

## EXPERT INSIGHT

# Europe: l'une des opportunités d'investissement les plus significatives dans une économie en voie de démondialisation

Thomas Friedberger,  
Co-Chief Investment Officer  
and Chief Executive Officer of  
Tikehau Investment Management

Juin 2022



## EUROPE : L'UNE DES OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT LES PLUS SIGNIFICATIVES DANS UNE ÉCONOMIE EN VOIE DE DÉMONDIALISATION

L'accélération fulgurante du processus de mondialisation après la chute de l'Union Soviétique a consacré la domination économique des États-Unis et l'émergence de la Chine comme son potentiel successeur au rang de leader de l'économie mondiale. De l'autre côté, c'est une Europe en perte de contrôle face à ce phénomène de mondialisation au XX<sup>e</sup> siècle qui doit affronter les défis du début du XXI<sup>e</sup>. Face à ces deux géants, l'Europe devait alors trouver sa voie pour se réinventer tout en ménageant ces super-puissances : l'une parce qu'elle assure sa protection militaire et a imposé sa devise dans les échanges internationaux, l'autre parce qu'elle est un partenaire commercial incontournable à l'autre extrémité d'un même bloc eurasiatique. Des trois grands blocs économiques, l'Europe est de loin celui qui dépend le plus des échanges mondiaux. Et pour cause, alors que les entreprises américaines et chinoises ont pu se développer sur un marché domestique vaste et homogène, les entreprises européennes ont dû batailler pour se développer en dehors de leur pays d'origine, à l'intérieur même de l'Union. C'est probablement l'une des raisons pour lesquelles l'Europe ne possède pas de grand champion de la technologie. Amazon, Google, Tencent ou Alibaba ont pu accéder à de gigantesques marchés domestiques de la donnée. À l'inverse, les sociétés du même secteur espagnoles ou belges ne peuvent accéder aux données allemandes ou italiennes. Les différences linguistiques, législatives et culturelles ont rendu difficiles l'éclosion de champions européens. Dans certains secteurs comme celui des transports, les institutions européennes ont par ailleurs historiquement considéré l'émergence de champions européens comme une menace à la concurrence. Les entreprises en Europe se sont donc tournées vers l'exportation sans pour autant bénéficier d'une base domestique forte à l'échelle du continent.

L'absence d'union budgétaire constituait un autre problème structurel de l'Europe. La monnaie unique européenne a été lancée en contrepartie de l'acceptation par la France de la réunification de l'Allemagne en 1990 mais l'Union n'avait jamais réussi à trouver le pendant budgétaire à l'union monétaire. L'Allemagne, plus disciplinée que ses partenaires, a bénéficié de cette situation en exportant au sein de la zone les biens d'une industrie redevenue compétitive grâce à d'abord l'intégration de l'ex RDA puis aux sacrifices consentis par les travailleurs allemands en 2005 lors de l'adoption des lois Hartz et en 2009 pendant la crise économique. L'Allemagne a alors fait le choix de l'emploi au prix de concessions salariales pour maintenir un taux de chômage bas. L'économie allemande a ainsi su bénéficier du marché unique à l'intérieur d'une zone Euro où les autres économies étaient, elles, beaucoup moins compétitives.

Mais alors que le risque de récession économique est aujourd'hui à son paroxysme en Europe et que la guerre s'invite sur ce continent pour la première fois depuis des décennies<sup>1</sup>, **le point d'inflexion atteint dans la mondialisation ouvre sur ce continent une opportunité d'investissement unique. Cette conviction peut sembler contre-intuitive** dans la mesure où l'Europe n'a jamais semblé aussi vulnérable : dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie, divisions matérialisées par le Brexit, part importante des exportations dans l'économie, pressions américaines pour limiter le développement des relations avec la Chine, dépendance du dollar pour son commerce. **Pourtant, la démondialisation qui s'accélère pourrait offrir à l'Europe une occasion unique de retourner ces inconvénients en avantages avec comme conséquence une forte création de valeur potentielle pour les investisseurs par rapport à d'autres zones géographiques. Pourquoi ?**

<sup>1</sup> hormis la guerre de Yougoslavie au début des années 1990, aucun conflit militaire n'avait frappé l'Europe depuis la fin de la seconde guerre mondiale

### Le retour de l'identité européenne

Tout d'abord parce que **le conflit russo-ukrainien a considérablement renforcé la cohésion européenne**. Cela n'était pas acquis mais, dès les premières heures du conflit, les dirigeants européens ont non seulement fait bloc, mais la population a également exprimé un profond sentiment d'appartenance commune. Il suffit de constater la marche arrière opérée par les partis nationalistes sur les questions européennes, en particulier dans les pays où se tenaient des élections comme la France, pour constater que le discours anti européen en 2022 n'a trouvé que peu de résonance.

