

Quel impact aurait une hausse des taux sur les stratégies Minimum Variance et sur le marché d'actions dans son ensemble (2/2) ?

L'ESSENTIEL

AUTEURS :



RÉMY CROISILLE
Responsable recherche
Gérant sénior



CHRISTOPHE OLIVIER
Directeur
des investissements



NICOLAS RENAUD
Contrôleur
des risques



LEWIS MEREDITH SMITH
Gérant sénior

Dans cette deuxième lettre traitant du sujet, nous adoptons une approche «bottom-up» afin de répondre à la question. Nous analysons la sensibilité des secteurs d'activité à l'évolution des taux d'intérêt, ainsi que leurs poids relatifs dans les portefeuilles de type minimum variance comme *Finaltis EfficientBeta™ Euro*. Comme prévu, nous constatons que :

1. *Finaltis EfficientBeta™ Euro* (en comparaison avec l'EuroStoxx) a tendance à surpondérer les secteurs qui présentent structurellement une sensibilité négative aux taux d'intérêt (ex : Immobilier ou Boissons et Alimentation) et sous-pondérer ceux ayant une sensibilité positive (ex : Banques).
2. Parmi les styles/facteurs académiques, le style *Low Volatility/Minimum Variance* apparaît comme celui qui est le plus négativement sensible aux taux d'intérêt. Les styles *Value* et *Taille* ont en revanche une sensibilité positive.

Cependant, il faut prendre en compte le fait que ces statistiques ont été observées sur une longue période de baisse des taux. De fait, il est difficile d'en déduire le comportement des portefeuilles d'actions de faible volatilité dans une période de hausse continue des taux d'intérêt.

Notre analyse de la structure de la réaction des portefeuilles *Finaltis EfficientBeta™* à des hausses de taux d'intérêt révèle que :

1. Depuis le lancement du FCP en 2013, grâce à son rebalancement trimestriel total sans contraintes d'allocation, la stratégie *Finaltis EfficientBeta™ Euro* a pu ajuster rapidement sa sensibilité aux variations de taux d'intérêt.
2. Sur la période couvrant un *backtest* depuis 2002, la stratégie *Finaltis EfficientBeta™ Euro* a augmenté son exposition aux valeurs financières et/ou réduit son exposition aux sociétés foncières (par rapport à l'indice) dans les phases de hausse des taux. Ce mouvement bénéfique de réaction de la stratégie aux variations de taux apparaît d'autant plus marqué quand les taux d'intérêt dépassent 3%.

**SENSIBILITÉ DES SECTEURS AUX VARIATIONS DES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX
DANS LA ZONE EURO SUR LA PÉRIODE 1989 – 2016 DE BAISSÉ GLOBALE DES TAUX**

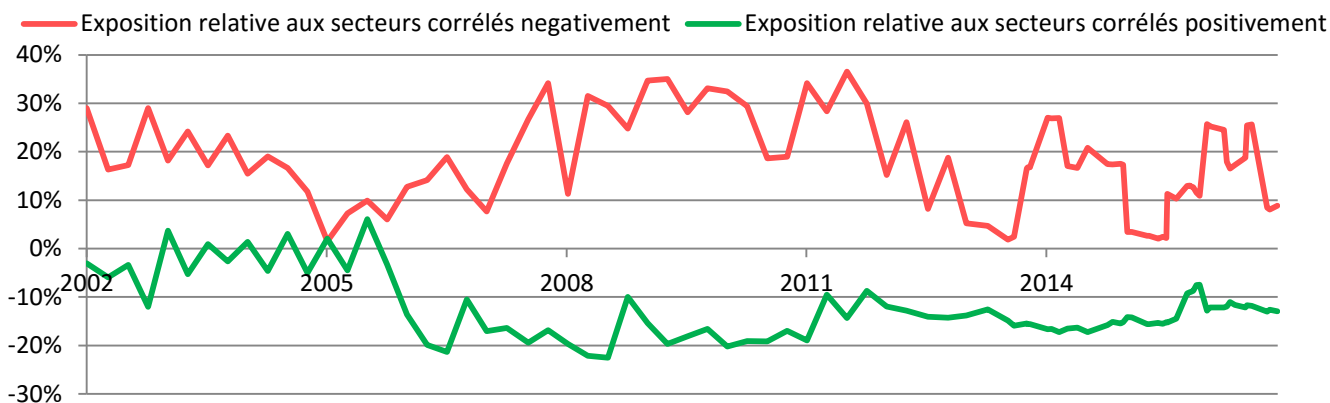
Pour répondre à la question de la sensibilité des actions des secteurs d'activité aux taux d'intérêt, nous avons étudié les données de 19 super-secteurs ICB (dont 15 commencent en 1989, 3 en 1992 et finalement l'immobilier, intégré depuis 2001). Pour chaque secteur, nous calculons une régression linéaire de la performance relative (variable dépendante « Y ») de ce secteur par rapport à l'indice Euro Stoxx sur le taux d'intérêt nominal à 10 ans de la zone Euro (GDBR10, variable indépendante « X »). Les résultats figurent dans le tableau ci-dessous :

