

FINANCE

DWS voit de bonnes raisons de se fier aux valeurs de rendement «value»

A condition de ne pas se limiter au rendement des dividendes, avertit la filiale de Deutsche Bank. Et garder un œil critique sur les taux de plus de 8%.

PIOTR KACZOR
À ZURICH

L'adage qui voit les valeurs dites de rendement, ou de substance («value» en anglais), tirer leur épingle du jeu boursier en périodes récessives ne s'est guère confirmé l'an dernier. Recourant pour une bonne part les valeurs dites défensives – autrement dit celles censées être moins sensibles à la conjoncture – ce segment a aussi payé un lourd tribut à la crise. Même si des valeurs traditionnelles comme Nestlé (-20%), Roche (-17%) ou Novartis (-15%) ont tout de même fait mieux que le marché suisse (-35%) l'an dernier. «Pour prendre la mesure de la situation, il convient de ne pas perdre de vue le caractère exceptionnel de la déprime boursière: 2008 a été l'une des trois années les plus noires en un siècle. Tout comme 1931. Or si 1932 a été encore négative aux Etats-Unis (de moins de 10%), l'année 1933 reste l'une des plus flamboyantes sur le plan boursier (envolée de plus de 50%)», n'a pas manqué de souligner Thomas Schüssler, responsable du team «value» de DWS Suisse, la branche fonds de placement de Deutsche Bank, lors d'une présentation la semaine

dernière à Zurich. Bien conscient que les indicateurs économiques avancés sont loin de présager le creux de la vague, il tient cependant à rappeler que la bourse anticipe l'évolution économique, de six mois environ si l'on se rapporte aux mouvements baissiers de 1973-76 et de 2007-08.

Aversion au risque à un sommet historique

Autre argument susceptible de préfigurer le rally tant attendu: l'aversion au risque atteint des niveaux historiques records si on la mesure selon la proportion élevée de fonds monétaires dans les portefeuilles (37% de la capitalisation boursière aux Etats-Unis contre moins de 25% en 2001-02). Reste qu'un rendement des dividendes (de 5,6% actuellement pour les actions européennes) à ce point supérieur à celui des obligations d'Etat (3,2% en euros à cinq ans) est suffisamment rare (voir graphique ci-contre) pour mériter qu'on s'y intéresse. Dans cette perspective, Thomas Schüssler résume ses critères de prédilection pour l'année 2009 en quatre points. Première des sociétés attractives par leurs dividendes et par la stabilité de leurs cash-flows, par exemple dans les secteurs des télécoms,

de la santé et de la distribution d'électricité. Pris dans son ensemble, le secteur de l'énergie reste en outre une option intéressante mais dans la perspective d'une reprise de l'économie. En troisième lieu, l'attrait du secteur des infrastructures est lui porté par les grands programmes financiers de relance. Enfin, le quatrième critère réside dans la sélection des actions sous-évaluées, en l'occurrence celles qui présentent une valeur boursière inférieure à leur valeur comptable (price/book inférieur à 1). Il est

en revanche prudent de se tenir à l'écart des sociétés surendettées, des valeurs de la consommation cyclique ainsi que des banques, exposées aux aléas du crédit et d'exigences imprévisibles en matière de capitalisation et de réglementation. Les dividendes constituent donc un élément clé d'une approche d'investissement dans la valeur (par opposition à une approche résolument centrée sur la croissance et plus exposée aux variations de cycles). D'autant que, du point de vue de la gestion d'entreprise, des res-

sources parcimonieuses (bénéfice après le versement des dividendes) sont allouées plus efficacement et donnent lieu à des décisions d'investissement plus rationnelles, notamment en cas de fusions et d'acquisitions, estime Thomas Schüssler. Mais attention aussi à ne pas être obnubilé par le seul critère du rendement de ces dividendes (dividende rapporté au prix d'achat de l'action). Par souci de sécurité, il convient à son gré d'examiner d'un œil critique des taux de rendement de plus de 8%: «Mieux

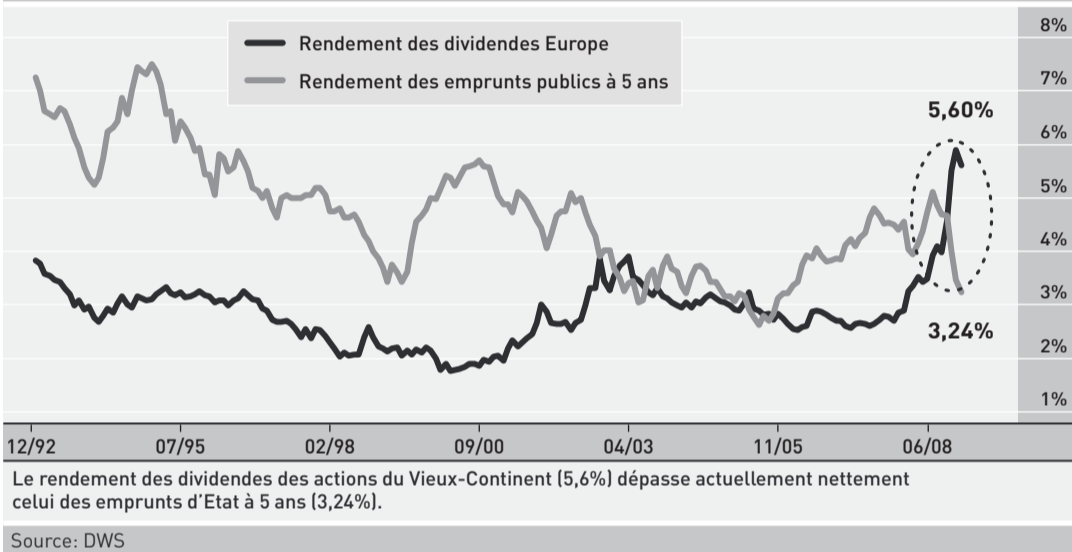
vaut souvent investir dans une action offrant un rendement du dividende de 4% pour un taux de distribution de 30% plutôt qu'un rendement du dividende de 8% pour un taux de distribution de 100%», avertit le spécialiste, car un niveau de distribution des bénéfices trop élevé recèle des risques de réduction du dividende.

