

Actualité et analyse des marchés financiers

animé par Guy Wagner, Administrateur-Directeur, et l'équipe de gestion de BLI

BLI BANQUE DE LUXEMBOURG INVESTMENTS

Le pouvoir des dividendes

Jérémie Fastnacht

Fund Manager

Mardi, 11 juillet 2017

Au cours des 45 dernières années, les actions d'entreprises payant des dividendes ont généré en moyenne un rendement total (appréciation des cours et dividendes réinvestis) nettement plus élevé que celles n'en distribuant pas, avec en outre une volatilité bien moindre.

A travers cet article, nous tenterons de mettre en lumière les principaux facteurs à l'origine de ces résultats supérieurs.

Par la suite, nous exposerons les éléments portant à croire que la stratégie dividende, bien qu'importante en tout temps, est aujourd'hui plus que jamais primordiale pour un investissement en actions.

Enfin, nous toucherons à la manière dont celle-ci s'articule au sein de notre fonds BL-Equities Dividend.

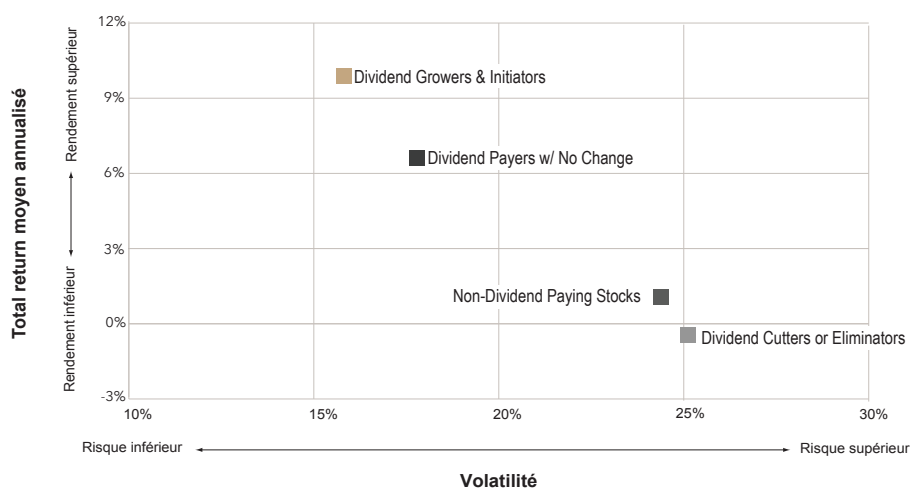
Les raisons d'un succès

N'Golo Kanté

Entre 1930 et 2016, sur le marché américain, le rendement du dividende a contribué à lui seul à près de la moitié du rendement total des actions.

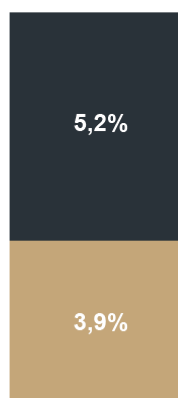
« Vraiment ?! » En effet, le rendement du dividende est pour ainsi dire le N'Golo Kanté du rendement total des actions.

Volatilité et rendement total annualisé moyen des actions du S&P 500 entre 1972 et 2016, selon leur politique de distribution



Source : Ned Davis Research, 2017

Décomposition du rendement total du S&P 500 entre 1930 et 2016



Croissance réelle des bénéfiques, inflation, évolution des multiples de valorisation

Rendement du dividende

Source : Ned Davis Research, 2017

Actualité et analyse des marchés financiers

animé par Guy Wagner, Administrateur-Directeur, et l'équipe de gestion de BLI

BLI BANQUE DE LUXEMBOURG INVESTMENTS

Fraîchement élu meilleur joueur de l'année de la fameuse Premier League anglaise de football par ses pairs. Premier joueur de l'histoire à être sacré champion d'Angleterre deux saisons de suite avec deux clubs différents (le petit Leicester City F.C. en 2016, puis Chelsea cette année), et pourtant beaucoup moins reconnu du grand public que les flamboyants Ronaldo ou Neymar. Ce n'est pas l'élément qui vient en premier à l'esprit, mais néanmoins celui sur qui l'on peut compter saison après saison, solide, travaillant dans l'ombre, apportant sans faille sa contribution déterminante à la performance de l'équipe, celui à qui l'on s'en remet lorsque les choses tournent mal.