Secteurs	Coefficient de pente	Ecart-type	R ²	T-stat	p-value	Conclusion: Sensibilité aux taux d'intérêt
Matières Premières	7.15	1.24	9%	5.78	0.0%	Pertinente & Positive
Banques	2.89	0.98	3%	2.95	0.2%	Pertinente & Positive
Technologie	1.86	1.19	1%	1.56	6.0%	Indéterminée
Services financiers	1.11	0.74	1%	1.50	6.7%	Indéterminée
Automobiles & Equipementiers	0.92	1.29	0%	0.71	23.8%	Indéterminée
Bâtiment & Matériaux de construction	0.67	0.78	0%	0.85	19.7%	Indéterminée
Biens et Services Industriels	0.55	0.64	0%	0.86	19.5%	Indéterminée
Pétrole & Gaz	0.52	1.05	0%	0.49	31.2%	Indéterminée
Chimie	0.52	0.84	0%	0.63	26.6%	Indéterminée
Assurance	0.04	1.01	0%	0.04	48.5%	Indéterminée
Voyage & Loisirs	-0.07	1.22	0%	-0.06	47.7%	Indéterminée
Médias	-0.77	1.05	0%	-0.73	23.1%	Indéterminée
Télécommunications	-2.05	1.31	1%	-1.57	5.9%	Indéterminée
Services aux collectivités	-2.38	0.84	2%	-2.83	0.2%	Pertinente & Négative
Produits ménagers et de soins	-2.65	0.90	3%	-2.94	0.2%	Pertinente & Négative
Distribution	-2.74	1.00	2%	-2.72	0.3%	Pertinente & Négative
Santé	-3.32	1.13	3%	-2.94	0.2%	Pertinente & Négative
Agro-alimentaire et Boissons	-3.88	1.01	4%	-3.84	0.0%	Pertinente & Négative
Immobilier	-6.60	1.47	9%	-4.48	0.0%	Pertinente & Négative

Dans le graphique ci-après, nous observons les poids relatifs des secteurs sensibles aux taux d'intérêt dans les portefeuilles du *Modèle Propriétaire Finaltis Minimum Variance**. Comme prévu, *Finaltis Minimum Variance* (en comparaison avec l'Eurostoxx) a tendance à surpondérer les actions des secteurs qui présentent structurellement une sensibilité négative aux taux d'intérêt (ex : Immobilier ou Boissons et Alimentation) et sous-pondérer ceux ayant une sensibilité positive (ex : Banques).

* Le Modèle Propriétaire Finaltis Minimum Variance est utilisé pour calculer les positions modèles du FCP Finaltis EfficientBeta Euro (FINEBEI FP), en ne prenant pas en compte le levier qui est utilisé par le FCP pour atteindre le niveau de volatilité de l'indice. Dans cette lettre de recherche, nous nous référons aux positions du modèle minimum variance sans levier que nous nommons Finaltis Minimum Variance.

