

# Bourse : les entreprises européennes ont de la ressource

[ 26/02/10 - 18H50 ]

## Les raisons de croire aux actions du Vieux Continent.

Désormais, pour trouver un acteur digne de confiance sur les marchés, il faut aller chercher parmi les bonnes entreprises cotées, leur sécurité est bien supérieure à celle de certains Etats... Ainsi s'exprimait un invité de notre dernier Cercle des gérants, consacré aux actions européennes. Un autre participant s'enflammait, lui, pour le rendement procuré par l'action de la société qui gère la loterie nationale grecque ! Pourtant, ce jour-là, les grands titres étaient encore consacrés à la difficile gestion de la dette par le gouvernement d'Athènes. Seulement, la crise a inversé la hiérarchie habituelle des valeurs. Les entreprises n'ont plus le monopole de la faillite. Dans plusieurs pays, alors que les finances publiques sont vides, le tissu des entreprises continue à compter des fleurons enviables. A l'inverse, d'autres puissances semblent bien traverser la conjoncture, mais ce sont leurs banques qui sont dangereusement fragiles. Et puis, dans un troisième cas, des pays sont au bord du dépôt de bilan, bien que leurs banques figurent parmi les plus prospères d'Europe. Il faut donc apprendre à dissocier les trois entités -pays, banques et entreprises -même si leur interaction est évidente.

Dans ce contexte, qu'espérer de bon sur les marchés ? La macro-économie nous a déjà prévenus : il ne faut pas espérer beaucoup de croissance de la part des PIB. Mais justement ! C'est dans ces adversités que les entreprises révèlent leurs capacités à se régénérer. Elles fabriquent de la croissance externe, à défaut de la trouver dans la progression naturelle de leurs chiffre d'affaires. Et puis, rappelons-nous que le reste du monde ne partage pas la déprime de l'Europe. Des zones de la planète connaissent des taux d'expansion à deux chiffres. Comment mieux capter cette vitalité, sinon avec les actions de sociétés qui partent précisément à sa rencontre ?

## Capteurs de croissance

Mais en Europe, quels sont ces capteurs de croissance ? Sont-ce les moyennes capitalisations ou les grandes valeurs ? En réalité, ce sont les entreprises dont le management est réactif et visionnaire. La taille n'est pas une fatalité, pas plus que la nationalité. Il faut surtout un bon " business model " et bien sûr aussi, pour les investisseurs financiers, un prix d'acquisition raisonnable. En tout cas, cela faisait longtemps qu'un tel optimisme à propos des actions n'avait été aussi unanimement affiché lors d'un Cercle, qui plus est, consacré aux actions européennes.

Lors de cette réunion, coanimée par Jean Michel Starck, directeur général de HSBC Private Wealth, les quatre intervenants étaient Romain Burnand, gérant fondateur de Moneta Multi Caps Asset Management, Marc Renaud, président fondateur de Mandarine Gestion, Pierre Puybasset, gérant spécialisé dans les valeurs moyennes européennes à la Financière de l'Echiquier, ainsi qu'Emeric Préaubert, associé fondateur de Sycomore Asset Management.

**Ils ont dit...**

## **Pourquoi privilégier les actions cette année**

### **La situation économique a cessé de se dégrader**

**R. B.** Deux risques étaient clairement identifiés pour 2010 : la reprise des taux d'intérêt et l'augmentation des impôts, pour compenser le fort taux d'endettement des Etats. Ils se sont matérialisés plus tôt que prévu. Du coup, le consensus optimiste de début d'année a volé en éclats. Là-dessus, est venue se greffer l'angoisse d'une situation dans laquelle les Etats ne seraient plus crédibles. Il me semble toutefois que l'environnement s'est fortement amélioré depuis un an. Ma conviction est la suivante : une fois que l'économie repart, elle court peu de risques de s'inverser. Mais c'est plus de l'ordre de la croyance que de la démonstration !

### **Les autres placements ne sont pas plus intéressants**

**P. P.** Les taux de rendement des placements sans risque sont extrêmement faibles. Par ailleurs, la crise de la dette gouvernementale ne nous inquiète que moyennement. L'environnement nous paraît donc plutôt favorable à une reprise de risques. C'est pourquoi le territoire des actions est bien celui sur lequel investir en 2010. D'autant que la reprise des activités de fusion-acquisition peut donner l'espoir d'une animation du marché.

