

# market

GÉOPOLITIQUES)  
UKRAINE : UNE CRISE  
SOUS INFLUENCE

18 LEADER(S)  
ANGELA  
MERKEL OU LE  
LEADERSHIP  
POSTMODERNE

61 INVESTIR  
OPPORTUNITÉS  
SUR LE MARCHÉ  
RUSSE

32 INVITÉ  
FREDERIK  
PAULSEN

96 MARCHÉ DE L'ART  
LES ARTISTES  
URBAINS  
S'EMPRENT  
DU MARCHÉ

44 FINANCE  
LES OBLIGATIONS  
ONT-ELLES  
DE L'AVENIR ?

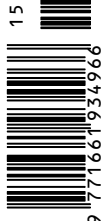
86 CULTURE(S)  
LA CULTURE  
RUSSE : UNE  
FORCE VITALE



DOSSIER

## *SUISSE-RUSSIE : 200 ANS DE DIPLOMATIE*

8 CHF



# LE RETOUR DU CASH À L'ACTIONNAIRE : NOUVEAU PARADIGME DES MARCHÉS



EMMANUEL FERRY, vice-président-fondateur de l'ISAG et CIO de la Banque Paris Bertrand Sturza

LA CRISE FINANCIÈRE QUI A ÉCLATÉ EN 2008 A POUSSÉ LES ENTREPRISES À CONSTITUER DES RÉSERVES IMPORTANTES AFIN DE PROTÉGER LEUR BILAN. LA RÉDUCTION DU RISQUE ET L'AMÉLIORATION ÉCONOMIQUE INCITENT À UNE UTILISATION PLUS EFFICACIEUSE DU CASH.

Le rachat d'actions est devenu le maître mot de la stratégie financière des entreprises américaines. Le montant total des rachats d'actions par les firmes outre-Atlantique s'est élevé à près de 2 trillions de dollars depuis 2010, soit 11 % de la capitalisation boursière moyenne sur la période. Pour 2014, les estimations portent sur USD 600Mds et à nouveau 700Mds en 2015. Tout se passe comme si le Quantitative Easing de la Fed (rachats de titres de dette) était relayé par les achats d'actions menés par les entreprises. C'est un facteur de soutien solide

pour les marchés actions, mais c'est aussi un épisode intermédiaire, préalable à une activité plus intense de fusions-acquisitions et à une reprise de l'investissement.

Le nombre d'actions cotées aux États-Unis (4000 aujourd'hui) a été divisé par deux en moins de quinze ans. Ce phénomène, qualifié de de-equitisation, traduit le comportement prudent des dirigeants d'entreprise, qui ont favorisé la rémunération de l'actionnaire au détriment de l'investissement productif, choix logique dans un contexte de croissance déprimée. Les entreprises ont ainsi redistribué une partie des liquidités accumulées

## SUR LE PLAN DU RISQUE, LES STRATÉGIES DE VERSEMENT DE DIVIDENDE ET DE RACHAT D' ACTIONS NE SONT PAS ÉQUIVALENTES.

grâce aux baisses de dépenses sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Ainsi, la rémunération totale de l'actionnaire (rachats et dividendes) pour les entreprises de l'indice S&P500 hors secteur financier, représente aujourd'hui un montant équivalent à celui des dépenses d'investissement, alors qu'au début de la décennie 2000, on comptait environ 66 centimes de rémunération pour 1 dollar d'investissement. Ce sont les rachats d'actions qui ont servi de variable d'ajustement. Ils sont avantageux, tant du point de vue de l'entreprise (relution, hausse du prix de l'action) que de celui de l'investisseur (fiscalité avantageuse par rapport aux dividendes).

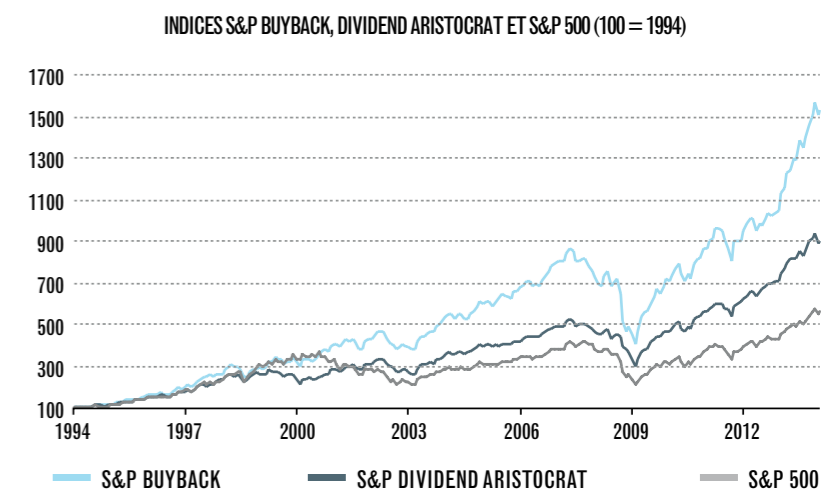
La logique pro-actionnariale ou l'aversion au risque n'expliquent pas tout. Il convient

