

Revenus du capital

Les dividendes



Allianz 
Global Investors

Comprendre. Agir.





Sommaire

4 Revenus du capital : les dividendes

- 6 Les dividendes : un moteur de performance clé dans un environnement de taux et de rendements faibles
- 7 Les dividendes : source de stabilité du portefeuille
- 11 Perspectives : analyse de la pérennité des dividendes
- 13 Comprendre. Agir.

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Ann-Katrin Petersen (akp),
Stefan Scheurer (st)

Source des données, si non précisées :
Thomson Reuters Datastream

Revenus du capital : les dividendes

Dans la plupart des pays développés, les rendements actuels des emprunts d'État oscillent en territoire négatif ou, tout au moins, se situent à des niveaux insuffisants pour assurer la préservation du capital. Par conséquent, l'attention se tourne de plus en plus vers les dividendes comme source de revenus du capital ; cela est d'autant plus pertinent que la hausse graduelle des taux d'inflation a placé la question de la « reflation » au cœur du débat

Graphique n°1 : mondialisation des rendements négatifs

Rendement générique des emprunts d'État, en %

	3M	1A	2A	3A	4A	5A	6A	7A	8A	9A	10A	15A	20A	30A
Alemagne	-0.99	-0.78	-0.77	-0.78	-0.68	-0.55	-0.41	-0.29	-0.15	0.00	0.19	0.44	0.69	0.93
France	-0.90	-0.74	-0.66	-0.51	-0.33	-0.14	-0.10	0.04	0.25	0.49	0.66	1.05	1.34	1.62
Italie	-0.46	-0.28	-0.18	-0.07	0.19	0.54	0.82	1.13	1.37	1.50	1.74	2.12	2.41	2.88
Pays-Bas	-1.11		-0.72	-0.72	-0.66	-0.38	-0.35	-0.18	0.01	0.18	0.33			1.02
Belgique	-0.85	-0.69	-0.68	-0.61	-0.54	-0.41	-0.24	-0.13	0.14	0.35	0.52	0.99	1.05	1.60
Australie		-0.64	-0.66	-0.63	-0.50	-0.38	-0.21	-0.12	0.07	0.23	0.41	0.88		1.30
Finlande		-0.71	-0.66	-0.65	-0.54	-0.48	-0.29	-0.06	0.00	0.23	0.34	0.73		1.00
Suisse*		-0.94	-0.96	-0.89	-0.76	-0.67	-0.56	-0.48	-0.35	-0.29	-0.19	0.09	0.21	0.39
Suède*	-0.80	-0.84	-0.63		-0.38	-0.13		0.12				0.89		
Danemark*	-0.68		-0.53			-0.28					0.31			0.95
Royaume-Uni*	0.16	0.12	0.08	0.12	0.34	0.49	0.69	0.81	0.95		1.24	1.63	1.77	1.88
États-Unis	0.50	0.81	1.19	1.45		1.93		2.25			2.44			3.07
Japon	-0.39	-0.31	-0.18	-0.16	-0.12	-0.11	-0.08	-0.06	-0.02	0.01	0.05	0.24	0.58	0.72

* Pays hors zone euro

Les taux de rendement générique des emprunts d'État permettent de suivre l'évolution des rendements des emprunts d'État de référence. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Sources : Bloomberg, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research. Données au 2 janvier 2017.

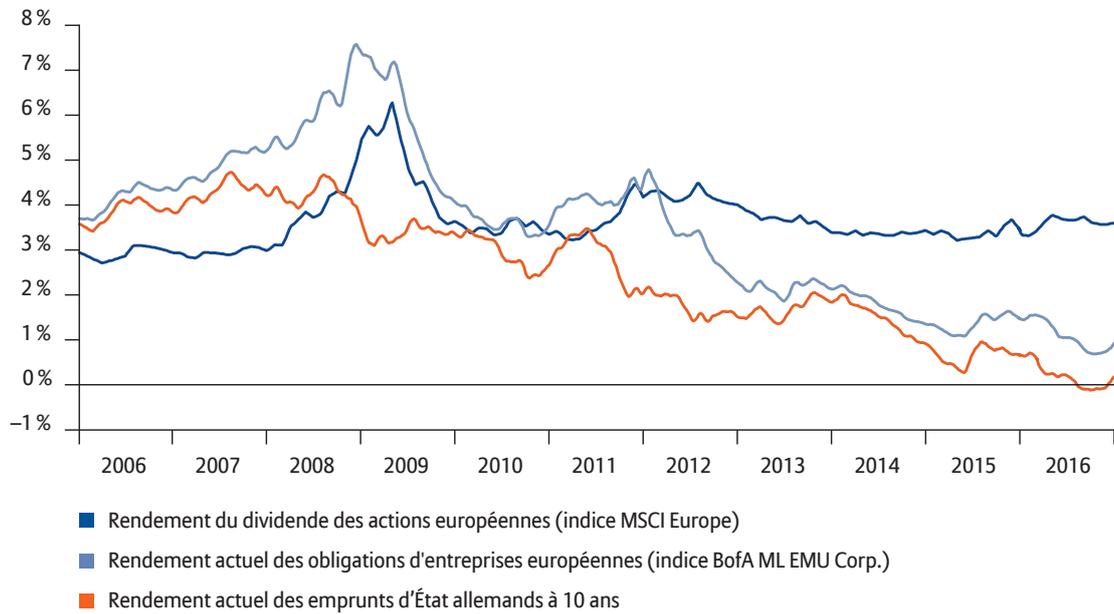
À la fin 2016, environ 28% de l'ensemble des emprunts d'État des économies développées en circulation affichaient des rendements négatifs, comme le montre notre tableau de bord [AllianzGI QE Monitor](#). La situation est particulièrement impressionnante en Europe et au Japon. Or, une fois que les investisseurs ont intégré l'inflation, il est clair que les rendements nominaux des autres segments de l'univers obligataire sont eux-mêmes insuffisants pour préserver le pouvoir d'achat réel. Même si les rendements sont actuellement positifs aux États-Unis, par exemple, les rendements réels (rendements nominaux moins le taux d'inflation) restent négatifs, y compris pour des maturités allant jusqu'à dix ans. Épargner dans ces conditions entraîne forcément une perte de pouvoir d'achat. Un tel

