

Stratégie d'Investissement

Premier Semestre 2023

Attention à un possible atterrissage

RAPPEL : BILAN 2022 : LA FIN DE L'ERE DES TAUX AU PLANCHER

A. PERSPECTIVES DU PREMIER SEMESTRE 2023 : ATTENTION A UN POSSIBLE ATERRISSAGE

I. LES FACTEURS FAVORABLES AUX ACTIFS FINANCIERS AU PREMIER SEMESTRE 2023

- I.1. La baisse de l'inflation.
- I.2. La réouverture de la Chine.
- I.3. L'éloignement des craintes de pénurie de gaz en Zone Euro.
- I.4. Le maintien d'une croissance économique positive.
- I.5. La baisse du dollar américain.
- I.6. Des multiples de valorisation abordables.
- I.7. En 2023, la fin du cycle de resserrement monétaire en vue, dans un scénario sans chocs supplémentaires, jouerait en faveur des actifs financiers.

II. LES FACTEURS DEFAVORABLES AUX ACTIFS FINANCIERS AU PREMIER SEMESTRE 2023

- II.1. Le retour à l'objectif d'inflation de 2% du FED et de la BCE s'avère plus tardif et difficile que prévu.
- II.2. Baisse des profits des entreprises, érodés par le repli du taux de marge et le fléchissement de la demande.
- II.3. Nouveau choc géopolitique.
- II.4. Moindre attractivité relative des actions par rapport aux obligations.
- II.5. Les risques divers restent toujours multiples.

B. CONCLUSION : 2023, UNE ANNEE PIVOT

Mise à jour le 06/02/2023

Ce document d'information est établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Son contenu ne représente en aucun cas un engagement contractuel de la société Hugau Gestion. Toute publication, utilisation ou diffusion doit être autorisée préalablement. Tout message électronique est susceptible d'altération. Hugau Gestion décline toute responsabilité au titre de ce message s'il a été altéré, déformé ou falsifié.

RAPPEL : BILAN 2022 : LA FIN DE L'ERE DES TAUX AU PLANCHER

Dans l'histoire économique récente (après la chute du mur de Berlin et autour des années phares de la mondialisation), 2022 aura été l'année du changement de cap sur l'inflation et les taux d'intérêt.

En effet, initiée par le double choc d'offre et de demande qu'a constitué la pandémie de Covid-19, la hausse des prix s'est largement renforcée au cours de l'année 2022 sous l'effet du retour de la guerre en Europe et des crises énergétiques et alimentaires qui en ont découlé (baisse de l'approvisionnement en gaz russe en Europe, mesures d'embargo sur le pétrole russe par les pays du G7 entre autres, tensions sur l'approvisionnement mondial de blé). Elle s'est aussi diffusée au fil du temps dans les services, les revendications salariales se mettant en place à mesure que la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie s'aggravait.

La politique monétaire a elle-aussi changé de cap en 2022. Le narratif d'inflation transitoire essentiellement portée par les événements exogènes qui prévalait en 2021, a peu à peu laissé place aux craintes d'emballement et in fine, de ré-indexation des salaires. Les taux directeurs ont donc été relevés brutalement.

Conséquence des effets combinés de l'inflation et de la hausse des taux, la croissance économique s'est essouffée en 2022.

Boursièrement enfin, l'année aura été marquée par la forte correction des marchés d'actions, une rotation sectorielle en faveur des valeurs pétrolières et défensives et une forte fébrilité sur les taux longs, alors que l'emportaient tour à tour, les craintes d'une récession provoquée par le resserrement monétaire, ou celle d'une inflation persistante et auto-entretenue.

Au total, en 2022, le monde financier a basculé d'une période de taux d'intérêt zéro voire négatifs, où le risque de déflation hantait les banquiers centraux, à une période de taux d'intérêt positifs en réponse au retour violent de l'inflation.

A. PERSPECTIVES DU PREMIER SEMESTRE 2023 : ATTENTION A UN POSSIBLE ATERRISSAGE

En ce début d'année 2023, l'exercice de prévision de conjoncture apparaît plus ardu que jamais. D'une part, les incertitudes géopolitiques, événements par nature imprévisibles (du point de vue de leur probabilité d'occurrence ou de la sévérité de leurs effets), continuent de s'accumuler. D'autre part, la situation économique est inédite. En effet, la dernière vague d'inflation comparable de par son intensité, remonte aux années 80 en pleine guerre froide, et le monde a drastiquement changé depuis (mondialisation et multipolarité, développement des technologies de l'information-communication et de l'automatisation, baisse de la natalité et vieillissement des populations, conscience des défis climatiques et écologiques, évolution du rapport au travail, changement de mandat des banques centrales, expérience des taux négatifs et de l'assouplissement quantitatif pendant plusieurs années, etc.). Il est donc prudent de considérer que les analogismes avec ces années ont une portée limitée.

Deux lectures de la conjoncture nous paraissent utiles dans ce contexte. La première, plutôt favorable, se fonde sur l'hypothèse forte de l'absence de choc supplémentaire (économique ou politique) en 2023. La deuxième, plus prudente à nos yeux, tient compte des éléments d'incertitude précédemment évoqués.

Pour schématiser, si les banques centrales ont fait décoller les taux en réponse à la hausse des prix en 2022, en 2023, il va falloir maîtriser la phase d'atterrissage, au risque de faire durer le voyage. La hausse des taux devrait se poursuivre dans un premier temps en 2023. Du fait du retard entre hausse des taux et effets sur l'économie réelle, elle devrait en revanche être mise sur pause d'ici à la fin du premier semestre sans qu'il n'y ait de baisse pour la fin de l'année. L'essentiel de la fébrilité concernera les échéances plus longues des courbes de rendement. Sur les marchés actions, une nouvelle rotation sectorielle devrait accompagner la nouvelle année, favorisée par les baisses de valorisations et la baisse des prix de l'énergie. En revanche, dans un contexte de baisse des bénéfices, la sélection des titres continuera de se focaliser sur les entreprises aux fondamentaux les plus solides, présentant un avantage compétitif clair et positionnées sur les marchés les plus porteurs.

