

Recession ? A Tale of Two Markets

« It was the best of times, it was the worst of times... »

Charles Dickens, 'A Tale of Two Cities'

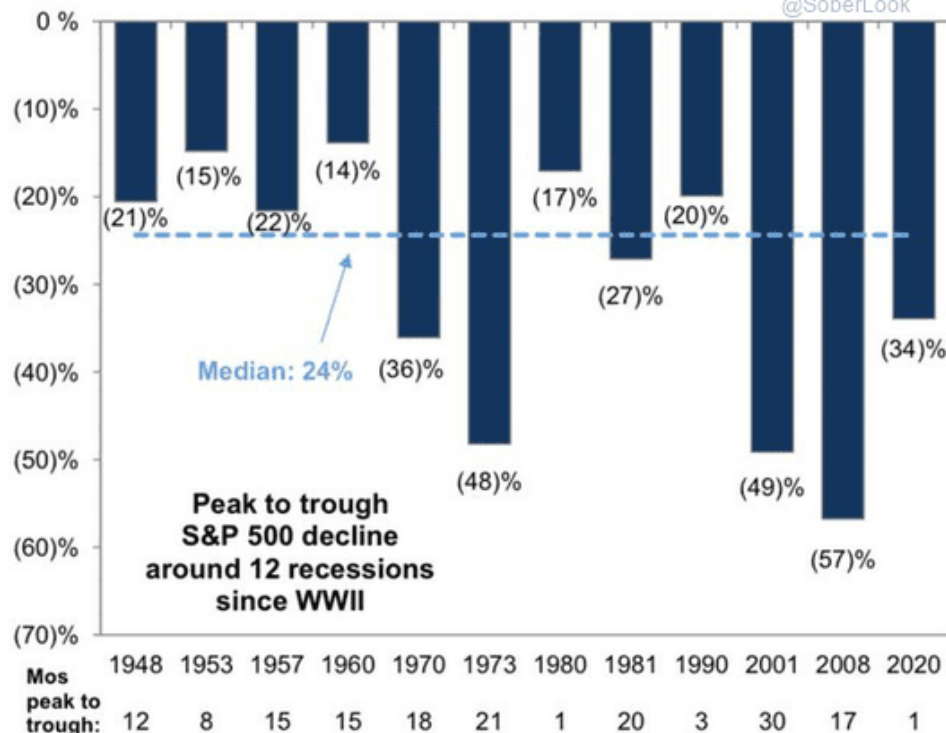
Entre le spectre inflationniste, les réponses plus restrictives des banques centrales, la résurgence des confinements à grande échelle en Asie et enfin le risque géopolitique que fait peser la Russie, les marchés financiers ont fait face à la tempête parfaite sur ce début d'année 2022. Ces différents éléments ont accentué le risque d'une possible récession économique.

Après une baisse de près de 20% en ligne droite pour les grands indices mondiaux, les marchés actions flirtent avec la frontière qui définit un marché dit « baissier ». Dans cette note rapide, nous essaierons de mettre ce mouvement de repli en perspective, en analysant notamment comment les marchés se sont comportés historiquement lors des phases récessives.

Exhibit 4: S&P 500 has contracted 24% from peak to trough around the median recession since WWII