Sur le volet budgétaire, l'union n'est certes toujours pas d'actualité mais les prémices d'un rapprochement sont en place, notamment grâce à l'émission de dette par la Commission Européenne dans le cadre du plan de relance de l'économie continentale consécutif à la crise de la COVID. Par ailleurs, pour la première fois depuis des décennies, l'Allemagne va probablement devoir accepter un déficit budgétaire structurel tant ses besoins d'investissement en défense ou dans la transition énergétique sont importants. L'économie allemande importe de l'énergie de Russie et exporte des biens vers la Chine. Cette vulnérabilité doit être adressée par des investissements massifs qui, paradoxalement, pourraient rapprocher l'Allemagne de ses partenaires européens quant à l'utilisation de la politique budgétaire pour implémenter une politique industrielle forte. Durant la crise de la COVID en 2020, les gouvernements européens ont fait le choix d'orienter l'épargne vers l'économie réelle par la création de fonds de relance de l'économie en laissant aux gérants d'actifs les décisions d'investissement dans un cadre contraint. Ces « partenariats public-privé » se sont révélés des outils efficaces d'allocation de capital.

Pour se réinventer, l'Europe se devait également de repenser la manière dont les preneurs de risque économique sont perçus et récompensés. C'était l'une des grandes différences entre l'Europe et les États-Unis, où l'entrepreneur qui réussit bénéficie non seulement d'un environnement fiscal et économique plus favorable à tous les stades du développement d'une entreprise, mais aussi d'une image beaucoup plus positive. De ce point de vue, le développement du « private equity » a fait évoluer les perceptions. Un véritable élan se met en place sous l'égide d'institutions comme le Fonds Européen d'Investissement qui délivre un travail remarquable dans la coordination des priorités d'allocation de capital au niveau de l'Union. **La crise de la COVID en 2020 puis la crise russo-ukrainienne en 2022 ont donc**

**Le conflit russo-ukrainien a considérablement renforcé la cohésion européenne.**

**façonné une nouvelle cohésion économique, politique et culturelle en Europe, cimentant un réel sentiment d'appartenance commune et faisant émerger les prémices d'une véritable politique industrielle à l'échelle de l'Union.**

### Un modèle plus durable créateur de valeur financière

Mais le nouvel avantage compétitif de l'Europe ne s'arrête pas là. **L'Europe possède une longueur d'avance sur les deux conditions nécessaires à la génération de performance financière lors des prochaines décennies** : la prise en compte de critères extra-financiers d'une part et le positionnement sur les quelques « méga-tendances » structurelles de croissance d'autre part. Notre conviction est en effet que la génération de performance financière dans les prochaines décennies sera conditionnée à ces deux éléments.

Sur l'importance de l'extra-financier, la nécessité d'un modèle de croissance plus durable s'impose comme une évidence. Les crises successives de la COVID-19 et du conflit russo-ukrainien montrent l'extraordinaire vulnérabilité d'un modèle de croissance basé sur la suroptimisation des coûts de production, de la fiscalité et des montants de capitaux propres avec lesquels les entreprises ont opéré. Mondialisation rime aujourd'hui avec fragilité. Pour autant, ce n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle. La recherche d'une croissance infinie à tout prix pour justifier des niveaux d'endettement et des valorisations élevés a un impact négatif sur le climat et la biodiversité (E), elle aggrave les inégalités sociales (S), crée des bulles et une mauvaise allocation du capital (G). Nous savons tous qu'un modèle de croissance plus durable tenant compte de critères extra-financiers est la seule voie possible. Ignorer les critères extra-financiers sera non seulement destructeur de valeur financière mais aussi générateur de risques financiers considérables. L'Europe est leader dans la prise en compte de ces critères extra-financiers et dispose d'une expertise que d'autres zones géographiques cherchent maintenant à acquérir.

