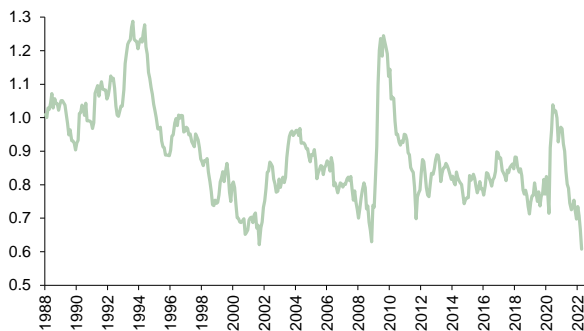


Sociétés cycliques européennes : des valorisations qui intègrent déjà un scénario de récession

Les valeurs cycliques européennes affichent depuis le début de l'année une nette sous-performance par rapport aux valeurs défensives. En réaction à des tendances inflationnistes qui s'accroissent, certains investisseurs craignent un changement de cap radical des Banques centrales qui ferait plonger l'économie en récession. La guerre en Ukraine, qui renforce les tensions inflationnistes, et les récentes mesures de confinement mises en place en Chine sont depuis venues exacerber ces craintes. Ces incertitudes ont provoqué une chute des valeurs cycliques qui paraît aujourd'hui excessive. La valorisation des valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives en Europe est actuellement à un niveau similaire à celui atteint durant la crise financière provoquée par la crise des subprimes.

Cyclicals (ex-Techs) / Defensive Relative PE



Source : Datastream, BNPP Exane estimates

Les publications trimestrielles renvoient pourtant une vision différente de la réalité. Les données publiées témoignent d'une demande qui reste forte, avec des tendances qui ne montrent pas à ce stade de signe d'essoufflement à l'instar des publications en avril des indices PMI pour les secteurs manufacturiers et des services dans la zone euro qui restent très positivement orientés. Malgré l'inflation, les tendances de consommation restent positives, les ménages profitant de l'épargne accumulée au cours des deux dernières années alors que l'investissement bénéficie à plein des programmes de soutien étatiques. Dans le même temps, les entreprises doivent faire face à la hausse du coût de l'énergie et des matières premières ainsi qu'aux perturbations qui perdurent sur les chaînes d'approvisionnement. Les publications récentes des sociétés cycliques montrent pourtant que ces effets négatifs sont en général compensés par l'effet positif du levier opérationnel et / ou les hausses de prix passées aux clients.

Comme nous l'indiquions dans la lettre du mois dernier*, la valorisation des constructeurs automobiles intègre une nouvelle forte baisse de la production automobile alors même que la production automobile mondiale est inférieure de 19% à son pic atteint en 2018. Le secteur démontre pourtant des caractéristiques de résilience remarquable, comme en atteste la marge opérationnelle record (16,4%) publiée par Mercedes dans sa division auto au premier trimestre. Dans l'industrie, Signify, le leader des solutions d'éclairages affiche des attributs comparables. Alors que la société vient de publier au premier trimestre une croissance organique de 6,4% et une marge opérationnelle solide à 10,5%, la valorisation actuelle intègre une révision des attentes de chiffre d'affaires pour cette année comparable à un scénario tel que celui observé lors de la récession de 2009 associé à une forte contraction de la rentabilité.

Même si un tel scénario ne peut être totalement exclu, il convient tout de même de préciser que Signify est un acteur au cœur de la transition énergétique qui permet aux entreprises, aux collectivités locales mais également aux ménages de réduire leur consommation d'énergie et leurs émissions de gaz à effet de serre.

Les banques européennes se trouvent également dans une situation semblable avec une forte sous-performance du secteur depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine. Malgré la remontée des taux d'intérêt (+110 points de base pour les taux allemand à 10 ans depuis le début de l'année) qui va avoir un impact positif sur les revenus d'intérêt, certains investisseurs se sont montrés très prudents redoutant une forte hausse du coût du risque due à un affaiblissement de l'économie qui viendrait heurter la rentabilité du secteur.

Euro Stoxx Bank vs 10Y German bond yield



Source : Bloomberg, data as of 03/05/2022

Les premières publications dans le secteur de Banco Santander, Bankinter ou encore Lloyds ne témoignent pourtant pas de dégradation du coût du risque. Il est toutefois probable que les acteurs exposés à la Russie et à l'Ukraine verront une dégradation au moins temporaire de la qualité de leurs portefeuilles de crédit. Les banques européennes affichent aujourd'hui des ratios de solvabilité élevés qui leur permettront d'absorber aisément d'éventuelles provisions.

Les valorisations actuelles des banques reflètent ainsi une remontée du coût du risque qui n'est pas certaine sans pour autant prendre en compte le bénéfice de la remontée des taux d'intérêt sur la marge d'intérêt qui est lui bel et bien réel. A titre d'illustration, Banco Santander affiche actuellement un ratio Prix/Fonds propres tangibles inférieur à 0,6x alors que la banque prévoit de réaliser une rentabilité sur fonds propres tangibles supérieure à 13% cette année.

Nos portefeuilles conservent par conséquent une forte exposition aux banques ainsi qu'aux sociétés industrielles cycliques décotées, un positionnement adapté au changement de régime à l'œuvre, caractérisé par un recul de la mondialisation mais également par les transformations liées à la transition énergétique et à la digitalisation des processus industriels, dans un monde marqué par une inflation structurellement plus élevée que durant le régime précédent.

Source :

* Les risques géopolitiques renforcent le changement de régime en cours

Avertissement

Aucune des sociétés mentionnées ci-dessus ne constitue une recommandation d'investissement. Les performances passées ne sont pas une indication fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La stratégie est exposée à un risque de perte en capital.

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des cinq sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne), ODDO BHF AM Lux (Luxembourg) et METROPOLE GESTION (France).

Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de METROPOLE GESTION 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 METROPOLE GESTION.

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.