

Paris, le 25 avril 2023

Le prix est ce que vous payez, la valeur est ce que vous obtenez*

- **Les marchés résistent aux chocs, portés par une fuite vers la sécurité**
 - Grâce aux banques centrales, le système financier résiste aux secousses qui le parcourent
 - La croissance et les résultats résistent pour l'instant à la hausse des taux et à l'inflation
 - L'inflation confirme son ralentissement mais change de nature
- **L'instabilité financière naissante accroît un peu plus la complexité de la situation**
 - La question de la pérennité de la croissance et de décréue de l'inflation reste posée
 - Un nouveau combat pour la stabilité financière se profile
 - Le débat sur l'orientation à venir des politiques monétaires n'est pas tranché
- **Seul un nombre très limité de très grosses valeurs profite de l'aversion au risque**
 - L'engouement pour les mastodontes de la technologie et du luxe porte les indices
 - Ces valeurs devraient subir une contraction de leurs multiples résultant de la hausse des taux
 - Comme en 2000, la normalisation des évaluations devrait profiter aux valeurs décotées

Cher Investisseur,

Ce trimestre, l'instabilité des dépôts bancaires a provoqué l'amorce d'une crise financière. En urgence, les autorités ont déployé les moyens nécessaires pour éteindre l'incendie. Les marchés apprécient. D'autant que le défi de l'inflation semble relevé : elle amorce un recul, sans que, pour l'instant, la hausse des taux ne tue la croissance. Les indices en profitent. L'Eurostoxx 50 et le CAC 40 progressent de plus de 13%. Néanmoins, l'instabilité financière nouvelle ajoute un peu plus de complexité à la situation. La question de la pérennité de la croissance et de la décréue de l'inflation reste posée. Pour les banques centrales, la situation se complique : un nouveau combat pour la stabilité financière se profile alors qu'elle cherche toujours le nouvel équilibre entre l'inflation, les taux et la croissance. Le cap des politiques monétaires à venir étant incertain, l'amplitude des fluctuations trimestrielles des taux d'intérêts et des indices boursiers est exceptionnelle. Cette volatilité entretient une « fuite vers la sécurité ». Elle profite aux actifs liquides perçus comme sûrs : l'or, les emprunts d'Etats, en particulier la dette américaine, et les actions d'un nombre très limité de marques mondialement connues devenues des mastodontes boursiers. Les Américains ont leurs GAFAM, les Français leurs groupes de luxe. LVMH, Hermès, L'Oréal et Kering représentent à eux-seuls 40% de la capitalisation boursière cumulée du CAC 40. Ce trimestre, ces actions expliquent près de 80% de la progression de l'indice. Ce qui est beau est chaque jour un peu plus cher et un peu plus gros. Dans le même temps, l'aversion au risque pénalise la plupart des autres segments de marché. Cette tendance ne fait pas nos affaires. Le potentiel de réévaluation de nombreuses sociétés est aujourd'hui ignoré. Avec la fin de l'argent gratuit, la donne change. La hausse des taux devrait provoquer un nouvel équilibre entre le prix et la valeur. L'expansion des multiples, conséquence de la baisse des taux, devrait laisser place à une contraction des multiples résultant de la hausse des taux. Comme au début des années 2000, la correction des excès d'évaluation des valeurs à la mode devrait s'accompagner d'une réduction de la dépréciation excessive des titres délaissés. Comme souvent, les disparités criantes de performance d'aujourd'hui seront les opportunités de demain.

**Warren Buffet*

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.

Ce trimestre, l'économie, les entreprises et les marchés ont fait de la résistance

Dans la continuité de la fin de l'année 2022, l'inflation confirme sa décélération ce trimestre, l'économie résiste mieux que prévu à la hausse des taux et les résultats des entreprises résistent à la pression inflationniste. A ce stade, les banques centrales semblent relever le défi : l'inflation recule sans que la hausse des taux ne tue la croissance. Les principales places financières mondiales affichent des performances solides. Tiré par le rebond des mastodontes de la technologie, le Nasdaq gagne près de 17%. Le S&P 500 progresse de 7%. A elles seules, 4 valeurs sur 500 (Apple, Alphabet/Google, Amazon, et Microsoft) expliquent la moitié de la hausse de l'indice américain. 25% (la moitié) est attribuable au gain de 30% d'Apple. Sa capitalisation boursière de 3000Md\$, dépasse aujourd'hui celle du cumul des 40 valeurs du CAC 40 (2500Md€). En Europe, l'Eurostoxx 50 et le CAC 40 affichent des performances proches. Ils progressent respectivement de 13,7% et 13,1%. Quelques valeurs de luxe expliquent l'essentiel de la progression.

