

L'illusion des taux bas

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Le taux des OAT à 10 ans est aujourd'hui¹ de 0,5%. Celui des Treasury Bonds américains à 10 ans est de 1,6%. Ils décroissent de façon continue depuis le pic de 1982 (à 8% p.a. pour les OAT et 6% p.a. pour les Treasury Bonds). Les seules fois où ces taux sont tombés entre 2 et 3% (en nominal) de façon durable dans l'histoire économique récente sont entre 1882 et 1894 (fin de la 1^{ère} grande dépression) et entre 1936 et 1945 aux USA (fin de la 2^{ème} grande dépression et 2^{ème} guerre mondiale), et plus récemment en 2002-2015 au Japon.

Faut-il être inquiet ? Ces trois périodes correspondent à des crises majeures, à l'éclatement de bulles financières, à des faillites, à l'absence de perspectives de croissance économique et à des anticipations de grandes volatilités ; *ou optimiste ?* Ce sont également des périodes de transition plus ou moins longues entre deux grands cycles économiques ; 1^{ère} et 2^{ème} révolutions industrielles ; expansion majeure suivant la 2^{ème} guerre mondiale et la grande dépression ; aujourd'hui transition de la Chine à une économie de grande consommation et de services,

Une seule chose est sûre. Ils remonteront car ils ne sont pas soutenables. Leur niveau moyen est d'environ 5% sur très longue période. Une remontée à ces niveaux remettra fortement en cause la valeur des actifs.

Une erreur de levier

Les taux bas résultent d'un déséquilibre entre l'accumulation de capital et les opportunités d'investissements (ou de la vision que l'on a - à tort ou à raison - de celles-ci), accentué par l'action des banques centrales.

Les abaisser encore, voire les rendre négatifs pour encourager les investissements revient à arroser le désert si les opportunités de croissance n'existent pas.

Il faut au contraire agir sur les freins qui empêchent cette croissance :

- coûts de fonctionnement des Etats et des collectivités vs. valeur ajoutée pour l'économie ;
- part de l'allocation de ressources décidée de facto par les Etats et collectivités du fait des transferts et subventions et non par les entrepreneurs ; nature et logique de ces décisions ;
- fluidité des ressources financières et humaines entre secteurs industriels, entreprises, géographies, pour augmenter la productivité de l'économie à démographie donnée ;
- démographie, éducation et droit.

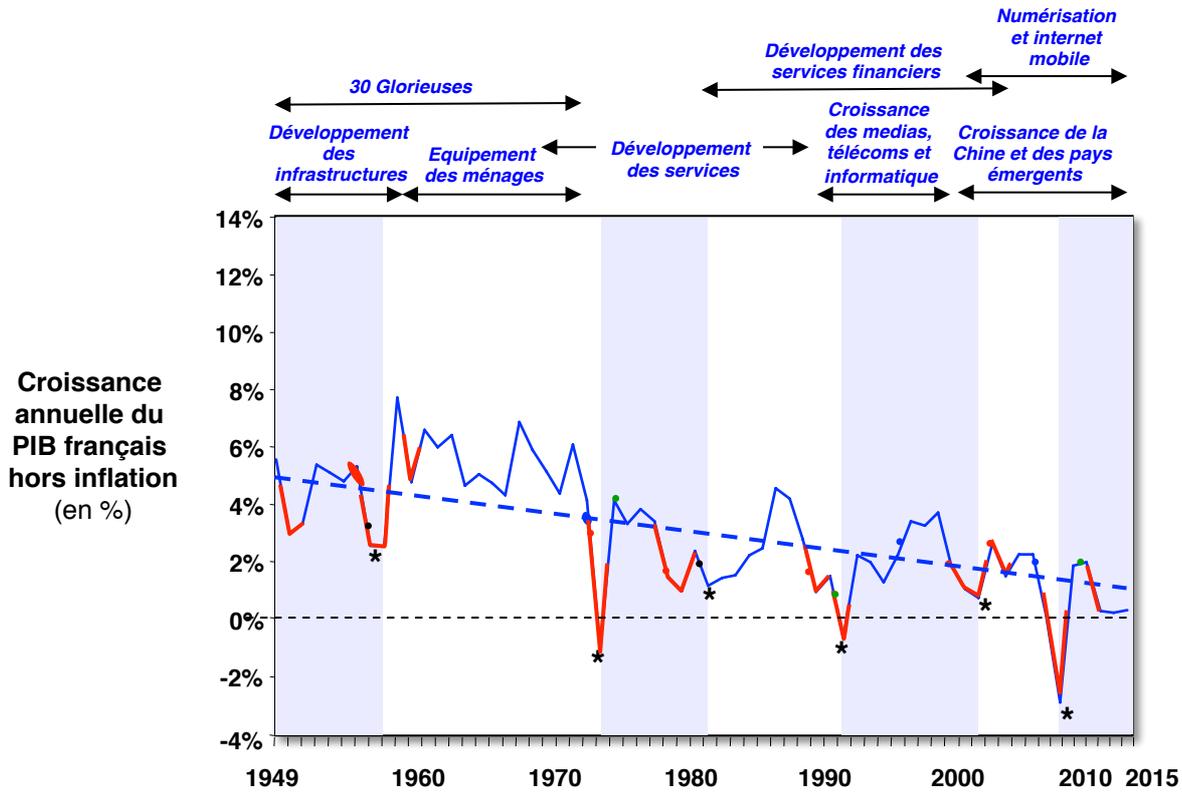
Il est inefficace et dangereux d'appuyer en même temps sur le frein (barrières à la croissance) et l'accélérateur (injections de liquidités).

