

Schroders Insight

Actions européennes

Juillet 2006



Après trois ans de forte croissance, les marchés d'actions européens ont nettement consolidé depuis le mois de mai, tout comme les autres marchés mondiaux. Nous avons demandé à Denis Clough, en charge des actions européennes chez Schroders, ce qu'il pense du marché après la récente correction, et pourquoi il considère que les investisseurs devraient s'intéresser à l'Europe.

La faiblesse persistante de la croissance économique en Europe est-elle selon vous un facteur négatif pour les marchés d'actions ?

Les arguments en faveur des actions européennes ne sont pas à rechercher du côté des perspectives économiques : il n'existe aucun argument économique valable pour investir dans la région. Comme vous le faites remarquer, les grandes économies comme la France, l'Allemagne et l'Italie sont confrontées à des problèmes structurels et la croissance y est plus faible qu'aux États-Unis, économie plus dynamique, et dans les pays émergents. Les chiffres récents de la croissance le montrent clairement : la croissance économique dans la zone euro a atteint 1,7% en 2005 et devrait atteindre 2,2% seulement en 2006. Sur la même période, ces chiffres s'élevaient respectivement à 3,5% et 4,2%, pour les États-Unis et à 5,9% et 6,8% pour l'ensemble des marchés émergents.

Nous pensons néanmoins qu'il serait erroné de se focaliser sur la situation économique en Europe, car les performances économiques et celles des marchés boursiers de la région sont relativement indépendantes. Ainsi, les résultats des sociétés européennes progressent pour la quatrième année consécutive, alors que c'est la première année de reprise économique.

Vous considérez donc que la corrélation entre la croissance économique et la performance des marchés d'actions européens est faible ?

Oui, l'Europe est beaucoup plus liée à la croissance économique mondiale. La reprise économique mondiale au début de cette décennie a été le principal moteur du retour aux bénéfices pour l'Europe exportatrice (les réductions de coûts et les restructurations ont également joué un rôle important). Dans le même temps, l'atonie de la demande intérieure a été synonyme de stagnation de la croissance économique dans la région.

Les investisseurs devraient s'intéresser à la région pour au moins une raison : certains des groupes mondiaux les plus performants sont cotés sur les places boursières européennes. Dans toute une série de secteurs – du luxe aux biens d'équipement haut de gamme – on trouve beaucoup de sociétés de qualité qui apportent à leurs clients une réelle valeur ajoutée grâce à des compétences spécifiques ou à un avantage technologique. Ces sociétés sont devenues au fil du temps (nombre d'entre elles sont centenaires) des acteurs dominants sur des marchés de niche. Leur niveau de spécialisation et d'expertise constitue une forte barrière à l'entrée, ce qui leur garantit un important pouvoir de fixation des prix, des clients fidèles voire captifs, et la capacité à

générer des résultats en progression régulière dans le temps.

Ces sociétés ne sont pas seulement tributaires de la consommation des ménages, des dépenses publiques et des dépenses des entreprises dans les pays européens : bien souvent, elles dégagent du chiffre d'affaires dans le monde entier, et les conditions parfois difficiles de leur marché d'origine n'entravent pas leur croissance.

Aux États-Unis également, il y a de nombreux groupes mondiaux. Pourquoi vous concentrez-vous sur l'Europe ?

Les États-Unis concentrent quelques très belles sociétés, mais il y a peut-être plus de véritables groupes mondiaux en Europe. L'équipementier finlandais Nokia est leader sur le marché des téléphones mobiles aux États-Unis et en Asie, ainsi qu'en Europe. Les grands groupes pétroliers comme BP, Total et Royal Dutch sont présents dans le monde entier. Les groupes industriels allemands comme Siemens ont des implantations commerciales sur chaque continent.

