

Éditorial : *L'économie mondiale fléchit.*

Obligations : *Les banques centrales assurent et rassurent.*

Actions : *Rester sereins et voir plus loin.*

Grand Angle : *Le dividende : un tiens vaut mieux que deux tu l'auras.*



Solides comme du roc

Éditorial

Suite à la crise sanitaire majeure que connaissent nombre de pays, l'économie mondiale va être plongée dans une récession profonde, l'une des pires enregistrées depuis la Deuxième Guerre Mondiale. Les chaînes de production et l'offre de biens et services ont été interrompues par des mesures de confinement drastiques, et la demande sérieusement ébranlée par l'incertitude entourant le pouvoir d'achat dans un contexte d'explosion du chômage.

Les autorités publiques de chaque pays, et chacune de son côté d'ailleurs, se sont empressées de montrer du "leadership", prenant des mesures parfois dramatiques, très médiatisées, avec un seul message: les institutions sont solides comme du roc et tout est sous contrôle. Les gouvernements ont soutenu les activités et agents à coups de subventions, de crédits et autres aides financières diverses. Les banques centrales ont inondé les marchés de liquidités notamment par des achats d'actifs divers jamais

connus auparavant. Même la Banque centrale européenne a pris des mesures fortes au-delà des attentes.

Les pouvoirs publics devaient se montrer solides et déterminés pour ne pas faire déraiper une récession qu'ils avaient eux-mêmes créée. Certains se sont sortis mieux que d'autres de cet exercice périlleux, et il y aura des perdants sur le plan politique.

Mais maintenant qu'on a paré au plus pressé, les efforts doivent continuer pour retrouver une dynamique pour des économies équilibrées. Cela ne sera pas facile, et la prochaine crise qui se dessine à l'horizon, celle de la dette, n'est pas de nature à rassurer investisseurs et consommateurs.

Dr Yves WAGNER
Directeur BCEE Asset Management

L'économie mondiale fléchit.

En ce deuxième trimestre de l'année 2020, l'économie mondiale a été frappée par un choc exogène sans précédent : la pandémie de Covid-19. Par définition, les chocs exogènes sont imprévisibles, ils affectent les équilibres macroéconomiques en touchant l'offre et/ou la demande, et leur survenance est indépendante des variables macroéconomiques. Cette pandémie l'illustre parfaitement. Dans le monde entier, la rapidité de la propagation et la létalité du virus ont contraint la plupart des gouvernements à adopter des mesures de confinement qui ont provoqué à la fois un choc d'offre négatif (qui se matérialise par une baisse de la production) et un choc de demande négatif (qui consiste en une réduction de la consommation et de l'investissement).

Ce double choc sur l'économie a précipité le monde dans la récession la plus aiguë qu'il ait connue depuis la Grande dépression de 1929. Dans un tel contexte, le Fonds monétaire international (FMI) a publié des prévisions de croissance déroutantes. L'institution anticipe une croissance mondiale de -3% en 2020, et s'attend à une activité économique inférieure à la tendance d'avant la crise, même pour 2021. Le FMI entrevoit une croissance de -5,9% aux États-Unis, -7,5% dans la Zone euro et 1,2% en Chine. Les prévisions économiques de la Commission européenne font état d'un constat similaire : selon elle, l'économie de la Zone euro plongera de -7,7% en 2020. Les deux institutions discernent un rebond en 2021, lequel s'expliquerait davantage par un effet de base que par un « retour à la normale » de l'activité économique. S'il existe un élément que les deux établissements soulignent constamment, c'est la situation d'imprévisibilité extrême dans laquelle l'économie mondiale se retrouve.

Les indicateurs macroéconomiques publiés lors de la période de confinement ont été alarmants. À l'issue du premier trimestre, la contraction du PIB américain est estimée à -4,8%. Quant à l'emploi, les États-Unis ont enregistré un taux de chômage record : en un peu plus de 2 mois, près de 30 millions de personnes ont été contraintes d'avoir recours aux allocations chômage parce qu'elles avaient perdu leur emploi. La force de travail du pays comptant environ 160 millions de personnes, ces 30 millions de demandeurs d'emploi représentent un peu moins de 20% de la force de travail. De plus, la production industrielle s'est contractée successivement de -5% et de -11% en termes mensuels en mars et en avril. Enfin, les indicateurs de confiance, notamment les Indices des directeurs d'achats (PMI), ont touché des niveaux planchers historiquement faibles.

En Europe, le tableau a un air de déjà-vu. Les premières estimations indiquent que la croissance au premier trimestre serait de -3,3% en termes annuels dans la Zone euro, avec -5,4% pour la France, -2,3% pour l'Allemagne et -4,8% pour l'Italie. La production industrielle s'affiche également en baisse sur le Vieux Continent. Dans ce domaine, certaines données sont particulièrement spectaculaires : en avril, les ventes de voitures particulières ont dégringolé de -76,3% à travers l'Union européenne. Toutefois, sur le marché du travail, la Zone euro s'en sort mieux que les États-Unis pour l'instant. En effet, mi-mai, le taux de chômage enregistré est stable à 7,3%. Ceci est dû au fait que la sécurité de l'emploi est meilleure dans l'UE comparée aux États-Unis, puisque la législation en vigueur rend le licenciement plus complexe.

Si ce climat d'incertitude ressenti dans les premiers chiffres économiques ne se dissipe pas, la reprise économique promet d'être très lente. En effet, dans un milieu économique où la confiance est en berne, les ménages ne sont pas enclins à consommer et les sociétés n'ont pas tendance à investir. Les ménages font face à trois phénomènes qui expliquent la faiblesse de la consommation : des choix de consommation relativement limités, un changement dans les habitudes de consommation et une tendance à l'épargne de précaution. Tant qu'un traitement efficace contre le virus n'est pas disponible, cette tendance n'est pas susceptible de s'inverser rapidement. De son côté, l'investissement est affecté par deux facteurs principaux : la confiance dans le climat des affaires que nous avons déjà abordée et les résultats des entreprises. Il est évident que les sociétés ont essuyé beaucoup de pertes cette année : par conséquent, il est peu probable qu'elles montrent la volonté d'investir dans le court terme afin d'augmenter leurs capacités de production.