*"Rule No. 1: Never lose money.
Rule No. 2: Don't forget rule No. 1."*
Warren Buffett

Le dividende devient critique lorsque les conditions de marchés s'avèrent délicates.

Historiquement, lors des chutes notables des marchés, le choc a été plus contenu pour les actions offrant un rendement du dividende attrayant. En effet, un rendement provenant d'un dividende soutenable constitue un coussin de sécurité en période de marché difficile. Cela représente un avantage psychologique rassurant les investisseurs, ainsi qu'un avantage mathématique, étant donnée l'asymétrie entre perte et gain. Une action dont le cours chuterait de 50%, doit non pas « regagner » 50%, mais bien 100% pour atteindre à nouveau son prix initial, d'où l'importance de résister dans les baisses de marché.

Dans l'euphorie boursière actuelle, rappelons que le S&P 500 a connu 25 marchés baissiers (déclins supérieurs à 20%) depuis 1929, soit en moyenne un tous les 3 ans et demi.

"Compound interest is the eighth wonder of the world. He who understands it, earns it... he who doesn't... pays it."
Albert Einstein

Les actions à dividende cumulent de nombreux avantages : un potentiel de gain en capital en théorie illimité car lié aux fondamentaux de la société sous-jacente (contrairement aux obligations qui, si détenues jusqu'à maturité, seront remboursées au pair), auquel s'ajoute un revenu provenant du dividende.

En outre, ce dividende pouvant croître (contrairement au coupon fixe d'une obligation), l'effet de capitalisation en cas de réinvestissement en sera d'autant plus important.

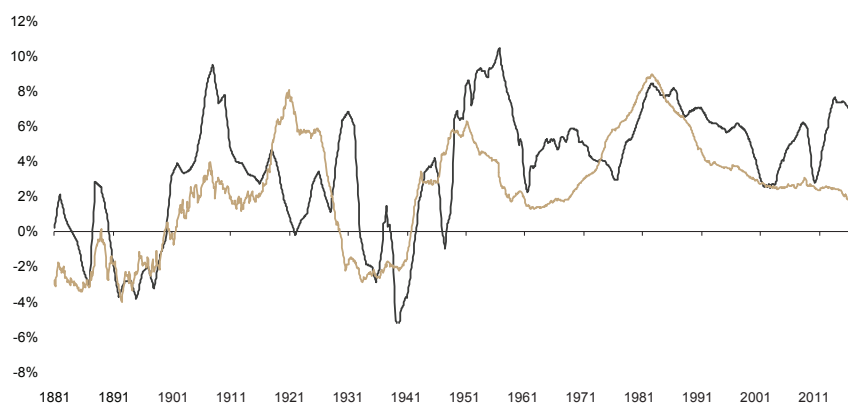
Ainsi, le dividende a historiquement eu tendance à constituer une protection contre l'inflation.

"It is better to have a permanent income than to be fascinating."
Oscar Wilde

Les résultats supérieurs des actions à dividendes s'expliquent certainement aussi par le fait qu'un long historique ininterrompu de paiement de dividendes traduit non seulement la volonté mais également la capacité d'une société à rétribuer ses actionnaires, alors que la confiance est un élément crucial sur les marchés financiers. En effet, payer sans interruption un dividende attractif et en croissance nécessite de générer d'importants flux de trésorerie et d'être capable de croître de manière rentable.

En outre, une politique de versement régulier d'un dividende (une information publique) impose au management rigueur et discipline dans la gestion, le contrôle de l'endettement, ainsi que l'allocation du capital (éviter les projets dont la rentabilité

Croissance du dividende et inflation aux Etats-Unis



■ Taux de croissance annuel moyen des dividendes, 10 ans glissants
■ Inflation annualisée moyenne (CPI), 10 ans glissants

Source : Société Générale

Actualité et analyse des marchés financiers

animé par Guy Wagner, Administrateur-Directeur, et l'équipe de gestion de BLI

BLI BANQUE DE LUXEMBOURG INVESTMENTS

économique n'est pas idéale, les acquisitions destructrices de valeur ou les rachats d'actions trop chèrement valorisées qui en réalité bénéficient aux actionnaires quittant le navire). En effet, toute réduction ou coupe de celui-ci reviendrait à admettre publiquement un échec face aux investisseurs, concurrents, médias...

