

Dividendes : le retour aux sources

L'ANALYSE
DE GILLES COVILLE

Le 15 février, PagesJaunes a jeté l'éponge : criblé de dettes, l'éditeur d'annuaires ne versera pas de dividendes cette année. Mauvaise pioche pour les récents acheteurs d'une action qui promettait la veille 15 % de rendement ! Ce mercredi, on saura si France Télécom, le top du CAC 40 à 12,4 %, maintient son dividende qui consomme depuis quatre ans presque tous ses bénéfices sans empêcher son cours de sombrer. Ce paradoxe, la plupart des groupes qui affichent des taux élevés de distribution et les coupons les plus rentables en souffrent : Vivendi, GDF Suez, EDF, AXA, Carrefour, Veolia. Quant aux banques, leur velléité de rémunérer à nouveau leurs actionnaires l'an dernier s'est fracassée depuis sur la crise européenne.

Et pourtant, si vous aviez quelque argent à immobiliser, où l'imagineriez-vous ? Prêté à une République française qui s'épuise à payer près de 49 milliards d'euros par an d'intérêts sur sa dette ? Ou investi dans le CAC 40 qui, tout en ayant réduit de 15 % ses dividendes comparés à 2008, année record, va en distribuer en 2012 (1) plus de 37 milliards d'euros ?

Les dividendes reviennent toujours au goût du jour en période de crise boursière. Mais tant les investisseurs que les sociétés pourraient sortir de celle-ci avec une vision plus claire qu'en y entrant du rôle que tient cette rémunération dans les parcours boursiers.

Cette année, Total, qui en est le champion français avec 5,3 milliards d'euros, a maintenu son coupon inchangé depuis 2008. Exxon, qui occupe le même rang aux Etats-Unis, a augmenté le sien comme chaque année depuis trente ans. Total distribue « en moyenne 50 % de son résultat net ajusté », formulation typique d'une rente variable avec les cours du pétrole. Exxon, lui, promet à ses actionnaires continuité et régularité dans la croissance de leur gain. Même si ce n'est pas le seul facteur qui explique sa décote vis-à-vis d'Exxon, Total ne pourra pas faire éternellement l'économie d'une telle conception. A vrai dire aucun groupe français n'y échappera.

« L'attention portée au dividende ne relève pas d'une nouvelle mode mais d'une ancienne normalité », assure

David Shairp, stratège de JP Morgan AM. La décennie boursière « perdue » 2001-2011 s'analyse comme une transition entre deux paradigmes. Pendant les années 1990, la contribution des dividendes était tombée à son plus bas depuis la fin du XIX^e siècle : à peine 20 % du retour total pour l'actionnaire, contre 80 % pour les plus-values. En observant les actions américaines sur des périodes de quinze ans glissantes, les statisticiens estiment que jusqu'aux années 1950, les dividendes assuraient le plus souvent entre 50 et 100 % de la performance. Aujourd'hui, avec en toile de fond une croissance économique plus faible, de multiples incertitu-

Ce n'est pas le rendement qui protège des aléas boursiers mais la progression régulière du dividende.

des géopolitiques, une volatilité des cours dissuasive, les investisseurs nourrissent une nostalgie de cet âge d'or et doivent privilégier les sociétés de la plus haute qualité possible, qui tiennent leurs promesses, en particulier de dividendes.

Dès lors qu'il est payé cash, celui-ci reste la trace la plus crédible de la réalité des bénéfices, au-delà de toute subtilité comptable. Pour des groupes de plus en plus internationalisés, cela permet aussi de vérifier que les cash-flows générés localement remontent vers la maison mère. Quand un conseil d'administration s'impose de relever chaque année son dividende, il contraint son exécutif à une stratégie plus équilibrée entre prise de risques et horizon de temps. Au bout du compte, la démarche va à la rencontre d'actionnaires au profil différent, plus sensibles à la régularité qu'à la vitesse, plus attachés au retour complet sur investissement à long terme que les chasseurs de tendances indicielles.

Le gestionnaire d'actifs M&G Investments a identifié plus de 90 sociétés américaines affichant au moins vingt-cinq ans consécutifs de hausse de leurs dividendes. Huit figurent dans l'indice Dow Jones, de Procter & Gamble (cinquante-sept ans de hausse !) à Exxon (trente), en passant par 3M, Coca Cola, Johnson & Johnson, McDonald's et Walmart. Même s'il a ses propres vedettes, le gisement français est plus res-

treint. Eternel pionnier, Air Liquide prend désormais vis-à-vis de ses actionnaires un « engagement de croissance régulière de leur investissement » : ce qui officialise une tradition ancienne, puisque son dividende, actions gratuites comprises, a progressé d'en moyenne 9,52 % par an depuis trente ans ! Deux fois plus jeune mais bientôt cinquantenaire en Bourse, L'Oréal lui emboîte le pas. Autrefois pure valeur de croissance et machine à plus-value, le leader des cosmétiques vante aujourd'hui à ses actionnaires une approche plus posée. Et s'attache à augmenter tous les ans à la fois son dividende et le taux de distribution de ses

bénéfices (10,6 points de plus en dix ans). Danone marche aussi sur cette lancée. Avec Total, ce sont les quatre seuls membres du CAC 40 à tenir au moins vingt-cinq ans sans baisse de dividendes. Au sein du SBF 120, Hermès, Zodiac et Foncière des Régions en sont à quinze ans.

L'important, c'est que le modèle fasse école. C'est le cas. Christian Ginholac, de Gaspal Gestion, peut consacrer plus d'un tiers de son fonds baptisé « Croissance Rendement » à des sociétés dont le rendement moyen est faible, mais dont il escompte qu'elles augmenteront leurs dividendes dans les années à venir. De vrais débutants comme EADS, Iliad, Technip, y côtoient des valeurs déjà sûres comme Essilor, Pernod Ricard ou Christian Dior.

Sur les 25 membres du CAC 40 qui se sont déjà prononcés à ce sujet, 11 vont relever leurs dividendes 2011, 10 le maintenir : pas si mal dans un contexte aussi peu porteur. Surtout, 16 d'entre eux seront en hausse par rapport à la moyenne des deux exercices précédents et devront donc payer la « prime » à leurs salariés français instaurée l'an dernier par la loi. Si même la contrainte politique ne retient pas les ardeurs, tous les espoirs sont permis.

(1) Source : Alpha Value.

Gilles Coville est éditorialiste aux « Echos »