Les taux bas encouragent l'allocation de ressources sans discrimination car sans coût du risque. Une économie où les ressources sont allouées de façon non optimale n'est pas durable. Elle s'autodétruit. Les prix de ses actifs s'effondrent et les taux remontent.

¹ 15 Juin 2016

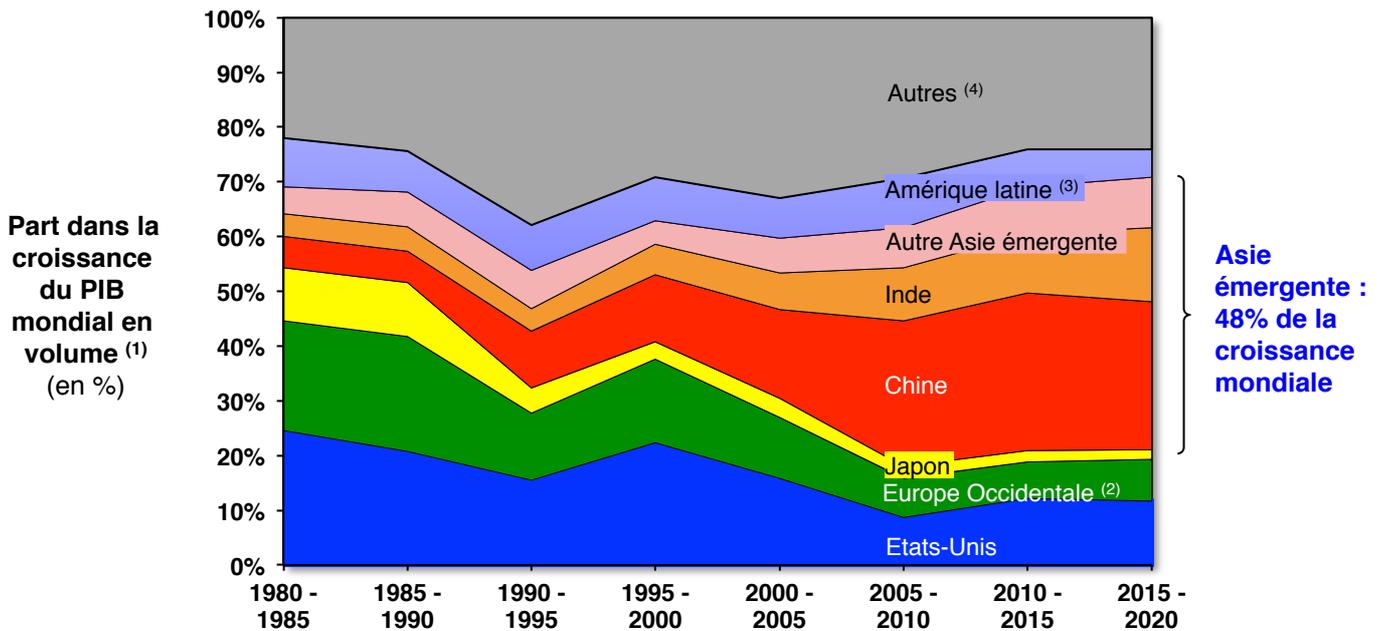
- Tableau 2 -

Taux de croissance annuel du PIB français (1949-2015)
(hors inflation)



Sources: FMI, analyses Estin & Co

Part dans la croissance mondiale



(1) Calcul des contributions à la croissance sur la base des croissances en parité de pouvoir d'achat pour neutraliser les effets de change (méthodologie du FMI) ; (2) France, Royaume-Uni, Allemagne, Espagne, Pays-Bas, Belgique, Italie ; (3) Mexique inclus ; (4) Australie, Canada, Russie et CEI, Europe de l'Est, Afrique, Moyen Orient,...

Source : FMI, analyses Estin & Co

Une erreur de perspective

Le déficit supposé de croissance et le manque d'opportunités pour investir par rapport au stock de capital sont une illusion.

