

Paris, le 20 juillet 2023

Bad news is good news

- **Après l'euphorie du premier trimestre, le doute s'installe à nouveau**
 - La décélération de l'inflation et la bonne résistance de l'économie ont été saluées
 - La bonne tenue de l'emploi et la résistance de l'inflation sous-jacente inquiètent
 - Le doute s'installe, les indices hésitent, l'Eurostoxx 50 termine le trimestre en hausse de 1,9%
- **Les banques centrales semblent s'approcher du point d'équilibre sur les taux**
 - Un ralentissement synchronisé de la croissance mondiale se confirme
 - La résistance de l'emploi et de l'inflation sous-jacente pourrait n'être que temporaire
 - Les banques centrales ont probablement fait l'essentiel du chemin
- **Les disparités de performances actuelles sont sources d'opportunités**
 - Les mastodontes de la technologie et du luxe portent toujours les indices
 - Les écarts de performance soulignent la sous-évaluation des valeurs décotées
 - Une normalisation des évaluations devrait leur profiter

Cher Investisseur,

Le premier semestre 2023 est un bon cru pour les actions. Les principaux indices américains et européens progressent d'environ 15%. Une fois de plus, un nombre très limité de marques mondialement connues, devenues des mastodontes boursiers, dominent les indices. Les Américains ont leurs leaders technologiques (incluant Nvidia). Les Européens, leurs groupes de luxe d'origine française. L'écart d'évaluation entre ces mastodontes et les valeurs moyennes ou décotées grandit. Il atteint un plus haut historique. Logiquement, l'écart de performance devrait se réduire au fur et à mesure que l'écart d'évaluation grandit.

De trimestres en trimestres, la question reste toujours la même : Les banques centrales réussiront-elles à ramener l'inflation à leur cible de 2% sans que le niveau auquel elles décideront de porter les taux d'intérêt ne plongent les économies en récession ? La réponse varie au gré des publications des indicateurs d'inflation, de croissance et d'emploi. Les bonnes nouvelles pour l'emploi ou l'économie sont de mauvaises nouvelles pour les banques centrales et les marchés financiers. Au contraire, tout signe de ralentissement de la croissance alimente l'espoir d'une fin prochaine des hausses de taux et favorise le marché des actions.

Les signes paraissent pour l'instant contradictoires : la croissance ralentit mais le marché de l'emploi reste robuste, l'inflation reflue mais en excluant les éléments volatils telle l'énergie, elle reste stable à 5,5% environ bien au-dessus de la cible des banques centrales. Un ralentissement synchronisé de la croissance économique se confirmant, la résistance de l'emploi et de l'inflation pourrait bien n'être que temporaire. Du coup, les banques centrales ont probablement fait l'essentiel du chemin.

Dans la période de croissance faible qui s'annonce, nous privilégions toujours des actions de sociétés dont l'activité et le potentiel de revalorisation sont le moins dépendants possible de la conjoncture et reposent sur des qualités spécifiques.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Après l'euphorie du premier trimestre, le doute s'installe

Le premier semestre 2023 est un bon cru pour les actions. Les principaux indices américains et européens progressent d'environ 15%. Le Nasdaq progresse même de 32%. Il rattrape le terrain perdu en 2022. Tirée par la perspective d'une rupture technologique majeure associée à l'émergence rapide de l'Intelligence Artificielle (IA), les valeurs technologiques américaines se distinguent à nouveau.

Une fois de plus, la performance des indices s'explique par l'engouement exceptionnel pour un nombre très limité de sociétés. Elles dominent les indices. Aux Etats-Unis, quelques mastodontes technologiques incluant Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla représentent maintenant plus de la moitié de la pondération du Nasdaq. En hausse de 189% sur le semestre, Nvidia, fournisseur dominant de cartes graphiques et de composants pour l'IA, a rejoint ce semestre, le club très fermé des sociétés valant plus d'un trillion de dollars. En Europe, les champions du luxe d'origine française (LVMH, Hermès, Kering et L'Oréal) font la tendance.