La Suisse est l'exemple parfait de ce rayonnement mondial. Très rapidement, les entreprises suisses ont dû se tourner vers l'international, peut-être à cause de l'étroitesse de leur marché domestique (la Suisse compte aujourd'hui 7,5 millions d'habitants seulement). Aujourd'hui, le marché boursier suisse comprend plusieurs leaders mondiaux dans les secteurs de la santé et de la finance (Novartis, Roche, UBS et Credit Suisse), ainsi que le géant de l'agroalimentaire Nestlé et plusieurs sociétés spécialisées plus petites telles que Schindler, le deuxième fabricant mondial d'ascenseurs et d'escalators.

Le niveau élevé des normes européennes en matière de comptabilité et de gouvernement d'entreprise est un autre point positif. Même si ces normes ne sont pas parfaites, elles sont nettement supérieures à la moyenne mondiale. En Europe, les dirigeants sont généralement à la tête d'entreprises saines, gérées de manière plutôt transparente et en tenant compte des intérêts des actionnaires. C'est nettement mieux qu'au Japon, où j'ai passé près de 20 ans à gérer des fonds et à analyser des sociétés. Au Japon, les intérêts des actionnaires sont peu pris en compte par les entreprises, qui ont recours à des « pilules empoisonnées » (poison pills) ou à des émissions d'actions pour repousser les tentatives d'OPA.

Quel impact les politiques gouvernementales ont-elles sur l'environnement des entreprises en Europe ?

Il existe une grande différence actuellement entre ce que font les gouvernements et ce que font les entreprises. La situation en France est loin d'être

bonne : le gouvernement commet les mêmes erreurs que dans les années 1980 et 1990, en faisant la part belle au protectionnisme au détriment du libéralisme. Toute tentative de libéralisation se heurte à des levées de boucliers.

Les entreprises, à l'inverse (et c'est valable pour toute l'Europe), ont amorcé leur restructuration et se sont engagées sur la voie du changement. C'est évident lorsque vous regardez la rentabilité, qui s'est nettement améliorée malgré les discours gouvernementaux : les résultats s'améliorent malgré les politiques gouvernementales, qui ont désormais moins d'impact sur l'Europe des entreprises.

Quelle est la situation en Allemagne, le poids lourd de la région ?

L'Allemagne a utilisé plus de bâtons que de carottes. Les syndicats, encore puissants, commencent à réaliser qu'à défaut de compromis et de négociations avec les entreprises sur des sujets tels que les restructurations et les salaires, ils vont perdre des emplois au profit de l'Europe de l'Est, où la main d'œuvre coûte beaucoup moins cher. Du fait de la proximité géographique d'économies émergentes telles que la Pologne, la Hongrie et la République tchèque, la menace concurrentielle est ressentie de manière plus forte en Allemagne qu'elle ne l'est en France. Depuis sa prise de fonctions l'an dernier, la Chancelière allemande Angela Merkel a également fait preuve de plus de pragmatisme et de réalisme que ses homologues français. Cette attitude a permis à des sociétés comme Volkswagen de mieux progresser.

En résumé, nous pensons que le marché domestique allemand va se reprendre. L'économie allemande est en pleine convalescence, après la période très difficile qu'a connue le pays. Même sans véritable reprise, une accélération de la croissance de l'emploi pourrait entraîner un regain de confiance parmi les consommateurs. Cette dynamique procède en fait d'un cycle économique normal : un recul des résultats suivi par des réductions de coûts, puis le retour aux bénéfices qui conduit à une embellie de l'emploi puis à une hausse de la consommation. Il est donc raisonnable de s'attendre à une reprise modérée.

Quel en sera l'impact sur les marchés boursiers ?

Cela n'aura pas d'impact fort sur les marchés – j'ai déjà souligné la faible corrélation existant entre la situation économique intérieure et la performance des marchés – mais c'est bien évidemment une bonne nouvelle pour les sociétés sensibles à l'évolution de la consommation. Parmi celles qui figurent dans notre portefeuille, les valeurs telles que le distributeur alimentaire

allemand Metro devraient en profiter, mais sans réaliser de performances fulgurantes dans les années à venir. Ce sera une reprise en douceur.

