

TRIBUNE

30 JANV., 2023

Les entreprises allemandes font leur devoir

Les entreprises continueront à produire en Allemagne - cette question ne se pose absolument pas. Et il y a toujours suffisamment d'entreprises solides pour composer un portefeuille de petites valeurs allemandes



Par Björn Glück (1), partenaire et gestionnaire de portefeuille chez Lupus alpha.

Contrairement aux avis reçus, la situation des entreprises allemandes est meilleure que ne le laisse penser le cours des actions. Il y a d'innombrables sociétés très solides qui, pour la plupart, vont même commencer la nouvelle année avec des bilans positifs. Elles ont pu se constituer d'épais coussins financiers au cours des 18 derniers mois, car leur pouvoir sur les prix était très important dans un contexte de pénurie et les clients étaient prêts à accepter des hausses de prix. Cela a souvent surcompensé la hausse des prix d'achat.

On le voit très bien dans les grands groupes automobiles : ils pouvaient vendre leurs véhicules au prix catalogue, il n'y avait pas de rabais et les modèles haut de gamme à forte marge étaient livrés en priorité. On observe des mécanismes comparables dans les entreprises de construction mécanique, qui sont fortement représentées dans notre portefeuille. Certaines ont en outre profité de la forte hausse des prix des matières premières, qui sont même parfois des déchets de la production. Le prix de l'acide sulfurique, par exemple, a été multiplié par cinq, passant de 40 à 200 dollars la tonne. Certaines de ces entreprises ont affiché des bénéfices records.

Récession en vue

Cela étant dit, les taux d'intérêt ont extrêmement augmenté et nous allons probablement connaître une récession. Certaines entreprises sont désormais au bord du gouffre et il n'est pas du tout exclu qu'il y ait des faillites. On verra maintenant quelles entreprises n'ont été maintenues en vie que par les taux d'intérêt bas et l'économie de pénurie, et lesquelles parviennent à dégager durablement de bonnes marges. Et c'est une bonne chose dans le sens d'un assainissement du marché qui renforce notre économie dans son ensemble.

Avec la fin de l'économie de pénurie, les entreprises auront besoin de se rattraper et en profiteront encore pendant un certain temps. Dans la construction mécanique, nous constatons certes actuellement une baisse des entrées de commandes. Mais le carnet de commandes est encore si important qu'il faudra attendre le troisième trimestre pour le résorber. Naturellement, les commandes devraient à nouveau affluer lentement. De nombreuses entreprises s'attendent à ce qu'un petit boom estival se produise au printemps, lorsque les températures seront plus élevées et que la situation de l'approvisionnement en gaz se sera calmée. Dans l'ensemble, on peut dire que les perspectives pour 2023 sont plutôt bonnes, notamment en raison des bilans solides qui permettent de surmonter une récession.

Réaction à la crise énergétique

A la différence des politiques, les entreprises font leurs devoirs. Beaucoup se sont protégées contre la hausse des prix, ont trouvé de nouveaux fournisseurs pour les matières premières et les produits intermédiaires, sont passées du gaz au pétrole ou ont trouvé d'autres solutions.

La politique énergétique actuelle compromet les efforts sérieux de nombreuses entreprises pour réduire leurs émissions de CO2 dans la production. Et elle contrecarre les objectifs climatiques que la politique a elle-même fixés. Et ce n'est pas tout : maintenant, en hiver, une quantité incroyable de gaz naturel doit être transformée en électricité, une matière première précieuse qui devrait être réservée à la production de chaleur et à l'industrie. Le plus grand défi actuel pour la politique est de rétablir la sécurité énergétique, un problème qu'elle a elle-même créé selon de nombreuses entreprises. Prenons le gaz : au plus fort de la crise, son prix dépassait les 200 dollars, alors qu'il n'est plus "que" d'environ 100 dollars aujourd'hui. Mais avant la guerre, il représentait environ un cinquième de cette somme. De nombreuses entreprises peuvent compenser, mais pas toutes.

La pénurie de gaz en question

Certains observateurs parlent d'une menace de désindustrialisation. Je ne vois pas cela. Néanmoins, l'évolution du prix du gaz et de l'électricité sera déterminante si nous ne voulons pas perdre une partie de notre industrie. Aujourd'hui, les entreprises industrielles contribuent à environ 23% de notre performance économique. Cette part pourrait tomber à 20% en raison des prix élevés de l'électricité et de l'énergie. Cela ne semble pas beaucoup, mais ce sont aussi des emplois, souvent très bien payés pour des ouvriers qualifiés. Très honnêtement, je trouve cela injuste - tout le monde ne peut pas devenir avocat ou enseignant.