Exposition relative (Stratégie – Indice) aux secteurs sensibles aux taux



SENSIBILITÉ DES FACTEURS AUX VARIATIONS DE TAUX D'INTÉRÊT SUR LA PÉRIODE 2000-2017 DE BAISSÉ GLOBALE DES TAUX

Sachant qu'il est de plus en plus populaire d'analyser les actions par styles/facteurs plutôt que par secteurs d'activité, nous avons conduit une analyse statistique similaire en examinant la performance relative des indices de styles d'actions par rapport à leur indice de référence pour déterminer le styles qui surperforment dans chaque environnement (baissier ou haussier) de taux. Nous utilisons les mêmes définitions que dans notre lettre de recherche de février 2017, à savoir :

Nom	Objet	Définition
Finaltis Minimum Variance	Propriétaire Finaltis	Portefeuille Optimal Minimum Variance (Exposition = 1)
Low Volatility	Style/Facteur 1	25% des actions les moins volatiles sur 65 jours (équipondérées)
Petite Taille	Style/Facteur 2	25% des actions à plus faible capitalisation (équipondérées)
Momentum positif	Style/Facteur 3	25% des actions les plus performantes sur 12 mois (équipondérées)
Haut Rendement	Style/Facteur 4	25% des actions à plus fort dividende (équipondérées)
Value	Style/Facteur 5	Actions à la fois dans les 50% des P/E(*) les plus faibles & dans les 50% des P/B(*) les plus faibles (équipondérées)
Qualité	Style/Facteur 6	Actions à la fois dans les 50% des marges les plus élevées & dans les 50% des ROIC(*) les plus élevés (équipondérées)

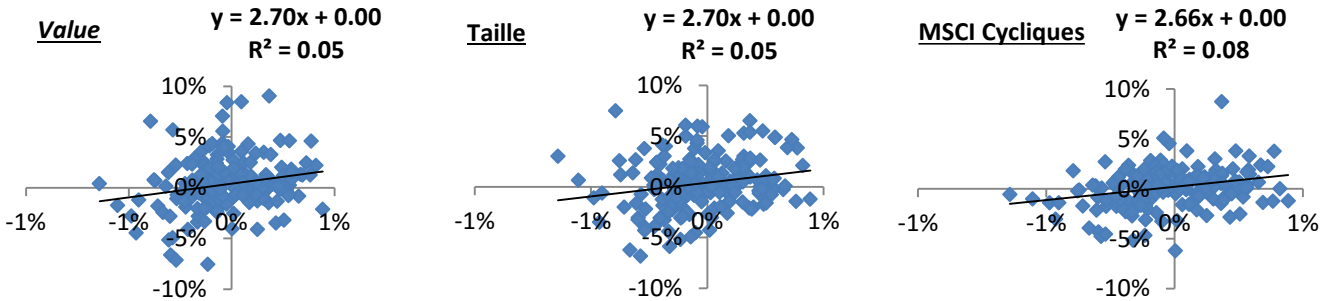
P/E = Cours / Bénéfice des 12 derniers mois

P/B = Cours / Dernière Valeur Comptable Publiée

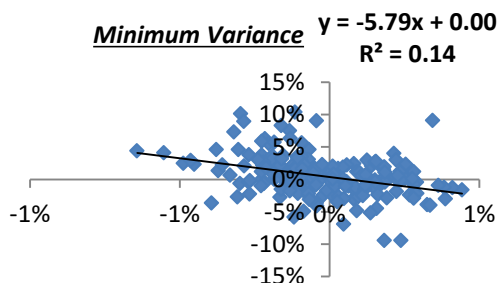
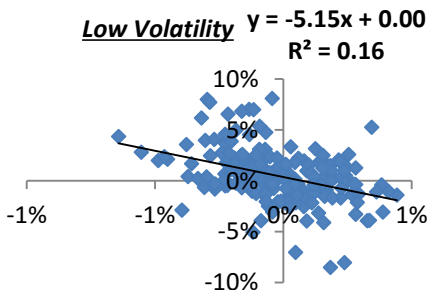
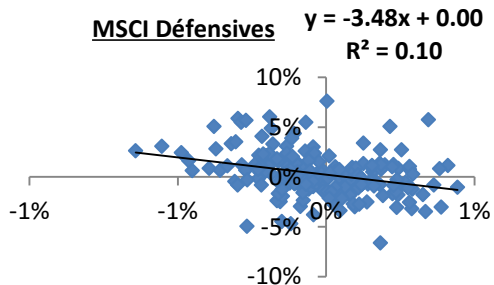
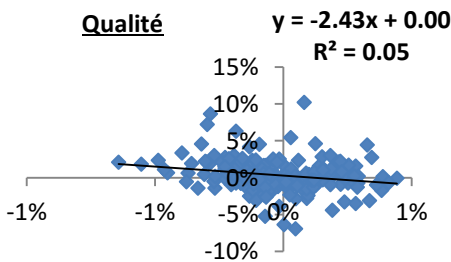
ROIC = Retour sur Capitaux Investis (12 derniers mois)