investissement ne permet pas de préserver le pouvoir d'achat, encore moins d'accumuler du capital. Il est donc naturel que les dividendes soient de plus en plus considérés comme les nouveaux « **intérêts sur actions** », même si la volatilité constitue un élément indissociable des investissements en actions.

Les stratégies centrées sur les dividendes représentent un intérêt certain dans un environnement de rendements négatifs, ou tout au moins, de rendements faibles. La divergence entre les rendements du dividende et les rendements des emprunts d'État ou des obligations d'entreprises n'a jamais été aussi significative au vu des données historiques, tout au moins dans le cas des entreprises européennes.

Graphique 2a : les actions européennes affichent des rendements du dividende attrayants

Rendements du dividende (MSCI Europe) par rapport aux rendements des emprunts d'État allemands (à 10 ans) et des obligations d'entreprises européennes.

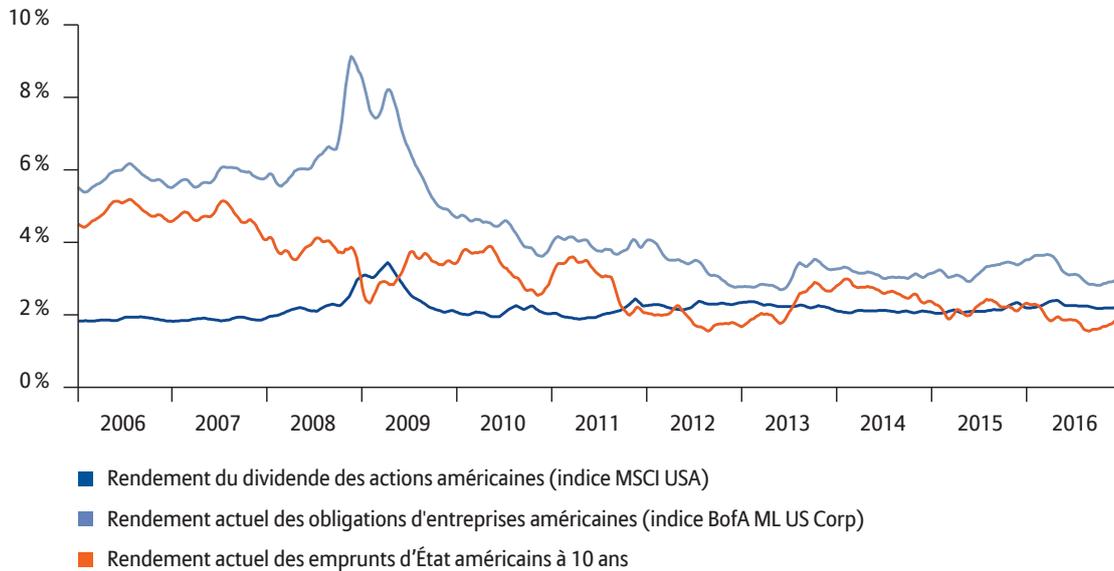


Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source : Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Economics&Strategy 05/01/2017

Graphique 2b : rendements du dividende des actions américaines

Rendements du dividende (MSCI USA) par rapport aux rendements des emprunts d'État américains (à 10 ans) et des obligations d'entreprises américaines.