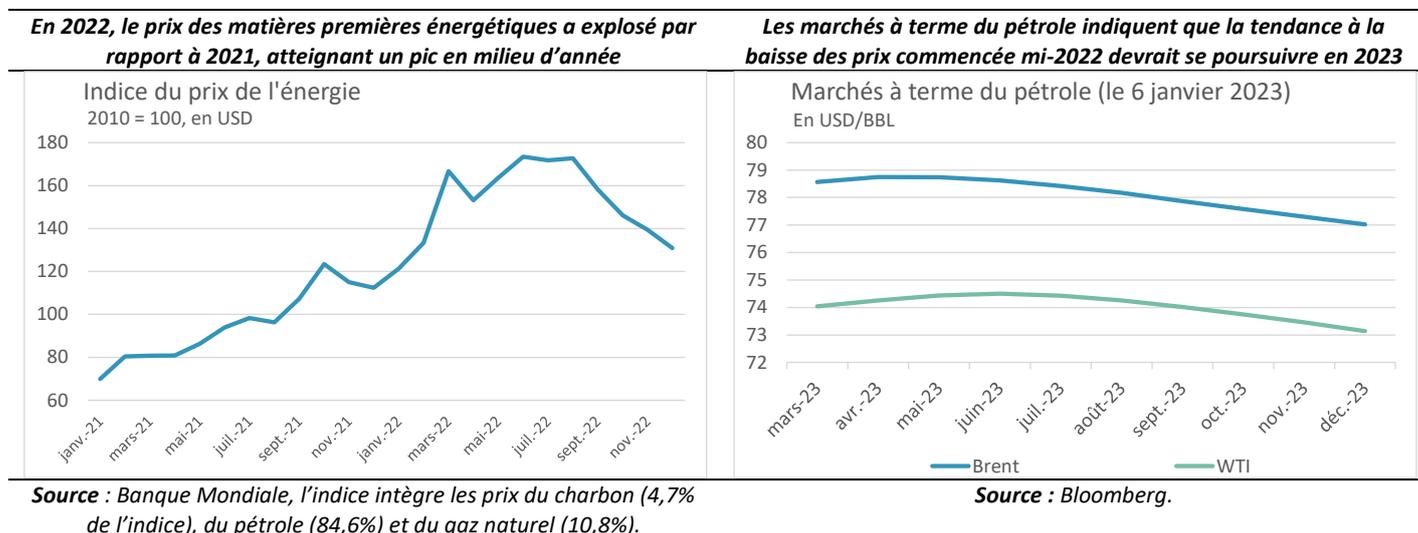
I. LES FACTEURS FAVORABLES AUX ACTIFS FINANCIERS AU PREMIER SEMESTRE 2023

Dans un scénario central sans choc supplémentaire sur la conjoncture en 2023, plusieurs éléments pèsent en faveur d'une réévaluation à la hausse des actifs financiers.

I.1. La baisse de l'inflation.

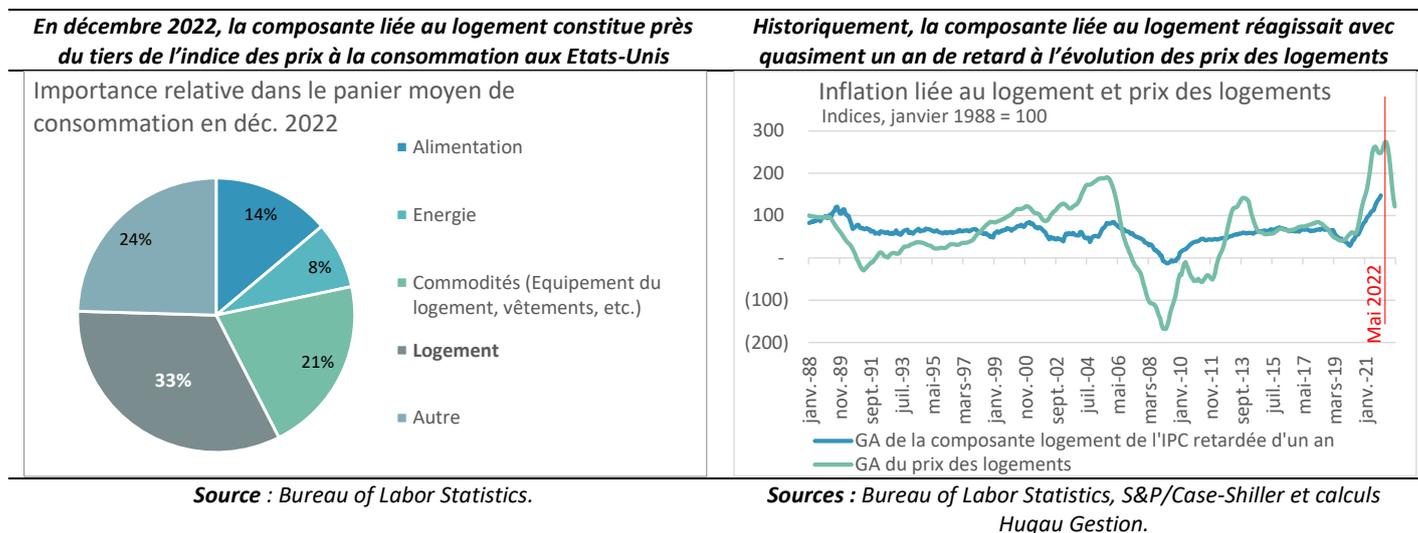
Les effets de base favorables sur les prix de l'énergie, en particulier sur le premier semestre, vont permettre de consolider le recul de l'inflation constaté fin 2022 (cf. graphiques 1 et 2 ci-dessous).

Graphiques 1 et 2



De même, alors que la composante « logement » de l'indice des prix à la consommation pèse lourd et réagit avec un retard sur les prix de l'immobilier, nous pouvons aussi nous attendre à son reflux à partir du printemps (cf. graphiques 3 et 4 ci-dessous).