La croissance mondiale n'a pas ralenti sur le long terme. Elle est toujours à 3,5% par an, hors inflation (légèrement en dessous de la moyenne de 3,8% des vingt dernières années) et prévue à 3,6% pour les 5 prochaines années (cf. tableau 1). *Simplement, elle s'est déplacée.* Elle n'est plus en Europe, un peu moins en Amérique du Nord et pour l'essentiel en Asie émergente (celle-ci représente 48% de la croissance mondiale sur 2010-2015) (cf. tableau 2).

- Tableau 1 -

En volume, la croissance du PIB mondial ne ralentit pas sur longue période ⁽⁶⁾

	1960- 1970	1970- 1980	1980- 1990	1990- 2000	2000- 2010	2010- 2015	2015- 2020 F
Croissance mondiale hors inflation	5,3%	3,8%	3,3%	3,3%	3,9%	3,5%	3,6%
- Dont démographie	2,0%	1,9%	1,8%	1,5%	1,2%	1,2%	1,1%
- Productivité	3,3%	1,9%	1,5%	1,8%	2,7%	2,3%	2,5%

La perspective des Etats occidentaux est étroitement liée à leur périmètre géographique. Leur capacité d'influer sur la croissance économique par des mesures conjoncturelles est limitée compte tenu du poids faible et décroissant de chacun d'entre eux au regard de la dynamique de l'économie mondiale² (des pays comme la France et l'Allemagne ne représentent plus chacun respectivement que 3,5% et 4,5% de l'économie mondiale en 2015 et ce poids va décroissant).

Avec ou sans taux bas, les entreprises investissent toujours dans les grands courants de croissance mondiaux - pour caricaturer, dans le numérique aux Etats-Unis et dans les biens de grande consommation et les services en Chine.

Dans une économie mondialisée, et si elle le reste, les opportunités de croissance sont toujours là, pour qui veut et peut les saisir. Les taux remonteront nécessairement.

Un coût du capital en baisse

Le coût du capital pour les entreprises n'a pas suivi dans les mêmes proportions la chute des taux des OAT. Ceux-ci ont baissé de 2,4 pts, soit 75% en 10 ans. Dans le même temps, le coût du capital³ d'une activité classique pour une entreprise française a baissé de 1,3 pts, soit 16% et son coût moyen pondéré (WACC) de 1,2 pts, soit 21%. Ils sont aujourd'hui respectivement de 6,7% et 4,6%⁴.

Ces baisses expliquent pour une grande part les re-ratings récents et environ 50% de la hausse des bourses sur les dix dernières années.

Mais ces coûts du capital restent à des niveaux significatifs⁵. Les investisseurs dans les entreprises ont une vision *plus discriminante* concernant les opportunités de croissance, le coût du risque et les allocations de ressources. Ils prennent une perspective mondiale de plus en plus *déconnectée* des coûts de capital qui résulteraient d'une allocation de ressources

² A l'exception des grandes puissances économiques (USA)

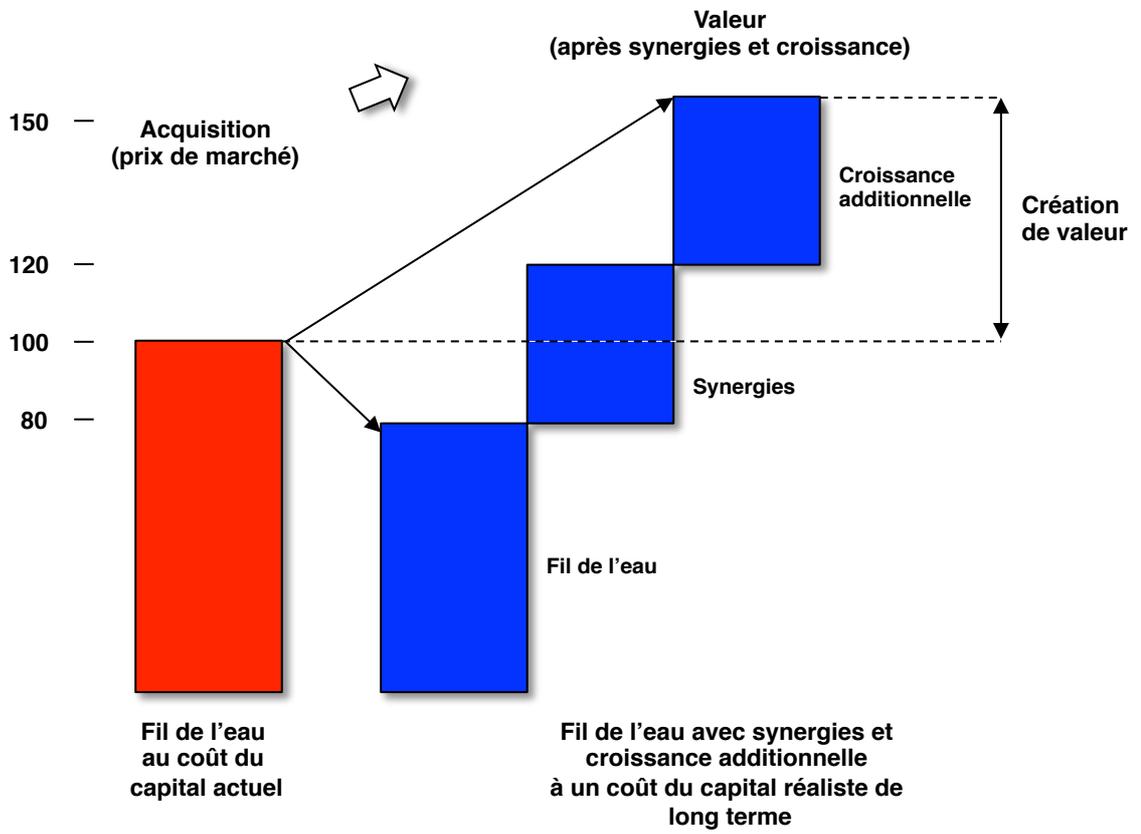
³ Coût des fonds propres (Ke)