The Daily Shot
19-May-2022

@SoberLook

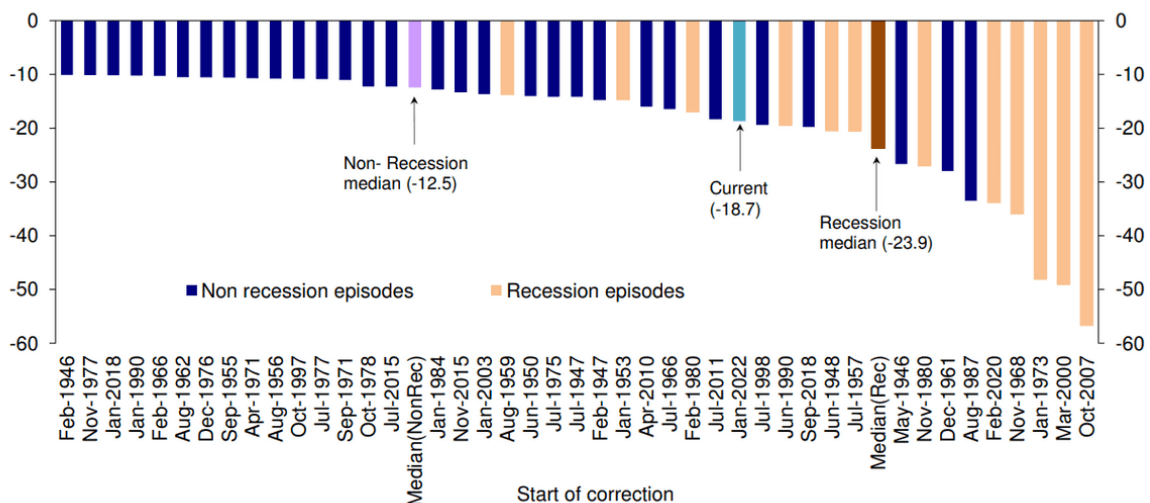


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Selon les statistiques compilées par deux grandes banques (Goldman Sachs et Deutsche Bank), il y a eu depuis la seconde guerre mondiale, 43 phases au cours desquelles l'indice S&P 500 a corrigé de plus de 10%.

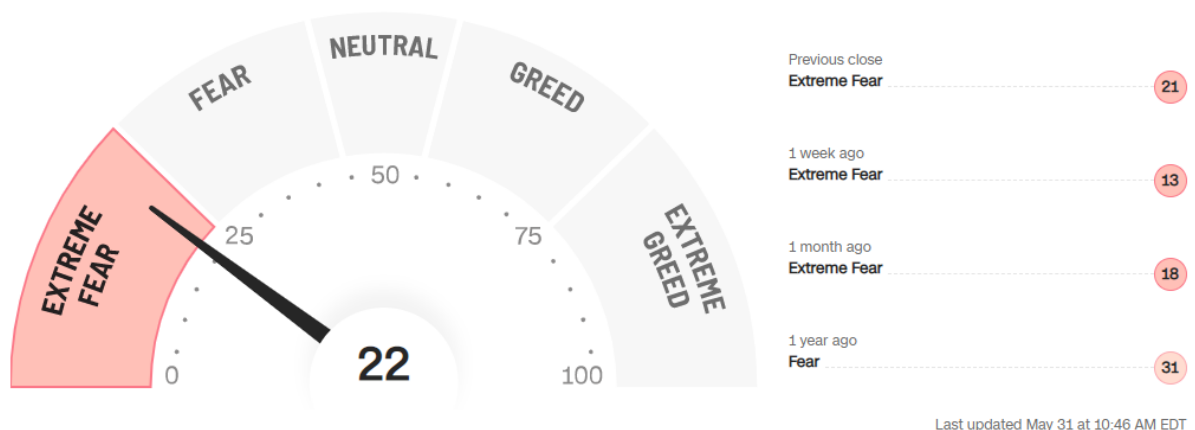
- Sur ces 43 épisodes de baisse, 12 ont pris place dans un contexte de récession économique (le plus récent datant du choc lié au Covid en février 2020) et ont conduit à des contractions boursières médianes de près de -24%.
 - Lors des phases non récessives, les marchés ont corrigé de moitié, de l'ordre de -12,5%.
- ⇒ Après avoir baissé au maximum de près de 19% depuis le début de l'année, le marché américain a donc anticipé, de façon assez marquée, la probabilité d'un glissement de l'économie en récession !

