



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle d'avril 2017

Pourquoi faut-il investir dès maintenant dans les actions européennes

Il ne se passe pas un jour sans que les media ne nous délivrent de mauvaises nouvelles. Le « *bashing* » est devenu un sport planétaire, et pratiqué avec intensité en Europe. Et pourtant, nous n'avons jamais vécu aussi bien qu'aujourd'hui. Prenant à contrepieds le cercle vicieux du pessimisme exacerbé, cette note passe en revue certains atouts dont dispose l'Europe. Elle tient compte des dernières projections économiques de la BCE qui laissent augurer une reprise, la vigueur et la durabilité de celle-ci reposant en partie sur des politiques judicieuses qui facilitent la diffusion plus large et rapide des innovations. Par ailleurs, dans un contexte qui semble favorable aux opérations de fusions-acquisitions, nous tablons sur une forte demande de la part des investisseurs internationaux. En somme, ces différents facteurs devraient entraîner une revalorisation des actions européennes.

Une Europe aux fondamentaux solides

En matière de capital humain, et technologique, piliers par excellence de la productivité, les pays européens disposent de systèmes d'éducation et de recherche de haut niveau qui débouchent sur un continuum de prix scientifiques (Prix Nobel, Médaille Fields...) qui directement ou indirectement sont à la base de nombreuses innovations nécessaires au renforcement de la compétitivité des entreprises. Ainsi, courant mars de cette année, le Prix Abel a été octroyé à un Français, Yves Meyer, pour sa contribution à la théorie mathématique des ondelettes, dont les retombées économiques sont nombreuses : applications dans les TICs ; imagerie médicale ; prospection pétrolière... Cette qualité du capital humain se reflète dans le nombre croissant de brevets enregistrés en Europe. Ainsi, en 2015 l'Office européen des brevets (OEB) a reçu 160.000 demandes de dépôts, chiffre en hausse de 4,8%. Ce dynamisme traduit le fait que l'Europe continue d'être un pôle majeur pour les innovateurs du monde entier, un marché technologique attractif.

Avec 500 millions d'habitants, outre le niveau de son PIB et la richesse de son patrimoine historique et culturel, l'Europe est également bien lotie en matière d'infrastructures de transport et de communications... Tous les ingrédients sont donc en principe en ligne pour rendre plus productives, mieux valorisées et encore plus attirantes l'économie et les entreprises européennes.

Des réserves de productivité inexploitées

Les gains de productivité constituent le principal moteur de la croissance, et à l'inverse un bon taux de croissance rend possible une hausse de la productivité. Or, depuis une vingtaine d'années, la productivité décroche dans les principaux pays européens (dont ceux de la zone euro). En effet, la productivité ne croît aujourd'hui qu'à un taux moyen inférieur à 0,8%, alors qu'il était de 2,0-2,5% avant 1995. L'inversion de ce phénomène est susceptible d'apporter entre 0,5% et 1% supplémentaire de productivité. Mais ceci ne peut se faire qu'à condition de s'attaquer, selon la BCE, aux deux causes majeures du retard constaté : un déficit d'investissement dans les TIC et un relativement faible renouvellement du tissu productif dans les entreprises agissant de préférence sur les marchés internes et donc moins exposées à la concurrence.

Par ailleurs, une étude de l'OCDE montre¹ que malgré le ralentissement constaté de la productivité moyenne, celle des entreprises globalisées (*frontier firms*²), dont les européennes, est non seulement très robuste, mais qu'elle creuse l'écart vis-à-vis de celle des *non-frontier firms*. Ceci soulève des questions quant aux raisons faisant que des technologies ne se diffusent qu'inégalement ou trop lentement. Des politiques spécifiques en faveur de l'innovation peuvent favoriser une meilleure diffusion de la productivité en affinant les incitations des entreprises à adopter des technologies nouvelles et en promouvant un environnement de marché qui réaffecte les ressources aux entreprises les plus productives. Les incitations fiscales, la collaboration entreprises-universités en R&D et la protection par brevet ont là aussi un rôle à jouer.

Indicateurs économiques en amélioration

Selon la BCE, à horizon de trois ans, la reprise économique dans la zone euro devrait continuer de se raffermir. Le taux de croissance de la zone euro s'établit en 2016 à 1,7%, ce qui n'est pas loin du taux américain de 1,9%. En plus de bénéficier d'une monnaie sous-évaluée, et aidée par le relativement faible prix de l'énergie, la zone euro connaît également une remontée de la consommation privée et de l'investissement. Ces évolutions sont soutenues par l'orientation très accommodante de la politique monétaire, par les progrès accomplis en matière de