Les performances du semestre sont néanmoins contrastées. Elles sont essentiellement tirées par la hausse surprise au premier trimestre saluant l'amorce d'une décrue de l'inflation, la bonne résistance de l'économie et des résultats des entreprises. Le second trimestre a été moins dynamique et plus heurté. Le doute au sujet de l'environnement macro-économique a repris le dessus. Les mois se sont suivis sans se ressembler. La dynamique du premier trimestre s'est poursuivie en avril. Le mois de mai a affiché une forte baisse (-5% pour l'indice parisien CAC40). L'essentiel du terrain perdu a été rattrapé en juin (+4% pour le CAC 40). Au total, le trimestre se termine autour de l'équilibre en Europe. L'Eurostoxx 50 progresse de 1,9%, le CAC 40 de 1,1%.

La vérité d'un jour n'est pas la vérité du lendemain

De trimestres en trimestres, la question reste toujours la même : Les banques centrales réussiront-elles à ramener l'inflation à leur cible de 2% sans que le niveau auquel elles décideront de porter les taux d'intérêt ne plongent les économies en récession ? La réponse à cette question varie au gré des publications des indicateurs d'inflation, de croissance et d'emploi. Malheureusement à ce stade, les bonnes nouvelles pour l'économie sont de mauvaises nouvelles pour les banques centrales et les marchés financiers. Trop d'emplois signifie trop de consommation, trop de hausses des salaires pour que l'inflation reflue sans que les banques centrales ne durcissent leur politique monétaire. La robustesse du marché du travail est donc un sujet de préoccupation, en particulier aux Etats-Unis, où le taux de chômage se maintient à des plus bas historique (moins de 4%). Dans les principales économies du monde occidental, les pénuries de main d'œuvre pourraient alimenter une spirale prix-salaires. Au contraire, tout signe de ralentissement de la croissance alimente l'espoir d'une fin prochaine des hausses de taux et favorise le marché des actions.

Les signes paraissent pour l'instant contradictoires. La croissance ralentit mais le marché de l'emploi reste robuste. L'inflation ralentit, mais ce ralentissement est essentiellement alimenté par un recul plus brutal qu'anticipé des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente, excluant les éléments volatils, reste stable depuis le début de l'année 2023 (autour de 5,5% tant aux Etats-Unis qu'en zone euro). Elle est entretenue par la hausse des salaires (notamment dans les services) mais aussi par de discrètes hausses de prix que de nombreuses entreprises ont passées afin de répercuter la hausse de leurs coûts et d'améliorer leurs marges.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Un ralentissement synchronisé de la croissance économique se confirme

Le ralentissement de la croissance économique est l'une des rares tendances visibles. Les enquêtes de conjoncture le confirment de mois en mois. Ce ralentissement est synchronisé. Il touche les principales économies du monde.

Aux Etats-Unis, les commandes nouvelles à l'industrie déclinent brutalement ces derniers mois. Dix-huit mois après la première hausse des taux initiée par la Fed, les effets du renchérissement du crédit se diffusent dans l'économie. L'augmentation du coût de la vie continuent de peser sur le moral des consommateurs. Des perspectives plus sombres incitent les industriels, mais aussi leurs fournisseurs et leurs clients, à réduire leurs stocks. Le phénomène amplifie le ralentissement. Le PMI industriel américain de Standard & Poors (S&P), s'enfoncé chaque mois un peu plus bas sous le seuil de 50. En juin, il tombe à 46,4 contre 48,3 en mai. Selon S&P, cette dégradation renforce les perspectives d'une récession américaine au second semestre 2023.

En zone euro, la tendance est identique. L'embellie du premier trimestre fait long feu. La dégradation des indicateurs de confiance des consommateurs et le recul de la demande à l'export pénalisent les secteurs industriels. Plus récemment, le ralentissement se propage dans les métiers de services. Dans ce contexte, l'indice PMI composite de S&P affiche un recul régulier sur le semestre. Il franchit à la baisse le seuil de 50 en juin (49,9), traduisant une contraction d'activité en zone euro.