Fort heureusement, les autorités publiques ont adopté une attitude très proactive lors de cette crise. Cela n'a pas été forcément le cas partout dans le monde et à chaque fois que des crises survenaient.

Les banques centrales en première ligne

Les banques centrales ont été pionnières dans la démarche consistant à limiter les effets économiques et financiers de cette pandémie. Les programmes de quantitative easing (QE) ont été rapidement adoptés par la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE). Ces programmes restent définis comme des outils « non conventionnels » de politique monétaire (les outils conventionnels étant la décision sur les taux d'intérêts directeurs), mais il n'est pas surprenant de voir les banques centrales remettre en place ces programmes de rachats d'actifs d'après crise (2008). Dans la plupart des pays développés, les taux d'intérêts étaient déjà proches de zéro, ne laissant aucune marge de manœuvre aux banques centrales. Ainsi, pour rétablir la confiance sur les marchés, les nouveaux programmes de QE ont touché des sommets stratosphériques. Le bilan de la Fed, qui a annoncé un programme de rachat d'actifs illimité, a dépassé les 7000 milliards de dollars, et la BCE a lancé le PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) pour un montant initial de 750 milliards d'euros, lequel est susceptible d'être révisé à la hausse à tout moment.

Les gouvernements répondent présents cette fois.

Avant la crise, beaucoup d'économistes s'accordaient à dire que la politique monétaire seule ne suffirait plus à contrer un éventuel retournement économique car les marges de manœuvre semblaient limitées. La politique monétaire devait donc être épaulée par des politiques budgétaires expansionnistes.

C'est pourquoi les gouvernements ont instauré des programmes de soutien économique d'une ampleur inédite afin d'accompagner les entreprises et les ménages. Leur but : éviter les faillites, les licenciements et préserver la consommation. Les États-Unis ont mis en place des plans d'aides successifs ayant atteint 3000 milliards de dollars, soit 15% du PIB américain. En Europe, les États membres de l'UE ont adopté des programmes de relance à différentes échelles, mais l'état de santé des finances publiques n'étant pas le même pour chaque pays, l'action collective à l'échelle européenne était surtout très attendue. Ainsi, le programme de relance de 750 milliards d'euros proposé par la Commission européenne représente un progrès majeur sur la question.

En somme, il est aisé de constater à quel point l'activité économique s'est effondrée partout ces derniers mois. C'est pour cette raison que la confiance des ménages et des entreprises risque de rester fragile jusqu'en fin d'année, à moins qu'un vaccin ou un médicament ne soit rapidement découvert et mis à disposition à grande échelle. Bien entendu, notons que des politiques économiques très ambitieuses, qu'elles soient budgétaires ou monétaires, ont été adoptées et appliquées à une vitesse remarquable, interventions qui ont été bien évidemment très appréciées des marchés financiers. En revanche, tout reste à faire pour l'avenir. La situation économique dépendra beaucoup de la réussite des politiques de déconfinement : perdre le contrôle dans ce domaine générerait une nouvelle crise sanitaire dont les impacts économiques seraient inévitables.

Les banques centrales assurent et rassurent.

La BCE à la rescousse

Le début du mois de mars fut très agité. Pris dans des bourrasques de volatilité semblables à celles qui sévissaient en 2007-2008, les marchés actions et obligataires ont tous deux connu une évolution en dents de scie. Faute d'amélioration, les principales banques centrales se sont manifestées. En Europe, la BCE n'a pas su rassurer les marchés à l'issue de sa première intervention. En effet, l'institution a d'abord renforcé son programme d'achats d'actifs, qui augmente de 120 milliards d'euros sur l'année, et sa politique de TLTRO. Cela dit, les marchés en attendaient davantage. À cet égard, aucune baisse de taux n'a été annoncée et le discours de la Présidente de la BCE, Christine Lagarde, a dérouté les investisseurs. Dès lors, les taux souverains ont considérablement grimpé, l'Italie en tête, enregistrant des mouvements supérieurs à 60 points de base dans la seule journée du jeudi 12 mars, entraînant d'ailleurs les primes de risque de la dette privée dans leur sillage.

Une semaine plus tard, la BCE se prononçait à nouveau, ce qui, cette fois, a apaisé les marchés : l'institution s'est engagée à acheter 750 milliards d'euros supplémentaires en 2020 dans le cadre de son programme d'achats d'actifs.

Par la suite, la volatilité des marchés diminuant, les emprunts publics réputés pour leur qualité ont fait les frais du regain d'appétit pour le risque des investisseurs, forçant les taux sur la pente ascendante. La réponse a été aussi puissante qu'unanime : les banques centrales et les gouvernements des pays les plus puissants du monde n'ont pas hésité à afficher leur volonté de soutenir leurs économies. Pourtant, le mouvement fut de courte durée. La publication de chiffres macroéconomiques de plus en plus décevants et des prévisions d'inflation et de croissance moroses ont brisé le moral des investisseurs et alimenté leur retour vers l'aversion au risque. Sur le Vieux Continent, les taux ont rebroussé chemin pour revenir à leur niveau de début avril.

L'Italie, en plus d'être le pays d'Europe le plus violemment contaminé par le Covid-19, est aussi celui qui a subi le plus de pression des investisseurs puisqu'ils ont remis en question la soutenabilité de sa dette, faisant alors flamber les taux des emprunts publics. Malgré tout, l'histoire finit bien : l'Italie a bravé la menace d'une dégradation de la notation en territoire spéculatif, et l'appétit à l'égard des bons du Trésor italien est resté intact.