### **Le marché n'est pas cher**

**M. R.** En termes d'évaluation, nous sommes sur des valorisations de bas de cycle et cela va durer car l'Europe et les Etats-Unis doivent s'attendre à une triple hausse, des impôts, des taux et du chômage. Je ne vois pas comment, cette année, ces deux zones pourraient afficher une croissance économique notable. En revanche, les marchés sont très bas. C'est un environnement plus difficile que l'an dernier, mais pas désagréable pour les actions, et notamment pour les stock-pickers (sélection d'actions au cas par cas, indépendamment de la conjoncture et des indices).

### **Le retour des OPA va créer des opportunités**

**E. P.** Ce moteur de croissance a été éteint pendant au moins dix-huit mois, car il n'y avait plus de financements. Il commence à redémarrer et c'est une très bonne nouvelle. Plaçons-nous en effet du côté de l'acquéreur : celui-ci va consolider sa position sur le marché. Plusieurs exemples me viennent en tête. Une entreprise comme Klöckner en Allemagne vient de faire sa première opération de croissance externe. Essilor également. C'est un moteur intéressant pour un certain nombre d'entreprises en croissance dont c'est le modèle de consolider ses métiers. Cela profitera à leurs actionnaires, d'autant que les prix actuels ne sont pas exagérés.

### **Le rendement des dividendes est généreux**

**E. P.** Opap, par exemple (loterie nationale grecque), dont l'Etat grec possède 30 %, affiche une rentabilité de 13 %. Cela ne serait pas un mauvais investissement si l'Etat grec vendait sa participation.

**M. R.** Pour moi, le rendement est une cerise sur le gâteau, pas un critère de sélection. Par exemple, je trouve les grosses pétrolières incroyablement sous-évaluées sur leurs perspectives

à dix ans (Royal Dutch Shell, Total) et c'est pour cela que j'ai envie d'investir. Maintenant, le fait d'encaisser 6 % de rendement dans les deux ans qui viennent contribue à me détendre !

**R. B.** Il faut faire attention au rendement, il doit s'inscrire dans la durée. En outre, certaines sociétés paient leurs dividendes en actions et ça, c'est une fuite en avant. Plutôt que le rendement en détachement de dividendes, je préfère le critère du " free cash flow yield " (ce qui reste à une société après qu'elle a financé son développement).

**P. P.** Il nous semble que, sur le rendement, le secteur des valeurs immobilières est délaissé. Sur une sélection d'environ 37 titres, on arrive à un rendement moyen d'environ 7 %. La visibilité est bonne dans ce secteur et le marché apparaît plus sain que dans le passé.

## **Comment jouer l'Europe gagnante dans la mondialisation**

**R. B.** Les marges européennes ont rejoint le niveau des bonnes sociétés américaines. Durant cette crise, les observateurs ont souvent été " court-termistes ", et ils n'ont pas vu que les rentabilités européennes avaient structurellement progressé. Aujourd'hui, le risque action se révèle bien rémunéré.

**P. P.** La bonne surprise de l'année 2009 est l'économie allemande, grand fournisseur de machines-outils et grand gagnant de la crise. Cette machine exportatrice n'est pas morte, contrairement à ce que semblait indiquer le marché qui l'a vendue de façon absolument ridicule. Il reste des opportunités très attractives sur l'Allemagne, avec des entreprises qui profitent de cette croissance mondiale. Notre métier de stock-picker consiste à trouver les sociétés leaders de niche, capables de profiter d'une croissance mondiale. S'il y a un pays en forme en Europe, c'est l'Allemagne. La France n'arrive à s'associer au sauvetage de la Grèce que sur la photo !

## **Gare à l'impact de la fiscalité**

**M. R.** C'est une certitude : on va taxer les entreprises, les banques et les particuliers, car il faut de l'argent, et vite.

**E. P.** Le taux d'impôt est naturellement un facteur d'appréciation de la valorisation. Le secteur le plus taxé est sûrement le pétrole, avec 90 % des profits imposés.

**R. B.** J'ai réexaminé mes rentabilités de capitaux investis dans un certain nombre de secteurs où je considère que la fiscalité va s'accroître et diminuer leur profitabilité. C'est un exercice délicat.

**P. P.** Pour nous, le secteur le plus exposé à ce risque est le secteur bancaire, qui se présente comme la victime expiatoire de ce qui arrive. Ce peut être des taux d'imposition, mais aussi des révisions de capitaux propres en fonction des activités. Par ailleurs, je pense la crise récente n'incite pas à la création d'entités bancaires supranationales. Il est important de savoir qui paie la facture à la fin de la journée. Le secteur bancaire me paraît particulièrement à risque.

**PROPOS RECUEILLIS PAR FRANÇOIS LE BRUN**