Contrairement aux attentes du début d'année, la Chine participe aussi à la dégradation du climat général des affaires. L'espoir d'un redémarrage brutal de l'économie à la suite de l'abandon de la politique « 0 covid » fin 2022 a été déçu. La consommation intérieure mais aussi les exportations, sont décevantes. La faiblesse de la demande extérieure pèse sur l'activité industrielle donc sur l'emploi et la consommation.

Dans ce contexte, la résistance de l'inflation pourrait bien n'être que temporaire

La contradiction apparente entre le ralentissement confirmé de la croissance et la solidité du marché de l'emploi pourrait bien n'être que temporaire. Moins de croissance devrait se traduire par une réduction des tensions actuelles sur le marché de l'emploi. L'ajustement plus long que prévu constaté ces derniers trimestres pourraient n'être qu'une conséquence exceptionnelle de la période Covid.

Post confinement, un déséquilibre est apparu entre l'offre et la demande de main d'œuvre. Avec la réouverture des économies, les emplois à pourvoir se sont multipliés brutalement alors que de nombreux salariés au bas de laine garni de l'épargne forcée accumulée pendant les confinements ont été tentés par la « grande démission ». Ils ne sont pas retournés travailler comme avant. L'effondrement post-covid du taux de participation à l'emploi américain (mesure de la proportion de la population en âge de travailler effectivement sur le marché) le confirme. Le ralentissement synchronisé des économies doit maintenant participer au rééquilibrage progressif de l'offre et de la demande sur le marché du travail. Les bas de laine s'épuisant, travailler pour vivre redevient une nécessité pour une part croissante des adeptes de la « grande démission ». Moins d'offres d'emplois et plus de travailleurs disponibles devraient dissiper le risque d'une spirale prix-salaires tant redoutée par les banquiers centraux.

Un mouvement de désinflation est déjà bien engagé dans le monde industriel. Les prix à la production se sont stabilisés, aux USA. Ils décèlèrent même en zone euro (-1%) et en Chine (-5,4%). L'usine du monde devrait donc à nouveau exporter de la déflation chez ses clients américains et européens.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Les banques centrales ont probablement fait l'essentiel du chemin

« Il existe un chemin pour ramener l'inflation à 2% sans avoir des pertes massives d'emplois et une forte réduction d'activité ». Cette déclaration récente de Jérôme Powell suggère que la Fed est proche d'un nouvel équilibre entre le niveau des taux, la croissance et l'inflation. En juin dernier, après dix hausses de taux consécutives, elle a décidé de faire une première pause en maintenant ses taux dans la fourchette 5%/5,25%. Partie plus tard et montée moins haut, la BCE continue pour l'instant de monter ses taux (0,25 point supplémentaire en juin). L'orientation à venir des politiques monétaires a, jusqu'à présent, suscité un débat animé au sein du directoire de la BCE. Les « colombes » d'Europe du sud mettaient en garde contre une augmentation excessive des taux d'intérêt au regard du niveau des dettes publiques et privées dans la zone euro. Les « faucons » d'Europe du nord au contraire, souhaitent maintenir le cap et augmenter les taux jusqu'à ce que des preuves solides montrent que l'inflation sous-jacente revient vers l'objectif de 2%. En déclarant récemment que les risques se déplaçaient vers le danger de trop en faire, Klaas Knott, président très conservateur de la banque centrale des Pays-Bas, suggère que les « colombes » sont en train de gagner la partie.