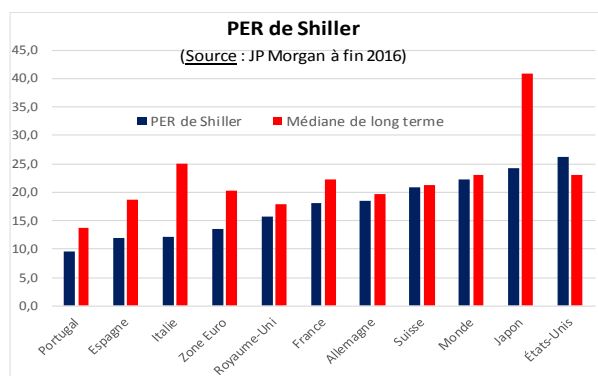
désendettement dans les différents secteurs et par l'amélioration progressive de la situation sur les marchés du travail. La hausse progressive des indices de confiance (Economic Sentiment Indicators) semble être le signe précurseur d'un cycle de reprise. A côté de ces facteurs positifs, il faut toutefois tenir compte des incertitudes politiques liées aux échéances électorales en Europe et aux discours populistes qui en découlent. De même, si au niveau économique l'assouplissement quantitatif de la BCE a permis de gagner du temps pour la mise en place de réformes structurelles, celles-ci se font en partie toujours attendre.

Des opérations de fusions-acquisitions qui annoncent une remontée des valorisations

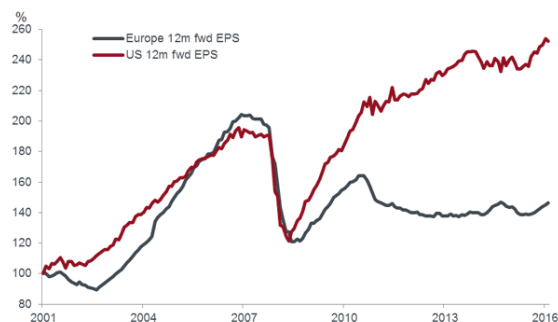
Il existe un lien fort entre le volume de fusions-acquisitions et l'évolution des cours de bourse. Ceci en raison des deux effets qui se renforcent mutuellement : des effets de synergie et les niveaux de confiance et d'optimisme des investisseurs. Selon des études (EY et Willis Towers Watson), les prochaines années devraient s'annoncer comme particulièrement dynamiques pour les fusions-acquisitions sur le plan mondial selon la majorité des décideurs interrogés. Mais le résultat le plus marquant est le renforcement constaté des intentions d'investissement dans la zone euro. Parmi les décideurs interrogés, ceux situés en dehors d'Europe désignent majoritairement l'Europe de l'Ouest comme leur destination d'investissement prioritaire en dehors de leur marché domestique.

Des valeurs européennes à fort potentiel

Comme indiqué par le graphique ci-dessous, l'Europe, et plus particulièrement la zone euro, pourrait représenter une opportunité d'investissement hors pair dans la (les) décennie(s) à venir. Les PER de Shiller³ montrent en effet que de nombreuses opportunités de valorisation sont encore inexploitées sur le continent. A titre d'illustration, les entreprises italiennes, avec un PER moyen de 12 et une médiane de 25, auraient une décote de 50%, ce qui contraste avec la prime de 14% dont jouissent en moyenne les valeurs américaines.



Cela est encore d'autant plus vrai si l'on suppose que les bénéficiaires des sociétés européennes, qui ont subi plusieurs années de crise et commencent tout juste à s'en remettre, ont un potentiel de rattrapage, comme le montre le graphe de Thomson Reuters Datastream ci-dessous.



On observe en effet un décrochage à partir de 2008 entre les bénéficiaires des sociétés américaines et européennes. C'est probablement dû en partie à un effet « mix » (les sociétés de technologie américaines, en forte croissance, sont de plus en plus importantes, alors que l'Europe est quasiment absente de cet écosystème, par exemple), mais aussi et surtout aux difficultés qu'ont rencontrées les sociétés européennes depuis 2008. La croissance faible, la déflation ont clairement pesé sur les bénéficiaires des sociétés européennes, sans compter le ralentissement de la croissance dans les pays émergents. Nous pourrions donc bénéficier d'un double effet momentum positif sur les bénéficiaires des entreprises et rattrapage de valorisation.

Dans ce contexte, la gestion de conviction apporte toute sa valeur : sélectionner les sociétés qui sauront le mieux bénéficier du rebond de l'activité en Europe, c'est-à-dire celles qui auront su améliorer leur productivité en innovant et en se restructurant.

Lettre rédigée le 30 mars 2017

Eve Navarre
Gérant

Carlos Pardo
Directeur de la stratégie

- (1) Frontier Firms, Technology Diffusion and Public Policy: Micro Evidence for OECD Countries, OECD, 2015.
- (2) Entreprises globalisées les plus productives dans chaque industrie, en général de plus grande taille, plus rentables, plus jeunes, présentant une plus grande propension à breveter et souvent faisant partie, mais non exclusivement, d'un grand groupe multinational.
- (3) Le PER de Shiller est une mesure de valorisation ajustée qui évalue le cours d'un titre par rapport aux bénéfices moyens de la société sur une période de 10 ans, et ce afin de contrôler les effets cycliques.

VESTATHENA
Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014
SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960
Siège Social : 65, rue de Monceau – 75008 PARIS
www.vestathena.com