Graphiques 3 et 4



Enfin, concernant les salaires, les données les plus récentes montrent leur accélération mais les augmentations restent inférieures à l'inflation et il existe des raisons historiques de penser que la mise en place d'une boucle salaires-prix n'est pas une fatalité (Alvarez, Jorge, John Bluedorn, Niels-Jakob Hansen, Youyou Huang, Evgenia Pugacheva, and Alexandre Sollaci. 2022. "Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence?" IMF Working Paper 22/221, International Monetary Fund, Washington, DC).

I.2. La réouverture de la Chine.

Au-delà de la baisse amorcée de l'inflation, l'autre fait marquant de la fin d'année 2022 aura été l'abandon sans période de transition de la stratégie Zéro Covid mise en place par la Chine depuis le début de la pandémie. Un certain nombre d'autres décisions (fin de l'embargo sur le charbon australien, desserrement de l'étau réglementaire sur les secteurs de l'immobilier ou de la technologie) laissent aussi à penser que le gouvernement chinois remet enfin l'économie au premier rang de ses priorités. Même si le régime de croissance à attendre ne sera plus aussi fort que par le passé (du fait de l'enrichissement et du vieillissement de la population chinoise), l'économie de l'empire du milieu reste tout de même un moteur majeur de la croissance mondiale. Pour la Zone Euro et les Etats-Unis, ce changement de politique signe le retour progressif des touristes chinois et le relâchement des tensions logistiques de certains secteurs clés (électronique grand public, par exemple).

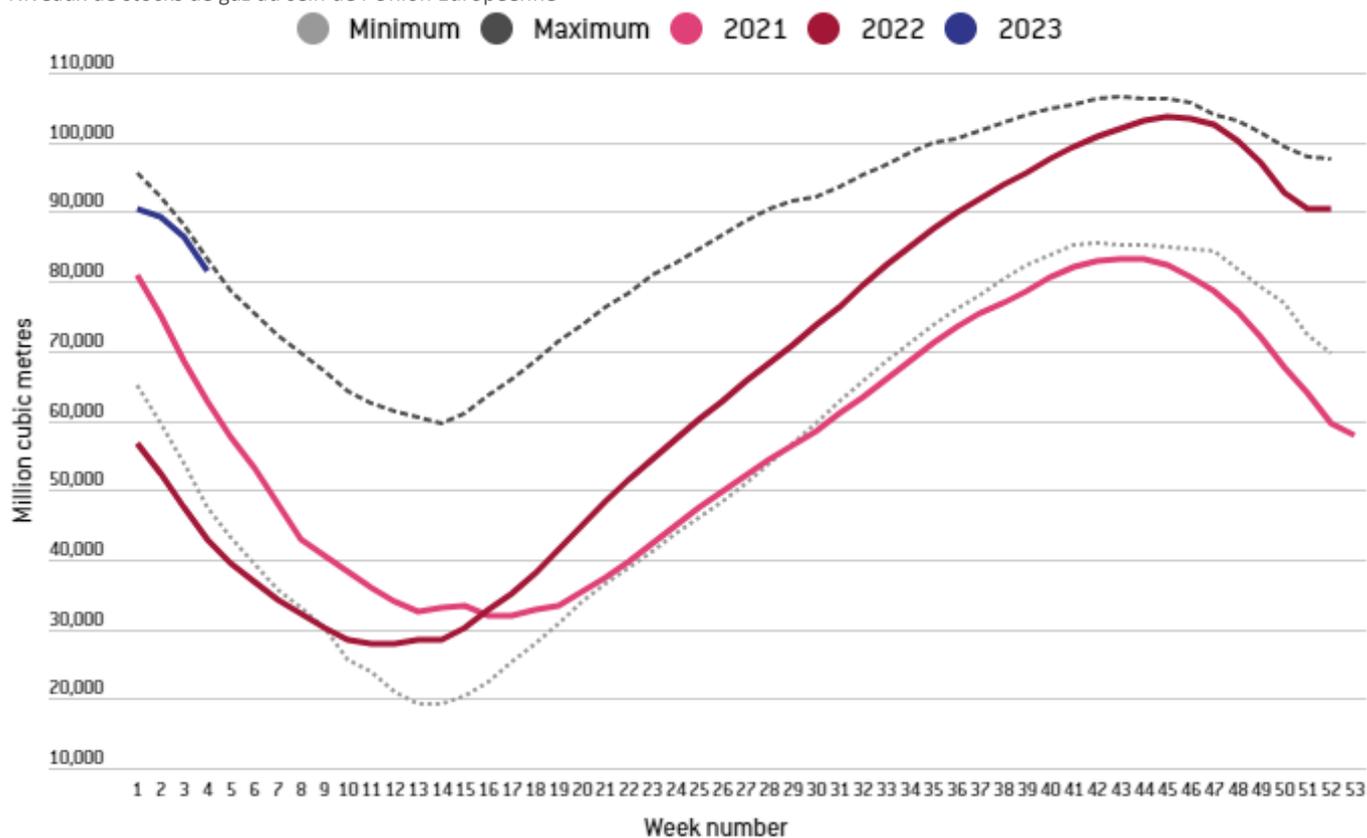
I.3. L'éloignement des craintes de pénurie de gaz en Zone Euro.

Avec l'invasion russe de l'Ukraine, l'un des points clés du désavantage comparatif de l'Europe par rapport aux Etats-Unis, et qui expliquait les prévisions économiques très sombres pour la Zone Euro pour l'hiver 2023, avait trait à la forte dépendance de l'industrie du continent (en particulier en Allemagne et en Italie) à l'approvisionnement russe par pipeline. Ce qui apparaît début 2023, alors que la saison automnale sur le vieux-continent a battu des records de chaleur, que la Commission Européenne a orchestré la baisse de la consommation ciblée pour limiter les impacts économiques, et que l'approvisionnement s'est diversifié en faveur du gaz naturel liquéfié américain, est que cette perspective de pénurie fait maintenant partie de l'histoire ancienne tout du moins pour l'hiver en cours.

Graphique 5

Les stocks de gaz en Zone Euro restent historiquement élevés en ce début 2023

Niveaux de stocks de gaz au sein de l'Union Européenne



Source : Bruegel, mise à jour du 31/01/2023.