Pour cette analyse, nous allons aussi examiner les deux styles d'actions définis dans le cadre de la méthodologie MSCI Index (GICS). Chacune des actions des 11 secteurs est classifiée soit parmi les "Cycliques" soit parmi les "Défensives" en fonction de son secteur. Nous ajoutons ces deux catégories larges aux 7 styles ci-dessus dans l'analyse qui suit (cf détails dans le tableau du haut de la page 5).

Nous utilisons notre base de données propriétaire et notre outil de backtest pour calculer les sensibilités des styles d'actions. Les indices officiels MSCI EMU Cycliques (M4EMCSC) et MSCI EMU Défensives (M1EMDEF) débutent en Juin 2015, ce qui est clairement insuffisant pour notre étude. Les régressions linéaires qui suivent utilisent des données mensuelles pour chaque style (relativement à l'Euro Stoxx) entre mars 2000 et mars 2017 (205 mois ou 203 degrés de liberté... pour les statisticiens!) comme variable dépendante "Y" et les variations des taux d'intérêt en Zone Euro (GDBR10) comme variable indépendante "X".



	Coefficient de pente	Ecart-type	R ²	T-stat	p-value	Conclusion: Sensibilité aux taux d'intérêt
Value	2.70	0.86	0.05	3.15	0.1%	Pertinente & Positive
Taille	2.70	0.87	0.05	3.10	0.1%	Pertinente & Positive
MSCI Cycliques	2.66	0.63	0.08	4.24	0.0%	Pertinente & Positive
Haut Rendement	-0.18	0.61	0.00	-0.29	38.8%	Indéterminée
Momentum positif	-0.56	0.98	0.00	-0.57	28.3%	Indéterminée
Qualité	-2.43	0.75	0.05	-3.24	0.1%	Pertinente & Négative
MSCI Défensives	-3.48	0.73	0.10	-4.73	0.0%	Pertinente & Négative
Low Volatility	-5.15	0.83	0.16	-6.18	0.0%	Pertinente & Négative
Finaltis Minimum Variance	-5.79	1.02	0.14	-5.68	0.0%	Pertinente & Négative