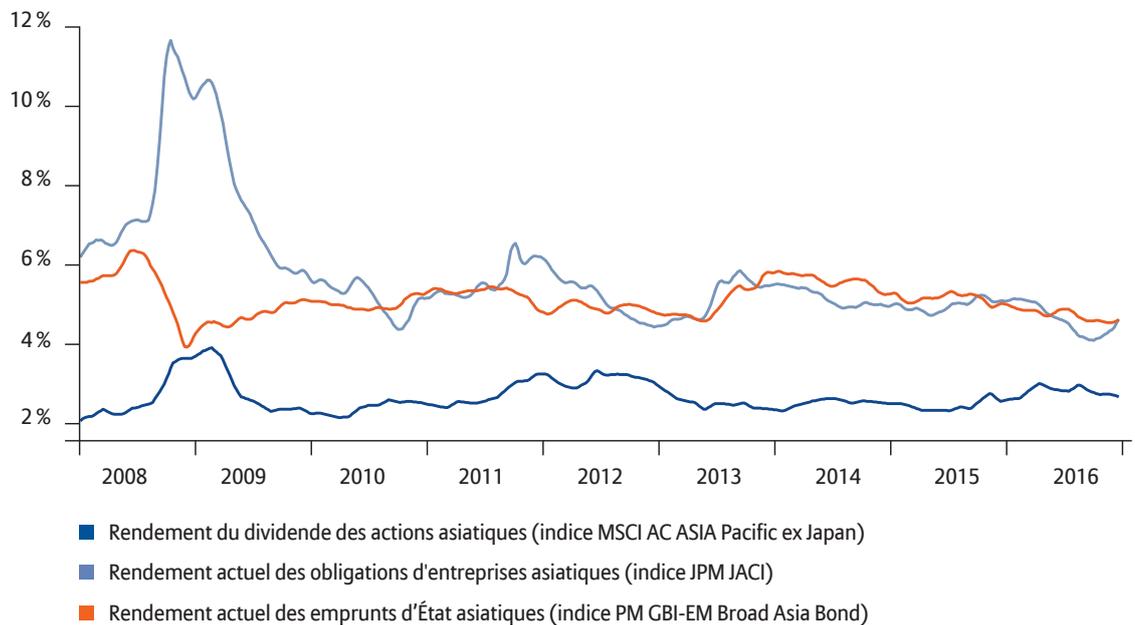


Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source : Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Economics&Strategy 05/01/2017

Graphique 2 c : rendements du dividende des actions asiatiques

Rendements du dividende (MSCI ASIA ex Japan) par rapport aux rendements des emprunts d'État asiatiques et des obligations d'entreprises asiatiques.



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Source : Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Economics&Strategy 05/01/2017

Pour les investisseurs, l'évaluation du succès potentiel de toute stratégie centrée sur les valeurs de rendement impose deux questions préalables :

1. Quels avantages offrent les stratégies de dividendes aux investisseurs de long terme ?
2. Dans l'environnement de marché actuel, quelle performance future peut-on attendre des rendements du dividende ?

D'une manière générale, les stratégies de dividendes ciblent les entreprises :

1. capables de générer des rendements du dividende supérieurs à la moyenne au sein de leur indice de marché respectif,
2. affichant un potentiel de croissance des dividendes, et
3. offrant une politique et un *track-record* de dividendes fiables

Les dividendes : un moteur de performance clé dans un environnement de taux et de rendements faibles

Comparées à leurs homologues internationaux, les entreprises européennes ont une politique de dividende plus favorable aux investisseurs. À la fin 2016, leur rendement du dividende moyen, tous segments de marché confondus, atteignait environ 3,5% (base : MSCI Europe). Cibler des titres versant

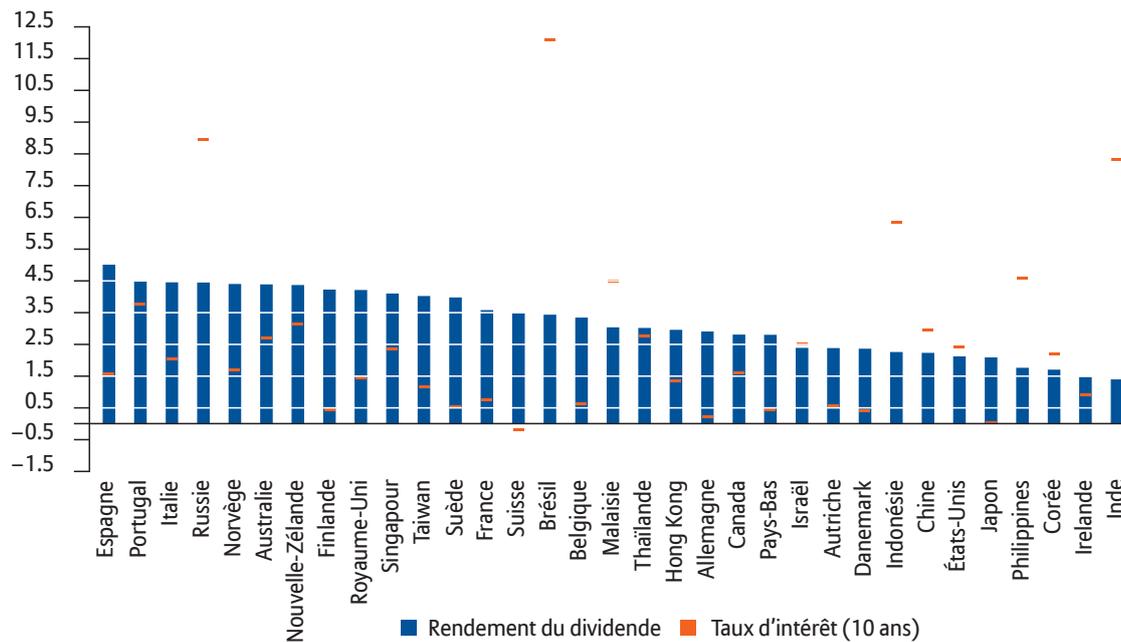
des dividendes élevés a permis d'accroître encore le rendement du dividende du portefeuille. Toutefois, le rendement du dividende ressort, en outre, largement supérieur à celui des emprunts d'État à 10 ans dans d'autres régions (graphique n°3). Dans ce registre, les entreprises de pays de la zone euro tels que l'Espagne, le Portugal et l'Italie se classent en tête, notamment grâce à leurs faibles niveaux de valorisation. Le rendement du dividende de l'indice MSCI-USA semble très modeste en comparaison, même s'il

ne faut pas oublier que les entreprises américaines, contrairement aux entreprises européennes, ont une tendance plus marquée à procéder à des rachats d'actions, plutôt qu'à verser des dividendes. Les plans

de rachats d'actions, cependant, ne sont finalement rien d'autre que des bénéfices versés à un cercle plus restreint d'actionnaires.