En mars, une secousse inattendue a parcouru le système financier : une fuite brutale des déposants touchant des établissements bancaires américains de taille moyenne, fortement exposés au monde des start-ups et des cryptomonnaies. Ainsi, la Silicon Valley Bank, 16^{ème} banque du pays avec un total d'actifs de 200Md\$, a été contrainte de liquider en urgence et à perte des portefeuilles obligataires dépréciés par la hausse des taux, fragilisant son bilan, entretenant la défiance à son égard et accélérant la fuite des dépôts des clients. Pour éviter la contagion, la Fed est intervenue en urgence, garantissant les dépôts des clients, fournissant les liquidités nécessaires, organisant le sauvetage d'autres établissements pris dans la tourmente. En Europe, Crédit Suisse dont la crédibilité a été mise à mal par ses investissements hasardeux et les faiblesses de son contrôle interne, a fait les frais de cette inquiétude. En urgence, la banque centrale suisse a organisé la reprise de cet établissement par son concurrent UBS.

Le pragmatisme des banquiers centraux face à l'instabilité financière rassure

L'inquiétude ne concerne pour l'instant que des établissements fragilisés pour des raisons qui leur sont propres. En théorie au moins, la menace concerne le système financier dans son ensemble. La hausse des taux conduit à une restriction du crédit et provoque une baisse générale des dépôts bancaires. La BCE a quantifié le phénomène. En zone euro, 147Md€ de dépôts ont disparu au premier trimestre. Ces dépôts sont aussi moins stables, parce que les opportunités d'investissement se multiplient, incitant les clients à vider leurs comptes peu ou pas rémunérés au profit de produits plus attractifs. Dans le même temps, des taux plus élevés réduisent mécaniquement la valeur des portefeuilles obligataires des institutions financières. Les moins-values latentes s'accumulent. Selon l'économiste Nouriel Roubini, elles s'élèvent à 620Mds\$ dans les bilans des banques américaines et représentent 28% environ de leur capital cumulé. Tout établissement confronté à un stress de liquidité est donc susceptible de revivre la mésaventure de la SBV.

En pratique, les banques centrales ont prouvé qu'elles savaient imaginer et mettre en œuvre rapidement des solutions pour gérer les risques associés à leurs politiques monétaires plus restrictives. Ainsi, en juillet 2022, la BCE a inventé un bouclier anti-fragmentation, espérant ainsi prévenir le risque d'une nouvelle crise de la dette souveraine en zone euro. La Fed et la banque centrale suisse ont évité ce trimestre un stress de liquidité généralisé et un « effet domino ». Le pragmatisme et la capacité d'intervention illimitée des banques centrales rassurent. Les investisseurs se sentent à nouveau à l'abri, sous leur protection bienveillante. Ils ont en tête que l'instabilité financière est le catalyseur potentiel d'un assouplissement des politiques monétaires. Les marchés apprécient.

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.

L'économie et les résultats des entreprises résistent toujours à la hausse des taux