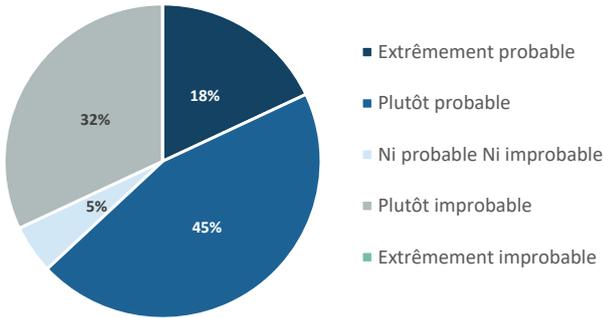
I.4. Le maintien d'une croissance économique positive.

L'une des questions essentielles de l'année de 2023 a trait à l'état des économies alors que le ralentissement du fait de l'inflation élevée et du resserrement monétaire ne fait pas de doute. Aux Etats-Unis, alors que les données d'activité sont contrastées, celles concernant le marché de l'emploi sont plus uniformes et confirment la vigueur de l'économie américaine. En Zone Euro, les données d'enquête rebondissent en début d'année, indiquant que le pire est à présent derrière nous. L'absence de consensus quant à l'état de l'activité auprès des économistes de par le monde illustre bien le caractère inédit de la situation.

Graphiques 6 et 7

Comme le montre l'enquête de Davos, les économistes sont très partagés quant à la conjoncture pour 2023

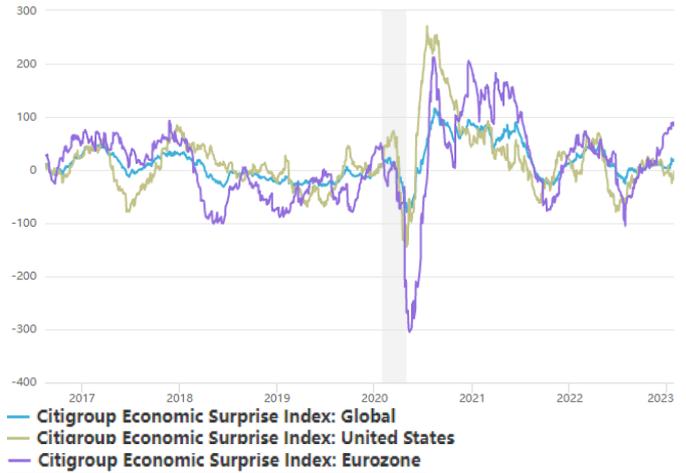
Probabilité d'une récession mondiale en 2023
Réponses des participants, en %



Source : Enquête du « Chief Economist Outlook » du Forum Economique Mondial de Davos, 2023.

En Zone Euro, les dernières données économiques disponibles à la mi-janvier surprennent à la hausse

Indices Citi de surprises économiques

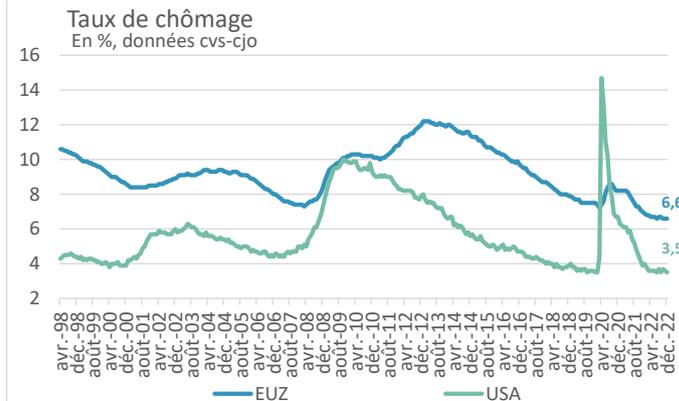


Source : Citigroup via site internet macromicro.

La vigueur du marché de l'emploi explique en grande partie la résilience des économies. Il est en proie à de nombreuses transformations qui maintiennent les taux de chômage à des niveaux historiquement bas et qui soutiennent in fine la consommation des ménages.

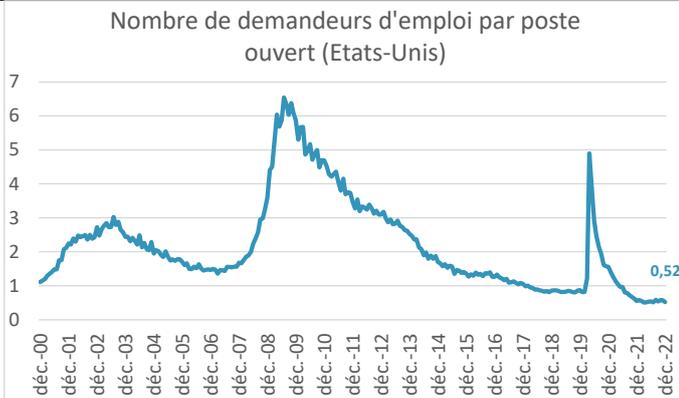
Graphiques 8, 9 et 10

Aux Etats-Unis et en Zone Euro, les taux de chômage campent à des niveaux historiquement bas

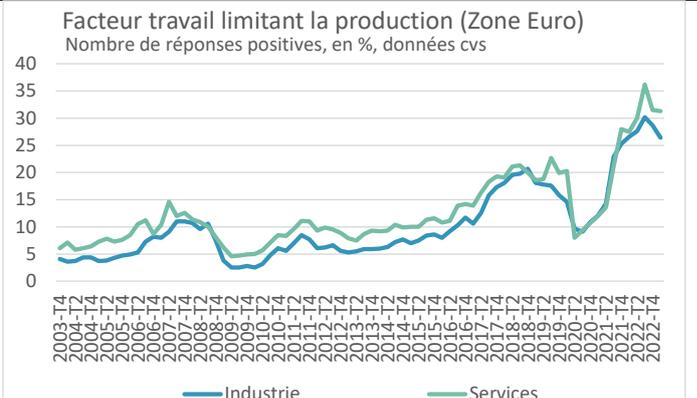


Source : Bureau of Labor Statistics et Eurostat, derniers points en décembre 2022.

Les tensions de recrutement se poursuivent aux Etats-Unis et en Zone Euro



Source : Bureau of Labor Statistics, dernier point en décembre 2022.