Figure 1: Size of S&P 500 10%+ corrections (%) (Post-war episodes)



Source : Shiller data, Haver, Deutsche Bank Asset Allocation, Deutsche Bank

Ce pessimisme se reflète bien dans le sentiment global de marché, ainsi que dans les attentes et le positionnement des investisseurs professionnels :



Source : CNN indice « Fear & Greed »

Last updated May 31 at 10:46 AM EDT

Chart 6: FMS profit expectations fall further to lowest level since GFC

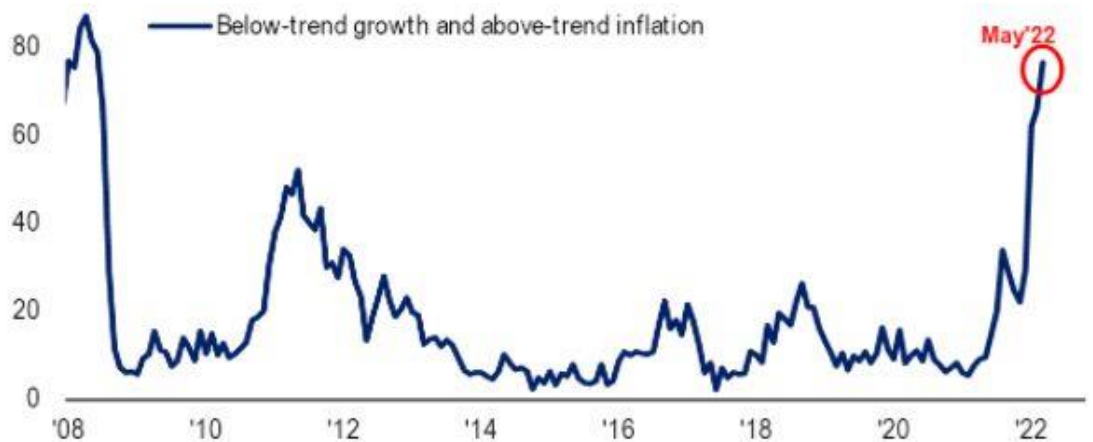
Net % say global profits will improve



Source: BofA Global Fund Manager Survey

Chart 7: "Stagflation" expectations highest since Aug'08

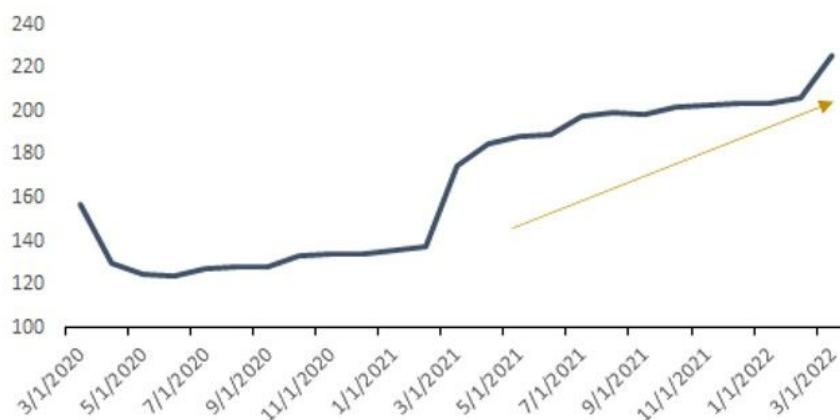
Which of the following do you think best describes the global economy over the next 12 months?