Dans le même temps, les données au sujet de la conjoncture sont perçues comme rassurantes. La décélération de la croissance est moins brutale qu'anticipé. L'économie résiste toujours à la hausse des taux. La récession attendue en fin d'année 2022 se fait attendre. La réouverture accélérée de l'économie chinoise n'explique pas tout. Les économies occidentales ont, jusqu'à présent, créé la surprise. Aux Etats-Unis, le chômage se maintient à un point bas historique soutenant la consommation (2/3 du PIB américain). En zone euro, la demande intérieure, en particulier dans le secteur des services, soutient l'activité. L'épargne accumulée durant la période Covid joue un rôle d'amortisseur. Les chaînes d'approvisionnement se normalisent, contribuant aussi à la résistance de l'activité. Les résultats des entreprises résistent aussi au retour de l'inflation. Dans l'ensemble, elles ont su répercuter les hausses des coûts dans leurs prix de vente. Les fluctuations des cours de l'énergie et des matières premières, conséquence de la guerre en Ukraine, ont parfois été l'occasion de passer des hausses de prix permettant de reconstituer les marges. C'est particulièrement le cas dans l'industrie alimentaire. Malheureusement, la plupart des institutions ne valident pas la lecture optimiste des indicateurs économiques moteur de la hausse des indices boursiers. Ils notent que, traditionnellement, l'économie réagit avec un décalage de 12/18 mois aux changements de politiques monétaires. Ainsi, dans sa publication d'avril 2023, le FMI considère que le resserrement monétaire « vigoureux » de ces 12 derniers mois ouvre une « phase périlleuse où la croissance économique reste faible... et où les risques financiers s'accroissent alors que le problème de l'inflation n'est pas encore derrière nous ». Plus généralement, il écrit : « Les risques de dégradation des perspectives restent très élevés et la probabilité d'assister à un atterrissage brutal a fortement augmenté ». Il estime aussi que l'instabilité financière crée de nouvelles contraintes de gestion du risque de liquidité des banques, ce qui augmentera la frilosité des prêteurs pénalisant un peu plus la croissance en 2023, en particulier dans les pays développés. Ces prévisions ont été revues en baisse la semaine dernière.

L'inflation confirme son ralentissement mais change de nature

Concernant l'inflation, tant aux Etats-Unis qu'en zone euro, le trimestre apporte simultanément une bonne et une mauvaise nouvelle. La confirmation de la décrue de l'inflation globale est la bonne nouvelle. Aux Etats-Unis, elle baisse chaque mois depuis le pic de juin 2022 (9,1%) et atteint 5% en mars. Légèrement décalé (le pic de 10,6% a été atteint en octobre), le mouvement est similaire en zone euro (6,9% en mars). Comme attendu, la baisse des cours de l'énergie et des matières premières se répercute progressivement dans les chiffres de l'inflation. La mauvaise nouvelle concerne la résistance de l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors éléments volatils (énergie et produits alimentaires notamment). Des deux côtés de l'Atlantique, elle ne baisse plus depuis plusieurs mois et se maintient au-dessus de 5,5%, encore significativement au-dessus de l'objectif des banquiers centraux (2%). Comme l'explique le gouverneur de la Banque de France, l'inflation change de nature. Elle est maintenant portée par les produits industriels et les services, alors que les entreprises répercutent la hausse de leurs coûts (notamment les salaires) sur leurs prix de vente. Si cette répercussion est une bonne nouvelle pour les marges des entreprises à court terme, c'est une mauvaise nouvelle pour les banques centrales : la bataille contre l'inflation n'est pas encore gagnée. Jérôme Powell, Christine Lagarde le reconnaissent. Les dernières prévisions du FMI, publiées mi-avril confirment cette analyse : « l'inflation mondiale va diminuer, mais plus lentement qu'attendu initialement, passant de 8,7% en 2022 à 7% cette année puis 4,9% en 2024 ». Compte-tenu de la bonne tenue du marché de l'emploi dans les principaux pays développés, le désamorçage éventuel d'une boucle prix-salaire naissante pourrait imposer d'accentuer encore un temps les politiques monétaires restrictives en cours. Le débat n'est pas tranché.

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, l'instabilité financière nouvelle ajoute un peu plus de complexité à la situation

L'année 2022 s'était finie sur une note optimiste mais dans une confusion exceptionnelle. L'année 2023 débute sur une note toujours optimiste, dans une confusion un peu plus exceptionnelle encore.