Source : Enquêtes de confiance de la Commission Européenne, dernier point au 4T22.

De plus, le vieillissement démographique, et aux Etats-Unis, la sortie prématurée de la vie active de certains seniors à l'occasion de la Covid-19, la baisse de l'immigration enregistrée pendant les années Trump et les cas de Covid longs, sont autant d'éléments qui expliquent la baisse du taux de participation de la main d'œuvre. Pour la suite, ce dernier s'étant stabilisé en dessous de son niveau historique, il est donc possible pour le FED de piloter un atterrissage en douceur de l'économie puisque la destruction de l'emploi peut se faire sans forcément alimenter une hausse du taux de chômage.

En conséquence de la bonne résistance de l'activité économique en dépit des difficultés du moment (inflation, crises géopolitiques, etc.), le Fonds Monétaire International (FMI) revoit sa prévision de croissance économique mondiale à la hausse dans le monde et dans plusieurs pays avancés et émergents en 2023 (cf. tableau 1 page 7).

Tableau 1

Alors que (i) l'activité économique a surpris à la hausse, (ii) l'inflation a entamé sa baisse et (iii) la crise énergétique ne s'est pas matérialisée en Europe, le FMI revoit ses prévisions de croissance à la hausse en 2023

Résumé des prévisions

Variations annuelle en %, sauf indication contraire

	Estimate		Projections		WEO Projections 1/	
	2021	2022	2023	2024	2023	2024
World Output	6.2	3.4	2.9	3.1	0.2	-0.1
Advanced Economies	5.4	2.7	1.2	1.4	0.1	-0.2
United States	5.9	2.0	1.4	1.0	0.4	-0.2
Euro Area	5.3	3.5	0.7	1.6	0.2	-0.2
Germany	2.6	1.9	0.1	1.4	0.4	-0.1
France	6.8	2.6	0.7	1.6	0.0	0.0
Italy	6.7	3.9	0.6	0.9	0.8	-0.4
Spain	5.5	5.2	1.1	2.4	-0.1	-0.2
Japan	2.1	1.4	1.8	0.9	0.2	-0.4
United Kingdom	7.6	4.1	-0.6	0.9	-0.9	0.3
Canada	5.0	3.5	1.5	1.5	0.0	-0.1
Other Advanced Economies 3/	5.3	2.8	2.0	2.4	-0.3	-0.2
Emerging Market and Developing Economies	6.7	3.9	4.0	4.2	0.3	-0.1
Emerging and Developing Asia	7.4	4.3	5.3	5.2	0.4	0.0
China	8.4	3.0	5.2	4.5	0.8	0.0
India 4/	8.7	6.8	6.1	6.8	0.0	0.0
Emerging and Developing Europe	6.9	0.7	1.5	2.6	0.9	0.1
Russia	4.7	-2.2	0.3	2.1	2.6	0.6
Latin America and the Caribbean	7.0	3.9	1.8	2.1	0.1	-0.3
Brazil	5.0	3.1	1.2	1.5	0.2	-0.4
Mexico	4.7	3.1	1.7	1.6	0.5	-0.2
Middle East and Central Asia	4.5	5.3	3.2	3.7	-0.4	0.2
Saudi Arabia	3.2	8.7	2.6	3.4	-1.1	0.5
Sub-Saharan Africa	4.7	3.8	3.8	4.1	0.1	0.0
Nigeria	3.6	3.0	3.2	2.9	0.2	0.0
South Africa	4.9	2.6	1.2	1.3	0.1	0.0
Memorandum						
World Growth Based on Market Exchange Rates	6.0	3.1	2.4	2.5	0.3	-0.1
European Union	5.5	3.7	0.7	1.8	0.0	-0.3
ASEAN-5 5/	3.8	5.2	4.3	4.7	-0.2	-0.2
Middle East and North Africa	4.1	5.4	3.2	3.5	-0.4	0.2
Emerging Market and Middle-Income Economies	7.0	3.8	4.0	4.1	0.4	0.0
Low-Income Developing Countries	4.1	4.9	4.9	5.6	0.0	0.1
World Trade Volume (goods and services) 6/	10.4	5.4	2.4	3.4	-0.1	-0.3
Advanced Economies	9.4	6.6	2.3	2.7	0.0	-0.4
Emerging Market and Developing Economies	12.1	3.4	2.6	4.6	-0.3	0.0
Commodity Prices						
Oil 7/	65.8	39.8	-16.2	-7.1	-3.3	-0.9
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	26.4	7.0	-6.3	-0.4	-0.1	0.3
World Consumer Prices 8/	4.7	8.8	6.6	4.3	0.1	0.2
Advanced Economies 9/	3.1	7.3	4.6	2.6	0.2	0.2
Emerging Market and Developing Economies 8/	5.9	9.9	8.1	5.5	0.0	0.2

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during October 26, 2022–November 23, 2022. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted. WEO = World Economic Outlook.

1/ Difference based on rounded figures for the current and October 2022 WEO forecasts. Countries whose forecasts have been updated relative to October 2022 WEO forecasts account for approximately 90 percent of world GDP measured at purchasing-power-parity weights.

2/ For World Output (Emerging Market and Developing Economies), the quarterly estimates and projections account for approximately 90 percent (80 percent) of annual world (emerging market and developing economies) output at purchasing-power-parity weights.

3/ Excludes the Group of Seven (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.

4/ For India, data and projections are presented on a fiscal year basis, with FY 2022/23 (starting in April 2022) shown in the 2022 column. India's growth projections are 5.4 percent in 2023 and 6.8 percent in 2024 based on calendar year.

5/ Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand.

6/ Simple average of growth rates for export and import volumes (goods and services).

7/ Simple average of prices of UK Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average assumed price of oil in US dollars a barrel, based on futures markets (as of November 29, 2022), is \$81.13 in 2023 and \$75.36 in 2024.

8/ Excludes Venezuela.

9/ The inflation rate for the euro area is 5.7% in 2023 and 3.3% in 2024, that for Japan is 2.8% in 2023 and 2.0% in 2024, and that for the United States is 4.0% in 2023 and 2.2% in 2024.

