



MARKET View

6 Octobre 2022



Laurent Denize
Co directeur des investissements ODDO BHF

« Pas cher » une condition nécessaire mais pas suffisante



Points clés :

- Nous n'avons pas encore atteint le point d'entrée vers un repositionnement massif sur les actions européennes et ce, même si l'indice européen STOXX 600 est aujourd'hui au plus bas depuis la crise sanitaire.
- Le contexte géopolitique et monétaire demeure instable, aussi convient-il de prioriser la visibilité et la résilience des flux de trésorerie des entreprises.
- Des opportunités sont à saisir dans certains secteurs porteurs comme la santé et la technologie, tandis que les obligations high-yield semblent renouer avec le rendement.



Le STOXX 600 (indice européen élargi) a atteint un nouveau bas à 380, pour une valorisation (Price / Earnings ratio sur les 12 prochains mois) à 10.4x, soit le niveau le plus bas observé depuis la crise du COVID (10.3x le 18/03/2020). Les obligations « haut rendement » ont également perdu plus de 15% depuis le début de l'année, une baisse quasi équivalente aux actions. Une question toute naturelle se pose alors : **les niveaux actuels constituent-ils un bon point d'entrée ?**

La compression des multiples est en grande partie derrière nous

Premièrement, la relation entre la valorisation et la performance future n'est pas immédiate. Sur une période de 30 ans, il est intéressant de constater que la performance d'un investissement est quasiment la même, que cet investissement soit initié en dessous ou au-dessus du niveau de valorisation moyen du STOXX 600 (Price / Earnings ratio) à 14.0x. Cependant, les niveaux de valorisation ont de l'importance lorsque des niveaux extrêmes sont atteints. En achetant le STOXX 600 lorsque le Price / Earnings (P/E) ratio est inférieur à 10.0x, nous observons historiquement une probabilité d'enregistrer une performance positive sur les 12 mois suivants de 82% et une performance moyenne de 18%. **Pour atteindre ce point d'entrée**

attractif, le STOXX 600 devrait encore baisser d'au moins 5%, soit en deçà de 360. La compression des multiples est donc en grande partie derrière nous, il reste cependant à estimer la trajectoire des résultats (le « E » du P/E).

Les regards doivent se tourner vers les résultats futurs des entreprises

Les analystes ont déjà effectué un travail considérable de révision à la baisse des bénéfices des sociétés européennes. Alors qu'ils anticipaient, il y a quelques mois, une croissance des Bénéfices Par Actions (BPA) de +16% en 2023, ils prévoient aujourd'hui une hausse de +3% seulement, niveau bien inférieur à l'inflation.

Rappelons que pour un volume de vente constant, l'inflation dope mécaniquement le chiffre d'affaires exprimé en Euros. La révision est donc bien conséquente, sachant que les salaires réels sont pour le moment en baisse. En outre, une récession mondiale pourrait accélérer le repli du prix des matières premières en Europe et limiter une décreue importante des bénéfices pour 2023. La faiblesse de l'Euro n'a par ailleurs pas que des impacts négatifs. Les sociétés exportatrices en zone dollar vont rapatrier des bénéfices et les convertir en Euros : on estime un effet de change positif d'environ +5%. La hausse des BPA de +3% en 2023 est donc tout à fait crédible.



Quels sont les secteurs à privilégier ?

Dans cet environnement géopolitique et de taux non stabilisés, priorité à la visibilité et la résilience des cash flows. **Le secteur Santé**, au-delà de sa sensibilité naturelle positive au dollar, nous paraît à cet égard offrir un couple rendement/risque attractif avec plusieurs grands laboratoires européens (AstraZeneca, Roche, Merck) en mesure de faire progresser leurs ventes de +4/5% sur les prochaines années avec de bons niveaux de marge pour des valorisations boursières raisonnables (PE 14/15x). Au sein du **secteur Technologie**, le compartiment logiciels/services informatiques (Cap Gemini, SAP) retrouve un attrait après le dégonflement des valorisations, d'autant que, d'après nos derniers contacts, l'environnement de demande semble rester relativement robuste. Les projets de transformation digitale demeurent au cœur des priorités stratégiques des grandes entreprises afin de gagner en agilité et en compétitivité face aux perturbations inflationnistes/logistiques / économiques. La transition vers le «cloud» des grands acteurs du logiciels leur confère de surcroît une récurrence du chiffre d'affaires de plus en plus élevée. À contrario, nous restons prudents sur les secteurs à forte intensité capitalistique et endettés dont le « pricing power » est contraint à l'image des **télécoms ou des utilities régulées**. En dépit de valorisations attractives, il est aussi encore trop tôt pour reconsidérer certains pans de **la consommation discrétionnaire ou des valeurs industrielles**, le cycle baissier des attentes de résultats n'étant pas encore suffisamment avancé, de notre point de vue.

Encore un peu tôt pour se repositionner massivement sur les actions européennes

En conclusion, même si une allocation d'actifs ne peut se résumer à la valorisation, nul ne peut ignorer que les actions européennes doivent encore faire face à la menace croissante d'une récession mondiale, provoquée par le resserrement des conditions financières et l'agressivité des banques centrales. Même si elles ont déjà intégré un pessimisme considérable, la hausse des taux réels continue de comprimer les primes de risque. En effet, la baisse des multiples de valorisation sur les actions a été plus que compensée par la hausse des rendements obligataires

réels. La prime de risque implicite des actions mondiales risque par ailleurs de revenir sur ses moyennes long terme avec les futures hausses de taux prévues par la BCE. **Dans ce contexte, il semble donc raisonnable d'attendre des niveaux en deçà de 360 sur le STOXX600 pour se repositionner massivement sur les actions européennes.**

Les obligations à haut rendement présentent de sérieux atouts

Alors même que le risque de récession s'accroît, **le crédit européen offre une alternative crédible à court terme. Cette classe d'actifs est également intéressante par rapport aux obligations d'État européennes.** En effet, les taux des obligations d'entreprises européennes ont suffisamment augmenté pour offrir des écarts de rendement attractifs par rapport aux obligations d'État de même duration. Le risque de fragmentation reste toujours aussi présent et le plan de 200 milliards envisagé par l'Allemagne va accentuer la différence de perception de perte de pouvoir d'achat parmi les populations. Avec à la clé, des dissensions au sein de l'union européenne car les moyens qui peuvent être déployés par l'Allemagne pour limiter l'impact de la crise énergétique ne sont pas comparables avec ceux de l'Italie (un ratio de dette/PIB de 150% vs 69%). Par ailleurs, la BCE est loin d'avoir clos son programme de hausse des taux. Le cocktail *hausse des taux et volatilité* risque d'être encore amer pendant quelques mois.

Au sein de la classe d'actifs obligataire, seules les obligations haut rendement peuvent offrir un profil de performance qui se rapproche de celui des actions sur le long terme. Dans la zone euro, les obligations notées BB représentent la meilleure qualité de crédit et la plus grande proportion de l'univers haut rendement. Elles affichent un YTM de 6,6 %, avec un écart de 480 points de base par rapport aux rendements des obligations d'État allemandes à trois ans. En comparaison, la prime de risque sur les actions est de 7,4 %. **Bref, l'obligataire retrouve des vertus qu'on ne lui avait pas connu depuis de nombreuses années. Enfin une bonne nouvelle dans cet environnement difficile : on retrouve du rendement !**

LIRE LA PRÉSENTATION

Les performances passées ne présagent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Ces exemples ne constituent pas des recommandations d'investissement.

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