D'une part, la question de la pérennité de la croissance reste posée. Dans un monde endetté, l'augmentation du coût du crédit contraint les budgets des ménages, des entreprises et des Etats. Elle impose des politiques budgétaires plus restrictives, amputant les marges de manœuvre des gouvernements dans leur combat pour la croissance, l'emploi, la souveraineté ou la transition écologique. Ses effets se diffusent progressivement dans un nombre grandissant de secteurs, notamment l'immobilier et la construction. Les confinements et les soutiens budgétaires associés appartenant au passé, l'offre se réorganise, la demande se normalise et l'excès d'épargne accumulée est progressivement dépensé. La consommation et l'emploi devraient donc progressivement perdre les soutiens exceptionnels nés de la période Covid.

D'autre part, alors que la question de la pérennité de la décrue de l'inflation est aussi posée, les banquiers centraux doivent engager un nouveau combat pour la stabilité financière. « *Les décideurs doivent se livrer à un exercice d'équilibriste (...) rester fidèles à leur politique plus restrictive destinée à contrer l'inflation, tout en se tenant prêts (...) à répondre aux préoccupations autour de la stabilité financière* ». C'est par ces mots que le FMI résume la situation nouvelle.

Enfin, la récente visite de XI Jinping à Moscou confirme la fragmentation du monde. Alors que la guerre en Ukraine se poursuit, la Chine s'emploie à fédérer autour d'elle un nombre grandissant de producteurs majeurs de pétrole, de gaz et de matières premières, unis par leur opposition à un monde occidental dominé par les Etats-Unis. Après l'Iran, l'Arabie Saoudite et le Brésil sont sollicités. Ces tensions persistantes menacent d'entretenir durablement l'inflation.

Le débat sur l'orientation des politiques monétaires est plus que jamais ouvert

Dans ce contexte compliqué, l'orientation à venir des politiques monétaires suscite un débat animé jusqu'au cœur même des instances dirigeantes des banques centrales. A cause de la divergence croissante des trajectoires économiques et budgétaires des pays partageant la monnaie unique, le sujet est particulièrement sensible en zone euro,

Au sein du directoire de la BCE, les « faucons » d'Europe du nord privilégient la lutte contre l'inflation. L'allemande Isabel Schnabel déclarait récemment : « *Une désinflation généralisée n'a pas encore commencé en zone euro (...), nous devons maintenir le cap et augmenter les taux de manière significative et nous maintiendrons des taux élevés jusqu'à ce que nous observions une preuve solide que l'inflation sous-jacente revient vers notre objectif* ». Les « colombes » d'Europe du sud, notamment l'italien Ignazio Visco, ne partagent pas cette position. Il déclarait au contraire : « *La BCE doit éviter une augmentation excessive des taux d'intérêt réels au regard du niveau de la dette privée et publique dans la zone euro* ». Ce débat suggère que, malgré l'existence du bouclier anti-fragmentation, la perspective d'une nouvelle crise de la dette souveraine ne peut être écartée. L'Italie est en première ligne, d'autant qu'elle échoue à satisfaire les conditions du plan de relance européen. La trajectoire et la soutenabilité de la dette publique française dans un contexte de hausse des taux suscitent aussi une inquiétude grandissante. Un point de taux supplémentaire appliqué à 3 trillions de dette publique coûterait 30Md€ par an au budget de l'Etat français. Trois fois plus que l'économie espérée d'une réforme des retraites qui met le pays sens dessus-dessous. A ce stade, célébrer sans nuance la victoire contre l'inflation et la bonne résistance des économies et des résultats des entreprises paraît donc prématuré.

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.

L'incertitude créée de la volatilité et entretient une « fuite vers la sécurité »

Les banques centrales en conviennent. Elles cherchent toujours l'équilibre entre l'inflation, les taux et la croissance. Le cap des politiques monétaires à venir reste donc encore incertain. Cette incertitude crée de la volatilité sur les taux d'intérêt et les indices boursiers. L'amplitude des fluctuations est exceptionnelle. Ainsi, depuis le début de l'année 2022, des variations trimestrielles des taux longs comprises entre -40 et +100 points base justifient mécaniquement des baisses puis des hausses des indices boursiers comprises entre +10% et -20%. Cette volatilité fait peur. Elle entretient une « fuite vers la sécurité » qui s'exprime par un appétit constant pour les actifs liquides perçus comme sûrs : l'or, les emprunts d'Etats (la dette américaine) ou un nombre très limité de marques mondialement connues devenues des mastodontes boursiers. Les Américains ont leurs GAFAM. Les Français, leurs groupes de luxe. LVMH, L'Oréal, Hermès et Kering expliquent à eux-seuls 80% de la progression du CAC 40. Ensemble, ils représentent 40% de la capitalisation boursière cumulée des 40 valeurs de l'indice parisien. Concentrer ses investissements sur ces sociétés est la stratégie gagnante de ces trois dernières années. Ce trimestre ne fait pas exception. Ce qui est beau est chaque jour un peu plus cher donc un peu plus gros. La montée en puissance de la gestion passive dont le principe consiste à investir sur le seul critère du poids d'une valeur dans les indices renforce le phénomène.