Dividendes et prophéties

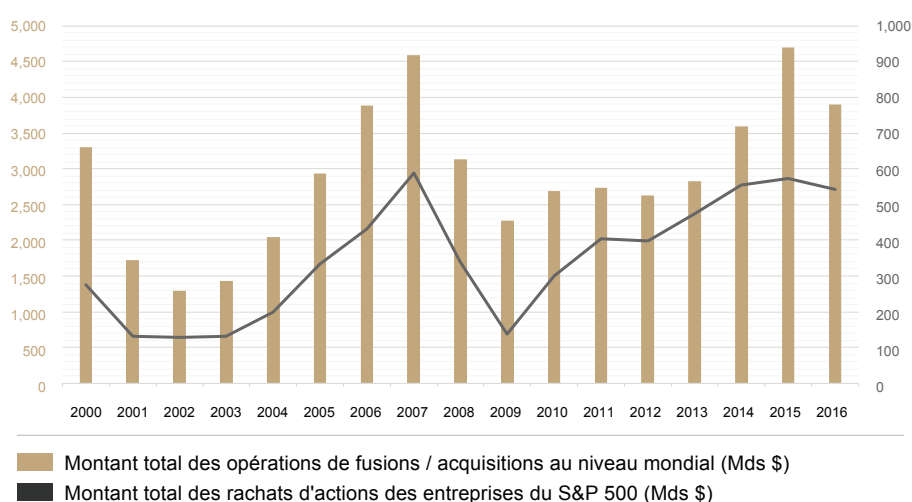
Plus fort encore, la politique de distribution de dividendes donne des indications importantes sur la santé future de l'entreprise. Une étude de Robert D. Arnott et Clifford S. Asness sur les sociétés composant le S&P 500 prouve que plus le payout ratio (la part des bénéfices distribuée sous forme de dividendes) est élevé, plus la croissance réelle des bénéfices le sera dans les années à venir (et inversement). Cela peut s'expliquer par le niveau de confiance du management qui, disposant d'informations internes détaillées, module le payout ratio en fonction des perspectives.

Cette étude vient ainsi invalider l'idée répandue selon laquelle un réinvestissement extrêmement élevé des bénéfices (et donc un faible taux de distribution) conduit nécessairement à une croissance future supérieure.

A chacun son métier

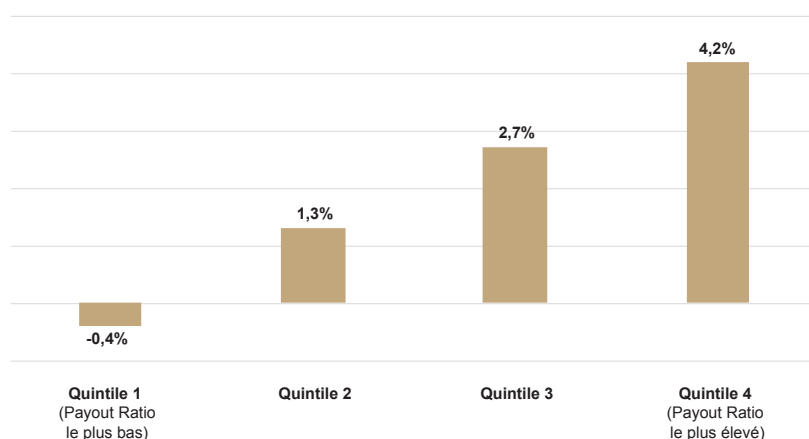
Le dividende offre également à l'investisseur institutionnel ou privé la liberté de réinvestir lui-même ce flux sans nécessité de vendre des titres ; au sein de la société de laquelle il provient ou dans d'autres sociétés, de le conserver en tant que tel pour des raisons de prudence ou autres.