Graphique 3 : les rendements du dividende sont attrayants à travers le monde entier

Rendements du dividende (indices MSCI) rapportés aux taux d'intérêt des emprunts d'État à 10 ans



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Sources : Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research, au 30/12/2016

Les dividendes : source de stabilité du portefeuille

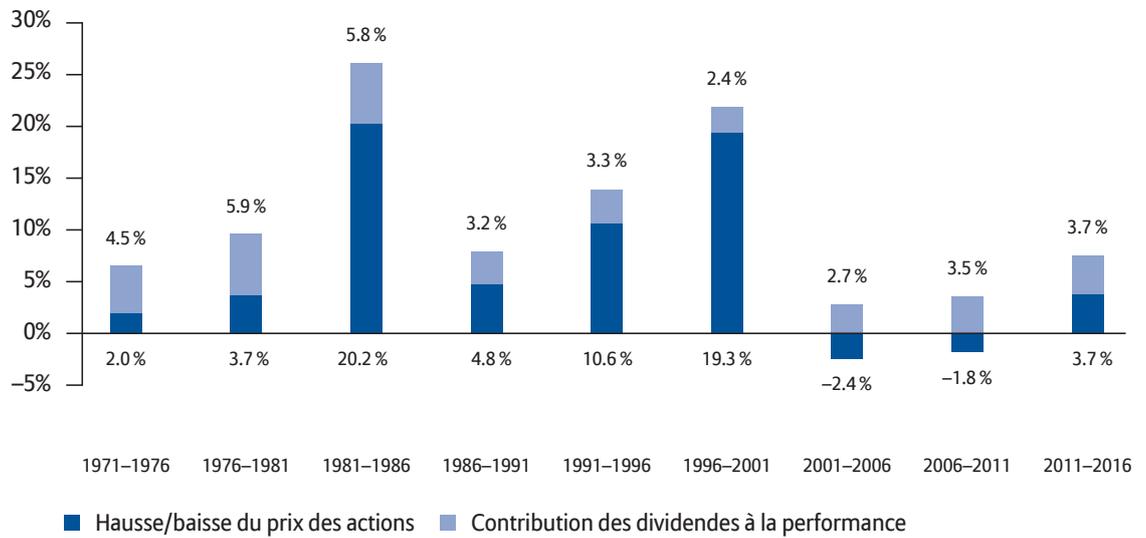
Parallèlement, on remarque que les dividendes sont en mesure d'accroître la stabilité du portefeuille.

Par le passé, les investisseurs en actions européennes étaient les principaux bénéficiaires de versements de dividendes élevés, qui contribuaient à stabiliser la performance globale dans les années de baisse des marchés d'actions. Les dividendes parvenaient

à compenser, en partie ou même en totalité, le recul des prix des actions (graphique n°4 a-c). Sur la période 1971 – 2016, la contribution des dividendes à la performance totale annualisée de l'indice MSCI Europe a atteint environ 38%. Mais dans d'autres régions, comme en Amérique du Nord (MSCI North America) ou en Asie-Pacifique (MSCI Pacific), environ un tiers de la performance globale provient des dividendes, même si le rendement absolu du dividende y est plus faible (graphique n°4 a-c).

Graphique 4 a : les dividendes – un facteur de stabilisation des portefeuilles

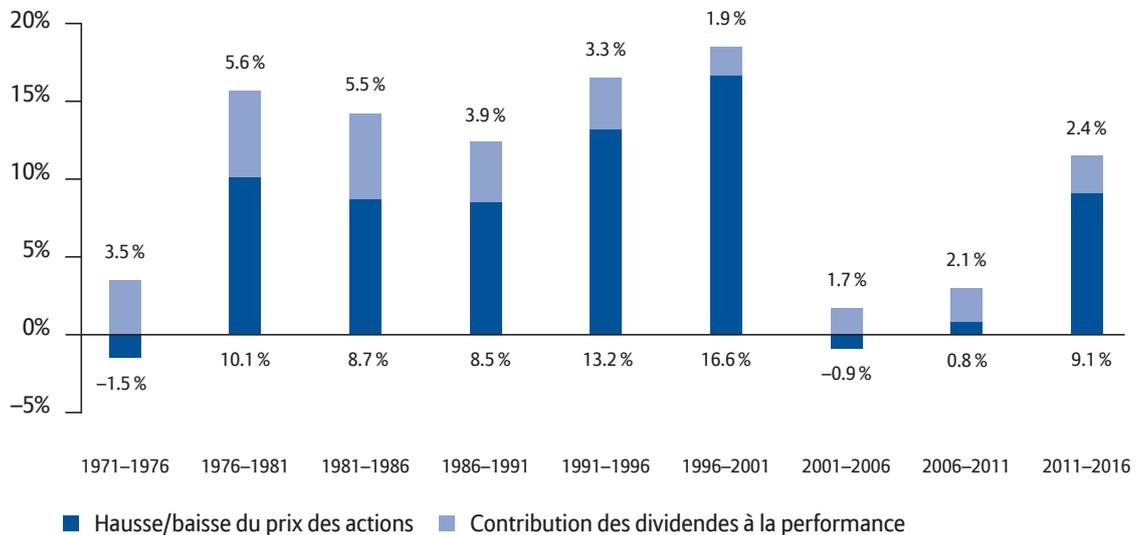
Contribution des dividendes à la performance et du prix des actions de l'indice MSCI Europe depuis 1971 sur des périodes de cinq ans (en % par an)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Sources : Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research, au 30.12.2016