Bien que, dans le court terme, les rendements peuvent encore être tirés à la hausse, la BCE n'aura pas d'autre

choix que de poursuivre une politique monétaire ultra-accommodante en 2020. Outre le niveau d'inflation très faible, une pression à la baisse demeure sur les taux qui, sans réelles mesures fiscales de la part des Pays membres de l'Union européenne, risquent d'évoluer dans une fourchette sans réelle tendance. C'est pour cette raison que nous restons neutres quant à la durée de nos portefeuilles en euro.

La Fed sort le bazooka.

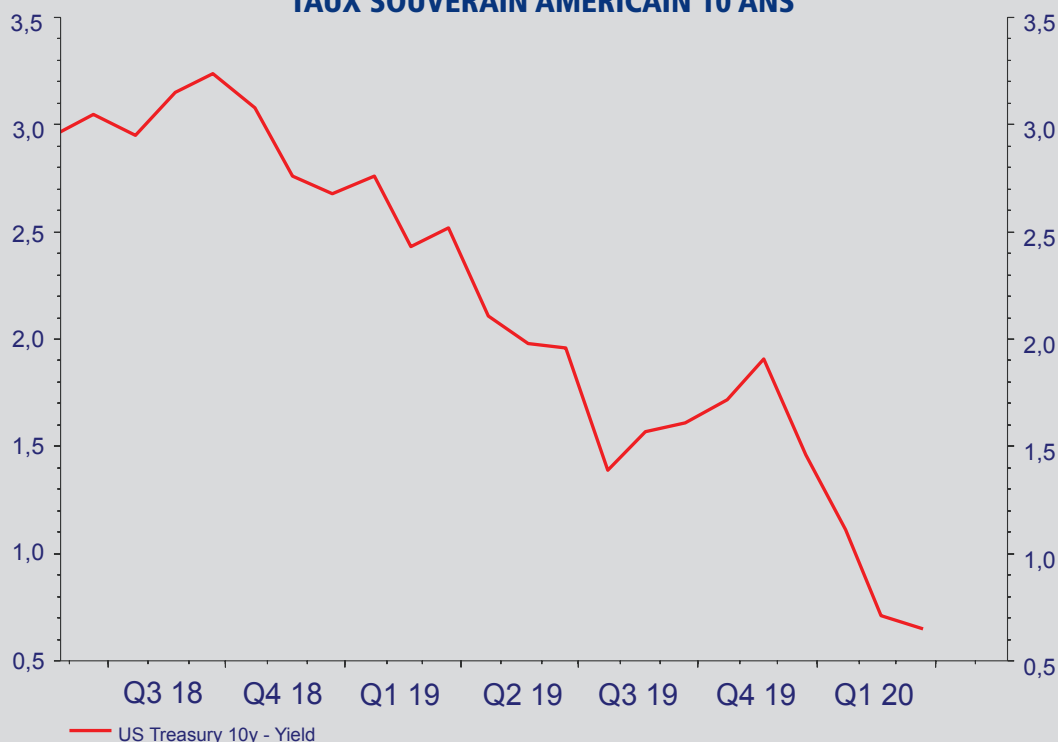
Sur les marchés américains, et plus particulièrement les taux souverains, nous nous sommes positionnés en faveur d'une diminution des taux courts. En effet, une inflation trop contenue a laissé entrevoir des probabilités asymétriques quant à l'évolution des taux américains. Grâce à cela, notre positionnement a fortement profité des anticipations, par la suite confirmées, d'une baisse des taux de la Fed.

Loin d'appliquer une pratique similaire à celle de la BCE, la Fed s'est montrée bien plus accommodante et a tapé du poing sur la table. Elle a procédé à deux réductions de ses taux directeurs en mars et a annoncé l'achat d'au moins 500 milliards de dollars de bons du trésor américain et 2000 milliards de dollars de créances hypothécaires.

Enfin, mars s'est achevé sur deux annonces puissantes venues de l'autre côté de l'Atlantique : tout d'abord, la Fed a promis un « quantitative easing » (QE) illimité dans le temps, puis le Congrès américain a voté le CARES act, un stimulus économique de 2000 milliards USD susceptible d'être renforcé davantage. En effet, la Banque centrale américaine a annoncé qu'elle achèterait autant de bons du trésor américain que cela s'avèrerait nécessaire en plus des créances hypothécaires, dans le but d'épauler le marché des taux et d'assurer son bon fonctionnement. Dans le même temps, le Gouvernement américain a procédé à la signature d'un accord bipartisan sur un plan de relance massif pour répondre à la crise que génère la pandémie de Covid-19. En ce qui concerne le plan de relance économique d'environ 2000 milliards de dollars que les dirigeants du Congrès et de l'administration Trump ont établi, il comprend des paiements directs aux contribuables ainsi que d'autres mesures de relance destinées aux sociétés.

Nous marquons une position neutre sur la courbe des taux américains, car nous pensons que la Fed s'efforcera de maintenir le coût de la dette publique à un faible niveau pour soutenir les besoins budgétaires du Gouvernement.

TAUX SOUVERAIN AMÉRICAIN 10 ANS



Source: Refinitiv Datastream

De plus, même si la volatilité sur les marchés a fortement baissé en mai, nombreuses sont les incertitudes qui demeurent quant à l'évolution du virus SARS-CoV-2, sans oublier que les tensions sino-américaines refont désormais surface.

Le crédit européen en voit de toutes les couleurs.

Ces derniers mois ont été complexes pour le marché du crédit. Les primes de risque se sont considérablement écartées en mars, les acteurs de marchés prenant pleinement conscience des risques liés à l'évolution de la pandémie. Dès lors, tous les secteurs ont été touchés, en témoigne la performance lourdement négative du début de période. L'implication économique d'un confinement globalisé et les dégradations de notation s'accroissant, l'appétit pour le risque des investisseurs s'est vu affecté de façon foudroyante. Avant même que l'épidémie ne se propage, notre vision inquiète de l'économie nous avait convaincus d'adopter une posture plutôt défensive à l'égard de la dette privée, en privilégiant les sociétés de qualité. Grâce à cette démarche, nous avons fait preuve d'une résilience certaine alors que le mois de mars était particulièrement difficile.