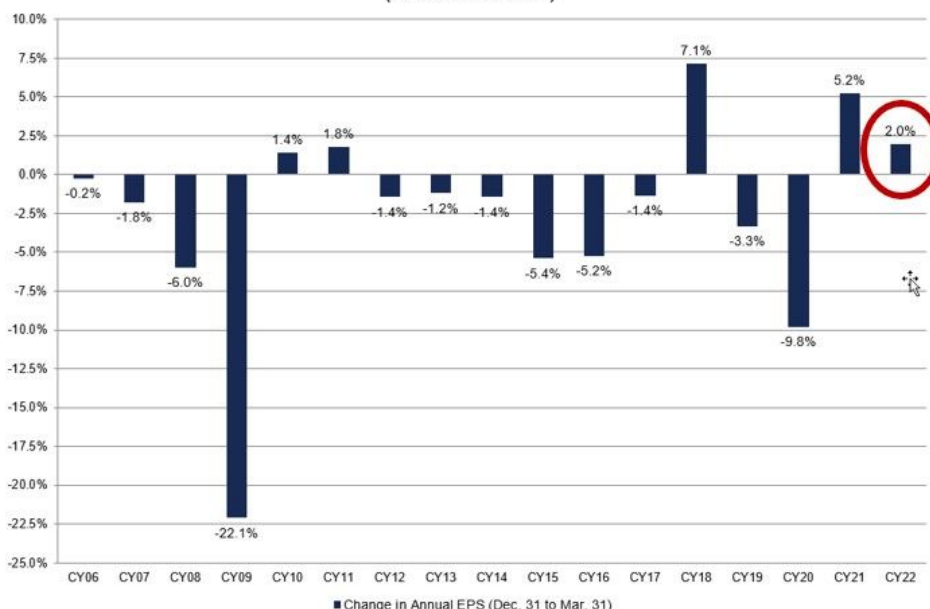
Source: BofA Global Fund Manager Survey

En revanche, le consensus des analystes ne s'est toujours pas ajusté et les attentes de croissance des résultats d'entreprises ont même été revues à la hausse par rapport aux anticipations - certes modestes - du début d'année...

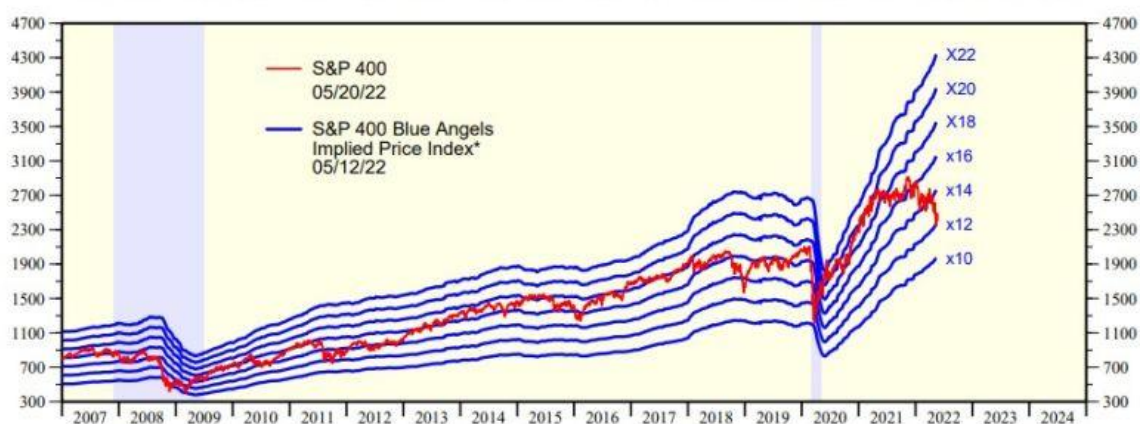
S&P 500, 2022 EPS Forecasts (\$)



S&P 500: Change in Annual Bottom-Up EPS (Dec 31 - Mar 31)
(Source: FactSet)