Le potentiel de réévaluation de nombreuses sociétés est aujourd'hui ignoré

Dans le même temps, l'aversion au risque pénalise la plupart des autres segments du marché, notamment les valeurs moyennes ou décotées. Le désintérêt qu'elles suscitent pénalise leurs performances. Comme souvent sur les marchés, la prophétie est autoréalisatrice. Le désintérêt pèse sur les performances et entretient le désintérêt, donc la sous-performance. Etudier des dossiers parfois compliqués mais recelant des actifs cachés n'est pas à la mode. Un nombre croissant de sociétés cotées ne fait plus l'objet d'un suivi approfondi et régulier de la part des bureaux d'étude. Leur potentiel de réévaluation est alors ignoré. Déçus par le traitement qui leur est réservé, certains dirigeants décident de quitter la Bourse. Le prix qu'ils proposent permet de réaliser de belles plus-values instantanées. Mais, naturellement, leurs propositions ne reflètent que partiellement la vraie valeur des actifs de leurs sociétés. Depuis trois ans, nous avons dû nous séparer à regret de plusieurs dossiers (April, Média 6 et 1000mercis), rachetés à bon compte par leurs fondateurs.

Dans le même temps, l'argent gratuit a dopé l'activité des fonds spéculatifs principalement anglo-saxons. Ils génèrent aujourd'hui des volumes importants voire dominants. Les opérations qu'ils initient reposent sur des stratégies complexes dans lesquelles les sociétés cotées sont des sous-jacents à des arbitrages associant des paris sur des actions, des obligations ou des produits dérivés parfois illiquides et peu transparents, notamment les CDS. Ces acteurs sont à la fois mobiles et puissants. Ils ont un impact déterminant et souvent brutal sur les cours. Leur action peut déconnecter durablement les cours de Bourse de la valeur des actifs des sociétés concernées. Les fonds « vautour » ciblent les entreprises traversant des difficultés dont ils vendent les actions à découvert, pariant sur leur chute. S'ils le peuvent, ils achètent des obligations dépréciées, se couvrent en vendant les actions à découvert et tentent d'imposer une conversion des créances en capital pour prendre le contrôle des actifs à bon compte. Comme ce fut le cas ce trimestre, leurs attaques sur les banques cotées participent à l'instabilité financière et menacent d'amplifier les crises.

Ces tendances ne font pas nos affaires. Depuis la pandémie, nos performances ne sont plus au rendez-vous. La valeur cachée et les dossiers compliqués ou sous-évalués que nous privilégions sont trop souvent ignorés.

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.