Dans un souci d'accomplissement d'une de ses missions qui consiste à préserver la stabilité des prix, la BCE n'a pas tardé à agir : elle a procédé au renforcement de son programme

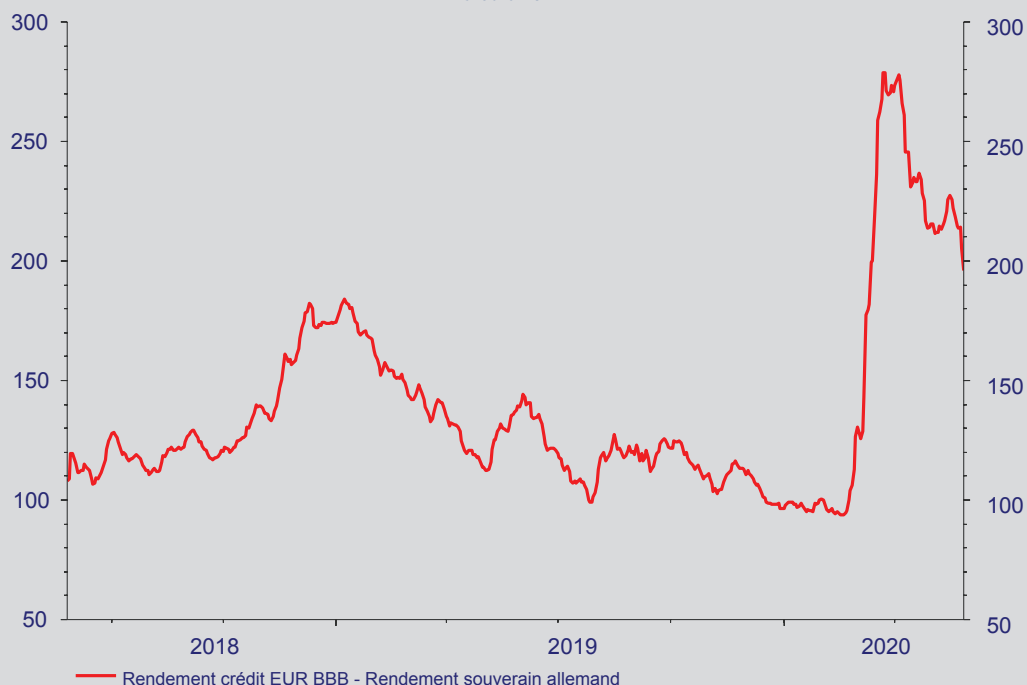
de rachats d'actifs, lequel concerne des rachats mensuels à hauteur de 120 milliards d'euros. La part allouée à la dette privée étant estimée à 20 milliards d'euros, la demande exceptionnelle de l'institution européenne a produit l'effet attendu : elle a su rassurer les marchés. Pourtant, la BCE n'a pas procédé à des changements révolutionnaires dans ses critères de sélection des titres achetés, reléguant aux oubliettes les obligations à hauts rendements.

L'écartement significatif des primes de risque a constitué l'opportunité d'obtenir un meilleur rendement dans les portefeuilles, nous incitant à une vision positive à l'égard du crédit. Cela étant, cette démarche a eu lieu dans le respect de certaines conditions : la sélection s'oriente en particulier vers la dette de sociétés peu exposées à la pandémie, dont le bilan financier est robuste et qui sont éligibles aux rachats de la BCE. D'ailleurs, ce dernier élément nous a permis d'éviter les titres dont la notation pourrait être abaissée dans la catégorie « spéculative », et qui ne seraient donc plus éligibles aux rachats supplémentaires de la BCE.

Depuis la mi-mai, le marché de la dette privée a repris des couleurs printanières, ce dont notre positionnement a particulièrement bénéficié. Notre vision du crédit européen reste intacte, mais nous continuons à faire preuve de prudence.

CRÉDIT EUROPÉEN : PRIMES DE RISQUE

Crédit EUR BBB



Source: Refinitiv Datastream

Le crédit américain se remet sur pied.

Le marché du crédit américain a connu une situation semblable à celle de son homologue européen : mars a été vecteur d'un large écartement des primes de risque avant que celles-ci ne se resserrent en avril.

Malgré des perspectives économiques désastreuses et des chiffres du chômage touchant des records historiques, la Fed a su se montrer très réactive pour calmer les investisseurs. Dans un premier temps, elle a agi en appliquant des baisses de taux puis en injectant des liquidités en masse. Ainsi, l'institution américaine a divulgué la mise en place d'un programme d'achats d'actifs semblable à celui de la BCE, qui inclurait la dette privée et notamment la dette privée de grade spéculatif si une société venait à subir une dégradation de sa note dans cette catégorie.

Ces annonces fortes ont requinqué le marché du crédit américain, particulièrement convoité lors des émissions massives enregistrées en avril. Ce resserrement des primes de risque a constitué l'occasion de profiter de notre positionnement. En effet, préalablement à cet état de fait, nous avions trouvé une opportunité dans les rendements accrus de la classe d'actifs, surtout à l'égard des sociétés dont le risque de crédit est moindre. Aussi, nous préservons cette vision positive envers la dette privée de qualité.

Rester sereins et voir plus loin.

Ces trois derniers mois, les marchés actions ont connu leur lot de rebondissements. En effet, alors que l'expectative d'une récession plombait le moral des investisseurs depuis quelques temps, les tristes perspectives dessinées par la propagation de l'épidémie de Covid-19, fin janvier, dans un contexte économique déjà anémique, ont suffi à plonger les marchés actions dans une phase de correction aussi rapide que brutale. En l'espace d'un mois, du 19 février au 23 mars, un épisode de sell-off, hautement volatile, a fait perdre du terrain aux principaux indices américains, de l'ordre de 30%-35% et à leurs homologues européens, de 35%-40%. Ce mouvement, majoritairement indifférencié, reflétait davantage l'anxiété des investisseurs face à une situation encore inédite que l'expression d'une réaction rationnelle.