On parle beaucoup de *re-shoring* et il faut s'attendre à un mouvement plus important dans ce sens. Mais d'après mes observations, le *re-shoring* n'a pas encore vraiment démarré. Prenez deux exemples de grandes entreprises : Intel retarde actuellement la construction de sa nouvelle usine de puces à Magdebourg. Tesla aussi met pour l'instant de côté ses projets de production de batteries dans le Brandebourg. On est dans les *starting-blocks*, mais on attend d'abord. Cela dépend bien sûr aussi des prix extrêmement élevés de l'énergie. Nous attendons de voir ce que la politique met en place. La situation est très différente aux États-Unis, où l'on profite de la crise énergétique en Europe. Par conséquent, un re-shoring massif est déjà en cours là-bas.

Faut-il s'éloigner de la Chine ?

En ce qui concerne la Chine, la politique devrait faire la part des choses. Il va de soi que les entreprises sont toujours à l'afflux de nouveaux débouchés, et ce encore plus maintenant qu'avant. Mais aucune entreprise raisonnable ne renoncera à faire des affaires en Chine si des opportunités s'y présentent. La Chine nous achète des machines, nous pouvons nous en réjouir. Si la politique parvient à ouvrir davantage de portes dans d'autres pays, l'industrie s'en réjouira certainement. Mais là aussi, ce sont les résultats qui comptent, pas les annonces - tout comme en matière de politique énergétique.

Nous sommes à la croisée des chemins et devons maîtriser la question de l'énergie. Pour cela, il faut faire preuve de pragmatisme et de réalisme. On a du mal à le croire, mais le prochain hiver ne manquera pas d'arriver. Il serait bon que les réservoirs de gaz soient alors à nouveau remplis. La mise en service rapide, selon les normes allemandes, du premier des trois terminaux de gaz liquéfié à Wilhelmshaven est porteuse d'espoir. Mais ce n'est pas tout. L'infrastructure est un sujet de plus en plus critique, non plus seulement dans le domaine de la numérisation, mais aussi dans celui des routes, des ponts et des chemins de fer. Comme je l'ai dit, les entreprises font leurs devoirs. C'est maintenant au tour des politiques. Dernièrement, les hommes politiques ont souvent parlé de la fameuse "vitesse allemande". On n'en ressent pas encore vraiment les effets - il est vraiment temps.

Perspectives 2023

Les entreprises continueront à produire en Allemagne, il n'y a aucun doute à ce sujet, la question ne se pose même pas. C'est pourquoi il y a toujours suffisamment de bonnes entreprises pour alimenter un portefeuille de petites valeurs allemandes. Et en ce moment, ces actions sont même évaluées à un prix très avantageux.

Les petites valeurs allemandes ont sous-performé en 2022 d'environ 5% par rapport à l'Europe. Cela est surtout lié à la politique de Corona en Chine - les investisseurs internationaux considèrent justement l'industrie allemande comme un produit dérivé de la Chine.

Alors, si les entreprises se portent si bien, pourquoi cette courte chute ? D'un point de vue purement fondamental, la baisse de cette ampleur était effectivement injustifiée. Mais bien sûr, la guerre en Ukraine, la situation en Chine ainsi que l'inflation et les craintes de récession ont entraîné une

aversion accrue au risque. Il ne faut pas non plus oublier que l'abondance de liquidités des banques centrales pendant des années a favorisé la formation d'une certaine bulle. Aujourd'hui, les taux d'intérêt remontent, ce qui se répercute sur les modèles d'évaluation des investisseurs. Cet air s'est désormais échappé des marchés.

2023 s'annonce comme une bien meilleure année pour les valeurs secondaires. Il faut s'attendre également à ce qu'elles évoluent nettement mieux que les valeurs standard. L'année dernière, le DAX a terminé en baisse de 12% contre environ 28% pour les valeurs secondaires. L'expérience montre qu'après de telles années, le M- et le SDAX se rattrapent fortement, car dans les phases de crise, les investisseurs s'en débarrassent d'abord et rétablissent ensuite les anciennes pondérations du portefeuille.

(1) Il gère notamment le fonds Lupus alpha [Smaller German Champions](#).