Le fonds DWS Top Dividende a gagné 40% depuis 2003

Un niveau réaliste se situe dès lors actuellement plutôt autour de 5%. Le modèle d'investissement qu'il applique au fonds DWS Top Dividende ne pondère d'ailleurs ce facteur qu'à hauteur de 50%. L'autre moitié combinant à parts égales les critères du taux de distribution (25%) et de la croissance (25%) de ces dividendes. Depuis son lancement en avril 2003, DWS Top Dividende a réalisé une performance de 39,9% (à fin décembre 2008), contre quelque 1% pour l'indice MSCI World. Interrogé sur la vigueur de sa prédilection pour les valeurs de rendement, Thomas Schüssler admet toutefois que les obligations d'entreprises constituent actuellement une solution d'investissement tout à fait comparable.

[p.kaczor@agefi.com]

LE RENDEMENT DES DIVIDENDES DES ACTIONS A RAREMENT ÉTÉ SI ATTRAYANT



OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Les convertibles, une alternative de choix pour ce début 2009

L'année écoulée restera gravée dans nos mémoires comme l'année la plus dure depuis la crise de 1929.

GIUSEPPE MIRANTE*

Ce qui est frustrant lorsqu'on gère des fonds dédiés aux obligations convertibles, c'est le fait de devoir attendre des phases de fortes corrections des marchés boursiers pour démontrer toute la valeur ajoutée qu'elles donnent à leurs utilisateurs. En effet, l'année 2008 restera gravée à jamais dans nos mémoires comme l'année la plus difficile depuis la crise boursière de 1929. En effet, les chiffres sont éloquentes avec des actions mondiales (MSCI World Index) qui se sont dépréciées en 2008 de -42% en USD, ou -45,5% en CHF.

Ceci dans un environnement de nervosité extrême, avec des indices de volatilité implicite comme le VIX (basé sur les actions américaines) ayant atteint des pics de pratiquement 90% au pire de la crise fin octobre 2008. Les actifs qui auraient dû être décorrés des bourses, c'est-à-dire les hedge funds, n'ont de loin pas fourni la protection qu'on aurait pu être en droit d'attendre d'eux, face à pareille situation. En effet, l'indice Credit Suisse/Tremont All-hedge Index affiche un bien modeste -26% en USD, avec certaines stratégies ayant même été purement et simplement désastreuses, à l'image des stratégies d'arbitrage de convertibles qui ont perdu jusqu'à -45%...

Les obligations ordinaires de type corporate s'en sont mieux tirées, à l'image de l'indice Global Aggregate de Barclays (ex-Lehman)

qui affiche un modeste +4,18% en 2008, mais tout de même en territoire positif. C'est plutôt au niveau des «credit spreads» que le bas blesse. En effet, un énorme élargissement s'est opéré, surtout dans la zone des qualités de signature inférieure, avec un indice iTraxx Crossover ayant passé de 330 points à 1030 points sur une seule année, une sérieuse détérioration.

Dans ce cadre des plus désastreux, les stratégies en obligations convertibles «long-only» n'ont de loin pas brillé non plus, avec une performance de -26% (indice JACI Global Convertible Index), même si les meilleurs fonds de la catégorie ont réussi à limiter les dégâts à -15%. Même s'il semble que maintenant et pendant les mois à venir, cela soit au tour de l'économie réelle de souffrir, le monde de la bourse devrait pouvoir panser les blessures dues au passage de ce réel «tsunami» financier, et repartir sur des bases plus saines et plus solides. Et ce ne sont pas les opportunités qui manquent.

En effet, même si les évaluations des actions sont au plus bas, il va sans nul doute falloir s'armer de courage pour commencer à réinvestir. Les variations des cours au gré des bonnes et mauvaises nouvelles provenant de l'économie réelle vont encore jouer aux montagnes russes, comme semble le démontrer le mois de janvier 2009, qui voit les actions mondiales clôturer en baisse de

-9%. La volatilité, bien qu'en phase de correction, est tout de même encore à des niveaux forts élevés, soit à 45%. Ceci veut dire que les variations sur quelques mois peuvent potentiellement nous faire passer encore quelques nuits blanches...