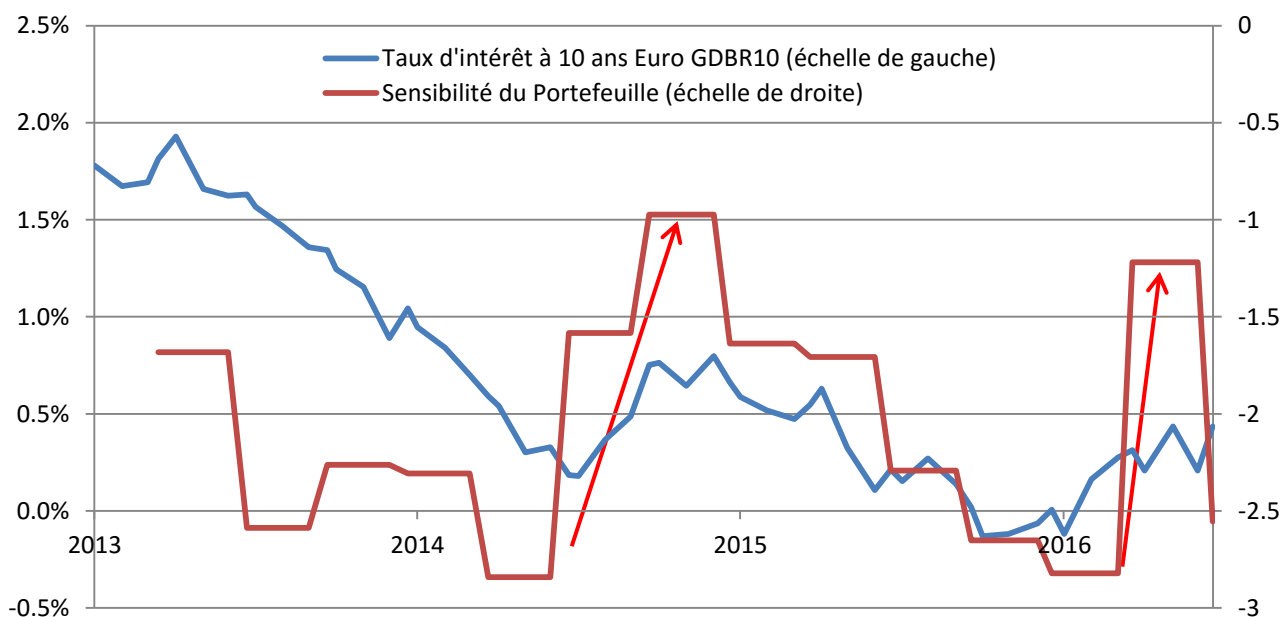


CLASSIFICATION MSCI GICS SECTEURS CYCLIQUES	CLASSIFICATION MSCI GICS SECTEURS DÉFENSIFS
Consommation Discrétionnaire	Consommation non cyclique
Finance (hors Immobilier)	Énergie
Industrie	Santé
Technologies de l'information	Télécommunications
Matériaux	Services aux Collectivités
	Immobilier (ajouté en 2016)

REBALANCEMENT TRIMESTRIEL :

EST-CE QUE LE PORTEFEUILLE RÉAGIT CORRECTEMENT QUAND LES TAUX MONTENT ?

Pour répondre à la question ci-dessus, nous allons utiliser les sensibilités des 19 secteurs ICB calculées en page 2. Lorsqu'elles ne sont pas significatives, nous leur affectons une valeur nulle. Sinon, nous utilisons la pente de la régression comme estimation de la sensibilité aux taux. En combinant ces sensibilités sectorielles avec les expositions par secteur, nous pouvons calculer une sensibilité de portefeuille. Une sensibilité de portefeuille de -1 signifie que le portefeuille pourrait perdre 1% pour une hausse de 1% des taux d'intérêt. Nous observons que le portefeuille réagit activement en devenant moins négatif en sensibilité aux taux d'intérêt lorsque ceux-ci montent (en réduisant l'exposition aux secteurs défensifs).



Par deux fois récemment (premier semestre 2015 et dernier trimestre 2016), le portefeuille a réagi rapidement à des hausses de taux en réduisant son exposition aux secteurs ayant une sensibilité négative et en augmentant sa sensibilité aux secteurs ayant une sensibilité positive.

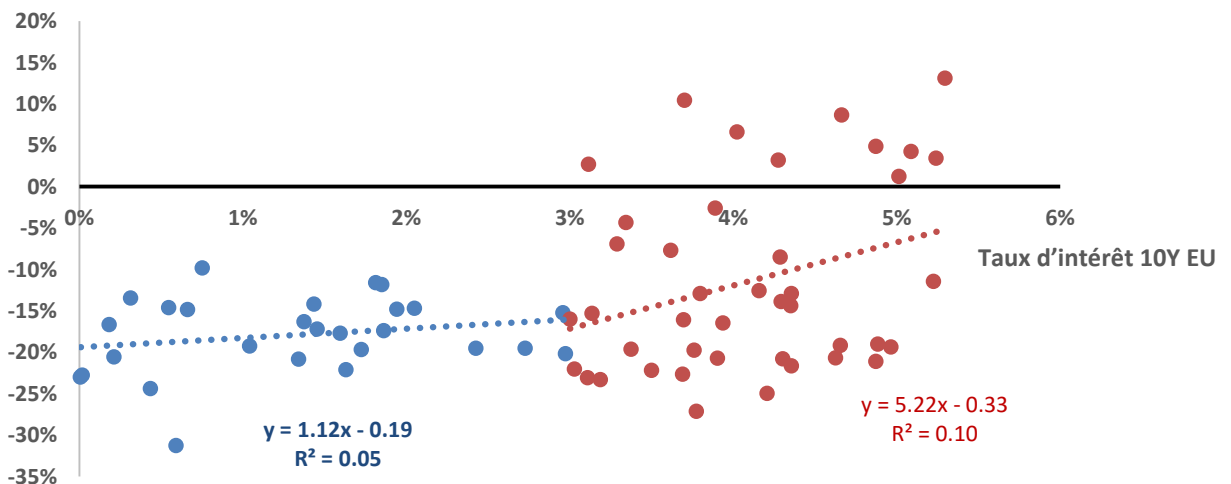
Pour mieux illustrer cette capacité de réaction, nous pouvons isoler deux secteurs particulièrement pertinents au regard de la sensibilité au taux d'intérêt parmi les 11 secteurs GICS (après la séparation des valeurs immobilières et financières en Août 2016) : les Financières (ayant une sensibilité positive) et les Foncières (ayant une sensibilité négative). Une exposition positive au spread Financières moins Immobilières étant souhaitable en période de hausse des taux, nous mesurons l'exposition du fonds à ce spread Financières moins Immobilières en comparaison avec l'indice, ce qui peut sembler compliqué, mais s'écrit simplement de la manière suivante :