Les disparités de performance actuelles sont toujours sources d'opportunités

Les constats des trimestres précédents restent d'actualité. Un nombre très limité de marques mondialement connues sont devenus des mastodontes boursiers qui dominent les indices. Les Américains ont leurs GAFAM (incluant Nvidia). Les Européens, les groupes de luxe d'origine française. Une fois de plus ce trimestre, concentrer ses investissements sur ces sociétés était une stratégie gagnante. Le désintérêt que suscitent les valeurs moyennes ou décotées continuent de pénaliser leurs performances. La prophétie est autoréalisatrice. Le désintérêt pèse sur les performances et entretient le désintérêt donc la sous-performance. A force de sous-performance, l'écart d'évaluation entre ces mastodontes et les valeurs moyennes ou décotées grandit. Il atteint un plus haut historique. Logiquement, l'écart de performance devrait se réduire au fur et à mesure que l'écart d'évaluation grandit. Ce fut le cas ce trimestre. Les quatre principales valeurs de luxe (incluant Kering en baisse de 16% sur le trimestre) affichent une hausse moyenne (pondérée des capitalisations) de 1%, alors que l'indice progresse de 1,1%.

Dans la période de croissance durablement faible qui s'annonce, nous privilégions toujours des actions de sociétés dont l'activité et le potentiel de revalorisation sont le moins dépendants possible de la conjoncture mais reposent sur des qualités spécifiques. Ce semestre nous avons été raisonnablement actifs. A travers Alstom, nous avons investi à prix très raisonnable dans la décarbonation de l'économie en achetant un leader mondial du transport ferroviaire au carnet de commandes bien rempli. Nous avons aussi, renforcé notre exposition au secteur de la santé, aujourd'hui mal-aimé, mais traditionnellement peu sensible à la conjoncture. Ces perspectives sont portées par une multitude d'innovations ainsi que par la nécessité de renforcer la souveraineté de l'Europe. Nous avons sélectionné Euroapi (fabricant de principes actifs destinés aux laboratoires pharmaceutiques) et Crossject (seule société au monde à détenir une technologie éprouvée d'injection sans aiguille). Dans le secteur de la défense, nous avons retenu Parrot, un fabricant de drones professionnels sélectionnés par de nombreuses armées à travers le monde. Enfin, parce que le monde est toujours plus complexe, nous avons investi dans IPSOS dont le métier consiste à trier et analyser de l'information et des données afin d'aider les dirigeants publics ou privés dans leurs prises de décisions.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Au total, 30% de nos investissements sont portés par la digitalisation de l'économie. Plus du quart appartient au secteur acyclique de la santé. La décarbonation de l'économie (Alstom), la souveraineté (Dassault Aviation, Parrot) ou la communication (Vivendi, Ipsos) font aussi partie des thèmes que nous privilégions. Pour maximiser le potentiel d'opportunités, nous investissons sans distinction de taille ou d'appartenance sectorielle. Au 30 juin, les grandes valeurs (capitalisations supérieures à 5Md€) représentent près de 40% de nos investissements. Nous investissons aussi dans des valeurs petites et moyennes parce que la recherche académique a amplement démontré que ces valeurs produisent un surplus de performance dans la durée. Elles sont pour la plupart plus dynamiques et agiles que les grands groupes et assurent une meilleure convergence d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Annexe 1 : quelques données chiffrées

| Au 30 juin 2023 | Volatilité 3 ans | Performances | | | | | | | |
|-----------------------------|---------------------|--------------|----------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | | T2 2023 | 2023 ytd | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
| Plan Main Libre PEA * | 10,6 | -0,65% | +1,6% | -9,45% | +3,9% | -7,6% | +4,4% | -4,2% | +11,7% |
| Euro-Flexible (Morningstar) | nc | +1,46% | +5,05% | -11,1% | +10,9% | +0,2% | +12,1% | -9,9% | +6,8% |
| Classement (base 100) | nc | nc | 85 | 42 | 86 | 88 | 88 | 11 | 15 |