également de prendre en compte l'impact des politiques monétaires non orthodoxes sur le coût du capital. Les politiques de taux zéro et d'assouplissement quantitatif menées par la Fed depuis 2008 ont fait baisser les rendements obligataires à des niveaux record, amenuisant l'écart entre coût de la dette et coût des capitaux propres, et incitant les entreprises à réviser leurs stratégies de financement en faveur de l'endettement. Ainsi, les entreprises s'endettent, non pour investir, mais pour racheter leurs actions. L'analyse des flux de financement révèle en effet que la croissance des rachats d'actions est fortement corrélée à une hausse des flux d'endettement. Une tendance similaire était apparue entre 2004 et 2007, lors de la transition entre l'ère Greenspan et l'ère Bernanke, déjà marquée par des rendements obligataires inférieurs à la normale.

Il est donc tentant de voir dans la de-equitisation à marche forcée un effet pervers de la politique de la Réserve Fédérale qui, au lieu d'avoir l'effet positif escompté sur l'investissement productif, a conduit les entreprises à s'adapter à l'environnement de croissance faible en tirant parti des financements à moindre coût pour « sortir » les sociétés de la cote ou faire des rachats d'actions, optimisant ainsi la rentabilité des fonds propres. Ce phénomène est un facteur clé de soutien des marchés actions à court terme mais pourrait, à travers cet effet d'éviction de l'investissement productif, conduire à une sous-performance à plus long terme. La tendance devrait se poursuivre tant que les conditions qui ont favorisé son émergence resteront en place, à savoir des valorisations attractives pour les actions et des rendements obligataires faibles. De ce point de vue, la mise en place du tapering par la Fed est un premier pas vers une normalisation du financement de l'économie.

La thématique du rachat d'actions (Buyback) est performante pour l'investisseur sur le long terme. L'indice S&P Buyback a généré une performance de +15 % par an entre 1994 et 2013 contre +9 % pour l'indice S&P 500. En 2013, l'appréciation est de 49 % contre 32 % pour le marché, dans un contexte où 56 % des membres du S&P 500 ont procédé à des rachats d'actions au cours des douze derniers

mois. Cette proportion se rapproche du plus haut historique de 66 % atteint début 2008. L'approche a néanmoins des limites. Il arrive que les entreprises qui rachètent leurs actions soient motivées par des intérêts contraires à ceux des actionnaires, comme la manipulation de cours ou l'amélioration du bénéfice par action sur lequel est indexée la rémunération des dirigeants d'entreprise (relution artificielle). À titre d'illustration, on rappellera qu'en 2007, juste avant la crise financière, le secteur financier a été la principale source de nouveaux programmes de rachats d'actions. Le rachat d'actions est légitime quand la société détient un excédent de liquidités et quand le coût de la dette est réduit par rapport au coût des capitaux propres. A contrario on évitera les sociétés qui rachètent leurs actions tout en affichant des cash flow négatifs.



Source : Bloomberg, Banque Paris Bertand Sturza SA

Par rapport à une approche fondée sur le versement de dividendes, la stratégie de rachat d'actions est supérieure : la surperformance est de 5 % en moyenne par an depuis 1994 contre une surperformance de 2 % pour l'indice S&P Dividend Aristocrat, composé des sociétés du S&P 500 ayant augmenté leur dividende sur 25 années consécutives. En 2013, la surperformance de la stratégie de rachats d'actions par rapport aux dividendes est significative, reflétant un faible coût de la dette et l'existence de larges réserves de liquidités. Sur le plan du risque, les deux approches ne sont pas équivalentes. Dans le cas des dividendes, l'actionnaire obtient un engagement tacite de discipline à long terme de la part de l'entreprise, engagement qui n'existe pas dans le cas des rachats d'actions, par nature plus opportunistes, et qui affectent directement la structure du capital. Cela nous incite à replacer la récente vague de rachats d'actions dans le contexte plus vaste d'un mouvement de re-leveraging des entreprises américaines, préalable au redémarrage de l'investissement : corporate America is back! \