Timing discutable des entreprises en matière de fusions / acquisitions et rachats d'actions, réalisés principalement aux pics des marchés, ce qui peut plaider en faveur du paiement de dividendes



Source : Dealogic, Standard & Poor's, BLI

Taux de distribution et croissance réelle des bénéfices les 10 ans suivants pour les entreprises du S&P 500, selon leur politique de distribution



Source : Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. Robert D. Arnott and Clifford S. Asness. 1946 - 1991

Actualité et analyse des marchés financiers

animé par Guy Wagner, Administrateur-Directeur, et l'équipe de gestion de BLI

BLI BANQUE DE LUXEMBOURG INVESTMENTS

Les dividendes ne mentent pas

Bien que toujours scruté par la majorité des investisseurs, le résultat net constitue une donnée nettement moins fiable que le dividende. En effet, outre la « créativité comptable » de nombreux dirigeants (Enron, Tyco, Parmalat, Lehman Brothers, Olympus, Autonomy, Tesco...), le résultat net peut parfois être pollué par d'autres éléments ne reflétant pas nécessairement les fondamentaux d'une entreprise (modification des politiques d'amortissement et de dépréciation, évolution de l'endettement et du coût de la dette, variation du taux d'impôt, résultats exceptionnels, myriades de normes comptables,...), alors même que le dividende représente une sortie de cash réelle, tombant dans les poches des actionnaires (grands comme petits, ce qui tend à aligner leurs intérêts).

Etant donné le caractère structurel de l'ensemble de ces facteurs, les performances ajustées au risque supérieures des actions offrant des dividendes attractifs et soutenables devraient perdurer.

"Gimme Shelter!" The Rolling Stones

A moins d'avoir séjourné sur une autre planète depuis plusieurs années, tout investisseur ressent chaque jour les difficultés de la quête de rendement. En effet, les risques encourus ne sont souvent plus rémunérés sur des marchés obligataires touchant à leurs limites après plus de 30 ans de hausse des prix. Dans cet environnement les actions à dividendes, sélectionnées soigneusement, peuvent constituer un refuge.

De plus, les marchés actions mondiaux offrent encore des rendements du

dividende plutôt attractifs, malgré des valorisations globalement tendues dont découle une espérance de rendement inférieure à la moyenne historique. De ce fait, la contribution du dividende devrait mécaniquement être encore plus importante dans les années à venir.

En outre, comme observé supra, la moindre volatilité ainsi que le caractère relativement défensif des actions à dividende devraient d'autant plus constituer un avantage dans cet environnement.

Enfin, au vu du vieillissement de la population mondiale, la cote des actions à dividendes ne devrait pas faiblir, étant donné que les personnes âgées présentent en général un besoin de rendement relativement important conjugué à une moindre appétence au risque.

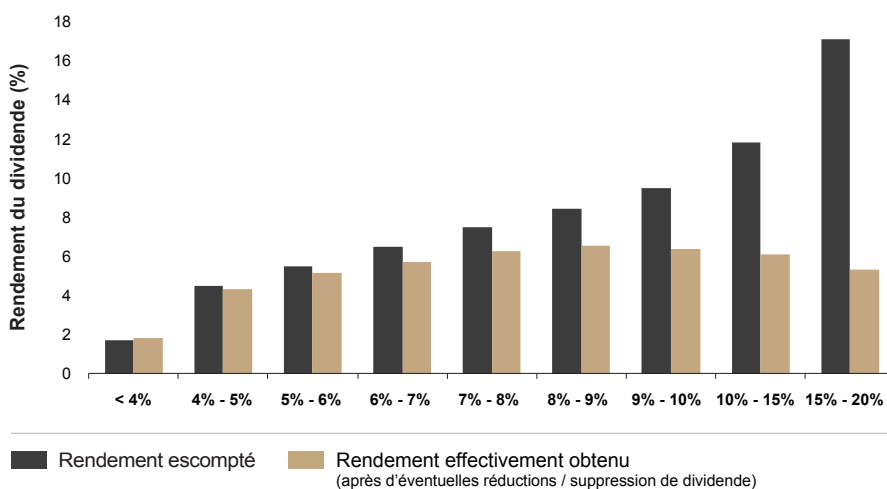
BL-Equities Dividend, Great Companies, Quality Dividends

"There are two times in a man's life when he should not speculate: when he can't afford it, and when he can."