La fin de l'argent gratuit devrait conduire à la compression des multiples

Parce que les banquiers centraux referment la période d'argent gratuit, la donne change. Avec des taux nuls, voire négatifs, les modèles d'évaluation des actifs financiers fondés sur l'actualisation des flux futurs ont gonflé la valorisation des sociétés justifiant une progression des cours de Bourse entretenue par l'abondance des liquidités. La hausse du prix des actions ayant été plus rapide que la progression des résultats et du patrimoine des sociétés, les multiples de valorisation ont gonflé. Cette expansion des multiples est un signal d'alarme. Ne pas être attentif au prix que l'on paie pour une valeur donnée peut laisser des traces durables dans les portefeuilles. Ainsi, en 2000, alors que la révolution Internet ouvrait de nouvelles perspectives, l'investissement dans les valeurs TMT (Technologies, Médias, Télécommunications) était à la mode. Les cours des sociétés de ces secteurs se sont envolés. En mars 2020, il fallait payer plus de 200 € pour s'offrir une action France Telecom et près de 350 € pour une action Cap Gemini. A ce prix, la valeur des sociétés correspondait à plus de 80 fois leurs derniers résultats d'exploitation connus. Internet s'est développé mais l'euphorie est retombée. France Telecom et Cap Gemini n'étaient pas au meilleur endroit pour profiter des opportunités. Les valorisations se sont ajustées à des perspectives moins brillantes. Entre 1999 et 2022, France Telecom, devenu Orange, a affronté des vents contraires. Son cours, proche de 11 € aujourd'hui, est toujours en baisse de plus de 90% par rapport au plus haut de l'année 2000. Cap Gemini s'est renforcé sur son métier de services profitant de la transition numérique pour multiplier par cinq son chiffre d'affaires et ses résultats en 23 ans. Pourtant, son cours d'aujourd'hui (220 €) est toujours en retrait de 30% par rapport aux 350 € de l'an 2000.

Ce type de mésaventure est courant mais pas toujours irréversible. Même les valeurs du luxe en ont fait les frais. Entre 2000 et 2009, le cours des actions L'Oréal et LVMH a été divisé par plus de 2, alors que celui d'Hermès stagnait. Pourtant, dans cette période, ces sociétés ont créé de la valeur. L'activité et les résultats de LVMH et d'Hermès ont plus que doublé, ceux de L'Oréal ont progressé de 70%. C'est la dégradation de la perception des investisseurs qui a provoqué une compression des multiples donc une baisse des cours. En 2000, portés par l'euphorie des marchés, les cours correspondaient à une évaluation supérieure à 30 fois les derniers résultats d'exploitation connus. En 2009 au contraire, l'inquiétude liée à l'effondrement anticipé du marché du luxe conséquence de la crise financière, ramenait les cours à des ratios compris entre 8 (LVMH) et 14 fois (Hermès, L'Oréal). Les actionnaires de LVMH et de L'Oréal ont patienté plus d'une décennie pour retrouver les plus hauts de l'année 2000. Mais depuis 2009, la progression des résultats et les performances boursières sont au rendez-vous. Du fait de la baisse continue des taux et de l'engouement pour ces valeurs, les cours ont été encore plus vite que les bénéfiques produisant une expansion des multiples de valorisation. LVMH a quadruplé de taille et multiplié ses résultats par plus de 6. A 900 € aujourd'hui, le prix de l'action a été multiplié par plus de 20 et le multiple de valorisation est passé de 8 à 22 fois. Hermès a multiplié son chiffre d'affaires par 6 et ses résultats par 10. Il faut maintenant 2000 € pour s'offrir une action Hermès, 30 fois plus qu'en 2009. Dans le même temps, le multiple est passé de 14 à 42 fois. Enfin, L'Oréal a doublé de taille et triplé ses résultats. A 440 €, le cours de l'action a été multiplié par 8 et l'évaluation est passée de 14 à 30 fois.

Il est malheureusement impossible de déterminer à priori le seuil à partir duquel une évaluation est excessive. On peut tout juste constater que LVMH vaut moins cher que L'Oréal alors que sa croissance est supérieure. Mais pourquoi juger excessif un ratio de 30 ou 40 fois alors que l'histoire récente montre qu'un titre peut être propulsé à un cours correspondant à 80 fois ? Seule certitude, les mêmes causes produisent souvent les mêmes effets. L'expansion des multiples, conséquences de la baisse des taux, devrait donc laisser place à une compression des multiples résultant de la hausse des taux. C'est la raison pour laquelle nous sommes toujours attentifs au prix que nous payons.

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 disparités de performance actuelles sont sources d'opportunité

Comme lors de l'explosion de la bulle Internet au début des années 2000, la correction des excès d'évaluation des valeurs à la mode devrait s'accompagner d'une réduction de la dépréciation excessive des titres délaissés. Les disparités criantes de performance devraient donc être sources d'opportunités. Le cercle vertueux de l'intérêt pour les valeurs décotées prendra alors la place du cercle vicieux du désintérêt. En attendant, notre travail sur les évaluations permet d'investir dans des actions avec une marge de sécurité correspondant à la différence entre le prix que nous payons et la valeur que nous estimons. Si nos calculs sont justes et nos raisonnements exacts, nous construisons ainsi la performance future de notre fonds Plan Main Libre PEA.