* Fonds créé le 25 mars 2010

Sources : HIM/ Morningstar

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Repères

| Au 30 juin 2023 | Valeurs | Evolutions | | | | | | | |
|--------------------------------|------------|------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | T2 2023 | S1 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
| Europe | | | | | | | | | |
| Eurostoxx 50 (Europe) | 4399,09 | +1,9% | +16% | -11,9% | +20,6% | -4,6% | +24,8% | -10,7% | +6,5% |
| Rémunération exigée en Europe* | 7% | +0,2 | -0,6 | +1,48 | +0,66 | -2,62 | -1,09 | +0,63 | -0,07 |
| CAC 40 (France) | 7 400,06 | +1,1% | +14,3% | -9,5% | +28,9% | -7,1% | +26,4% | -8,4% | +9,3% |
| Etats-Unis | | | | | | | | | |
| S&P 500 (USA) | 4 450,38 | +8,3% | +15,9% | -19,4% | +26,9% | +16,3% | +28,9% | -6,4% | +19,4% |
| Nasdaq Composite | 13 787,92 | +12,8% | +31,7% | -33,1% | +21,4% | +43,6% | +35,2% | -3,8% | +31,5% |
| Asie | | | | | | | | | |
| Hang Seng (Hong Kong) | 18 916,43 | -7,3% | -4,4% | -15,5% | -14,1% | -3,4% | +9,1% | -14,4% | +36% |
| Nikkei (Japon) | 33 189,04 | +18,4% | +27,2% | -9,4% | +4,9% | +16% | +18,2% | -4,7% | +19,1% |
| Emergents | | | | | | | | | |
| Brésil (Bovespa Index) | 118 087,00 | +15,9% | +7,6% | 4,7% | -11,9% | +2,9% | +31,6% | +0,8% | +26,9% |
| Russie (RTS Index) | 982,94 | -1,4% | +1,3% | -39,2% | +15% | -10,4% | +44,9% | -13,6% | +0,2% |
| Inde (Sensex) | 64 718,56 | +9,7% | +6,4% | 4,4% | +21,7% | +15,9% | +16,2% | +7,8% | +27% |
| Chine (SSE Composite) | 3 302,06 | +0,9% | +6,9% | -15,1% | +4,8% | +13,9% | +22,3% | -20,4% | +6,6% |
| Taux 10 ans | | | | | | | | | |
| France (OAT) | +2,93 | +0,14 | -0,17 | +2,91 | +0,54 | -0,47 | -0,58 | -0,09 | +0,11 |
| Allemagne (Bund) | +2,39 | +0,12 | -0,17 | +2,75 | +0,39 | -0,39 | -0,44 | -0,18 | +0,22 |
| Italie | +4,06 | +0,01 | -0,64 | +3,54 | +0,67 | -0,92 | -1,38 | +0,80 | +0,19 |
| Espagne | +3,38 | +0,10 | -0,27 | +3,08 | +0,53 | -0,43 | -0,93 | +0,35 | +0,20 |
| Grèce | +3,65 | -0,49 | -0,92 | +3,28 | +0,66 | -0,86 | -2,88 | +0,19 | -2,91 |
| USA (US Notes) | +3,84 | +0,37 | -0,04 | +2,37 | +0,59 | -1 | -0,88 | -0,27 | -0,04 |
| Japon | +0,40 | +0,07 | -0,01 | +0,34 | +0,05 | +0,04 | -0,07 | -0,08 | +0,01 |
| Autres | | | | | | | | | |
| Parité €/§ | 1,0912 | +0,6% | +1,9% | -5,9% | -6,2% | +8,2% | -2% | -7,5% | +14,1% |
| Pétrole (BRENT §) | 75,19 | -5,9% | -12,6% | 8,8% | +52,9% | -21,6% | +22,7% | -23,2% | +17,8% |
| Or (Once §) | 1 927,80 | -3% | +5,3% | 0,4% | -4,1% | +24,9% | +21,2% | +5,7% | +13,7% |

Source : HIM

* inverse du PER de l'année en cours de l'Eurostoxx 600 selon le consensus (source : Oddo)

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.