

Le point sur les annulations de dividendes

15 avril 2020



Alain GERARD
Senior Investment Advisor
Equities

- **Contexte** : plusieurs entreprises ont annoncé le report ou l'annulation de leur dividende ; quid de notre recommandation thématique défensive suggérant les actions avec des dividendes 'solides et en croissance' (premier thème d'investissement de l'année 2020) ?
- Dans notre scénario où l'économie connaîtrait une forte récession au deuxième trimestre et se reprendrait progressivement d'ici fin 2020, nous pensons que la plupart des entreprises 'solides', telles que proposées dans notre premier thème d'investissement, seront en mesure de payer leurs dividendes. De même, les indices et trackers 'Dividend Aristocrats' ne devraient pas perdre trop en rendement des dividendes.
- Investir dans des sociétés solides qui distribuent un bon dividende reste une approche tout à fait valable et normalement plus sûre. Les 'Dividend Aristocrats' restent intéressants pour le long terme. Leurs chutes et leurs légères sous-performances en ce début 2020 s'expliquent par le contexte inédit dans lequel le monde évolue en ce moment. Ils devraient surperformer lorsque le cycle se reprendra et lorsque les rendements obligataires et les taux d'intérêt seront à nouveau orientés à la hausse.

La crise Covid-19 a poussé le monde dans un profond marasme à bien des niveaux. Nos gouvernements font face à un dilemme : d'une part, devoir protéger la santé des citoyens mais aussi éviter un effondrement économique qui aurait aussi un impact majeur sur la santé des gens. De nombreux business 'non essentiels' ont dû fermer boutique en mars ; certains ont déjà prononcé la faillite et/ ou licencié du personnel, avec un impact sur les créditeurs.

Le secteur financier doit participer à l'effort de guerre

En Europe, les autorités ont demandé aux banques de soutenir leurs économies autant qu'elles le pouvaient en les incitant à garder un maximum de liquidités pour faire face. Les paiements de dividendes bancaires prévus aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres sont pour la plupart suspendus.

Ce report, voire cette annulation complète du dividende dans certains cas, a été assez mal perçu par le marché, même si fondamentalement le non-paiement d'un dividende ne change pas grandement la valeur d'une action. Il peut y avoir des effets pervers 'techniques' : par exemple, des indices et fonds ont des règles qui stipulent qu'ils ne peuvent investir que dans des entreprises qui payent des dividendes. Ils pourraient avoir été forcés de liquider des positions dans des banques européennes. Ceci rappelle aussi les heures sombres de la grande crise financière de 2008-2009 où certaines financières ont mis des années avant de revenir à leur dividende de 2007, d'autres n'y sont jamais revenues. Il est possible que suite à cette requête, certaines banques coupent structurellement leurs dividendes.

Les régulateurs dans le domaine de l'assurance incitent aussi fortement les sociétés de ce secteur à ne pas payer de dividende avant la fin de l'année.

Tout ceci a créé une certaine cacophonie dans le paysage financier européen entre les sociétés qui annulent leurs dividendes, celles qui en retardent le paiement et celles qui souhaiteraient tout de même distribuer le plus tôt possible.

Quelles sont les approches pays et quels sont les secteurs les plus affectés ?

Tous les pays n'ont pas été affectés de la même manière. Les pays du sud souffrent davantage de la crise sanitaire et l'impact économique y sera plus grand. Par contre, certains pays du nord, voisins de l'Allemagne, fournissent déjà des plans de déconfinement (Autriche, Danemark, Tchéquie, Norvège).

L'approche adoptée par l'Allemagne s'avère peu interventionniste et semble laisser un choix plus grand aux entreprises, sauf dans le secteur bancaire (voir ci-dessus : pas de dividende) ou encore dans le cas des sociétés qui recevraient une aide de l'état, par exemple dans le secteur fort affecté de l'aéronautique. **Le Royaume-Uni et les pays du nord semblent aller dans cette direction** sauf en ce qui concerne les assureurs à qui les régulateurs ont demandé de ne PAS payer de dividendes pour le moment.

La France s'est montrée plus interventionniste et semble préférer que le minimum de dividendes ne soient payés aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres. C'est clair pour le secteur bancaire mais aussi pour les sociétés dans lesquelles l'état a une participation, quoique toutes n'ont pas encore confirmé l'annulation ou le report de leur dividende. Des sociétés moins directement concernées veulent se montrer 'solidaires' en coupant aussi leur dividende.

En Espagne et en Italie, les dividendes des financières seront partiellement ou complètement reportés, voire annulés pour les institutions les moins solides. D'autres sociétés - surtout cycliques - ont déjà annoncé un report ou une annulation de dividende.

De manière générale, pour les US, les dividendes seront payés, hors les secteurs les plus touchés et/ ou qui ont demandé une aide d'état, en particulier les compagnies aériennes. Pour rappel, le pays utilise une politique de rétribution beaucoup plus flexible qu'en Europe avec des programmes de rachats d'actions considérables qui pour la plupart vont être suspendus. Beaucoup d'entreprises prévoient aussi de couper leurs coûts fixes (les licenciements massifs sont par contre politiquement difficiles à faire accepter en Europe).