Sur le plan politique, l'heure était donc à l'action conjointe des banques centrales et des gouvernements pour rassurer au maximum les investisseurs. La Réserve fédérale américaine (Fed) a abaissé ses taux à deux reprises en mars, les portant de 1,50%-1,75% à 0,00%-0,25%, et a annoncé le retour de rachats massifs de bons du Trésor et de prêts immobilier titrisés (initialement pour \$700Mds) afin de générer de la liquidité sur le marché interbancaire et de limiter le stress sur le crédit. Le Gouvernement américain a amorcé le CARES Act tandis que des plans de relance similaires ont été votés par les gouvernements européens. De son côté, la BCE mettait à disposition des fonds pour assurer la liquidité sur le marché du crédit court terme, ainsi qu'un plan d'urgence pandémie de 750Mds EUR.

Il ne fait aucun doute que le sentiment de marché s'est nettement amélioré ces deux derniers mois, les stimuli économiques évoqués précédemment produisant l'effet escompté. Toutefois, nous continuons de monitorer son évolution et restons alertes, conscients que la pandémie laissera de nombreuses séquelles sur l'économie. Aujourd'hui, les indicateurs économiques avancés sont en berne, la reprise se retrouve menacée par des taux de chômage record, et des pans entiers du secteur de l'industrie et des loisirs luttent contre l'obsolescence alors que la crise sanitaire n'a fait qu'accélérer les tendances socio-économiques sous-jacentes telles que la digitalisation et l'uberisation de l'économie. Ces observations auxquelles s'ajoute la solidité financière des grands noms de la Tech américaine ont considérablement favorisé le Nasdaq lors du rebond des deux derniers mois, alors que les valorisations redevenaient relativement intéressantes suite au sell-off. L'indice affichait alors une

performance de +3,92% depuis le début de l'exercice (+7,14% en EUR) à la clôture du vendredi 22 mai. Le Nasdaq semble avoir servi de créneau refuge sur le marché actions alors que l'un des plus gros ETF Nasdaq de la Place, avec près de \$110Mds d'actifs sous gestion, enregistrait un nouveau record en mars avec près de \$5Mds de collecte nette.

Par conséquent, le rebond a revêtu un caractère plus discriminant que le sell-off. En effet, les investisseurs se sont nettement positionnés en faveur des titres de qualité, souvent considérés comme des valeurs de croissance, adéquatement positionnées pour tirer profit des tendances séculaires. Il s'agit donc de titres qui offrent de belles perspectives en termes d'évolution des ventes et des marges, qui maîtrisent leur endettement et génèrent des liquidités suffisantes pour s'autofinancer et, idéalement, financer des projets de croissance inorganique et/ou de retour aux investisseurs. En revanche, les valeurs plus cycliques et/ou exposées aux secteurs frappés de plein fouet par les mesures d'endiguement de la pandémie demeurent extrêmement volatiles et évoluent par à-coups, au gré des discours interventionnistes des gouvernements et des banques centrales et de l'évolution des données sanitaires et économiques. Les secteurs où la demande se veut la plus élastique et où l'adaptation au nouveau paradigme est relativement facile rebondissent naturellement plus vite.

Comme nous l'avons déjà évoqué plus haut, nous suivons le rebond, mais nous ne courons pas après lui à tout prix. Tout d'abord, nous pensons que les bonnes surprises issues des dernières publications trimestrielles ne reflètent pas nécessairement la réalité de la situation. En effet, l'impact de la crise sanitaire reste limité aux deux dernières semaines de mars dans la majorité des cas, alors que les estimations de résultats avaient déjà subi de fortes corrections. Ensuite, depuis mi-avril, les niveaux de valorisation des principaux indices occidentaux ont dépassé les niveaux atteints au top des marchés actions en février, alors que l'ombre d'une récession plane toujours sur l'économie mondiale. Enfin, nous envisageons la possibilité d'un second mouvement de correction, soit global si l'ampleur de la reprise économique et les résultats des prochains trimestres venaient à décevoir, soit ciblé, à l'instar de ce que le Nasdaq a pu connaître lors des crises précédentes, lorsque les investisseurs prennent leurs bénéfices et redéployent leurs actifs sur l'ensemble du spectre actions.

Cependant, ce n'est un secret pour personne : chaque situation compliquée recèle des opportunités. Dès lors, nous adoptons une approche neutre vis-à-vis du marché actions tout en privilégiant les secteurs et valeurs défensives, et en gardant à l'esprit que cet épisode boursier peut offrir de très belles opportunités d'investissement à moyen, voire long terme, dans des secteurs ou des actifs spécifiques, hautement dévalorisés du fait d'une situation potentiellement complexe à court terme.

Dans la réalité sectorielle, cela se traduit par le fait que nous continuons d'éviter le secteur des Matériaux, particulièrement sujet à la volatilité et qui devrait essuyer de lourds revers dans un contexte de demande atone. De leur côté, les sociétés aurifères présentent pourtant des qualités défensives que nous valorisons positivement même si nous pensons que le cours de l'or devrait se stabiliser autour de \$1700/once pour quelques temps.