$$\text{Exposition relative aux taux} = (\text{Financières}_{\text{Fonds}} - \text{Immobilières}_{\text{Fonds}}) - (\text{Financières}_{\text{Indice}} - \text{Immobilières}_{\text{Indice}})$$

Sur le graphique ci-dessous, on constate que :

- ❖ La plupart des points sont sous l'axe des x ce qui signifie que le fonds est majoritairement positionné vendeur de Financières et acheteur de Foncières en comparaison par rapport à l'indice, en cohérence avec sa nature défensive inhérente.
- ❖ Les coefficients de pente sont positifs ce qui signifie que le fonds a tendance à accroître son exposition aux Financières et/ou réduire son exposition aux Foncières (en relatif par rapport à l'indice) lorsque les taux montent.
- ❖ Ce mouvement bénéfique de réaction de la stratégie, en accroissant l'exposition relative aux Financières par rapport aux Foncières dans les phases de hausses de taux apparaît d'autant plus marqué que les taux d'intérêt dépassent 3% (en rouge), comparé à la même réaction quand les taux d'intérêt sont en dessous de 3% (en bleu)

Exposition : Valeurs Financières – Immobilières (en relatif par rapport à l'indice)



Conclusions sur les Sensibilités des Secteurs et des Portefeuilles aux taux d'intérêt 10 ans en Zone Euro

- ❖ Les actions qui sont privilégiées par les approches de type Minimum Variance sont celles pour lesquelles les résultats d'entreprise sont plus stables, moins liés à l'environnement économique et aux facteurs macroéconomiques en général. A ce titre, elles tendent à jouer un rôle de valeurs refuges pour les investisseurs qui souhaitent réduire leurs risques sans nécessairement réduire l'exposition aux actions.
- ❖ Le faible R^2 des régressions indique que, même si les coefficients de pentes sont significatifs, les taux d'intérêt ne suffisent pas à prévoir les performances relatives futures, car les données sont trop bruitées.
- ❖ Toutes les analyses ci-dessus ont été menées sur des périodes de baisse des taux d'intérêt et pourraient ainsi être moins pertinentes pour anticiper le comportement en période de hausse des taux.
- ❖ La rotation trimestrielle du FCP *Finaltis EfficientBeta EuroTM*, combinée avec l'horizon relativement court pour estimer les paramètres (65 jours de prix de clôture sont utilisés pour estimer les paramètres de volatilité et de corrélation) lui permet d'être réactif aux changements d'environnement. Les caractéristiques de faible volatilité et de faible corrélation, qui sont les principaux vecteurs de sélection des titres, augmentent généralement quand les titres sont rejetés par la communauté large des investisseurs. Ce qui conduit à une réduction de leur exposition dans notre modèle. Ceci permet de réagir plus rapidement et plus amplement à des changements de conditions de marché en comparaison avec des fonds ou ETFs passifs dédiés à la « Low Volatility ».

CONTACTS



63, Avenue des Champs Elysées
75008 Paris – France

www.finaltis.com

Denis Beaudoin

Tél: +33 (0)1 55 27 27 01

dbeaudoin@finaltis.com

Thierry Rigoulet

Tél: +33 (0)1 55 27 27 07

trigoulet@finaltis.com

Mark Grobien

Tél: +33 (0)1 55 27 27 08

mgrobien@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.