Graphique 4 b : les dividendes – un facteur de stabilisation des portefeuilles

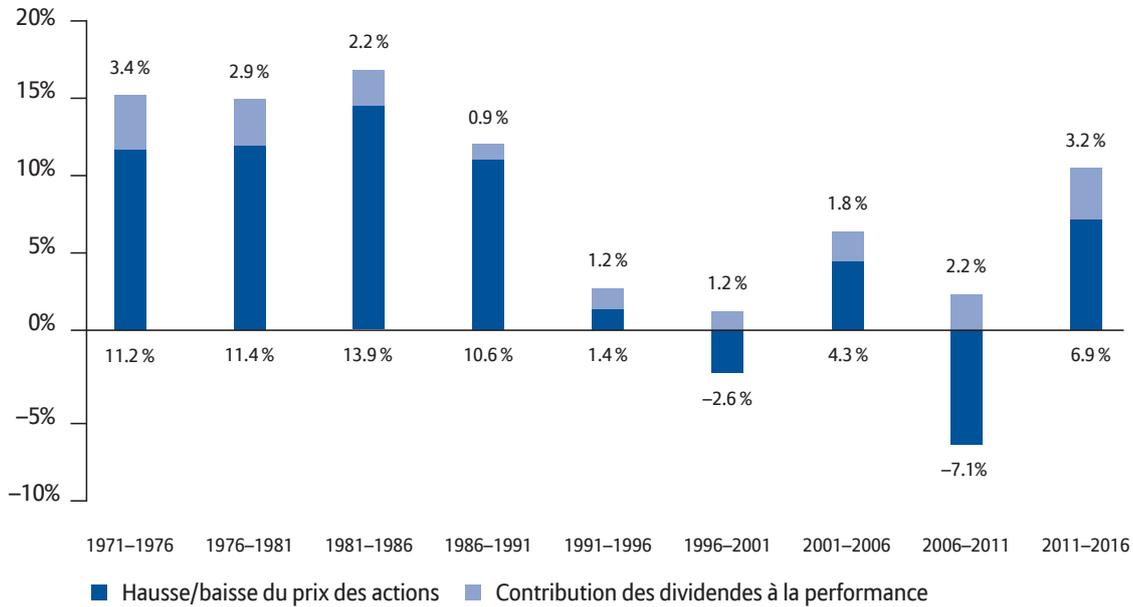
Contribution à la performance des dividendes et du prix des actions de l'indice MSCI North America depuis 1971 sur des périodes de cinq ans (en % par an)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Sources : Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research, au 30.12.2016

Graphique 4c : les dividendes – un facteur de stabilisation des portefeuilles

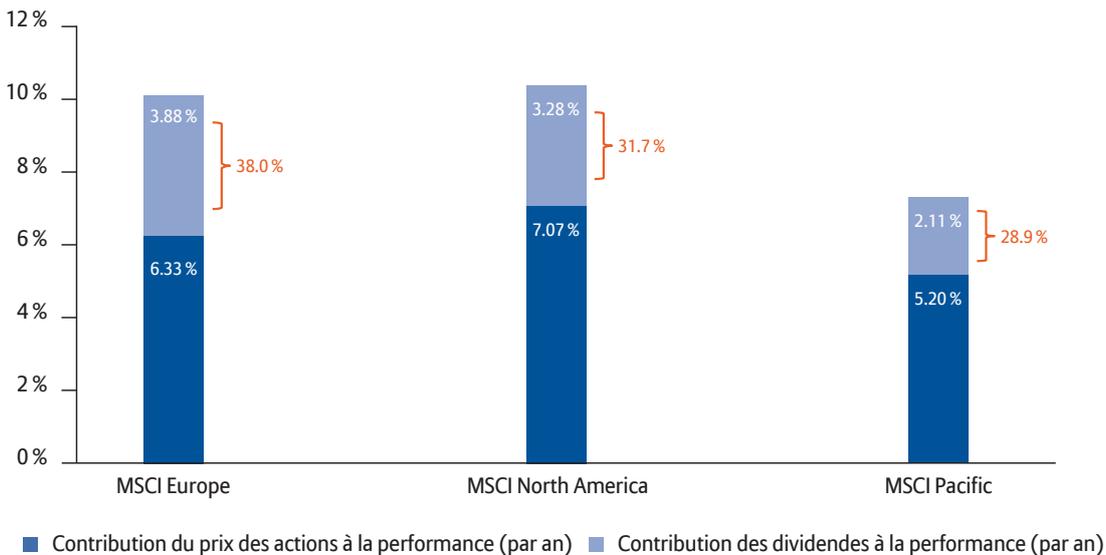
Contribution des dividendes à la performance et du prix des actions de l'indice MSCI AC Asia ex Japan depuis 1971 sur des périodes de cinq ans (en % par an)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Sources : Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research, au 30.12.2016

Graphique 5 : des politiques de dividende favorables aux actionnaires, en particulier en Europe

Comparaison mondiale de la contribution des dividendes et de l'appréciation des actions à la performance entre 1971 et fin 2016 (en annualisé)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Sources : Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research, au 30/12/2016