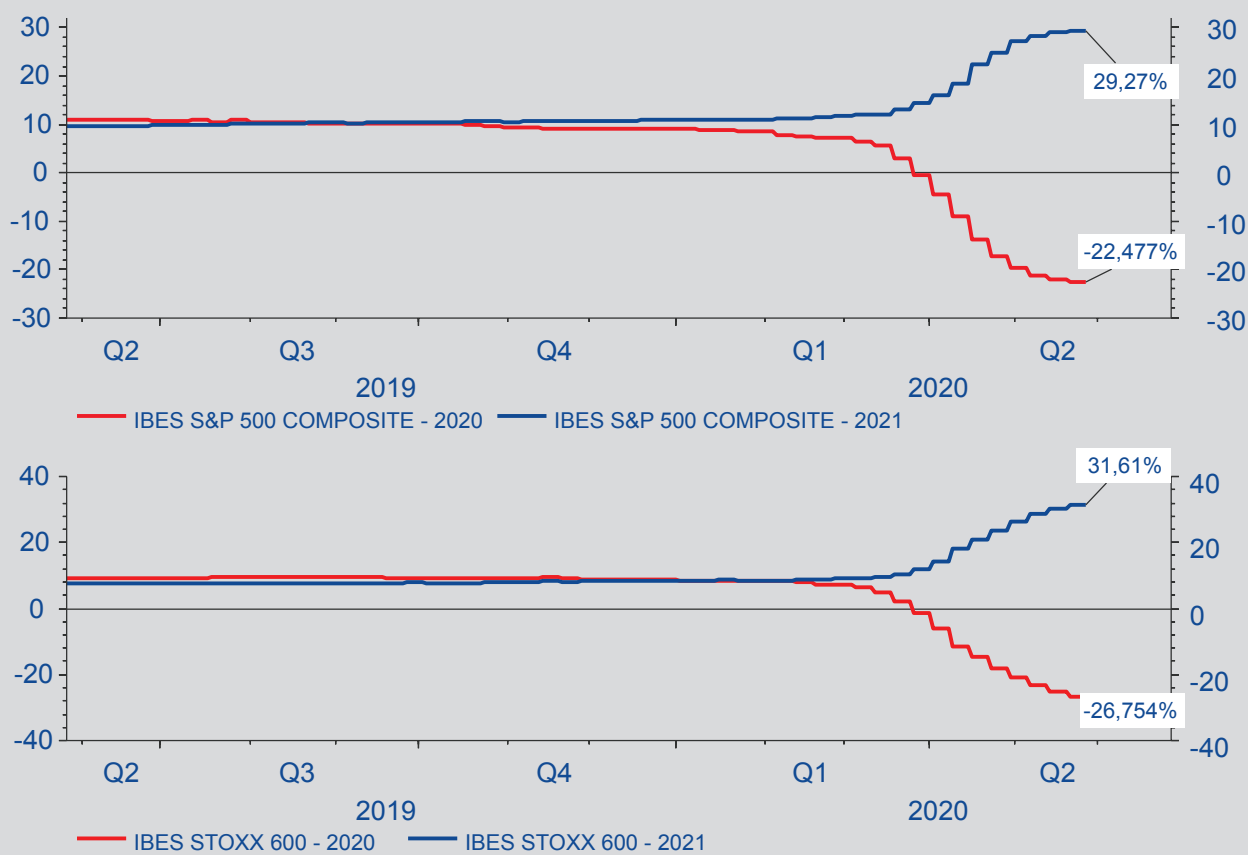
Le secteur de l'Énergie nous inspire également de la retenue au vu des évolutions récentes observées sur le marché du brut. En effet, la crise sanitaire a fait considérablement dégringoler la demande, une partie non négligeable de l'industrie mondiale se retrouvant brutalement à l'arrêt et l'économie fléchissant de concert. Puisqu'elle se retrouve combinée à une rationalisation difficile de la production mondiale du fait des coûts très lourds engendrés par le redémarrage des puits de schiste aux États-Unis en cas d'arrêt, et des tensions géopolitiques entre les États-Unis et les principaux membres de l'OPEP+ que sont l'Arabie Saoudite, la Russie et le Mexique, cette chute de la demande entraîne nécessairement un plongeon des cours et de lourdes incertitudes. Les cours du brut étaient même passés en territoire négatif pour la première fois de leur histoire fin avril, alors que l'Arabie Saoudite et la Russie avaient annoncé, en mars, ouvrir les vannes en guise de représailles contre l'interventionnisme de Donald Trump. Depuis, les parties sont parvenues à un accord en demi-teinte, et la situation est désormais stabilisée même si les investisseurs peinent à être apaisés.

Ce trimestre, nous délaissions également l'Immobilier, notamment l'immobilier commercial et de bureaux que nous jugeons à risque du fait de la situation sanitaire : elle aura inmanquablement des répercussions économiques à moyen terme et générera des craintes liées à la solvabilité des preneurs de baux. Si l'accélération des tendances économiques sous-jacentes évoquée précédemment se confirme, nous craignons que les centres commerciaux perdent de leur attractivité à long terme, puisqu'ils seront plus que jamais concurrencés par la vente en ligne. Finalement, nous pensons que l'expérience du confinement et du travail à distance aura modifié la vision des entreprises quant à leurs besoins immobiliers, et que la dégradation du marché de l'emploi et des taux d'emprunt de l'économie réelle aura potentiellement un impact sur l'immobilier résidentiel.

Nos choix se portent donc sur les secteurs des Services de Communication et de la Santé. Le premier offre l'avantage non négligeable d'être exposé à des valeurs résilientes (à l'instar des opérateurs de téléphonie) et de croissance (dans le chef des géants de l'Internet), tandis que le dernier tire profit de son caractère défensif, de la dynamique positive offerte par le contexte actuel, et, aux États-Unis, de perspectives qui ne sont plus entachées par la nomination éventuelle d'Elisabeth Warren ou de Bernie Sanders à la candidature démocrate.

Finalement, nous relevons notre exposition au secteur des Services aux Collectivités qui offre, en dépit de son endettement net relativement élevé, la sécurité et la visibilité d'un secteur fortement régulé. Les derniers résultats ont prouvé la résilience du modèle : les bénéfices relevés s'affichent en croissance moyenne de 6,5% au dernier trimestre, soit la meilleure performance sectorielle devant la Santé. De plus, les estimations de croissance et de bénéfices sont majoritairement maintenues et les investissements dans les projets de développement inchangés. Par conséquent, ceci offre une visibilité qui devrait être appréciée des investisseurs.

