement se sont empressées de vendre lorsque le prix des contrats à terme sur dividendes a baissé, ce qui s'est traduit par des pertes et une position plus risquée que prévu.

À l'évidence, le consensus n'avait pas encore inclus la crise dans ses prévisions de dividendes, ce qu'il a fini par faire (de manière substantielle) en 2009. À l'inverse, le contrat à terme sur dividendes avait clairement réagi de manière excessive, puis il s'est redressé avec une rentabilité assez élevée (de 88 points d'indice au 24 octobre 2008 à 115 à son échéance).

Enfin, les deux courbes ont convergé lorsque les sociétés ont publié les dividendes versés en 2009 (schéma en haut à droite, page suivante).

3 Quelle est la corrélation entre les contrats à terme, les estimations des analystes, et les fluctuations des marchés actions ?

Jusqu'à présent, les contrats à terme sur dividendes **ont généralement affiché une décote** par rapport au consensus IBES.

Cependant, au cours des mois précédant l'échéance du contrat, lorsque la plupart des dividendes ont déjà été versés et que le reste a été annoncé, **les contrats et le consensus convergent vers le niveau réel des dividendes distribués**. Ainsi, la décote n'est pas vraiment comparable au cours du temps.

- Depuis juin 2008, un contrat à terme sur les dividendes de l'indice EURO STOXX 50 est coté sur l'EUREX.

- Jusqu'à présent, les contrats à terme sur dividendes ont généralement affiché une décote par rapport au consensus IBES.

- Cependant, au cours des mois précédant l'échéance du contrat, lorsque la plupart des dividendes ont déjà été versés et que le reste a été annoncé, les contrats et le consensus convergent vers le niveau réel des dividendes distribués.

- La décote n'est pas vraiment comparable au cours du temps : l'échéance est en quelque sorte un facteur d'incertitude, et il est nécessaire qu'elle reste constante pour permettre les comparaisons dans le temps.

- Les contrats à terme sur dividendes sont étroitement corrélés à l'indice actions en ce sens qu'ils réagissent fortement à une correction du marché.

- Cette fois, la réaction des contrats à terme sur dividendes à la correction boursière a été moins prononcée qu'en 2008-2009 et 2010

- Cette évidence est encore plus marquée si on se focalise sur les actions hors Financières

Par ailleurs, **les contrats à terme sur dividendes sont étroitement corrélés à l'indice actions** en ce sens qu'ils réagissent fortement à une correction du marché. Bien entendu, à l'heure d'évaluer le comportement d'un tel actif et sa réaction à l'évolution du marché actions, le choix de l'échéance est crucial. En effet, l'échéance est en quelque sorte un facteur d'incertitude, et il est nécessaire qu'elle reste constante pour permettre les comparaisons dans le temps.

4 Une combinaison synthétique de contrats à terme sur dividendes

Nous avons donc décidé de construire une combinaison synthétique de contrats à terme sur dividendes avec des échéances à deux et trois ans. La pondération d'un tel panier est dynamique, si bien que l'échéance moyenne est maintenue constante à 2 ans. Nous en avons fait de même pour les estimations IBES.

Nous avons choisi l'échéance à deux ans car elle autorise l'hypothèse de l'absence de données publiées sur les dividendes et les résultats.

Cet indice d'échéance constante affichait un bêta de 1,4 entre octobre 2008 et mars 2009, et 1,3 durant la correction boursière d'avril-mai 2010.

« La chute des contrats sur dividendes a été moins prononcée en 2011 qu'en 2008-2009 et 2010 »

Si un événement boursier provoque une baisse uniforme du flux de dividendes à terme, on peut tabler sur un recul identique du cours boursier avec une sensibilité de 1 (en partant du principe bien sûr que la baisse du taux sans risque compense à peu près la hausse de la prime de risque, ce qui laisse le taux de décote inchangé).

