



## MONTHLY *investment brief*

6 juin, 2022



Laurent Denize,  
Directeur des investissements,  
ODDO BHF AM

### *Bull & bear – tout n'est pas une question de récession*



“

*Après la baisse de ce début d'année, des opportunités d'investissement ponctuelles réapparaissent*

”



Après 4 mois particulièrement éreintants pour les nerfs des investisseurs, le marché est entré dans une phase de consolidation horizontale marquée par une volatilité toujours très élevée. Le marché européen des actions se négocie à 12,7x les bénéfices 12 mois, soit une décote de 13% par rapport à sa moyenne sur 10 ans (14,5x). Le récent de-rating (baisse du ratio P/E) reflète la prise en compte par les investisseurs de la hausse des rendements obligataires et des sorties massives de capitaux déclenchées par la guerre en Ukraine. Un « bear market » sur les actions alors même que nous assistions à un « bull market » sur les profits. Mais le marché n'est plus à une contradiction près et nous y reviendrons.

#### **Quels catalyseurs pour redonner le goût du risque aux investisseurs ?**

Toute désescalade dans la guerre Russie-Ukraine serait susceptible de soutenir l'appétit pour les actions européennes. Plutôt que d'élaborer des scénarios plus ou moins tangibles sur l'évolution du conflit, tentons de nous concentrer sur les 3 principaux catalyseurs qui pourraient redonner le goût du risque aux investisseurs.

1. Une baisse notoire de l'inflation entraînant une

politique moins restrictive des banques centrales. Ce catalyseur paraît évident, tant le durcissement des conditions financières a déprimé les opérateurs.

2. Une réaccélération de l'économie chinoise provoquée par une réouverture et un stimulus fiscal prononcé. Les bénéfices européens sont en effet très exposés à la croissance chinoise, à la fois directement par les revenus générés en Chine et indirectement par la chaîne d'approvisionnement. A ce titre, la réouverture progressive de Shanghai est une bonne nouvelle et les dépenses d'infrastructure récentes devraient contribuer à soutenir l'économie chinoise et par conséquent la consommation de produits européens.
3. Un maintien des marges des entreprises déjouant les pronostics les plus sombres. Le consensus prévoit que le bénéfice par action des entreprises européennes augmentera de 13 % en moyenne cette année et de 7,6 % si l'on exclut les secteurs liés aux matières premières. C'est nettement plus qu'en début d'année où les anticipations se limitaient à une hausse de 7%. Cependant, la trajectoire récente de l'économie et surtout la mise en



œuvre d'une politique monétaire moins accommodante nous rend plus prudents que le consensus. Certes, si l'économie européenne ne tombe pas en récession forte, il y a une chance que la vague de dégradations attendues ne se produise pas, car la compression des marges pourrait être partiellement compensée par des revenus plus importants.

Mais soyons clairs, si la chute des cours par les valorisations est probablement derrière nous (nous sommes proches du pic d'inflation), le danger qu'elle se transforme en une baisse justifiée par l'affaissement des bénéfiques est plus que jamais d'actualité. Plus la baisse de l'inflation sera rapide, plus les valorisations s'amélioreront grâce à la baisse des taux. Mais si la baisse de l'inflation signifie également récession, les bénéfiques s'en ressentiront fortement, et feront plus que compenser l'effet positif des taux.

### Tout n'est pas une question de récession

Pour l'instant, il n'y a toujours pas de consensus sur une récession globale de l'économie. Mais malheureusement, il n'est pas nécessaire que l'économie entre en récession pour observer une baisse des profits.

Pourquoi ? La réponse tient dans le concept de levier opérationnel. Les ventes peuvent être volatiles, mais les coûts - qui sont dominés par les salaires - sont fixes et beaucoup plus lents à s'ajuster. Si la croissance des ventes est supérieure à celle des coûts, l'effet de levier sur la croissance des bénéfiques est alors considérable. C'est la magie de l'effet de levier opérationnel. Mais si l'inverse se produit, la magie se transforme en cauchemar. L'effet de levier opérationnel s'inverse, et les bénéfiques s'effondrent. Nous recommandons donc aujourd'hui de limiter le poids des sociétés les plus cycliques, à l'exception des sociétés de services qui vont largement bénéficier de la réouverture de l'économie post vague Omicron.

### Trop tôt pour se repositionner significativement sur les actions européennes

L'Europe est déjà en stagnation et au bord de la récession sur les prochains trimestres. La hausse du coût des intrants et la vraisemblable hausse des salaires montrent que le pincement des marges est déjà en cours. Pour le moment, les sociétés exportatrices, très présentes dans les indices, ont bénéficié d'un effet change favorable qui a permis de limiter l'impact et occasionné peu de

commentaires négatifs des dirigeants. Mais c'est l'arbre qui cache la forêt, et une réappréciation de l'euro est possible si les taux monétaires reviennent en territoire positif. En ce sens, le seul signal « valorisation » n'autorise pas un repositionnement significatif sur les marchés actions européens. Si nous reprenons nos 3 critères de déclenchement, a minima 2 des trois critères ne sont pas remplis.

**En revanche, nous avons recommandé de se repositionner sur les actions chinoises.** Certes, un peu tôt, mais nous persistons dans ce choix. Sur un mois, le MSCI CHINA est en hausse de 6,85%. Il faut encore renforcer car à 10,4x les bénéfiques, le marché chinois a rarement offert une telle décote par rapport aux marchés développés et devrait bénéficier de la réouverture de l'économie dans les prochaines semaines. Les trois critères sont donc réunis, tant la politique de la banque centrale chinoise vient en support des entreprises et notamment du segment immobilier particulièrement mal en point depuis 1 an.

**Sur l'obligataire, nous constatons une pause dans la hausse des taux (comme anticipé) mais qui doit être mise à profit pour revendre les actifs les moins liquides.** Le Haut rendement n'offre pas encore de couple risque/rendement attractif. C'est seulement si la récession s'enclenche qu'il faudra acheter, nous n'en sommes pas là.

**Et s'il n'y a pas de récession ?** si les banques centrales réussissent l'exploit d'un atterrissage en douceur ? Alors oui, nous aurons un signal fort d'achat, surtout sur les actions. **En attendant, nous restons légèrement sous-pondérés, inquiets d'une certaine complaisance des analystes sur l'impact de la décélération de l'économie sur les profits et certains que les banques centrales ne dévieront pas dans leur volonté de « casser » l'inflation.** Le durcissement des conditions financières et le fort retrait des liquidités dans le marché restent malheureusement les critères clés qui dictent notre allocation.

Mais après la baisse de ce début d'année, des poches d'investissement ponctuelles réapparaissent. Nous avons évoqué certaines valeurs technologiques américaines lors de notre dernier éditorial, les valeurs chinoises viennent aujourd'hui compléter nos poches de diversification. L'année est loin d'être terminée...

En lire plus