Par ailleurs, notre conviction est que la croissance globale va certes ralentir, mais aussi se concentrer sur un nombre limité de méga-tendances au premier rang desquelles se situe la transition énergétique, un secteur dans lequel les entreprises européennes sont leaders. Car dans ce nouvel environnement où la suroptimisation crée de la vulnérabilité, les entreprises partout sur la planète seront obligées d'investir massivement afin à la fois de gagner en résilience et de rester compétitives. Un nouveau cycle de dépenses d'investissement commence après des décennies de sous-investissement accentué par des taux d'intérêt bas qui encouragent l'optimisation financière. Pour rester compétitives dans cet environnement, les entreprises doivent investir localement pour créer de la résilience. La transition énergétique devrait logiquement capter une grande partie de ces investissements. Le rapatriement des moyens de production devra se faire en améliorant l'efficacité énergétique des bâtiments, des outils de production et des transports alimentant les sites. En permettant une baisse des coûts qui compensera ceux d'une relocalisation, la transition énergétique deviendra un avantage concurrentiel pour les entreprises, partout dans le monde et dans tous les secteurs. Les entreprises dont le cœur de métier est de permettre la mise en œuvre de la transition énergétique bénéficieront donc d'une tendance forte. Cette tendance est d'envergure mondiale. Or l'Europe est un leader incontestable dans ce domaine, faisant bénéficier son économie d'un avantage compétitif majeur. De la même manière, toutes les entreprises dans le monde devront investir massivement dans la cybersécurité et la digitalisation des processus de production et des chaînes d'approvisionnement. 76 % des entreprises de taille moyenne en Europe considèrent la digitalisation comme une priorité<sup>2</sup>. En se positionnant sur ces méga-tendances, l'investisseur peut entrevoir des espérances de rendement en ligne avec ce que l'industrie du private equity a su générer lors des dernières décennies dans un environnement de baisse continue des taux d'intérêts et de fort appétit pour le risque. Cela ne sera plus le cas dans tous les domaines. Capturer ces méga-tendances de croissance sera essentiel et l'Europe est particulièrement bien placée dans ce domaine.

**Troisième élément essentiel en faveur de l'Europe et non des moindres : la démondialisation.**

### Un marché de 450 millions d'habitants

**Troisième élément essentiel en faveur de l'Europe et non des moindres : la démondialisation.** L'Europe a perdu en compétitivité dans la phase d'accélération de la mondialisation. Ses entreprises n'ont pas bénéficié d'un marché intérieur assez fort pour favoriser l'émergence de champions internationaux dans assez de secteurs. Or les échanges internationaux en proportion du PIB mondial ont atteint un pic en 2008. La tendance à la démondialisation accélère avec les tensions entre les États-Unis et la Chine, la crise de la COVID et le conflit russo-ukrainien. Dans ce contexte, la création de résilience passe par le renforcement d'écosystèmes plus locaux. C'est là que la taille du marché domestique prend une importance particulière. Certes les États-Unis et la Chine représentent deux marchés intérieurs homogènes, permettant aux entreprises de ces deux grands pays de bénéficier d'effets d'échelle considérables, mais dans le contexte d'une démondialisation, les entreprises américaines auront un accès plus difficile au marché chinois et vice-versa. De son côté, **l'Union Européenne est un marché de près de 450 millions d'habitants, soit un tiers de plus qu'aux États-Unis.** L'absence de marché domestique homogène a renforcé la nécessité pour les entreprises européennes en forte croissance de recourir au capital de développement. **Faire entrer au capital un partenaire capable d'épauler un champion national dans sa stratégie de développement européenne est une alternative que des centaines d'acteurs de taille moyenne peuvent envisager. Si ce partenaire apporte non seulement du capital patient mais aussi un réseau de relations dense dans les pays cible et une expertise opérationnelle locale, une valeur économique considérable peut être générée en Europe comme cela a déjà été le cas aux États-Unis. Et il s'avère que les entreprises de taille intermédiaire représentent en Europe environ un tiers des emplois et un tiers du Produit Intérieur Brut. Le potentiel de création de valeur est donc très significatif.** Être performant dans ce domaine nécessite une compréhension fine des écosystèmes nationaux voire régionaux, ainsi qu'un réseau permettant de choisir les bons partenaires et les bons interlocuteurs. « Les bonnes transactions ne prennent pas l'avion » répète-t-on souvent lorsqu'on nous demande pourquoi Tikehau a ouvert des bureaux dans huit pays d'Europe à ce jour. Et des bonnes transactions, il en existe en abondance sur ce continent imprégné de culture économique et entrepreneuriale. En Europe, il faut être local, c'est-à-dire complètement intégré dans les écosystèmes économiques nationaux voire régionaux, et considéré comme un investisseur local, ce qui

place de facto une barrière à l'entrée extrêmement forte et confère un avantage compétitif à ceux qui ont fait ce pari. **Le jeu en vaut la chandelle dans la mesure où cette complexité explique en partie des multiples de marché inférieurs en Europe pour des sociétés, cotées ou non, de qualité équivalente à leurs concurrentes américaines. Contribuer à la mutation des réussites nationales en champions européens représente pour Tikehau et ses partenaires, nous en sommes convaincus, un réservoir de valeur économique considérable** dans cette nouvelle donne mondiale. Dans un monde où « local » rime avec résilience et « global » avec fragilité, l'Europe a un potentiel de rattrapage considérable pour les investisseurs souhaitant accompagner des réussites entrepreneuriales dans le développement de leur activité sur l'ensemble du marché domestique du continent. La démondialisation fait de la taille du marché européen une zone d'investissement incontournable.