Mark Twain

Au sein de BL-Equities Dividend, nous sélectionnons en premier lieu des sociétés de grande qualité, puis retenons celles qui offrent des rendements attractifs et soutenables. Nous ne cherchons pas les plus hauts rendements affichés dans les grands indices boursiers en essayant par la suite de trouver tel ou tel mérite aux sociétés en question (qui souvent n'offrent finalement pas le rendement escompté au moment de l'investissement).

Rendement du dividende escompté VS Rendement du dividende effectivement obtenu sur l'indice FTSE World (janvier 1995 - avril 2017)



Source : Société Générale

Actualité et analyse des marchés financiers

animé par Guy Wagner, Administrateur-Directeur,
et l'équipe de gestion de BLI

BLI BANQUE DE
LUXEMBOURG
INVESTMENTS

Nous ne résonnons pas en termes de secteurs ou de zones géographiques par rapport aux indices, nous ne diversifions pas au profit de la moindre qualité, nous tentons seulement de détenir sur le long terme ce que nous estimons être les meilleures sociétés à travers le monde, à des prix raisonnables.

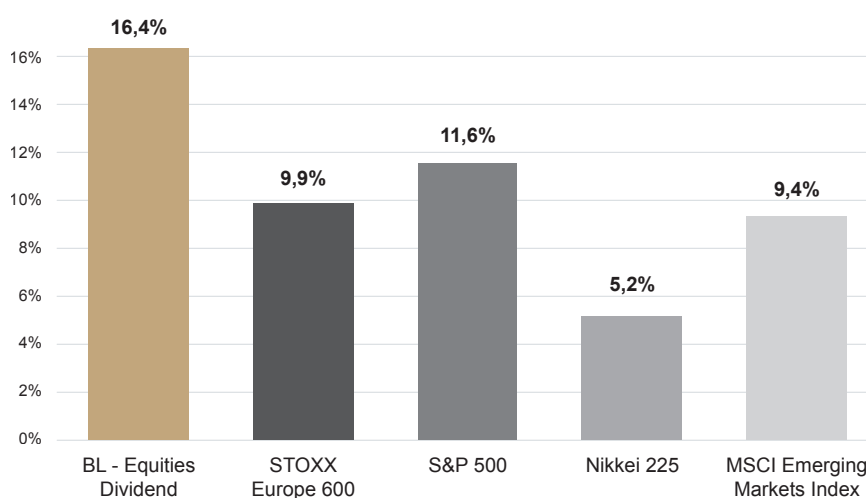
*"La qualité n'est pas un acte.
C'est une habitude."
Aristote*

Par « qualité », nous faisons référence à des sociétés qui luttent avec succès contre la loi de la gravitation concurrentielle : des sociétés dont les avantages compétitifs / barrières à l'entrée sont si puissants qu'ils permettent de générer des rentabilités et flux de trésorerie très élevés, sur de longues périodes. Cela leur permet de réinvestir afin de protéger ces avantages et de continuer à croître en maintenant de fort taux de rentabilité (à nouveau, la force des intérêts composés), tout en pouvant en outre payer des dividendes attractifs et soutenables, dans un cercle vertueux.

En moyenne, les sociétés actuellement détenues par notre fonds ont été créées en 1949 et bon nombre d'entre elles ont augmenté leur dividende chaque année depuis des décennies, ce qui donne une certaine idée de la robustesse de leur modèle d'affaires...

Bien que nous ne puissions nous prononcer quant à l'évolution du marché demain ou après-demain, nous restons néanmoins persuadés que sélectionner des entreprises de grande qualité en appliquant en outre notre filtre dividende strict devrait permettre de générer une performance ajustée au risque attractive sur le long terme.

Rentabilité des capitaux employés BL-Equities Dividend VS principaux indices boursiers



Source : Bloomberg, BLI.