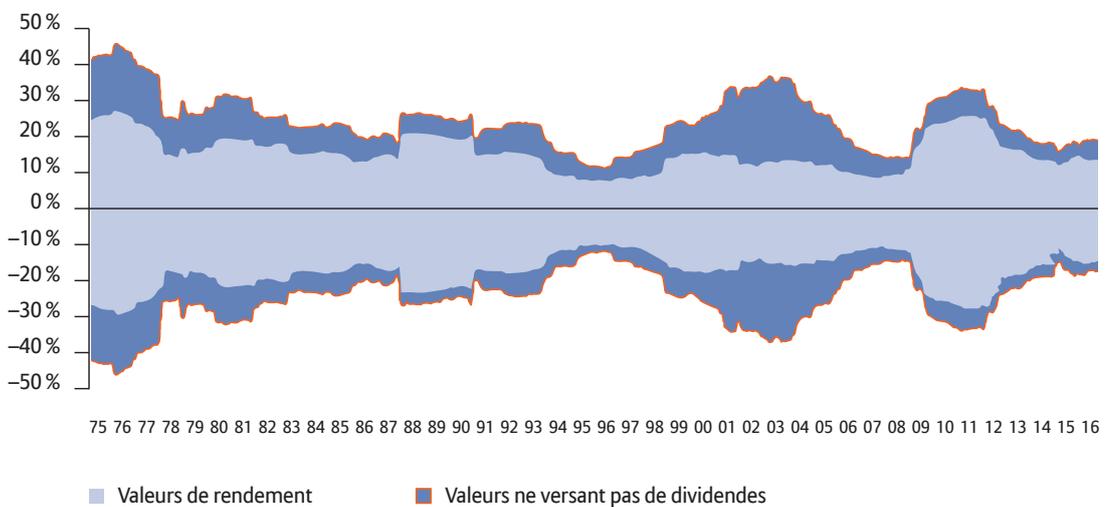
Toutefois, les dividendes ne peuvent assurer à eux seuls une stabilité accrue des investissements en actions. Les actions à dividende élevé semblent bénéficier d'une performance moins volatile que celle des entreprises versant moins de dividendes. Ce constat ressort de l'analyse des performances passées des actions américaines, pour lesquelles les séries de données historiques disponibles sont les plus importantes. Cette analyse montre que la volatilité

des actions américaines (mesurée par l'écart-type, glissant sur 36 mois, des variations de prix) a été depuis 1972 plus faible pour les entreprises versant un dividende que pour celles qui ne reversent pas une partie de leurs bénéfices (graphique n° 6).

Un phénomène similaire est observable, depuis les années 1990, pour les valeurs de rendement européennes.

Graphique 6 : la moindre volatilité des cours des valeurs de rendement

Écart type sur 36 mois glissants des entreprises du S&P 500 qui ont versé des dividendes et de celles qui n'en ont pas versé (de janvier 1972 à fin septembre 2016)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Source : Datastream, Ned Davis Data, NFJ Research, Allianz Global Investors, au 30/09/2016

Voici quelques éléments qui contribuent à la valeur et à la stabilité des prix des valeurs de rendement :

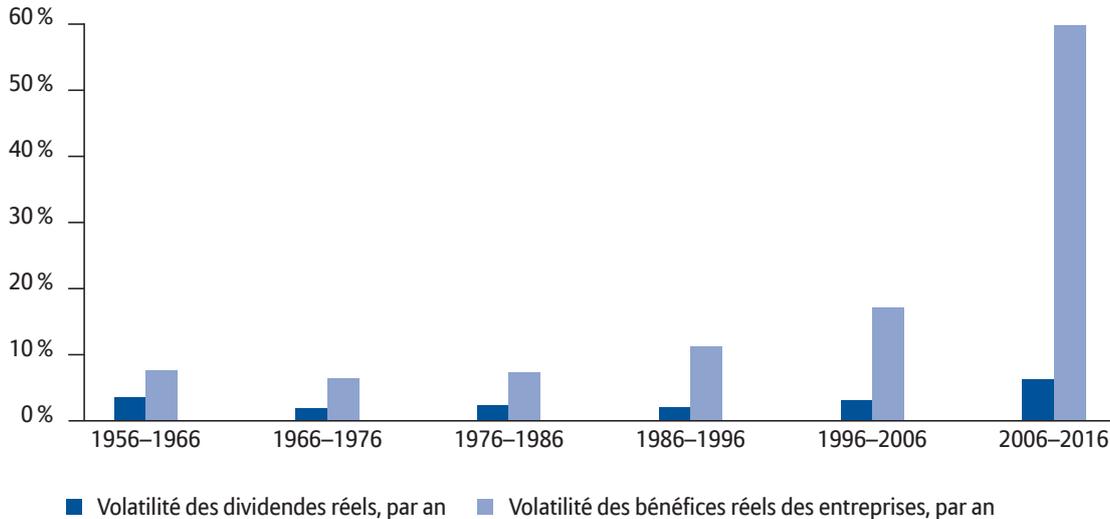
- Les politiques de dividendes s'inscrivent souvent activement dans la stratégie des entreprises. Les dividendes constituent un indicateur clé pour les investisseurs. La réaction du marché à des réductions, voire à l'absence de dividendes, est très négative, car cela fait planer un doute sur la pérennité de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle les entreprises font le maximum pour assurer la continuité des versements de dividendes. Il ressort d'une étude comparative des dividendes et des bénéfices des membres du S&P 500 depuis 1956 que les bénéfices des entreprises ont affiché une volatilité largement supérieure à celle des dividendes. Dans les dix dernières années en particulier, la volatilité des bénéfices, mesurée à environ 60% en base annuelle, s'est

avérée significativement plus importante que les variations de dividendes, estimées autour de 6% par an (graphique n°7).