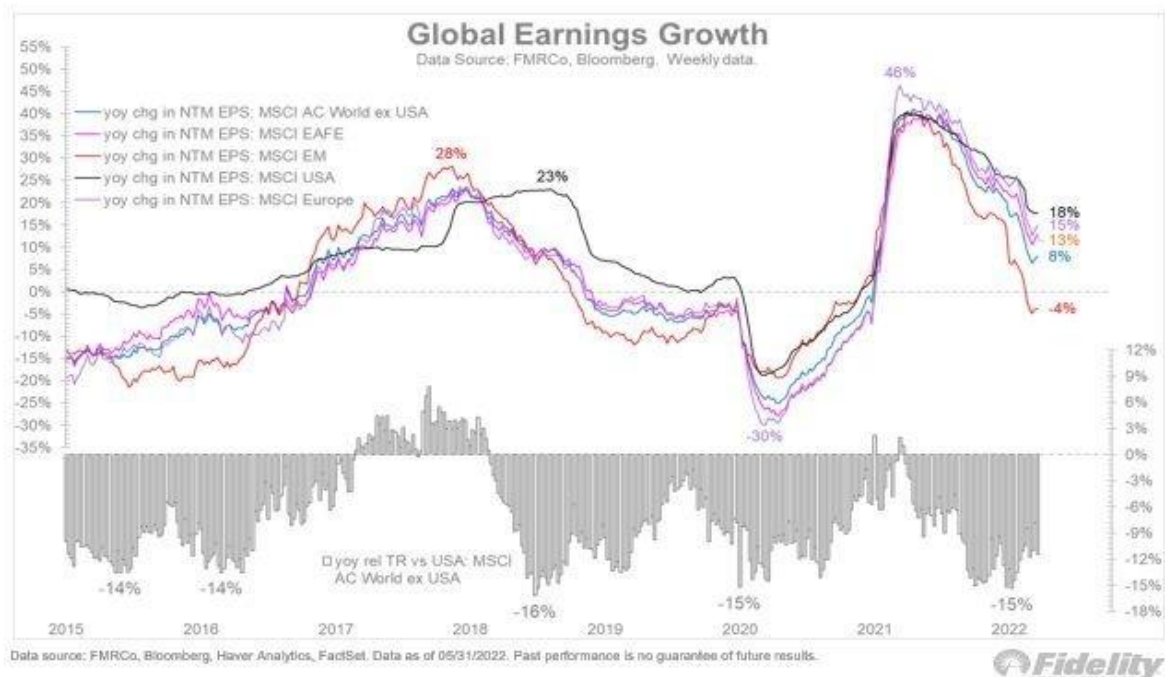


Ce double effet, de baisse des prix et relèvements des attentes bénéficiaires, a logiquement amené les valorisations à se bonifier, pour revenir sur leurs moyennes historiques. Plus intéressant, si l'on retire de l'impact des très grandes capitalisations (en premier lieu les GAFAM) - qui avaient vu leurs valorisations se renchérir fortement par rapport au reste de la cote depuis la crise Covid – les actions se traitent plutôt dans le bas de leurs bornes historiques de valorisation.



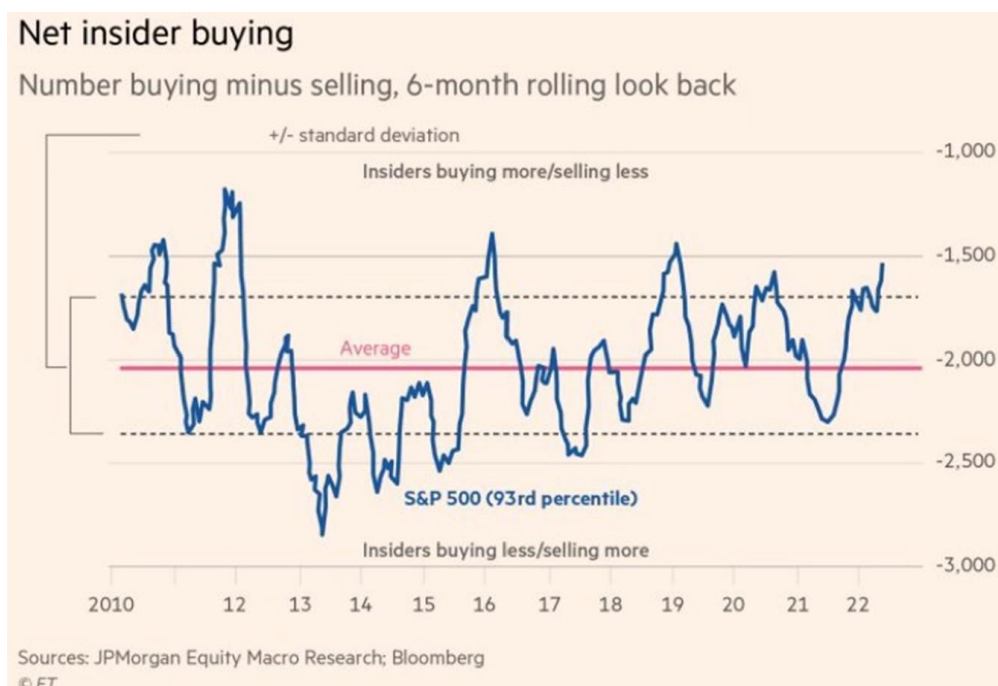
* Implied stock price index calculated using actual 52-week consensus expected forward earnings times hypothetical forward P/Es.
Note: Shaded areas are recessions according to the National Bureau of Economic Research.
Source: Standard & Poors and I/B/E/S data by Refinitiv.