Voici au niveau sectoriel les attentes actuelles pour les dividendes en Europe:

Financières	Banques	Dividendes en général retardés, parfois annulés.
	Assurances	Dividendes en général reportés (sauf l'Allemagne et la Suisse dans certains cas).
	Diverses	Préférence pour le payer à temps sauf si licence bancaire.
Soins de Santé		Distributions 'normales' dans la plupart des cas (secteur peu affecté par la crise et qui a beaucoup de réserves).
Biens de conso de base		Paiements en général maintenus (secteur peu affecté) ; quelques doutes autour de certaines sociétés endettées.
Biens de conso discrétionnaire	Automobile	Baisses de dividendes à prévoir, voire annulation possible en cas d'une aide ou d'une participation étatique.
	Commerce au détail	Situation difficile pour ce secteur en général ; nombreux reports, baisses et annulations.
	E-commerce	Relativement petit dans les indices européens mais ne devrait pas trop souffrir de la crise, voire parfois en profiter.
	Luxe/ accessoires/ vêtements	Paiements très probables pour les leaders français du luxe avec peut-être une légère baisse dans l'un ou l'autre cas. Pas mal de doutes et d'annulations en Italie et en Allemagne.
Industrielles		Nombreuses baisses ou annulations à prévoir sauf dans certains cas où ils ont déjà été payés en début d'année.
Technologie		Paiements 'normaux' et peu élevés de toute façon.
Energie		Préférence pour payer les dividendes et à temps, du moins chez les 'Majors' ; c'est possible dans notre scénario où le pétrole remonterait au moins à 45\$ d'ici fin 2020.
Services aux collectivités		En général, les dividendes seraient maintenus ou en tout cas peu diminués sauf en cas d'aide ou de participation de l'état.
Services de communication	Télécoms	Peu de communications jusqu'à présent ; quelques baisses/annulations notamment en cas de participation étatique.
	Médias	Les TV et les annonceurs vont souffrir du manque de recettes publicitaires ; les plus solides du secteur veulent distribuer.
Matériaux de base		Les bilans sont en général solides pour les plus grosses sociétés mais certains dividendes pourraient être coupés.
Immobilier		Les bilans sont solides et le cadre légal exige souvent que ces sociétés distribuent une bonne partie de leurs profits. Mais des baisses de dividendes sont attendues du côté des propriétaires de centres commerciaux.

Qu'est ce qui est incorporé dans les cours des actions?

Le future sur dividendes de l'Eurostoxx50 décembre 2020 incorpore une baisse de 45% des dividendes. Cela nous semble exagéré, d'autant que beaucoup de grandes banques et assureurs ne feraient que reporter leurs dividendes à la fin de l'année. Considérant les bilans solides d'une part mais le choc économique attendu d'autre part, une baisse de l'ordre de 20 à 30% nous semble plus réaliste (comparable au choc de la crise de 2008-2009). Pour 2021 et 2022, les futures sur dividendes indiquent un niveau 35% plus bas qu'en 2019. Nous tablions

plutôt sur -15% dans notre scénario où les crises sanitaire et économique seraient maîtrisées d'ici fin 2020. Il est possible que certaines entreprises décident de s'orienter vers des rétributions aux actionnaires plus flexibles comme aux US, i.e. structurellement moins de distribution mais davantage de rachats d'action. Aux US, les attentes sont de -30%. C'est à comparer avec une baisse de -24% en 2009 alors que les bilans de nombreuses sociétés sont aujourd'hui bien plus solides, en particulier dans les secteurs financier et technologique.

Quid de notre thème d'investissement: 'Il n'y pas d'alternatives aux actions' (sur base de rendements des dividendes bien plus alléchants que les rendements obligataires) ?

Qui aurait pu imaginer fin 2019 qu'une telle crise surviendrait quelques semaines plus tard? Même les obligations d'entreprises et encore plus les obligations à haut rendement ont fortement souffert de l'élargissement des spreads.

Dans notre scénario où l'économie connaîtrait une forte récession au deuxième trimestre et se reprendrait progressivement d'ici fin 2020, nous pensons que la plupart des entreprises 'solides', telles que proposées dans notre premier thème d'investissement, seront en mesure de payer leurs dividendes. De même, les indices et trackers 'Dividend Aristocrats' ne devraient pas perdre trop en rendement des dividendes. Pour rappel, ce sont des produits qui incorporent des entreprises solides et qui ont payé un dividende relativement élevé et stable, voire en croissance, au cours des 10, voire des 25 dernières années. En Europe, ils sont toutefois sous-pondérés par rapport aux indices classiques dans les valeurs de croissance que sont les soins de santé et les technologiques (dividendes souvent peu élevés) et dans les financières (dividendes parfois irréguliers). Mais ils sont surexposés aux services aux collectivités, aux industrielles et aux matériaux. Ce biais a provoqué en 2020 une sous-performance de ces produits zone euro par rapport à l'EuroStoxx50 et au Stoxx600. Les actions de croissance ont en effet surperformé les secteurs plus cycliques et 'value' début 2020.

Mais nous ne voyons pas de gros soucis bilanciaux ni au niveau des dividendes parmi les plus grosses positions de ces trackers et indices. Il y a tout de même dans ces listes quelques actions qui ont été malmenées avec la crise récente et qui ne pourront pas payer de dividende en 2020. Nous estimons que le rendement du dividende de l'Euro Dividend Aristocrat baisserait de 4% en 2019 à 3%-3,5% en 2020 avant de se reprendre quelque peu en 2021.

Conclusion : investir dans des sociétés solides qui distribuent un bon dividende reste une approche tout à fait valable et normalement plus sûre. Les 'Aristocrats' restent intéressants pour le long terme. Leurs chutes et leurs légères sous-performances en ce début 2020 s'expliquent par le contexte inédit dans lequel le monde évolue en ce moment. Ils devraient surperformer lorsque le cycle se reprendra et lorsque les rendements obligataires et les taux d'intérêt seront à nouveau orientés à la hausse.



NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia
Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor,
Equities

Pol TANSENS

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans

prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés.