ÉVOLUTION DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES S&P 500 ET STOXX 600



Source: Refinitiv Datastream

Le dividende : un tiens vaut mieux que deux tu l'auras.

Dans un contexte où les taux d'intérêts s'affichent constamment à la baisse, nombreux sont les investisseurs qui se demandent si les actions à rendement de dividende élevé peuvent se substituer aux produits obligataires en jouant le rôle qu'ils détiennent d'usage, notamment en matière de distribution d'un flux de trésorerie ininterrompu et prévisible permettant de parer aux dépenses et à l'inflation.

Cette note apporte un éclairage sur la nature du dividende, sa fonction dans une stratégie d'investissement et les sociétés qui offrent un rendement élevé dans l'environnement actuel.

Pour une entreprise, distribuer des dividendes constitue la façon la plus directe de restituer aux actionnaires une partie des bénéfices engrangés pendant l'année. En fait, cinq options s'offrent aux sociétés pour déployer leurs bénéfices : réduire la dette, payer un dividende, racheter leurs actions, réinvestir ou poursuivre une croissance externe par le biais d'acquisitions. Par nature, soyons clairs : aucun choix n'est meilleur qu'un autre. En revanche, c'est davantage la période et les situations spécifiques qui déterminent quelle peut être l'allocation optimale parmi tous ces choix.

Généralement, les entreprises qui octroient des dividendes sont plus stables, bien établies et affichent un taux de croissance modéré. À l'opposé, celles qui se trouvent dans une phase de croissance rapide tendent à conserver leurs bénéfices et à les réinvestir afin de générer une croissance dite « organique ».

Par ailleurs, soulignons que les sociétés qui versent des dividendes se montrent en principe plus efficaces dans leur utilisation du capital (les risques de gaspillage au titre d'opérations extraordinaires sont moindres). Par conséquent, elles sont moins enclines à falsifier leurs rapports comptables : dans un contexte qui les contraint à répondre aux exigences de paiement de dividendes, manipuler leur comptabilité financière devient beaucoup plus difficile.

Il existe toutefois un vrai bémol : les dividendes sont taxés, ce qui amène certains investisseurs à penser que leur capital pourrait être mieux alloué. Toutefois, la discipline financière nécessaire à assurer le paiement régulier d'un dividende fait plus que compenser ce rendement amoindri. De plus, les dividendes véhiculent un message clair et puissant quant aux perspectives et performances futures. Les dividendes sont des promesses publiques qu'une entreprise se doit d'honorer grâce à une génération de caisse conséquente. Ainsi, réduire ses dividendes peut être à la fois embarrassant pour la Direction et dommageable pour l'actionnaire d'une entreprise.

Comment gérer les dividendes dans un portefeuille-titres ?

Distribuer un dividende équivaut à payer un coupon dans le cadre d'une obligation. Toutefois, le dividende revêt un caractère plus défensif et permet à l'investisseur de détenir une participation au capital risque d'une entreprise. Par ailleurs, il constitue également un moyen de limiter le risque de la durée d'une action, tout comme un coupon diminue la durée d'une obligation.

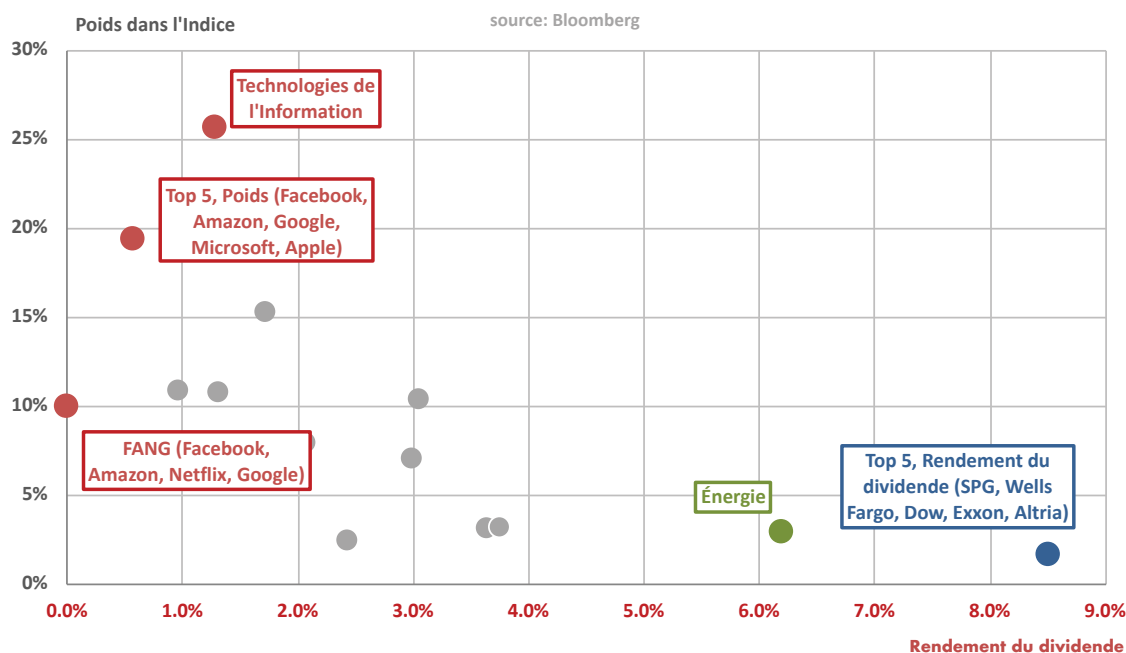
Il existe plusieurs façons d'investir dans un portefeuille de style « high dividend », notamment en se concentrant sur :

- des titres à rendement élevé (normalement issus des secteurs à faible croissance) pour maximiser le rendement total du portefeuille ;
- des titres dont le dividende est modeste mais en croissance, l'idée étant de s'exposer à des titres aux bonnes perspectives financières, toujours en progression et privilégiant les marges et le retour à l'actionnaire ;
- des titres qui ne paient pas de dividende actuellement (souvent en raison d'une acquisition, d'une situation d'endettement excessive ou de circonstances négatives) mais qui consentent les efforts nécessaires au redressement de leur finances et sont susceptibles de verser un paiement prochainement. L'initiation d'un dividende constitue un signal très fort, et véhicule l'idée selon laquelle la situation de stress fait partie du passé et que les perspectives s'améliorent.