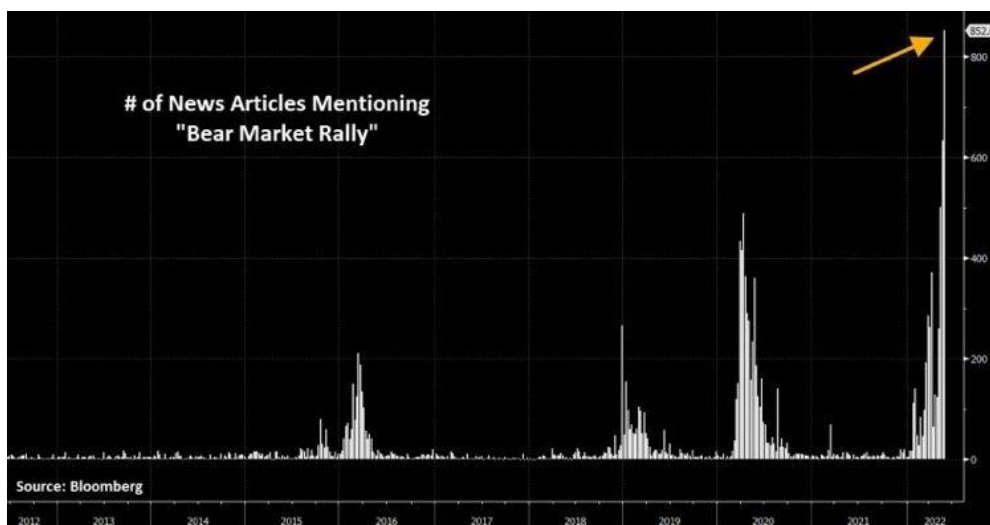
Certes, les anticipations microéconomiques ont toujours tendance à mettre un certain temps à s'ajuster lorsque l'environnement global se dégrade. Il faudra donc rester vigilant durant les trimestres à venir et continuer à surveiller de près les messages renvoyés par les entreprises. Si leurs résultats se révèlent moins bons qu'escomptés, une partie de l'attractivité affichée par les multiples s'évaporerait. En l'état, malgré un ralentissement certain – à mettre dans la perspective d'un effet de base exigeant - la tendance reste néanmoins très positive ; seuls les résultats des sociétés des pays émergents affichent une contraction.



Nous sommes finalement dans une situation où le ratio rendement/risque est devenu plus asymétrique puisque les marchés ont déjà intégré dans les prix une situation de dégradation économique avérée. Difficile de prédire si le pire est derrière nous mais n'oublions pas pour paraphraser Paul Samuelson, célèbre prix Nobel d'économie, que : *'Les marchés actions ont prédit neuf des cinq dernières récessions'...*

Il est d'ailleurs intéressant de noter que les « initiés » se positionnent massivement à l'achat, alors que le scénario baissier est devenu pour sa part très consensuel.





Enfin, dernier élément rassurant, les excès 'localisés' que nous observions précédemment (cf. article du 18 mai 2020, « Le cycle des styles : les histoires d'amour finissent-elles mal ? ») sont en train de se résorber. Ceci indique également que les marchés actions ont « purgé » leurs poches d'exubérance.

Figure 39: Valuation Spread—Expensive vs Market

Sector Neutral, Quintile Based



Il est bien sûr quasiment impossible de donner un *timing* parfait, mais nous avons vu que le marché anticipe déjà dans ses cours une possible récession. Par ailleurs les excès semblent avoir été purgés, du moins en partie. Dans ce contexte, nous adoptons un message plus optimiste pour l'investisseur de long terme. Un positionnement équilibré en termes de style nous semble adéquat suite à la forte correction des valeurs de croissance : après une décennie marquée par leur hégémonie, le balancier semble revenir à l'équilibre.

Disclaimer : Venn Research est une société de recherche en investissements, indépendante. Les informations compilées dans ce document interne reflètent l'opinion de Venn Research et ne constituent en aucun cas un conseil personnalisé.