Ce processus de gestion structuré et stable depuis 2010 a prouvé sa capacité de résistance dans les périodes difficiles. Jusqu'à la période Covid, il a produit des performances solides et régulières. En mai 2019, après près de 10 ans d'existence, le journal financier *Investir* a même salué la qualité et la régularité de nos performances*. Plan Main Libre PEA se classait alors parmi les meilleurs fonds flexibles, crédité de la meilleure notation possible (5 étoiles) tant chez Morningstar* que Quantalys**.

Dans cette période d'incertitude sur la croissance, nous privilégions des actions de sociétés dont l'activité et le potentiel de revalorisation sont le moins dépendant possible de la conjoncture mais reposent sur des qualités spécifiques. Un tiers de nos investissements sont portés par la digitalisation de l'économie. Près du quart appartient au secteur acyclique de la santé (Sanofi). La décarbonation de l'économie (Alstom), la souveraineté (Dassault Aviation) ou la communication (Vivendi) 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 31 mars, les grande valeurs (capitalisations supérieures à 5Md€) représentent près de la moitié 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.

Chaque jour, nous enrichissons notre connaissance d'un nombre croissant de sociétés et affinons notre processus de gestion. Cette connaissance toujours plus approfondie de notre univers devrait être un atout précieux pour l'avenir.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

** Dans un dossier **Placements** intitulé « Les 4 meilleurs fonds flexibles pour votre PEA », le journal INVESTIR de mai 2019 a distingué notre fonds **Plan Main Libre PEA** pour son « couple rendement-risque exceptionnel ». Ce dossier reposait sur les performances du fonds analysées par Quantalys, société indépendante qui attribuait 5 étoiles à notre FCP. Article disponible sur le site d'Hausmann IM (www.hausmann-im.com, rubrique news)*

*** Morningstar et Quantalys sont deux sociétés indépendantes spécialisées dans l'analyse quantitative et l'évaluation de la performance des fonds. La fiche de notre FCP Plan Main Libre PEA est disponible sur le site internet de ces deux sociétés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures, elles ne sont pas constantes dans le temps*

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 31 mars 2023	Volatilité 3 ans	Performances						
		T1 2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Plan Main Libre PEA *	10,9	+2,3%	-9,45%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	nc	+3,1%	-11,1%	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%
Classement (base 100)	nc	84	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 31 mars 2023	Valeurs	Evolutions						
		T1 2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	4 315,05	+13,7%	-11,9%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%
Rémunération exigée en Europe*	6,8%	-0,9	+1,48	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07
CAC 40 (France)	7 322,39	+13,1%	-9,5%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	4 109,31	+7%	-19,4%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%
Nasdaq (USA technologies)	12 221,91	+16,8%	-33,1%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	20 400,11	+3,1%	-15,5%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%
Nikkei (Japon)	28 041,48	+7,5%	-9,4%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	101 882,00	-7,2%	4,7%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%
Russie (RTS Index)	996,76	+2,7%	-39,2%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%
Inde (Sensex)	58 991,52	-3%	4,4%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%
Chine (SSE Composite)	3 272,86	+5,9%	-15,1%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%
Taux 10 ans								
France (OAT)	+2,79	-0,31		+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11
Allemagne (Bund)	+2,28	-0,29	+2,75	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22
Italie	+4,07	-0,63	+3,54	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19
Espagne	+3,29	-0,36	+3,08	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20
Grèce	+4,14	-0,43	+3,28	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91
USA (US Notes)	+3,47	-0,41	+2,37	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04
Japon	+0,33	-0,08	+0,34	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01
Autres								
Parité €/§	1,0848	+1,3%	-5,9%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%
Pétrole (BRENT §)	79,94	-7%	8,8%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%
Or (Once §)	1 987,00	+8,6%	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.