



ODDO BHF

MARKET *view*

13 Septembre 2022



Prof. Dr. Jan Viebig

Global Co directeur des investissements, ODDO BHF

La récession est imminente. Que faire à présent ?



“

Le dicton populaire affirme, « il est très difficile de faire des prévisions, surtout quand il s'agit de l'avenir ».

Lorsqu'ils font des prévisions, les économistes analysent les relations de cause à effet.

”



1. L'invasion de l'Ukraine a entraîné un choc d'offre énergétique et une forte inflation. Les banques centrales vont continuer à augmenter les taux d'intérêt de manière significative. Les États-Unis sont déjà en « récession technique ». La probabilité d'une récession telle que définie par le bureau national américain pour la recherche économique (NBER) est désormais supérieure à 50 % aux États-Unis. En Europe, cette probabilité est encore plus élevée du fait de la crise énergétique.

2. Les actions subissent généralement une correction importante durant une récession. Depuis le 14 février 2022, nous sommes légèrement sous-pondérés en actions. Après la correction de ces derniers mois, les actions européennes et émergentes ne sont plus chères, selon les ratios de valorisation courants. Aux États-Unis en revanche, les actions sont encore relativement bien valorisées au regard de leur performance historique.

3. Le 25 juillet 2022, nous sommes revenus à une position neutre sur les actions. Notre positionnement prudent s'effectue aujourd'hui par une orientation plus défensive dans la sélection des valeurs individuelles et plus grande diversification, et non plus par une sous-pondération des actions. L'expérience prouve qu'une part d'actions plus importante dans les portefeuilles ne devrait avoir lieu qu'à la fin d'une récession ou peu après, mais pas pendant.

Dans la zone euro, la hausse des prix a récemment atteint 9,1 %. À son tour, une forte inflation entraîne une baisse du pouvoir d'achat et un effondrement du moral des consommateurs. Un exemple : l'indicateur du moral des

consommateurs de l'université du Michigan est plus bas que durant la crise Covid. L'inflation galopante oblige les banques centrales à relever sensiblement les taux directeurs. La Réserve fédérale a relevé le taux cible des fonds fédéraux à plusieurs reprises depuis mars 2022, pour le porter à 2,25-2,50 % aujourd'hui. Après une plus longue période d'hésitation, la BCE a finalement relevé ses taux directeurs de 50 points de base le 21 juillet, puis de 75 points de base le 8 septembre. D'autres hausses suivront. Des taux directeurs plus élevés entraînent une baisse des investissements et un ralentissement de la croissance.

En suivant ce raisonnement, on peut affirmer qu'une récession est imminente, puisque les consommateurs dépensent moins et que les investissements diminuent. Les économistes se réfèrent à différentes définitions lorsqu'ils parlent de « récession ». On parle de « récession technique » lorsque le produit intérieur brut (PIB) chute pendant deux trimestres consécutifs. Aux États-Unis, l'économie a reculé de 1,6 % et 0,6 % (chiffres annualisés) durant les premiers et deuxièmes trimestres de 2022 : ils sont donc en récession technique. Jusqu'à présent, la zone euro a pu éviter une telle récession. Contre toute attente, la croissance dans la zone euro a été positive au deuxième trimestre de 2022, enregistrant une progression de 0,8 % (3,2 % sur un an).

Aux États-Unis, le National Bureau of Economic Research (NBER) définit la récession comme « un recul de l'activité économique qui s'étend à toute l'économie et dure plusieurs mois ».



