



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle de mars 2017

## Des économies nordiques innovatrices et productives : un vaste tissu d'entreprises compétitives et ouvertes à l'international

Cette lettre met en évidence plusieurs points essentiels qui rendent attractives les économies nordiques (Suède, Danemark, Norvège et Finlande) et, plus important encore pour les *stock pickers*, les fonds investis dans les entreprises cotées de ces pays, notamment les *small* et *mid-caps* : productivité élevée ; forte propension à introduire des réformes de fond ; réglementation et gouvernance favorables à l'entrepreneuriat qui se traduisent par des performances économiques de qualité ; nette orientation des entreprises à l'export et à l'international.

### Une productivité fondée sur la diffusion des TIC

Selon la BCE\*, depuis la mi-1990 les pays nordiques ont connu une forte hausse de la productivité. A l'instar des Etats-Unis, l'innovation, la vitesse de diffusion et l'assimilation des TIC dans ces pays ont joué un rôle primordial qui permettent d'expliquer, pour ces vingt dernières années, de forts taux de croissance de la productivité, et donc de leur compétitivité.

Ces pays sont devenus très performants et se trouvent ainsi dans une bien meilleure position concurrentielle s'agissant de développer ou d'assimiler les opportunités qui en découlent. Le rythme de croissance de la productivité en a largement bénéficié. En effet, en un peu moins d'un quart de siècle, ces pays ont réussi à rattraper ou à dépasser les deux économies majeures de la zone euro, France et Allemagne, de même que le Royaume-Uni, en termes de niveau et de rythme de croissance de la productivité.

Cette évolution a eu, et a encore, pour moteur des réformes structurelles ayant créé les conditions nécessaires à un changement de régime de croissance. Parmi les résultats des réformes introduites, qui impactent durablement la productivité figurent : un fort rehaussement de la qualité du capital humain et de la régulation des

marchés, un fort degré de concurrence sur les marchés financiers et les produits créés, un haut niveau d'investissement dans la R&D et la disponibilité et fluidité du capital investissement nécessaire à l'innovation.

Productivité du travail en 2015 (Union européenne = 100)

	par personne employée	par heure travaillée
Union européenne	100,0	100,0
Zone euro	107,2	111,7
Norvège	136,1	155,9
Danemark	114,5	132,0
Suède	113,4	114,6
Finlande	107,9	107,0
Suisse	121,0	124,3
France	115,3	127,9
Allemagne	106,0	126,1
Royaume-Uni	101,2	99,3

Source : Eurostat

Les « avantages comparatifs » ci-dessus mentionnés ont largement contribué à faciliter l'expansion et la diffusion rapide des TIC. Ils expliquent en substance pourquoi ces économies ont été à même d'exploiter les opportunités offertes par les nouvelles technologies et, de surcroît, avec une efficacité accrue par rapport à certaines économies de la zone euro.

### Une tradition réformatrice qui ne se dément pas

Outre leurs performances, les économies des pays nordiques ont une capacité d'adaptation qui constitue le socle de la réussite des entreprises implantées ou opérant depuis cette région.

Et pour cause, ces pays ont développé une tradition d'innovation et de pragmatisme réformateur en matière de politiques publiques. En effet, au cours des trente dernières années, ils ont choisi de réformer en profondeur leurs économies dans des domaines aussi divers que la gouvernance budgétaire, le marché du travail, la fiscalité environnementale, les retraites, la réglementation bancaire, l'intervention de l'Etat

dans la vie économique, la fourniture de services publics, la promotion du commerce extérieur, etc. Ces réformes sont pour la plupart le fruit de longues négociations aboutissant à des compromis opérationnels, qui n'empêchent nullement de réfléchir à l'avance à d'autres réformes souhaitables, ou à l'approfondissement de celles déjà mises en œuvre. Facteur à ne pas négliger, on observe un sérieux et un optimisme raisonné dans la manière d'affronter aussi bien les défis économiques que ceux à caractère sociétal, tel l'égalité hommes-femmes qui place ces pays à la pointe dans ce domaine.