- Le versement de dividendes plus élevés, ainsi que le souhait de les maintenir de manière fiable et continue en raison du message qu'ils envoient, contribuent à une meilleure rigueur de la part des entreprises. Celles-ci sont contraintes de gérer leurs ressources financières avec prudence et de les utiliser efficacement. En revanche, les plans de rachats d'actions, compte tenu de leur nature discrétionnaire, ne constituent pas un signal équivalent et n'ont pas le même impact sur la discipline des entreprises.
- Les entreprises qui affichent des rendements du dividende élevés bénéficient généralement de ratios financiers robustes, de capitaux propres significatifs et de cash-flows stables.

Graphique 7 : « La faible volatilité des distributions de dividendes »

Volatilité des bénéfices et des dividendes des entreprises, S&P 500, de 1956 à mi-2016 (en % par an)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Sources : Shiller, R., U. S. Stock Price Data since 1871 (données relatives aux cours des actions américaines depuis 1871) ; Allianz GI Capital Markets & Thematic Research

Perspectives : analyse de la pérennité des dividendes

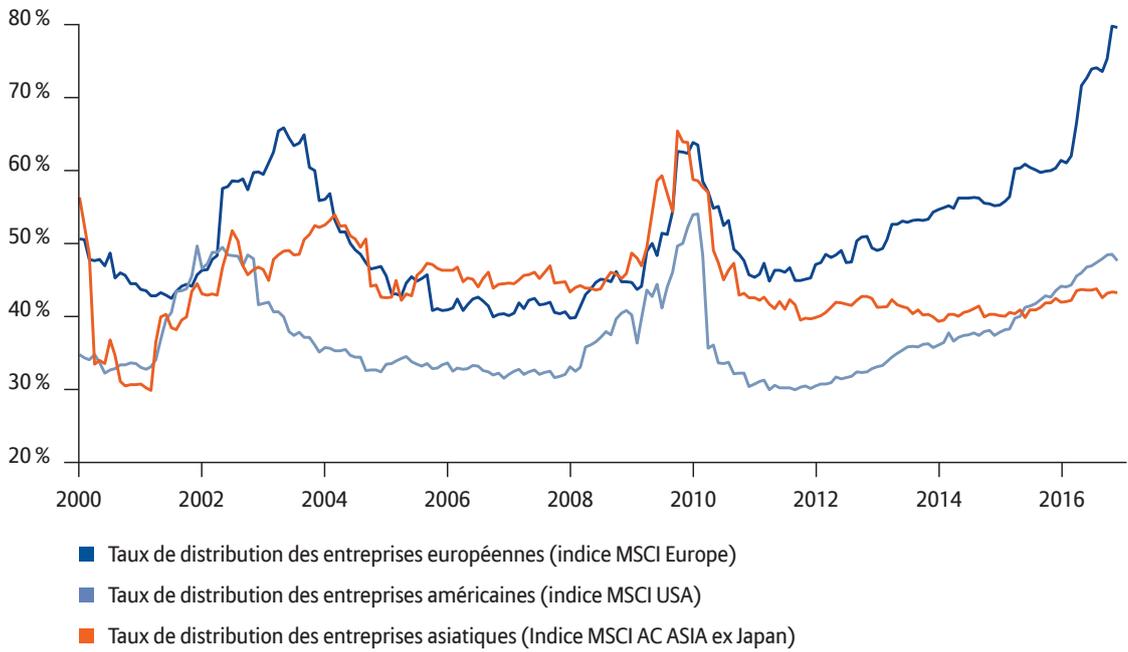
Les leçons du passé, cependant, doivent être mises en perspective avec les performances espérées à l'avenir. Les rendements du dividende actuels ne font qu'illustrer le statu quo, sans détailler le potentiel concret d'un investissement en actions.

Les facteurs laissant entrevoir des rendements du dividende stables ou croissants dans l'environnement de marché actuel :

1. Tandis que le ratio du dividende versé sur le bénéfice par action, autour de 80%, est très nettement supérieur au niveau antérieur à la crise en Europe, le ratio de distribution aux États-Unis et en Asie, proche respectivement de 50% et 45%, est plus modeste (graphique n°8). En conséquence, les entreprises de ces deux marchés disposent d'une certaine marge pour augmenter les dividendes à l'avenir.
2. Les entreprises disposent actuellement d'importantes quantités de liquidités (free cash-flow). Par exemple, le cash-flow net des entreprises américaines représente 12% du PIB des États-Unis, et pourrait se rapprocher du niveau record observé en 2011 (graphique n°9).
3. Nos prévisions pour les marchés mondiaux suggèrent que les marchés de capitaux se préparent à la « reflation » : les indicateurs économiques s'améliorent, en grande partie grâce à la relance budgétaire attendue aux États-Unis. Ces deux éléments laissent entrevoir de meilleures perspectives pour les bénéfices des entreprises. Dans le même temps, on peut s'attendre à des hausses de taux supplémentaires de la banque centrale américaine (Fed). Combiné avec des taux d'inflation de nouveau orientés à la hausse, ce facteur renforce les anticipations de repli des marchés obligataires, et de rebond des marchés d'actions.