Au niveau du monde obligataire pur, les rendements sur la partie qualitative de cet univers d'investissement (la partie «junk» étant

LES OBLIGATIONS ORDINAIRES DE TYPE CORPORATE S'EN SONT MIEUX TIRÉES QUE LES AUTRES.

purement et simplement boudée) sont désormais au plus bas. Les taux gouvernementaux étant eux aussi au plus bas, voire proche de 0%, le risque d'une hausse de ces derniers, même à plus long terme, ne peut être a priori totalement exclue, ce qui en diminue drastiquement l'intérêt. Le constat au niveau des hedge funds est de loin le plus catastrophique. Ici la perte de confiance est consommée, et il faudra certainement plusieurs années afin de la récupérer, non seulement

suite à l'affaire Madoff, mais aussi (et surtout !) suite à la situation inconfortable dans laquelle ils ont placés leurs investisseurs en les forçant à rester investis dans leur fonds en appliquant des restrictions de sortie au pire moment de la crise.

Bien que les obligations convertibles n'aient de loin pas brillé en 2008, cette stratégie reste probablement la plus cohérente dans le contexte actuel. En effet, les actions sont proches de leur niveau le plus bas. Les «credit spreads» sont au plus haut. Suite à la sortie massive des hedge funds de convertible arbitrage, les options sur les actions sous-jacentes imbriquées dans les convertibles sont pratiquement gratuites, offrant donc une exposition idéale et à très bon compte en cas de rebond des marchés boursiers. Le risque pris (la volatilité historique) d'être investi sur une obligation convertible est pratiquement à diviser par 5 par rapport au risque d'être investi en action, le support restant une obligation. Le moment est donc idéal et l'afflux important de fonds sur cette classe d'actif ne fait que confirmer le fait que les convertibles restent une alternative de choix pour ces premiers mois de l'année 2009.

* Giuseppe Mirante, IFP Fund Management SA, Pully, Responsable de l'équipe de gestion des fonds IFP Fund Global Convertible Bonds. mirante@ifpfund.ch

OBLIGATIONS

Le Bund monte tandis que l'OAT recule

Le marché obligataire a évolué en ordre dispersé mercredi, entre une détente du taux français et une remontée du taux allemand, sur fond de recul de l'aversion au risque des investisseurs.

A 18H00 (17H00 GMT), le rendement du Bund allemand à 10 ans s'est tendu à 3,357% contre 3,341% mardi, tandis que celui de l'OAT française s'est détendu à 3,800% contre 3,815% mardi.

«Depuis quelques jours, le Bund allemand fait moins bien que le marché, c'est un effet de correction», observe Patrick Jacq, stratège obligataire chez BNP Paribas. Cette tendance s'explique «par le léger reflux de la volatilité et un peu plus d'appétit pour le risque des investisseurs», précise M. Jacq.

Les écarts de taux se resserrent en zone euro

Les investisseurs s'étaient rués massivement vers la dette allemande depuis la crise financière de l'automne, celle-ci faisant office de refuge, dans un contexte économie dégradé.

En outre, «en Allemagne, il existe un marché de contrat à terme sur le Bund, qui permet aux investisseurs de se couvrir», alimentant d'autant le recours à la dette allemande en cas de forte volatilité.

Conséquence, les écarts de taux se resserrent un peu en zone euro, alors que les rendements des taux obligataires de la plupart des pays diminuent.

«Soit vous jouez un scénario cataclysmique, soit vous pensez que les écarts de taux ne vont pas

rester à ces niveaux», souligne M. Jacq. Les investisseurs réalisent donc des arbitrages au sein de leur portefeuille, vendant un peu de dette allemande pour revenir sur les autres obligations européennes.

Par ailleurs, le marché s'attend à ce qu'il n'y ait pas d'annonce sur le taux directeur, fixé à 2%, de la Banque centrale européenne (BCE), lors de sa réunion de politique monétaire jeudi. «Le marché anticipe un statu quo mais va guetter d'éventuelles annonces de mesures d'assouplissement quantitatif», selon M. Jacq.

Le stratège prévoit en revanche une détente de 0,5 point en mars, ce qui porterait le taux à 1,5%, avant une nouvelle réduction à 1% à la fin du deuxième trimestre.

Sur le marché britannique, le taux du Gilt à 10 ans s'est légèrement détendu à 3,765% contre 3,766% mardi. Aux Etats-Unis, le rendement du bon du Trésor à 10 ans est monté à 2,912% contre 2,842% mardi, tout comme celui à 30 ans à 3,673% contre 3,623% mardi.

Les taux à échéances courtes se sont détendus, le rendement du bon du Trésor américain à 3 mois passant à 0,30% contre 0,31% mardi.

L'Euribor à trois mois s'est détendu

Le marché interbancaire a évolué en ordre dispersé: l'Euribor à trois mois s'est détendu à 2,053% contre 2,064% mardi, tandis que le Libor à trois mois exprimé en dollar est monté à 1,236% contre 1,234% mardi. – (afp)