Source : FMI, World Economic Outlook Update, janvier 2023.

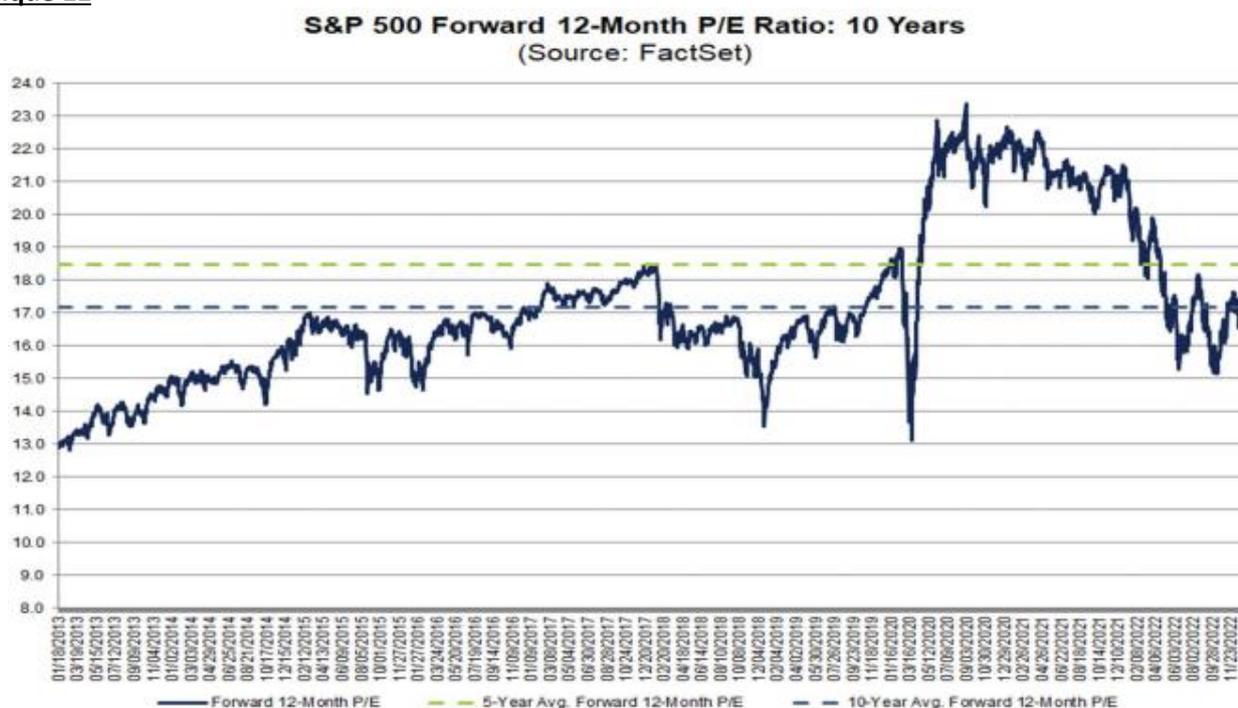
1.5. La baisse du dollar américain.

Au premier semestre 2023, le différentiel de politique monétaire va jouer en défaveur du dollar américain, à l'inverse de ce qui s'était produit en 2022. Nous nous attendons ainsi à plusieurs effets positifs de la dépréciation du dollar américain : une meilleure compétitivité à l'export des produits américains qui devrait soutenir la croissance outre-Atlantique d'une part ; une amélioration des termes de l'échange en Zone Euro (aidés aussi par la baisse des prix de l'énergie) d'autre part ; plus globalement, la limitation du risque souverain des pays émergents (ils se financent plus facilement en dollars, peuvent être victimes de fuite de capitaux en cas de différentiel de politique monétaire défavorable et eux aussi voient leur balance commerciale se dégrader quand le dollar s'apprécie).

I.6. Des multiples de valorisation abordables.

Les multiples PE ont déjà largement corrigé en 2022 (cf. graphique 11 ci-dessous).

Graphique 11



Le multiple de marché anticipé à 12 mois des 500 valeurs américaines qui composent l'indice Standard and Poor's ressort au 20 janvier 2023 à 17,0x ce qui est inférieur au PE moyen des 10 dernières années de 17,2x et des 5 dernières années de 18,5x. En effet l'indice SP 500 a perdu en 2022 19,4% de sa valeur sous l'effet essentiellement de la remontée des taux d'intérêt (Treasury 10 ans à 3,87% le 31/12/2022 contre 1,51% le 31/12/2021) car les bénéfices des entreprises américaines sont restés plutôt bien orientés (cf. tableau 3 page 11). On peut penser que cette chute des PE anticipe déjà une partie de la révision en baisse à venir des profits 2023.

En Europe, le tableau d'ensemble des PE 2022 du STOXX 600 et par secteur (cf. tableau 4 page 12) montre un net recul à 12,8x au 31/01/2023 contre 14,9x en janvier 2022 (plus bas =11,9x au 30 juin 2022). En 2022, la bourse européenne a baissé de 12,90% et le consensus des analystes sur les bénéfices par action a été révisé en hausse à 33%. C'est donc la remontée des taux d'intérêt qui a joué en Europe un rôle moteur dans la chute du marché et non pas les révisions de bénéfices. En 2023, c'est l'inverse qui devrait se produire.

I.7. En 2023, la fin du cycle de resserrement monétaire en vue, dans un scénario sans chocs supplémentaires, jouerait en faveur des actifs financiers.

Tableau 2

Prévisions Taux d'intérêt / Taux de change 2023 par Hugau Gestion														
Mises à jour en janvier 2023														
	Taux 10 ans %					Taux courts %				Taux de change				
	2020	2021	2022	2023 (P)	2023 (F)	2020	2021	2022	2023 (P)	2020	2021	2022	2023 (P)	
USA	0,91	1,51	3,87	4 / 4,25	3,55	0/0,25	0/0,25	4,25/4,5	5 / 5,5	\$/€	0,819	0,879	0,93	0,83 / 0,91
Euroland (Bund)	-0,57	-0,18	2,57	2,75 / 3	2,26	Taux de la facilité de dépôt				€/€	1,221	1,137	1,07	1,1 / 1,2
						0	0	2,5	3,5					
France (OAT)	-0,34	0,2	3,12	3,25 / 3,5	2,78	Ester Capitalisé								
						-0,47	-0,49	0,00	3,25					
Royaume Uni	0,2	0,97	3,67	3,35	3,26	0,1	0,1	3,50	4,25	€/£	0,8937	0,8413	0,860	0,880
Japon	0,03	0,07	0,42	0,50	0,62	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	\$/¥	103,3	115,08	131,12	124 / 136

Les données correspondent à la fin de l'année (31/12)

P : prévision Hugau Gestion

F : taux forward à 6 mois

Source : Hugau Gestion.