La reprise ne durera certainement pas en cas de ralentissement mondial sévère : l'Allemagne est un pays résolument tourné vers l'exportation. Elle serait en particulier fortement touchée en cas de ralentissement de la demande de biens d'équipement. Celle-ci ne représente qu'une petite part de l'économie, mais elle est plus volatile et donc l'impact serait plus prononcé.

Actuellement, nous sommes relativement peu exposés aux biens d'équipement. Nous ne savons pas à quel moment l'activité industrielle va ralentir, alors que les valorisations nous semblent très élevées, et il vaut mieux en général éviter une forte exposition à un secteur quand les cours sont aussi élevés. Les dirigeants de sociétés telles que Atlas Copco (groupe d'ingénierie suédois) nous ont dit que le niveau d'activité dépassait celui qu'ils avaient connu lors des périodes d'expansion précédentes. Dans des périodes comme celle-ci, où le haut de cycle est atteint dans un climat d'euphorie, il vaut mieux être prudent.

Quelle menace le protectionnisme national fait-il peser sur l'Europe des entreprises ?

C'est un risque pour l'Europe de l'Ouest, sans aucun doute. Les entreprises ont amorcé leur restructuration et nous assistons à une progression des dépenses d'investissement et également à de nombreuses fusions et acquisitions. Néanmoins, dans la mesure où le cadre législatif n'a pas changé, si une société veut augmenter ses capacités de production, elle a peu de chances de le faire en France ou en Espagne. Imposer des licenciements ou des suppressions d'emplois dans ces pays est trop difficile. De nombreuses sociétés se tournent donc naturellement vers l'Inde, la Chine ou même les États-Unis.

À court terme, et du point de vue de l'entreprise, l'effet n'est pas si important. À long terme cependant, le genre de protectionnisme national et d'interventionnisme gouvernemental que nous avons pu voir cette année (par exemple dans les services aux collectivités et la sidérurgie) aura pour effet de freiner les nouveaux investissements. Les entreprises continueront à investir, évitant ainsi d'hypothéquer leurs perspectives de croissance, mais elles se préoccupent moins que les gouvernements de savoir si elles doivent investir en Europe ou ailleurs dans le monde. La demande intérieure en pâtira, et elle sera d'autant plus déprimée que le nombre de créations d'emplois diminuera en Europe.

Que pensez-vous du niveau des cours sur le marché en général ? Les valeurs européennes sont-elles chères, malgré la récente correction ?

Lorsque les résultats des sociétés sont en haut de cycle, comme en ce moment, il est difficile de dire que le marché est sous-évalué. Les valorisations sont correctes, mais certainement pas bon marché. Néanmoins, dans un contexte de rendements obligataires faibles et de taux d'intérêt à 2,5%, quand vous pouvez trouver des actions qui rapportent 4,5% et présentent un potentiel d'appréciation du capital, il est clair que les actions sont plus attractives que les obligations. Nous avons assisté à une forte correction ces dernières semaines et les valorisations pourraient encore baisser, mais dans l'ensemble je reste assez serein.

Dans l'ensemble, nous portons un regard positif sur le marché. Le secteur des entreprises est très résistant, les bilans sont solides après les restructurations et les réductions de coûts qui ont marqué le début de la décennie. Les sociétés génèrent également beaucoup de cash – les rendements du cash flow disponible restent élevés. Il est possible de trouver de nombreuses sociétés avec une croissance forte et des caractéristiques attractives – il y a une grande variété de valeurs qui affichent un PER peu élevé, de l'ordre de 11x, ce qui pour nous est attractif.

Quels sont pour vous les segments attractifs du marché ?

Sur le segment des grandes capitalisations, comme sur celui des petites et moyennes capitalisations, il y a des effets de mode. Nous estimons qu'il existe parmi les grandes sociétés des opportunités d'investissement particulièrement attractives. Par exemple, une société comme l'éditeur anglo-néerlandais Reed Elsevier, avec un rendement du cash flow disponible de 8%, est extrêmement attractive. Que préféreriez-vous acheter : des obligations européennes rapportant 4% ou des actions Reed avec un rendement du cash flow disponible de 8% et un potentiel d'appréciation du capital sous-jacent ?

