

Les actions européennes attractives à long terme

Echaudés par les excès passés, certains gestionnaires tendent à sous-estimer le rendement à long terme des cours actuels.

Lorsqu'il choisit où placer ses actifs à long terme, l'investisseur se fonde sur le rendement espéré... à long terme de ses placements. S'il extrapole les rendements observés depuis la Seconde Guerre mondiale, il privilégiera les actions : depuis 1950, celles-ci ont rapporté presque 8% par an en moyenne en sus de l'inflation. Mais ce rendement moyen recouvre des périodes disparates. Dans le passé, le « point d'entrée » a été déterminant pour les rendements futurs.

Ainsi, acheter des actions très sous-évaluées au début des années 80 garantissait, à terme, un rendement élevé. Mais l'investisseur entré au pic du marché, en 2000, n'obtiendra qu'un rendement médiocre, voire négatif. Que peut-il espérer sur les dix ou vingt prochaines années en achetant aujourd'hui des actions européennes, sachant que, au moment où ces lignes sont écrites, l'indice Eurostoxx 50 est à 2 800 ?



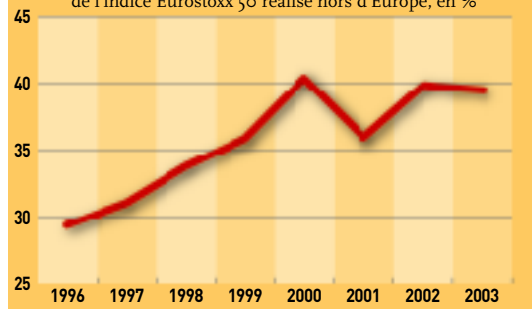
Par **Olivier Davanne** et **Thierry Pujol**
Associés de DPA Conseil

On décompose habituellement ce rendement prospectif en deux composantes : plus-values et dividendes reçus. Sur le long terme, les plus-values dépendent de la croissance économique, car la valeur des entreprises ne semble pas pouvoir croître durablement à un taux très différent de celui de l'ensemble de l'économie. Aussi, dans la zone euro, suppose-t-on souvent que le prix réel des actions augmentera à long terme au rythme plutôt modeste de 2% l'an en raison de la démographie et de la relative faiblesse des gains de productivité en Europe. Outre ces plus-values, l'investisseur reçoit des dividendes qui représenteront, cette année, environ 3% de la valeur des actions détenues. En cumulant ces deux sources de rendement, les investisseurs devraient pouvoir compter sur un rendement réel des actions de 5%, chiffre très en retrait par rapport à leur performance observée depuis cinquante ans.

Mais cette arithmétique rapide omet certaines réalités. D'abord, les dividendes actuels sont un peu bas par rapport à leur niveau normal car nombre d'entreprises – Vivendi ou France Telecom, par exemple – n'ont pas encore apuré les

Les entreprises européennes s'internationalisent

Part du chiffre d'affaires des entreprises de l'indice Eurostoxx 50 réalisé hors d'Europe, en %



En étant plus internationales, les entreprises européennes profitent d'une croissance plus forte que celle de la zone euro.

excès de la « nouvelle économie ». Il en résulte une relative sous-estimation des rendements de long terme. En outre, les entreprises de la zone euro sont désormais fortement internationalisées (40% des ventes hors d'Europe) et peuvent donc profiter de la croissance plus forte qui règne dans d'autres parties du monde. La croissance réelle à long terme de leurs ventes, de leurs profits et de leur capitalisation boursière devrait donc être plus proche de 3% que de 2%. Malheureusement, il est difficile d'être précis sur ce supplément de croissance. D'une part, l'information donnée par les entreprises sur la ventilation géographique de leurs ventes est disparate et difficile à agréger. D'autre part, toutes les entreprises européennes ne donnent pas la croissance de leur chiffre d'affaires net de l'effet de leurs acquisitions. Difficile donc

d'apprécier l'écart qui a pu exister dans le passé entre la croissance macroéconomique de la zone euro et celle des grandes entreprises bénéficiant de marchés plus porteurs. C'est là un domaine où les régulateurs boursiers pourraient utilement encourager une plus grande transparence statistique. Enfin, on sous-estime la croissance des entreprises si l'on oublie qu'elles affichent désormais une profitabilité suffisante pour payer les dividendes et financer leur croissance interne avec un endettement raisonnable, mais aussi certaines acquisitions externes. Ainsi, une part de la croissance externe doit être prise en compte car elle est financée par les profits et donc par les actionnaires actuels, et non par l'émission de nouvelles actions ou par un recours accru à l'endettement.

Compte tenu de ces correctifs, l'investisseur à long terme en actions aux cours actuels peut probablement espérer un rendement réel autour de 8%, soit bien plus que les 5% découlant d'un calcul rapide. Mais après l'enthousiasme excessif de la fin des années 90, beaucoup de gestionnaires à long terme en sont probablement venus à sous-estimer la place à accorder aux actions.