N'oublions pas non plus qu'un portefeuille-titres à rendement élevé permet implicitement de s'exposer à des thématiques diverses et variées, sur le plan sectoriel mais également de style. Le graphique suivant parle de lui-même : les secteurs les plus généreux sont liés aux matières premières (Matériaux et Énergie) ou plus défensifs comme la Consommation discrétionnaire et les Services aux Collectivités.

MSCI USA

source: Bloomberg



Secteur / Groupe	Poids dans l'indice	Rendement du dividende
Technologies de l'information	25,7%	1,3%
Santé	15,3%	1,7%
Biens de consommation discrétionnaire	10,9%	1,0%
Services de communication	10,8%	1,3%
Finance	10,5%	3,0%
Industrie	8,0%	2,1%
Biens de consommation de base	7,1%	3,0%
Services aux collectivités	3,2%	3,6%
Immobilier	3,1%	3,8%
Énergie	3,0%	6,2%
Matériaux	2,5%	2,4%
MSCI USA	100,0%	2,0%
FANG (Facebook, Amazon, Netflix, Google)	10,0%	0,0%
Top 5, poids (Facebook, Amazon, Google, Microsoft, Apple)	19,5%	0,6%
Top 5, Rendement du dividende (SPG, Wells Fargo, Dow, Exxon, Altria)	1,7%	8,5%

De plus, le paiement des dividendes s'effectue en liquide. Dès lors, seules les entreprises dont la génération de trésorerie est de qualité (il ne s'agit pas seulement d'une question de bénéfices comptables) sont en mesure d'en offrir copieusement. En somme, si vous cherchez des entreprises extrêmement rentables, dont la croissance est stable et qui appartiennent aux secteurs plutôt « value », le style dividende est exactement ce qu'il vous faut !



Que deviennent les dividendes dans le contexte actuel ?

Depuis le début de cette année, alors que s'est propagé le Covid-19 à travers le monde, bon nombre de sociétés ont été contraintes de réduire voire supprimer totalement leurs dividendes. En effet, l'arrêt de l'activité économique, le manque de visibilité, sans oublier la pression des gouvernements dans certains cas, contraignent les entreprises à faire des réserves de liquidités pour garantir une meilleure solidité de leur bilan.



Traditionnellement, les secteurs les plus généreux sur le plan des rendements de dividendes sont les secteurs de la Finance et de l'Énergie. Or, en cette période inédite, il s'avère qu'ils se retrouvent également parmi les plus fragiles. Depuis le début de 2020, les sociétés dont les distributions de dividendes aux actionnaires ont été limitées rassemblent de grands noms : Royal Dutch Shell, Eni, Société Générale et Intesa San Paolo. Par ailleurs, le fléchissement des dividendes n'est pas un phénomène isolé aux secteurs cycliques. En effet, même au sein des secteurs traditionnellement considérés comme étant défensifs, à l'instar de la Consommation de base, les sociétés réduisent la voilure en matière de distribution de dividendes. AB Inbev et Heineken, les deux géants de la production de bière, en sont des exemples parlants.

Cela dit, il existe certaines sociétés pour lesquelles cet environnement compliqué n'est pas un obstacle, puisqu'elles demeurent capables de verser des dividendes substantiels. Elles affichent une génération de flux de trésorerie intacte, et les plus privilégiées sont même capables de tirer profit de cette crise, ce qui leur permet d'envisager de relever leurs dividendes.

Dans ce contexte, certains thèmes et secteurs tirent à merveille leur épingle du jeu: la Santé, le Transport maritime et la Consommation non-discrétionnaire.

Qui plus est, à l'avenir, les dividendes pourraient gagner davantage en attractivité, non seulement en raison des taux d'intérêts extrêmement bas mais aussi parce que les entreprises ont limité leurs plans d'achats d'actions (« buybacks »). Sans eux, les marchés actions sont susceptibles de ne progresser que de façon très limitée. De ce fait, la source de rendement qu'offrent les dividendes n'en serait alors que plus convoitée.

Comment proposons-nous une exposition à la thématique des dividendes ?

BCEE Asset Management propose un produit financier dont les caractéristiques permettent de bénéficier d'une exposition à la thématique des dividendes : le fonds Lux-Equity High Dividend. Ce portefeuille compte environ 60 actions globales, et offre un rendement d'environ 3,7%.

Disclaimer :

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenue dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A.. Les données à caractère personnel collectées pour l'envoi du Panorama Financier sont traitées dans le strict respect de la législation relative à la protection des données à caractère personnel. Ainsi, vous disposez entre autre d'un droit d'accès et de rectification de ces données. Vous pouvez également mettre fin à l'envoi du Panorama Financier. Pour cela, il vous suffit d'envoyer votre demande par e-mail à l'adresse suivante : secretariat@bcee-am.lu ou bien par courrier à l'adresse suivante : BCEE Asset Management, 6a rue Goethe, L-1637 Luxembourg. Dans le cas où vous vous seriez abonné en ligne, il vous est possible de vous désinscrire en indiquant votre adresse email à l'adresse suivante : <https://www.bcee.eu/Entreprises/Clientèle-Institutionnelle/BCEE-Asset-Management/Se-désabonner>.