

DIVIDENDES EN QUESTION

Une nouvelle classe d'actifs?

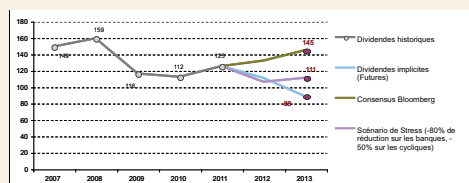
Depuis sa création en 2008, le marché des futures sur dividendes de l'Indice Eurostoxx 50 connaît une forte expansion, du fait de la demande croissante d'acteurs souhaitant prendre position dans cette classe d'actifs spécifique

Les dividendes, en tant que classe d'actifs, peuvent être considérés comme des actifs réels directement liés à la performance durable d'une société, et à sa politique de distribution décidée pour ses actionnaires.

Certaines théories financières sur ce sujet préconisent que la valeur d'une entreprise n'est pas fonction de sa politique de dividendes. C'est le point de vue de Modigliani et Miller qui défendent l'indifférence de l'investisseur au paiement en cash immédiat, ou au réinvestissement de ce cash dans l'entreprise pour des gains potentiels futurs. L'autre école est celle de Myron Gordon avec la théorie «bird-in-hand». Les investisseurs seraient plus sensibles et préféreraient un paiement régulier sous forme de dividendes (car moins risqué), plutôt que des gains futurs jugés plus incertains. D'une manière générale, de nombreuses études ont démontré qu'une augmentation non anticipée du taux de dividendes était un signal positif pour une entreprise; le marché estimant une perspective réjouissante à court terme et une pérennité de celle-ci. A contrario, un signal négatif fort serait communiqué si une entreprise venait à réduire son taux de dividendes et ce, de manière injustifiée.

La tendance historique sur la distribution des dividendes de l'Eurostoxx 50 est de ce fait clairement positive depuis les années 1990. Celle-ci se mesure en points d'indice versés en dividendes et est remise à zéro au début de chaque année. Rétrospectivement, elle est passée de 30 points en 1991 pour atteindre de manière croissante le niveau record de 159 points en 2008. La crise financière aura pour conséquence de rabaisser ce niveau à 116 points

Graphique: Historique des dividendes de l'Eurostoxx 50 (exprimés en points) versus les dividendes implicites (futures), le consensus des analystes et un scénario de stress (-80% de réduction sur les banques, -50% de réduction sur les cycliques) pour 2013.



(-27%) pour 2009 et 112 points pour 2010. A noter qu'une grande partie des dividendes de l'Eurostoxx 50 sont payés entre avril et juin, avec une annonce quelques mois précédant le paiement. En conséquence, le contrat à terme d'échéance décembre 2011 traite à son niveau de réalisation de 125 points et possède une volatilité quasi nulle. De plus, nous pouvons affirmer qu'au moins 67 points du contrat à terme d'échéance 2012 ont déjà été confirmés par des sociétés membres de l'Eurostoxx 50 avec un niveau final estimé à 128.3 selon l'IBES (Institutional Brokers' Estimate System), en ligne avec 2011.

Diversification justifiée

Depuis cet été, les contrats à terme des dividendes Eurostoxx 50 ont également été affectés par la correction sur le marché des actions mais de façon moindre. En effet, le contrat 2012 a baissé de -14% versus une performance négative de -28% pour l'indice sous-jacent durant cette période de correction. Cet accès aux dividendes de l'Eurostoxx 50, sans subir la volatilité de l'indice sous-jacent, peut répondre à l'attente de certains investisseurs voulant entrer sur le marché des actions mais de manière plus défensive. De même, la structure à terme en «backwardation» (où la position est nette vendeuse à terme dans ce marché) a particulièrement été impactée pour les échéances au-delà de 2012. Nous voyons une opportunité intéressante sur le niveau actuel du contrat d'échéance 2013, avec un point d'entrée à 88 points. En effet, selon le graphique de simulation, un scénario de stress sur le consensus du marché, avec une réduction de 80% des dividendes du secteur bancaire (17.4% de pondération de l'indice) et une baisse de 50% pour le secteur des cycliques (20.3% de pondération), nous amène à un niveau de 111 points, soit 26% plus élevé que le prix à terme du contrat 2013 observable dans le marché actuellement.