II. LES FACTEURS DEFAVORABLES AUX ACTIFS FINANCIERS AU PREMIER SEMESTRE 2023

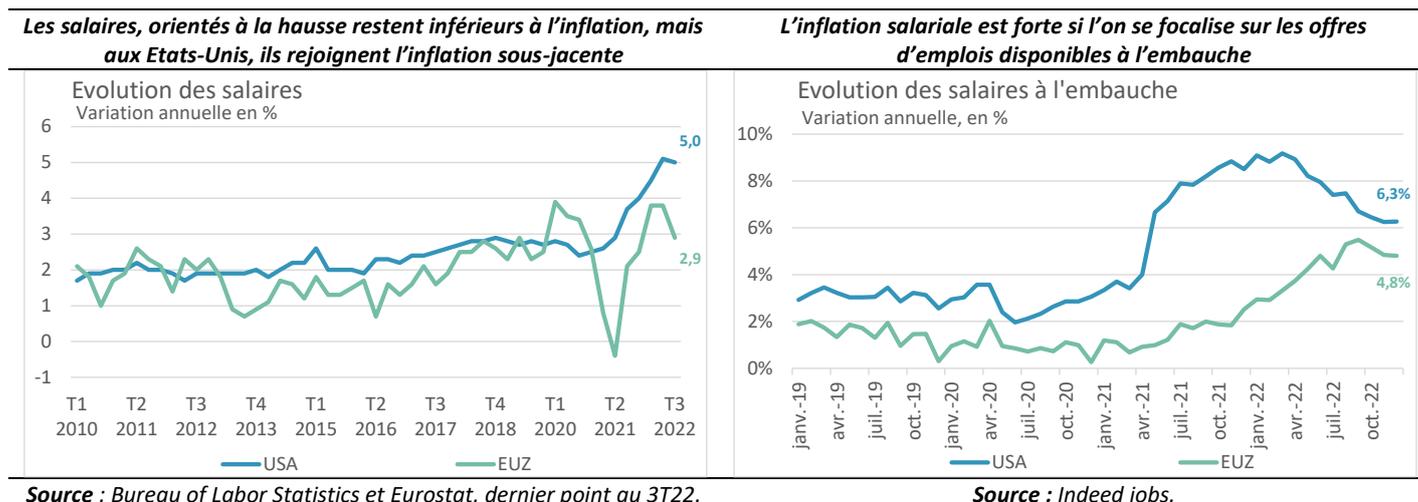
Mais il ne faudrait pas perdre de vue les grandes incertitudes évoquées en préambule de notre stratégie d'investissement qui interfèrent sur le scénario idéal décrit ci-dessus.

II.1. Le retour à l'objectif d'inflation de 2% du FED et de la BCE s'avère plus tardif et difficile que prévu.

L'inflation semble avoir atteint son pic aux Etats-Unis et même en Zone Euro en ce début 2023. Les enquêtes indiquant le ralentissement de la hausse des prix se sont multipliées au cours des derniers mois de 2022. Mais il faut garder à l'esprit que baisse de l'inflation ne veut pas forcément dire retour rapide garanti à 2%. En effet, de nombreux éléments laissent à penser que la réalisation de cet objectif risque d'être lent et semé d'obstacles.

Tout d'abord, la probabilité de l'enclenchement d'une boucle salaires-prix ne peut pas être entièrement exclue.

Graphiques 12 et 13



Ensuite, le retour de l'économie chinoise sur le devant de la scène internationale en 2023 pourrait attiser l'inflation des prix des matières premières énergétiques et minérales. En effet, l'empire du milieu qui a abandonné sa stratégie du Zéro-Covid précipitamment en décembre voit déjà ses indicateurs de mobilité repartir à la hausse (notamment dans le cadre du nouvel an lunaire). De plus, le retour sur les mesures de *deleveraging* du secteur de la promotion immobilière pourrait bien revigorer la demande de métaux, en particulier le cuivre dont le prix est orienté à la hausse depuis début 2023 (+11% sur un mois en janvier).

II.2. Baisse des profits des entreprises, érodés par le repli du taux de marge et le fléchissement de la demande.

Au 4T22, la progression bénéficiaire des entreprises a déjà beaucoup fléchi mais il est vrai par rapport à des niveaux records atteints en 2021 et 2022 suite au rattrapage post Covid.

Ainsi au 4T22, les résultats des entreprises américaines qui constituent l'indice SP500 reculent de 2,4% et de 7% hors secteur énergie (cf. graphique 14 page 11). En Europe leur taux de progression est passé de 33,1% au 3T22 à 7,3% au 4T22. Aux USA, le point de bascule est atteint car la remontée des coûts ne peut plus totalement être répercutée dans le prix de vente sauf à prendre le risque de faire baisser la demande. Par exemple, Procter and Gamble (marques de grande consommation comme Gillette, Pampers, Ariel, etc.) a annoncé au 4T22 une baisse de 1% de son chiffre d'affaires en glissement sur un an à 20,8mds\$ car les hausses de prix ne suffisent plus à compenser la baisse des volumes (- 6%/4T21), les consommateurs recherchant des produits moins chers.