Mais les marchés regardent toujours vers l'avant et même si, aujourd'hui, les résultats sont bons et les bilans solides, nous restons prudents envers les segments les plus cycliques du marché. Les sociétés évoluant dans des secteurs tels que les matières premières peuvent sembler bon marché si l'on considère le cours actuel des matières premières, mais si vous comparez leurs valorisations à la moyenne des cours sur cinq ans, elles sont en réalité très chères.

Nous sommes davantage séduits par les secteurs moins cycliques, à savoir les sociétés dont les résultats sont moins sensibles aux variations des cycles économiques et qui peuvent offrir une croissance stable et régulière. Dans tous les secteurs du marché, il y a désormais des sociétés que nous conservons pour la qualité de leurs résultats : Reed Elsevier en est un exemple, le géant agroalimentaire suisse Nestlé en est un autre. Ces sociétés sont capables de maintenir la croissance du chiffre d'affaires et des résultats dans toutes les phases du cycle économique. Elles dépendent moins que d'autres (par exemple, les valeurs minières ou parapétrolières) de la demande cyclique, tirée par des phénomènes tels que le boom du bâtiment chinois.

Que pensez-vous de la taille des sociétés ? Après une longue période de surperformance, les petites capitalisations sont-elles surévaluées ?

Je pense que c'est une question d'aversion au risque. Comme vous le faites remarquer, les petites capitalisations ont surperformé durant plusieurs années et la tendance est aujourd'hui à des positions longues sur les petites et moyennes capitalisations et à des positions courtes sur les grandes capitalisations. Mais si vous regardez les valorisations sur 10, 20 ou même 30 ans, les investisseurs paient pour les petites capitalisations une prime plus importante qu'auparavant. Cela pourrait ne pas durer : il semblerait en effet plus normal que les petites capitalisations s'échangent avec une décote du fait de leur profil plus risqué.

Les opportunités ne manquent pas sur le segment des petites capitalisations mais, encore une fois, il est fondamental de rechercher une croissance sous-jacente réelle et stable, plutôt qu'une croissance limitée dans le temps et cyclique. Pour être performant sur les marchés d'actions européens dans la période à venir, il faut rechercher des sociétés qui présentent des perspectives de croissance prometteuses à long terme. Dans un contexte de rentabilité extrêmement élevée, les investisseurs doivent faire attention à ne pas se laisser séduire par des résultats artificiellement gonflés, haut de cycle oblige. Surtout, il est désormais essentiel pour les investisseurs de s'interroger sur la pérennité de la croissance bénéficiaire à long terme.

En France:

Schroders
8 - 10 rue Lamennais
75008 Paris - FRANCE
<http://www.schroders.fr>

**Pour les particuliers -
Numéro vert : 0800 16 26 36**

**Pour les institutionnels -
Téléphone : 01 53 85 85 85**

Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document. Ce document est l'expression des opinions et des avis de Schroders, lesquels sont susceptibles d'évoluer. Bien que les informations et opinions contenues dans ce document proviennent de sources que nous estimons fiables, Schroders ne pourra pas être tenu responsable en cas d'erreur d'opinion ou d'appréciation erronée des faits. Ceci n'exclut pas et n'allège en rien les devoirs et responsabilités de Schroder Investment Management Limited (SIM) envers ses clients en vertu de la Loi de 2000 relative aux Services et Marchés Financiers (Financial Services and Markets Act), telle que modifiée périodiquement, ou de toute autre réglementation. **Les fonds qui investissent dans un secteur spécifique présentent plus de risques que ceux qui investissent à travers un vaste éventail de secteurs.** Publié par Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, Londres EC2V 7QA, société enregistrée auprès et placée sous l'autorité de la Financial Services Authority au Royaume-Uni.

w28141/FR0706