En revanche, une crise économique affecte principalement la partie courte du flux de dividendes à terme, tout en laissant la partie longue quasiment inchangée. Dans cet environnement, il est raisonnable de penser que les dividendes attendus à court terme (3-4 exercices prochains) peuvent fluctuer davantage que l'indice actions correspondant, afin de compenser la stabilité accrue des dividendes à long terme. En d'autres termes, une sensibilité légèrement supérieure à 1 n'est pas irréaliste.

Assez étonnamment cette fois-ci, la réaction des contrats à la chute des marchés a été moins prononcée qu'en 2008-2009 et mai 2010 (schéma du milieu) : le bêta est aujourd'hui de « seulement » 1.

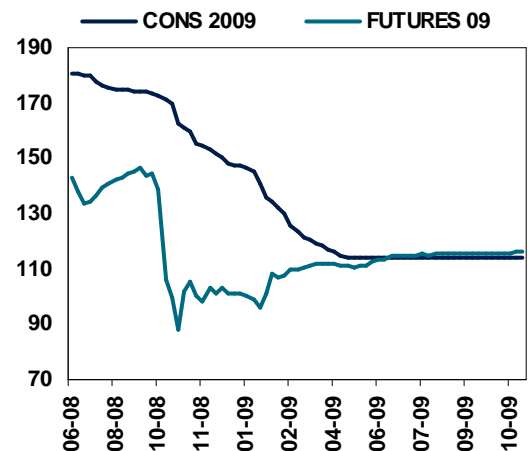
Leur correction a toutefois été substantielle, atteignant pour le contrat d'échéance 2013 une baisse de 50 % par rapport au point haut de 2008 (schéma en bas à droite).

5 Croissance à long terme

En fait, les marchés peuvent anticiper un retour à moyen terme aux valeurs d'avant-crise, mais avec une croissance inférieure attendue à long terme. En bref, en 2008-2009, le marché était peut-être préoccupé principalement par l'ampleur de la récession (avec un scénario digne de la Grande Dépression qui a engendré une amplification de 1,4 des dividendes par rapport aux cours boursiers), tandis qu'il table aujourd'hui sur un ralentissement marqué, avec une croissance à long terme plus limitée lorsque le redressement aura eu lieu.

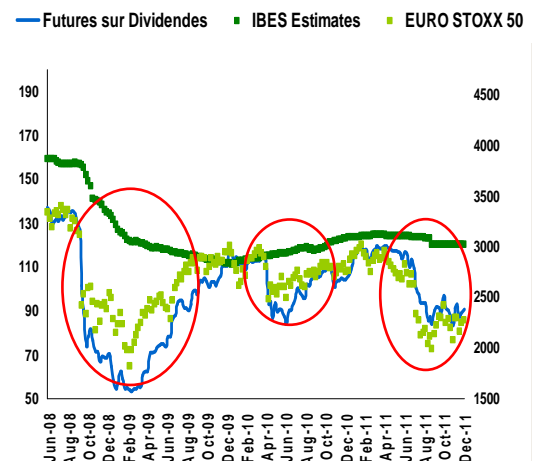
Dans ce cas, les contrats à terme d'échéance proche peuvent reculer moins que les cours boursiers, car les dividendes à long terme pourraient baisser aussi. Sans ignorer cette explication possible, nous étudions une hypothèse standard de redressement complet et de croissance à long terme aussi dynamique qu'avant la crise.

Dividendes versés en 2009 : contrats à terme et estimations IBES



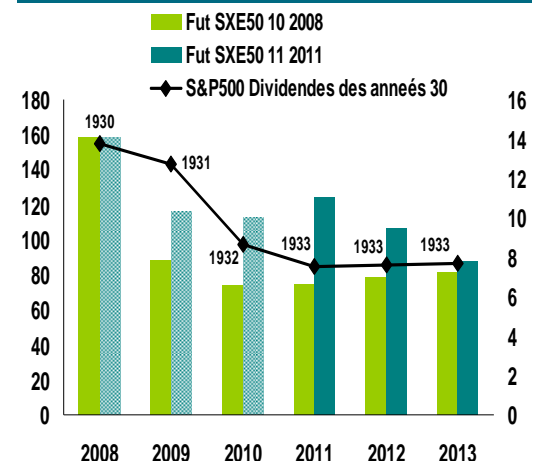
Source : Factset, Amundi Recherche Quantitative