**L'Union Européenne est un marché de près de 450 millions d'habitants, soit un tiers de plus qu'aux États-Unis.**

### Des taux d'intérêts qui resteront modérés

Autre avantage compétitif potentiel de l'Europe dans ce nouvel environnement : la trajectoire anticipée des taux d'intérêt. Ce qui à nouveau a pu être perçu comme une faiblesse avant la crise pourrait désormais se transformer en avantage. Les taux directeurs de la Banque Centrale Européenne pourraient repasser en territoire positif d'ici la fin 2022 mais leur niveau absolu en fin de cycle haussier devrait rester bien inférieur à celui des taux directeurs américains (probablement inférieur à 1 % en Europe contre plus de 3 % aux États-Unis). Cela n'empêchera pas les accidents de crédit pour les entreprises les moins performantes, ni l'apparition de situations spéciales, mais la pression sur les entreprises et sur les consommateurs endettés à taux variable devrait être moindre qu'outre-Atlantique. Ceci couplé à des multiples de valorisation inférieurs à ceux constatés aux États-Unis fait de la zone Euro un terrain d'investissement particulièrement favorable à condition de détecter les entreprises qui bénéficieront de cet effet d'échelle européen.



<sup>2</sup> 2019 European SME survey



Enfin, l'Europe reste l'une des zones les plus stables de la planète sur le plan politique, magnifiant le succès de la construction européenne de ce point de vue.

### Un écosystème stable

**Enfin, l'Europe reste l'une des zones les plus stables de la planète sur le plan politique, magnifiant le succès de la construction européenne de ce point de vue.** La culture d'investissement et d'entrepreneuriat y sont aussi profondes qu'entretenues par une histoire riche et un système éducatif performant. Les jeunes diplômés européens, souvent multilingues et bien formés, s'exportent bien. Les systèmes juridiques qui encadrent les flux économiques sont stables. L'Europe reste à ce jour l'une des seules alternatives pour un allocataire d'actifs global cherchant à déployer des encours significatifs de capital, en diversifiant son portefeuille en dehors du seul continent américain. La démondialisation, couplée à la fin du long cycle de baisse des taux d'intérêt, s'accompagne d'une augmentation de la dispersion des trajectoires entre les zones géographiques, représentant un vecteur d'incertitudes. La stabilité européenne, malgré une croissance économique potentielle moins forte que dans d'autres régions, en fait une zone d'investissement incontournable.

En conclusion, à l'heure où les entreprises s'interrogent sur leur raison d'être, il pourrait être intéressant de faire l'exercice à l'échelle de l'Union Européenne. Les États-Unis et la Chine font le pari de la domination technologique, monétaire

et militaire pour conserver ou prendre le leadership économique mondial. Pour l'Europe, entrer en compétition sur ce plan était assorti d'une forte probabilité d'échec. La zone devait trouver sa propre voie, dans un schéma « create, don't compete ». L'Europe devait faire évoluer son modèle en composant entre atlantisme et perspectives eurasiatiques et en affirmant une certaine « raison d'être » qui fait sa spécificité, sa richesse culturelle et son excellence. Les crises de la COVID et le conflit russo-ukrainien ont accéléré ce processus. **La démondialisation lui ouvre les portes d'une voie alternative : la construction d'un modèle de croissance durable, plus local, permettant à ses entreprises de se développer sur l'ensemble du vaste marché européen. En s'affirmant comme leader mondial de l'investissement durable et de la transition énergétique, l'Europe validera son modèle de croissance et continuera son intégration.**

**Voilà pourquoi, au risque de prendre le contrepied du consensus en vogue actuellement, nous affirmons notre conviction qu'investir en Europe dans les prochaines années représente une opportunité unique de création de valeur.**

### Avertissement

Ce document ne constitue pas une offre de vente de titres ni des services de conseil en investissement. Ce document contient uniquement des informations générales et n'est pas destiné à représenter des conseils en investissement généraux ou spécifiques. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs et les objectifs ne sont pas garantis. Certaines déclarations et données prévisionnelles sont basées sur les prévisions actuelles, les conditions actuelles de marché et la situation économique actuelle, les estimations, projections, et les opinions de Tikehau Capital et / ou de ses sociétés affiliées. En raison de divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer considérablement de ceux reflétés ou envisagés dans ces déclarations prospectives ou dans n'importe laquelle des études de cas ou prévisions. Toutes les références aux activités de conseil de Tikehau Capital aux États-Unis ou à l'égard de ressortissants américains concernent Tikehau Capital North America.



**TK** TIKEHAU  
CAPITAL

[www.tikehaucapital.com](http://www.tikehaucapital.com)