De même, l'indice est pondéré suivant la capitalisation boursière des 50 sociétés le composant avec un rebalancement effectué chaque année à la fin du mois d'août. Du fait que la crise européenne touche en particulier le secteur financier (en réduisant la capitalisation boursière des valeurs), la composition

CYRIL SUTER
Investment Advisor,
Crédit Agricole Suisse
Private Banking

@ cyril.suter@ca-suisse.com



de l'indice devrait s'orienter pour les années à venir au profit de secteurs défensifs possédant un taux de dividendes généralement plus attractif. Durant les périodes de forte inflation, le taux de croissance des dividendes suit la même tendance positive et peut de ce fait servir de couverture («hedge») contre l'inflation. En prenant l'exemple du premier choc pétrolier de 1973, le taux de rendement lié aux dividendes de l'Indice S&P 500 est ainsi passé de 3.70% à 5.43% entre 1973 et 1974, soit une augmentation significative à double chiffre de manière similaire au PPI américain (indice d'inflation industriel) observé à cette même période.

Le succès du marché des futures sur dividendes de l'Eurostoxx 50 peut être démontré par son volume de transactions multiplié par 10 depuis sa création. La recherche continue de diversification justifie pleinement une allocation mesurée dans ce sous-jacent fortement rattaché au marché des actions européennes, mais avec une volatilité plus modérée à long terme. La flexibilité des produits structurés permet enfin à l'investisseur privé de concevoir aisément une stratégie sur-mesure en fonction de son profil risque et de son horizon d'investissement (cf. encadré). ■

Structures existantes Rendement ou participation?

- Certificat turbo (échéance décembre 2013).

Ce produit (émetteur min. AA) libellé en EUR n'est pas capital protégé à l'échéance et s'adresse aux investisseurs à profil dynamique. Il permet à l'investisseur de bénéficier d'un levier de 1.1x à la hausse et ce, de façon illimitée. Pas de barrière de protection à la baisse, l'investisseur sera impacté de la performance négative observée si le niveau final termine en dessous de 88 points (sur les niveaux actuels).

Les +: en comparaison des futures, le véhicule certificat est plus approprié pour les investisseurs privés. La participation est supérieure à 100%.

Les -: du fait de la nature de l'instrument (format «fundé»), les investisseurs supportent un risque de contrepartie. De plus, la valorisation du certificat peut être volatile sur le marché secondaire. A noter enfin que les investisseurs s'exposent au risque de baisse et de perte en capital à l'échéance.

- 100% Capital protégé avec coupons (échéance décembre 2016).

Ce produit (émetteur min. AA) libellé en EUR est capital protégé à 100% à l'échéance. Il paie un coupon garanti de 2.50% p.a. pour décembre 2012. De 2013 à 2016, le produit paiera 4 coupons annuels correspondant aux dividendes réalisés en décembre divisés par le niveau initial de l'Eurostoxx 50. Ainsi, en prenant en exemple un niveau initial de 2'350 points sur l'indice et une réalisation à 111 points pour 2013, le coupon payé serait dans ce cas 4.72% p.a.

Les +: La protection du capital à 100% permet aux investisseurs plus conservateurs d'adhérer à la stratégie avec des coupons variables pouvant bénéficier potentiellement d'un trend haussier sur les dividendes. De plus, ces coupons sont calculés par rapport au niveau initial (et non sur le niveau de l'indice observé chaque année).

Les -: Le risque de contrepartie est également présent. En outre, la longue échéance du produit avec un risque de durée potentiel peuvent en faire douter plus d'un. Les risques de contrepartie et de fluctuations demeurent également présents.

Personne ne peut
s'attaquer seul à
l'ascension d'un sommet.



Vous recherchez un guide des produits structurés expérimenté?

En tant que Bourse des produits structurés, nous ne nous considérons pas seulement comme une place de négoce neutre, mais également comme un partenaire fiable pour tous les investisseurs privés et institutionnels. Sur www.scoach.ch, vous trouverez donc des informations utiles sur l'ensemble des produits cotés. Vous pouvez également y commander gratuitement de nombreuses publications, comme par exemple le tout nouveau «Rapport du marché Scoach», newsletter mensuelle sur l'évolution actuelle du marché des produits structurés.



- ✓ Sécurité – Surveillance neutre du marché
- ✓ Qualité – Haut degré de précision au niveau du négoce
- ✓ Service – Evaluation de produits indépendante