Les contrats à termes sur dividendes réagissent souvent à l'excès aux fluctuations des marchés, sauf cette fois



Sources : IBES, Amundi Recherche Quantitative

Dividendes S&P500 et Euro STOXX : années 1930, oct. 2008 et sept. 2011



Source : Factset, Bloomberg, Site Internet de Shiller, Amundi Recherche Quantitative

6 Possibles opinions implicites sur les dividendes

Rappelons dans le schéma en haut à droite l'évolution des dividendes versés par des sociétés de l'EURO STOXX 50. Dans le schéma suivant nous rajoutons le niveau actuel des contrats d'échéance 2012 et 2013, et l'évolution des dividendes versés sur le S&P 500 durant la Grande Dépression.

Cette fois-ci, nous avons ajouté la répartition sectorielle de l'indice européen, ce qui nous donne des informations supplémentaires.

On constate d'abord que le niveau actuel des contrats 2013 implique une chute cumulée de 50 % par rapport au point haut des dividendes 2008, soit la même ampleur que celle des dividendes du S&P 500 entre le sommet historique de 1930 et le point bas record de 1935.

Ensuite, le repli implicite est d'environ 30 % par rapport au niveau de 2011.

30 %, c'est aussi l'ampleur de la correction en 2008-2009. À l'époque, nous assistions à la récession la plus forte que les pays développés avaient subie depuis la seconde guerre mondiale. Les dividendes se sont contractés de 45 % dans le secteur financier et de 20 % dans les secteurs non financiers.

Bien que critique et incertaine, la situation actuelle est différente : nous assistons à une décélération évidente de l'économie mondiale, mais on exclue un scénario de chute du PIB des Pays développés de 4% comme en 2009. Ainsi, une chute de 20 % (comme en 2009) des dividendes de sociétés non financières serait l'hypothèse la plus défavorable. À l'inverse, pour les établissements financiers et les banques en particulier, les craintes liées à l'adéquation des fonds propres pourraient engendrer une réduction plus brutale des dividendes. On peut donc prévoir de manière assez assurée qu'une baisse éventuelle des dividendes dans le monde financier sera supérieure à celle des secteurs non financiers.

Si l'on applique une baisse de 17,5 % à toutes les valeurs non financières et 60 % à toutes les financières de l'indice, on arrive au même niveau anticipé actuellement pour le contrat à terme 2013, soit environ 87.

Dans ce scénario, nous maintenons la sensibilité globale des dividendes à 1, mais il est possible de la répartir à un niveau habituel de 1,45 pour les valeurs financières (leur rendement boursier ayant reculé de 40 % entre début avril et mi-décembre 2011) et de « seulement 0,8 » pour les non financières (rendement du panier de -21 %)

7 Les changements dans la composition de l'indice

Comme nous le savons, INTESA, UNICREDIT et CASA ont quitté l'indice en septembre. D'autres changements semblables pourraient intervenir, ce qui affectera les dividendes versés en 2012 et 2013.

Par ailleurs, il est probable que ces changements n'aient été anticipés que depuis peu puisque en avril les cours boursiers des banques étaient encore deux fois plus élevés qu'aujourd'hui.

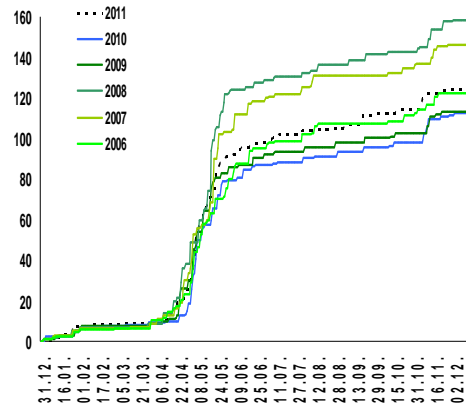
C'est pourquoi nous considérons un scénario supplémentaire.

