

La chasse aux dividendes est ouverte. Elle n'est pas près de fermer

L'entrée en action de l'assouplissement quantitatif de la Banque Centrale Européenne commence ce mois de mars. Les achats de créances aux banques – comprenant les Emprunts d'Etat – sont prévus sur un rythme de 60 milliards d'euros par mois. Cela représente 0,6 % du produit intérieur brut de la zone euro. Sans rentrer dans les débats d'économistes sur les effets réels des quantitative easing sur la croissance économique, on peut s'attacher aux conséquences réelles et indiscutables. Elles concernent les taux d'intérêt et, pour les détenteurs d'actifs, constituent une nouvelle donne, une donne inédite même.

Le QE européen va encore peser sur les rendements obligataires

Les 1.140 milliards d'euros – 12 % du PIB de la zone de la monnaie unique - que l'institut d'émission a prévu de mettre dans le circuit d'ici à septembre 2016 vont peser dès les semaines qui viennent sur les taux obligataires. Les rendements négatifs constatés sur le marché secondaire sur les emprunts d'Etat allemand (jusqu'à une échéance de sept ans) et français (jusqu'au 5 ans) vont s'accroître et même se prolonger davantage sur la hiérarchie des taux d'intérêt en fonction de la durée du prêt. On entre même avec cette stratégie de la banque centrale dans des émissions à taux négatifs. Ce n'est plus seulement le traitement des obligations émises qui sera «payant» pour l'acheteur, mais bien le prêt consenti en premier ressort. Les grandes signatures industrielles vont également profiter de la confiance dans leur crédit : des

emprunts Nestlé se négocient à taux négatif sur des échéances courtes, Google teste le marché et il ne paiera sans doute pas cher.

La reprise du marché du crédit qui est visée ne sera que progressive. Il s'agit d'abord de peser sur la monnaie (l'euro) et de lutter contre la déflation. Cela doit cependant être un facteur d'évolution des stratégies financières des entreprises. En revanche, ce ne peut être pour le moment le support de la définition des stratégies de placement.

Les besoins de placement des fonds de retraite ne font que croître et accélérer le mouvement

L'absence de rémunération est devenue un sujet central pour l'industrie de l'épargne. D'abord parce que les rémunérations des intermédiaires, des gérants, des banques, des compagnies d'assurance ne peuvent s'asseoir que sur une performance réelle, ce qui était loin d'être le cas dans les décennies précédentes. Des risques doivent être pris pour obtenir un retour sur l'épargne. Risques pour l'investisseur final, presque par construction. Mais risques aussi pour les établissements financiers et, en premier lieu les compagnies d'assurance, qui se sont engagées parfois dans des garanties de rémunération qui ne pourront être tenues sans dommage dans la conjoncture actuelle de taux d'intérêt. D'une façon générale, les rendements des fonds en euro des assureurs ne sont pas tenables et un retour à la réalité fera des dégâts, du côté des titulaires (qui auront la possibilité de sortir des contrats ou

d'entrer dans un système d'avances) comme du côté des compagnies (qui, dans le meilleur des cas, vont gérer une forte décollecte).

La problématique est assez simple à résumer : les populations vieillissantes des pays riches ont besoin de rendement pour financer les régimes de retraite. La demande de placements qui en offre ne peut que croître, pesant encore sur les taux d'intérêt. Cette problématique est complexe à résoudre. On en arrive à se demander si le modèle japonais (qui impose à ses fonds de retraite de solder les emprunts d'Etat au profit des actions ou d'obligations à meilleur rendement) ne va pas se diffuser, sans le côté contraignant de la gestion de l'Archipel. On en arrive même à se demander si le système français de retraite par répartition n'offre pas aujourd'hui une meilleure défense que le «tout capitalisation».

Le dividende des actions, priorité absolue. La diversification s'impose pour gérer le risque

Vu du côté des détenteurs de patrimoine, la stratégie n'a pas de choix : il faut chercher à tout prix du rendement et le trouver là où il est. Des gestions obligataires opportunistes, souvent basées sur des spéculations sur le marché des changes, visent des rémunérations qui peuvent aller à 5%, 6 % parfois au-delà. Il s'agit de prendre du risque : sur les emprunteurs publics de pays marginaux et leur monnaie, sur des emprunteurs privés jugés risqués (le fameux high yield), sur des emprunts au capital et aux intérêts qui ne sont pas garantis en premier ressort (les titres subordonnés). Une autre voie – qui paraît à maints égards moins risquée – s'impose ainsi. Ce sont les sociétés qui offrent du rendement, du dividende.

On ne répétera jamais assez que la valeur d'une action à un moment donné correspond au flux de dividendes à venir, anticipé et actualisé au taux recherché, ajouté à la valeur espérée de revente (actualisée au même taux). D'une façon pratique, le rendement apporte sur le long terme la moitié de la valorisation d'un portefeuille d'actions. Cela correspondrait à une égalité de rentabilité entre les fonds

versés aux actionnaires et ceux réinvestis dans l'entreprise, si le taux de versement des bénéfices (le pay out) s'établissait à 50%.

Alors, la chasse aux dividendes est ouverte et elle ne va pas fermer de sitôt. Il n'est pas surprenant de pointer au deuxième rang des performances boursières européennes depuis le début de l'année (derrière l'automobile), le secteur immobilier qui a gagné en moyenne 20 % en deux mois. Les foncières allient une certaine garantie patrimoniale à une rémunération réelle qui, pour les vedettes de la cote parisienne (Unibail et Klépierre) dépasse 3,5 % par an. On peut – on doit – aller plus loin et la gestion des entreprises le permet : Investir-Le Journal des Finances note cette semaine que les deux tiers des sociétés du CAC 40 ont augmenté leurs dividendes. C'est un signal d'optimisme, mais c'est aussi une stratégie de recherche durable de financement, en assurant aux actionnaires une politique de distribution régulière sur le long terme.

Les actions peuvent-elles longtemps apporter du rendement dans un monde qui ne rémunère plus le capital prêté ? Cette question n'est manifestement pas celle du moment, mais le risque – moins élevé sans doute que sur les obligations – est lié au pari que constitue toujours l'investissement dans une entreprise. A sa capacité à faire croître ses profits, et donc son retour aux actionnaires. A cela une réponse paraît aujourd'hui dicter au sein d'une stratégie de dividendes qui n'a pas vraiment d'alternative : la diversification.