### Indicateurs macroéconomiques bien orientés

Bien qu'il existe des différences entre les quatre pays nordiques examinés, on remarque que leur situation économique conjuguée, avec des nuances, croissance du PIB, bonne santé des finances publiques\*\*, demande domestique relativement vigoureuse, niveau de chômage en reflux et, surtout, plus faible qu'en zone euro (9,7%).

Indicateurs macroéconomiques (en %)

	Suède		Danemark		Norvège		Finlande	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
PIB	3,5	2,4	0,9	1,5	1,2	1,7	1,6	0,9
Déficit public	-0,2	-0,3	-1,4	-1,6	3,1	3,4	-2,2	-2,5
Dettes publiques	42,0	40,9	38,7	37,9	29,9	29,9	63,7	65,3
Cons. Privée	2,8	2,6	2,0	1,9	2,1	2,1	1,4	0,5
Chômage	6,8	6,4	6,1	5,9	4,7	4,3	8,9	8,5

Source : FMI, Commission européenne, BIT, gouvernements nationaux.

Outre une forte intégration régionale nordique, ces pays sont étroitement connectés aux autres pays de l'Union européenne, qui constitue leur premier partenaire commercial. Pourtant, tirant les leçons des dernières crises, qui ont lourdement affecté leur capacité d'exportation, et donc leurs économies, ces pays cherchent à diversifier leurs activités en développant rapidement leurs échanges avec de nouvelles zones de croissance, notamment les pays émergents. Suède en tête, leurs entreprises disposent d'une force de frappe internationale et tirent l'économie par leurs exportations mais aussi par les dépenses en R&D qu'elles consentent. Supérieures à 3% du PIB, ces dépenses dépassent le niveau fixé par l'UE dans le cadre de son plan « Europe 2020 Strategy ».

De plus, avec des canaux de financement fondés sur des incitations favorisant l'investissement productif, les entrepreneurs de ces pays peuvent s'appuyer sur la richesse financière des ménages, des entreprises et, le cas échéant, de l'Etat pour financer leurs projets. En lien avec l'existence de fonds de pension obligatoires et/ou facultatifs, et dans le cas de la Norvège d'un grand fonds souverain (qui représentent selon les pays des réserves entre 60% et 180% du PIB), ces pays possèdent également des industries de la gestion qui contribuent à l'allocation des ressources vers les investissements les plus rentables.

### Vaste tissu d'entreprises innovatrices et avec un bon potentiel de valorisation

Pays le plus peuplé du groupe, c'est la Suède qui constitue la locomotive de la région avec une économie et des finances publiques en pleine forme, un appareil productif très compétitif fondée sur une tradition industrielle ancienne et, plus important encore, une présence de premier plan dans le secteur des TIC, des sciences de la vie, des technologies vertes et des industries créatives. Les trois autres pays nordiques ne sont pas en reste et leurs entreprises sont également très ouvertes à l'international.

Les entreprises nordiques, et plus particulièrement celles de petite et moyenne taille, ont un réservoir de valorisation élevé. Ceci en raison d'un environnement caractérisé par une productivité et un potentiel de croissance élevés, et au niveau micro-économique de la prime de qualité dont bénéficient les actions des entreprises de cette région.

A l'aune d'un patient travail de sélection de titres, la qualité des entreprises nordiques se reflète dans les performances du fonds Hanséatique (investi exclusivement en actions nordiques), lequel sur 10 ans a, en moyenne annuelle, une performance absolue de 8,6% et un alpha de 6,5%.

*Lettre rédigée le 1<sup>er</sup> mars 2017*

**Carlos Pardo**

\* ECB, Occasional paper n° 39, "Labor productivity in the Nordic EU countries"; M. Draghi, "The productivity challenge for Europe".

\*\* En zone euro, en moyenne, déficit public de -2,0% et dette publique de 91%.

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](http://www.vestathena.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne saurait engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.