Pour permettre les comparaisons, nous maintenons l'hypothèse de -60 % dans le secteur financier, en laissant la pondération des valeurs financières reculer de moitié, suite aux changements survenus dans l'indice (voir ci-dessus).

Dans ce scénario, le niveau observé des contrats d'échéance 2012 et 2013 implique une contraction de 22 % des dividendes hors secteur financier (ce qui dépasse déjà le bas de notre fourchette de -20 %), avec une sensibilité au recul des cours boursiers de « seulement 1 ».

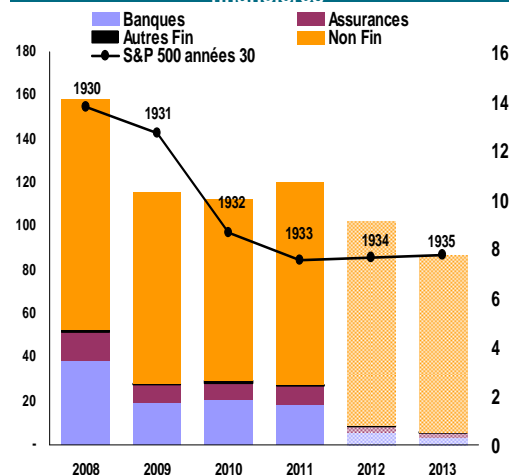
Si l'on répète cette simulation avec une baisse accrue du poids des titres financiers dans l'indice, les résultats ne changent pas de manière significative (sensibilité de 1.03).

Dividendes versés: évolution pendant l'année (2006-2011)



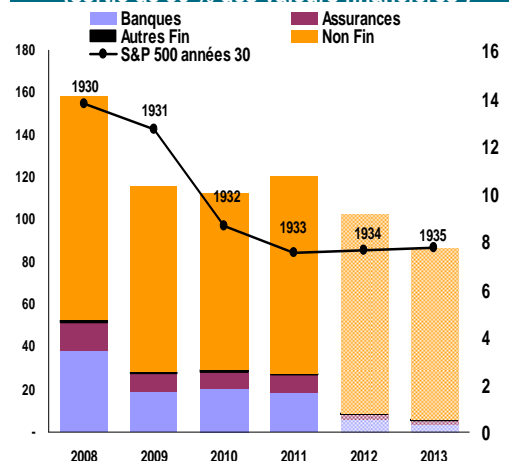
Sources: STOXX, Amundi Recherche Quantitative

Scénario 1 : -60 % de baisse sur les dividendes financiers et -17,5 % sur les non financières



Sources: IBES, Amundi Recherche Quantitative

Scénario 2 : -60 % de baisse des dividendes financiers et -22 % pour les non financières (sortie de 50 % des valeurs financières)



Sources: IBES, Amundi Recherche Quantitative

8

Conclusion

Nous avons démontré que, hormis si l'on attend une dégradation de la croissance à très long terme, on peut raisonnablement prévoir que les contrats à terme d'échéance proche affichent une sensibilité supérieure à 1 aux cours boursiers.

La différenciation sectorielle importante et des changements marqués dans la composition de l'indice peuvent générer des erreurs d'estimation dans notre analyse de la situation actuelle.

Cependant, les informations que nous tirons des dividendes à terme étant déjà pessimistes pour les valeurs non financières, nous pouvons envisager que leur correction en termes de valeur boursière est exagérée dans la mesure où cette fois-ci, la chute des cours boursiers semble supérieure à celle des dividendes attendus.

Cross asset investment strategy

Stratégie et recherche économique

spécial
focus

Correspondants

Rédacteur en chef

Philippe Ithurbide - Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris
+33 1 76 33 46 57

Contributeurs

Alessandro Russo, Recherche et Méthodes – Paris
+ 33 1 76 32 33 79

Sylvie de Laguiche, Recherche et Méthodes – Paris
+ 33 1 76 33 45 48

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation.

Édité par Amundi - Société anonyme au capital de 584 710 755 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n°GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris.

Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays.

La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.