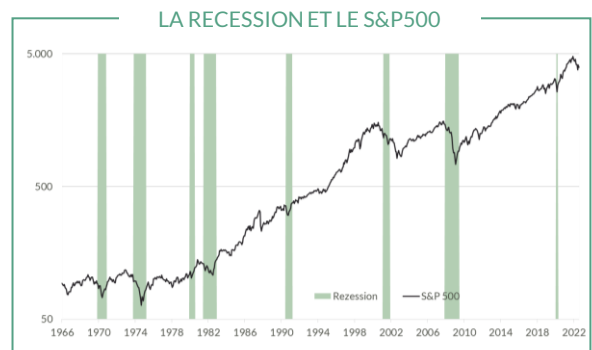
Selon le NBER, les principales caractéristiques d'une récession sont une baisse de la production, des revenus et de la demande ainsi qu'un taux de chômage élevé. Tel n'est pas encore le cas. Le taux de chômage aux États-Unis, par exemple, demeure inhabituellement bas, à 3,7 %. La principale question pour les marchés des capitaux est la suivante : quelle est la probabilité que les États-Unis entrent prochainement en récession au sens du NBER ? De telles probabilités peuvent être estimées à partir de différents modèles. Selon notre modèle préféré, la probabilité que les États-Unis, et l'Europe en particulier, entrent en récession au cours des 12 prochains mois est actuellement bien supérieure à 50 %. **La gravité de la récession en Europe dépendra principalement des décisions de Vladimir Poutine, de l'évolution de la guerre en Ukraine et donc, de la gravité de la crise énergétique cet hiver.**

Le 14 février 2022, peu avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le Comité d'investissement global du groupe Oddo BHF a décidé de « sous-pondérer légèrement » les actions. Le 25 juillet 2022, suite à la forte correction des marchés boursiers, nous avons décidé de revenir à une position « neutre » par rapport aux orientations stratégiques de nos clients. L'argument décisif en faveur de cette décision est le suivant : les valorisations des actions sont devenues nettement plus attrayantes du fait de cette correction. En utilisant les ratios cours/valeur comptable, nous constatons que les actions en Europe et sur les marchés émergents se négocient désormais en dessous de leurs niveaux moyens à long terme. L'examen des ratios cours/bénéfices, des rendements des flux de trésorerie disponibles et d'autres mesures de valorisation montre également qu'au moins une légère récession est déjà prise en compte dans les prix. Aux États-Unis, les actions se négocient toujours au-dessus de leurs niveaux moyens à long terme. Toutefois, il y a de bonnes raisons à cela. Tout d'abord, l'Europe est plus proche de la guerre. Une récession en Europe est plus probable qu'aux États-Unis à cause de la crise énergétique. Mais surtout, le rendement moyen du capital des entreprises est nettement plus élevé outre-Atlantique, notamment en raison du poids plus important des valeurs technologiques.

Autre argument qui pousse vers davantage d'optimisme, malgré toute la prudence qui s'impose : le moral très bas des investisseurs et des consommateurs. Nous essayons d'agir de manière contracyclique. Par le passé, il s'est avéré fructueux de constituer lentement et progressivement des positions à risque alors que les craintes des investisseurs étaient au plus haut. Bien

entendu, les risques que les bénéfices des entreprises chutent de manière significative en raison de la récession restent élevés. Durant la première phase de la crise, à partir du 14 février 2022, nous avons légèrement sous-pondéré les actions par rapport aux spécifications de nos clients. Depuis le 25 juillet 2022, notre positionnement prudent passe par une orientation plus défensive dans la sélection des valeurs individuelles et une plus grande diversification, non plus par une sous-pondération des actions. En investisseurs de qualité, nous investissons à long terme dans des entreprises qui présentent un rendement élevé du capital et des avantages concurrentiels clairs, ainsi qu'une croissance structurelle. Autrement dit, nous investissons autant que possible indépendamment des fluctuations économiques. **Nous achetons des actions d'entreprises lorsqu'elles se négocient à un prix raisonnable et les conservons sur le long terme.**

Le graphique ci-dessous montre que les cours des actions chutent fortement en période de récession. En règle générale, ils atteignent un plus bas pendant la récession, plutôt qu'après. Le S&P 500 a atteint un plus bas durant les récessions de 1970, 1974, 1982, 1991, 2009 et 2020, puis a rebondi. Durant la récession qui a suivi la bulle internet en 2000, le S&P 500 a reculé jusqu'en septembre 2002, puis a fortement rebondi jusqu'en septembre 2007. **L'expérience montre que ceux qui ont le courage d'investir en actions à la fin d'une récession ou immédiatement après bénéficient de rendements intéressants à long terme.**



Source: National Bureau of Economic Research

Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444. - www.oddo-bhf.com