Graphique 8 : taux de distribution

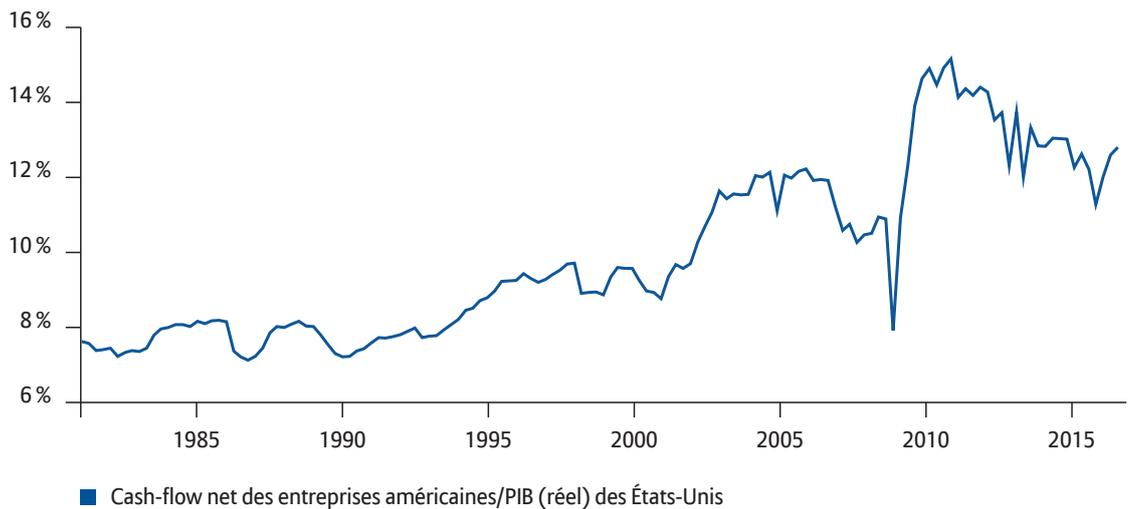
Taux de distribution (dividendes/bénéfices) des entreprises européennes, américaines et asiatiques de 2000 à début janvier 2017



Source : Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 05/01/2017

Graphique 9 : les entreprises américaines sont riches en trésorerie

Cash-flows nets des entreprises américaines rapporté au produit intérieur brut américain



Source : Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 05/01/2017

4. Une croissance économique robuste mais lente, ainsi que les valorisations des principaux marchés d'actions mondiaux (en décembre 2016), donnent à penser que les dividendes constitueront une large part de la performance globale des actions.
5. Concernant les perspectives de bénéfices pour 2017, les facteurs favorables l'emportent sur les facteurs négatifs. Aux États-Unis, le redressement du secteur de l'énergie, les baisses d'impôts et les programmes de dépenses attendus, entre autres, devraient laisser leur empreinte sur les profits. D'autre part, l'appréciation du dollar US et la pression sur les marges, conséquence de coûts unitaires du travail plus élevés, auront un impact négatif. Les entreprises de l'Union européenne devraient également bénéficier de la relance budgétaire américaine, quoique seulement de manière indirecte à travers une croissance économique plus forte, ainsi que du rebond de l'énergie et, très probablement, du secteur bancaire. L'incertitude politique devrait avoir un impact

négatif. Concernant les hausses de bénéfices, il est peu probable que le consensus des prévisions des analystes s'avère entièrement juste.

6. Étant donné que la politique monétaire et la situation géopolitique mondiale sont susceptibles de générer une volatilité accrue, les dividendes pourraient jouer leur rôle en assurant un ancrage de stabilité.

Toutefois, il n'est pas forcément judicieux de se concentrer uniquement sur la recherche de dividendes élevés. En réalité, c'est plutôt le business model d'une entreprise, couplé à une politique favorable aux actionnaires, qui permet de justifier les attentes de performances durables. Des facteurs tels que la part de marché, les barrières à l'entrée ou le pouvoir de fixation des prix jouent tous un rôle clé dans ce contexte. Un business model à succès peut également permettre à une entreprise de contrer les effets de l'inflation en relevant ses prix.

Comprendre. Agir.

- À long terme, les dividendes peuvent apporter une valeur ajoutée au portefeuille.
- La sélection de titres ne devrait pas cibler les récents versements de dividendes, qui peuvent avoir été financés sur les fonds propres d'une entreprise, mais davantage les dividendes anticipés.
- Historiquement, les dividendes contribuent significativement à la performance totale des actions et ont affiché une plus grande régularité que les bénéfices des entreprises. Cela a exercé un effet stabilisateur sur le portefeuille.
- Dans le passé, les actions d'entreprises versant des dividendes se sont avérées moins volatiles que les actions d'entreprises n'ayant pas opté pour le versement de dividendes.
- Une comparaison des rendements des obligations internationales et des dividendes montre que les dividendes peuvent s'avérer être une source de revenus du capital attrayante, notamment dans des périodes de rendements obligataires très faibles, voire négatifs.
- Les revenus du capital tirés de dividendes pourraient même créer un « revenu de base » supplémentaire. Supposons qu'un investisseur disposant de 40 000 euros investisse sur un rendement de dividende de 3%. Si le taux de versement de dividendes de l'entreprise n'est pas modifié, il/elle peut espérer une distribution de 1 200 euros par an, soit 100 euros par mois. Cela n'est certes pas suffisant pour assurer sa retraite, mais c'est tout de même un bon début.

Hans-Jörg Naumer, Dennis Nacken



Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables, mais elles n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. L'exactitude ou l'exhaustivité de ces données/informations ne sont pas garanties et toute responsabilité en cas de perte directe ou indirecte découlant de leur utilisation est déclinée, sauf en cas de négligence grave ou de faute professionnelle délibérée. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en France, Allianz Global Investors GmbH, Succursale Française, www.allianzgi.fr, partiellement soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (www.amf-france.org). La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite.

Allianz Global Investors GmbH
Succursale française / French branch
3 boulevard des Italiens
CS 70264
75118 Paris Cedex

www.allianzgi.fr

Février 2017