⁴ Hors sociétés financières et hors taux d'endettement marginal

⁵ Nets d'inflation, les coûts des fonds propres (Ke) sont même supérieurs à la moyenne historique des 50 dernières années

⁶ Source : FMI, Banque mondiale

- Tableau 3 -



étroitement nationale dans un pays occidental. Dans une économie mondialisée, cette perspective est rationnelle.

Ces coûts du capital remonteront, dans une proportion moindre que les OAT. L'impact de cette remontée sur les valorisations peut être significatif s'il n'est pas compensé par des stratégies fortes de croissance rentable.

Deux enjeux divergents

Au niveau des entreprises, cet environnement - non soutenable - des taux entraîne deux enjeux en apparence divergents.

D'une part, la croissance est d'autant mieux valorisée par les marchés financiers ; les acquisitions sont facilement finançables (les taux d'intérêt pour les grands groupes sont à 1,5%) ; pour les entreprises rentables, le levier financier procure un avantage majeur ; les macro-stratégies (grandes acquisitions, fusions ...) pour consolider les industries doivent l'emporter sur les micro-stratégies (gains de parts de marché, organisation, acquisitions bolt-on,...). Elles permettent de réaliser en peu de temps des mouvements stratégiques qui prendraient normalement plusieurs années. Ne pas les tenter peut durablement éliminer l'entreprise dans un jeu concurrentiel qui devient à la fois stratégique (parts de marché, compétitivité,...) et financier (valorisations, levier financier, marges de manœuvre, ...).

D'autre part, il est irréaliste de valoriser des options stratégiques en actualisant à l'infini des flux financiers sur la base des taux actuels. Il faut travailler en continuant à actualiser fortement les options avec un *coût du capital de long terme réaliste*.

Les prix d'acquisition étant ceux du marché, mais la croissance et/ou les synergies induites par l'acquisition devant être valorisées avec des coûts de capital de long terme plus réalistes, ceci renforce d'autant plus le besoin et la valeur de stratégies claires, de synergies importantes, de modèles d'activité attractifs et de capacités d'intégration forte (cf. tableau 3).

Il faut acheter des actifs aujourd'hui chers tout en étant capable de les rentabiliser même si – et surtout – lorsque les taux remonteront.

Retour à la réalité

Les taux et les prix des actifs actuels sont une illusion. Ils ne dureront pas. Quand les taux remonteront, il faudra payer davantage pour l'endettement, déprécier certains goodwill d'acquisition,... . Mais les cash flows d'exploitation, les positions concurrentielles et les croissances rendues possibles par l'attractivité des produits, prix, services, les synergies réalisées et la compétitivité des coûts seront toujours là. Ils garantiront les valorisations après un de-rating transitoire. Ne survivront à long terme que les entreprises qui prennent les bonnes décisions en terme de business (croissance relative dans un contexte de taux réaliste, compétitivité croissante produisant des rentabilités et des cash flows élevés).

La croissance profitable et soutenable à long terme, la compétitivité, les allocations de ressources intelligentes sont une réalité qui font et feront toujours la réussite à long terme de certaines entreprises, à travers les cycles économiques et financiers.

Dans un contexte de prix des actifs très (trop) élevés, *les bonnes décisions seront d'autant plus discriminantes*.

Juin 2016

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens, nord-américains et asiatiques dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.

ESTIN & CO

PARIS - LONDON - ZURICH - SHANGHAI

43 avenue de Friedland 75008 Paris

Tel.: 33 1 56 59 87 87 - Fax: 33 1 56 59 87 88 - E-Mail: Estin@estin.com