La hausse du taux de marge, moteur puissant de la hausse des bénéfices de 2021 et 2022 s'inverse en 2023. Dans ce contexte, seules des innovations significatives peuvent justifier une hausse des prix de vente. A ces effets prix, vient se greffer l'impact des devises. L'appréciation du dollar contre toutes devises en 2022 a constitué un handicap pour les multinationales américaines. Par exemple, chez Caterpillar, au 4T22, l'effet change a amputé le bénéfice net ajusté par action de 41 cents à 3,86\$. Le consensus du marché était de 4,02\$. A l'inverse, son concurrent japonais Kubota a profité de la forte dépréciation du yen. En 2023, ces effets devises devraient s'inverser suite au fléchissement du billet vert et à la remontée de l'Euro et un peu du Yen.

Le tableau 3 (page 11) montre qu'en 2023 selon les données compilées par Bloomberg, les profits sont en bascule avec notamment une forte contraction de ceux du Nasdaq (- 6,6%). Les entreprises technologiques ont d'ailleurs commencé à licencier dès le 4T22 pour réduire leurs coûts (énormes embauches en 2020) et répondre au tassement de la demande (PC, portables, etc.). A signaler toutefois, que ces anticipations bénéficiaires cachent un creux au 1^{er} semestre 2023 suivi d'un redémarrage dès le second semestre 2023 en ligne avec le redressement attendu de la croissance économique.

La question centrale est donc de savoir, compte tenu de la baisse des PE intervenue en 2022, quelle proportion de la baisse des résultats est déjà « pricée » dans les cours boursiers après leur baisse de 2022.

Manifestement pour certains investisseurs qui ne croient pas à l'occurrence d'une récession en 2023 mais au scénario gagnant du « softlanding » du FED, au vue de la hausse violente des bourses réalisée en janvier 2023, ils ont décidé dès le mois de janvier 2023 que c'était déjà dans les cours notamment dans ceux des secteurs « survendus » en 2022 comme la technologie, la consommation intermédiaire, l'automobile et de nombreuses valeurs cycliques.

Néanmoins, la forte remontée des taux longs ainsi que des primes de risque actuellement peu généreuses (cf. graphiques 16 et 17 page 13) constituent des facteurs de rechute possible surtout après le fort rattrapage de janvier 2023.

En conséquence, notre approche 2023 est de re-sensibiliser les portefeuilles après toute correction boursière significative, tout en privilégiant la zone Euro moins chère que les actions US dont le return en € en 2023 devrait être pénalisé par le fléchissement du dollar. En effet, les USA ne sont pas loin d'avoir effectué leur remontée des Fed Funds (encore 50pbs max) tandis que la BCE est en retard. Le Japon aidé par la réouverture de la Chine et un lent redressement du Yen devrait également en profiter (cf. tableau 5 de l'allocation d'actifs page 15).

La remontée des taux d'intérêt vient challenger le « dividend yield » des actions

Le tableau 3 (page 11) montre notamment que le rendement net des actions des bourses américaines, le SP500 (1,6%), le Dow Jones (2%) et surtout le Nasdaq (0,9%) est désormais nettement inférieur aux taux d'intérêt (Fed Funds au 2 février 4,50/4,75%, taux des Treasury 2 ans et 10 ans de respectivement 4,35% et 3,55% le 3 février 2023). En ce début février ce n'est pas encore le cas en Zone Euro mais on y sera d'ici juin 2023. Toutefois en Zone Euro, les dividendes distribués en 2023 seront calculés à partir des comptes 2022 très favorables notamment pour les pétrolières. Le creux des versements sera pour 2024. Le dividend yield est donc un des facteurs qui nous fait préférer la zone Euro dans notre allocation géographique 2023 contrairement à 2022 (cf. tableau 5 page 15).

Tableau 3

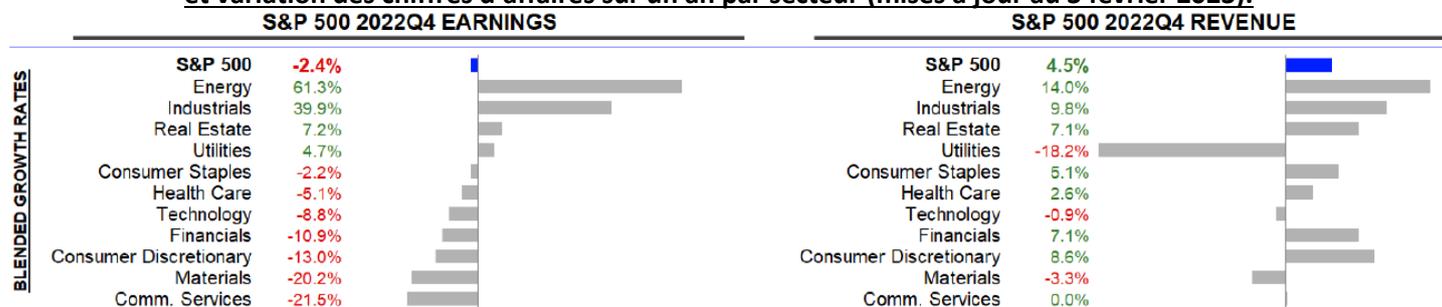
Prévisions bénéficiaires 2023 et autres ratios financiers.

Principaux ratios financiers 2023 (mise à jour au 31/01/2023)									
	Croissance Bénéficiaire Δ en %			PE			Rentabilité des Fonds Propres	Rendement Net	Price / Book
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2023	2023	2023
STOXX600	+54,02	+33,05	+1,20	17,4x	12,3x	12,8x	12,5%	3,3%	1,8x
CAC40	+77,72	+55,94	-1,40	17,3x	10,7x	12,3x	14%	3,2%	1,6x
SP500	+44,29	+16,87	-1,89	22,4x	17,9x	18,2x	21,5%	1,6%	3,6x
Dow Jones	+51,86	+6,17	+0,63	19,5x	17,5x	17,8x	26,5%	2%	4,1x
Nasdaq	+39,52	+11,29	-6,63	29,1x	22,6x	23,1x	24,6%	0,9%	5,5x
Nikkei225	+43,49	+18,54	+1,54	18,6x	15,1x	14,9x	10%	2,2%	1,6x

Source : Calculs Hugau Gestion se basant sur les données Bloomberg.

Graphique 14

Bénéfices des entreprises du SP500 au 4T2022 ventilés par secteur et variation des chiffres d'affaires sur un an par secteur (mises à jour au 3 février 2023).

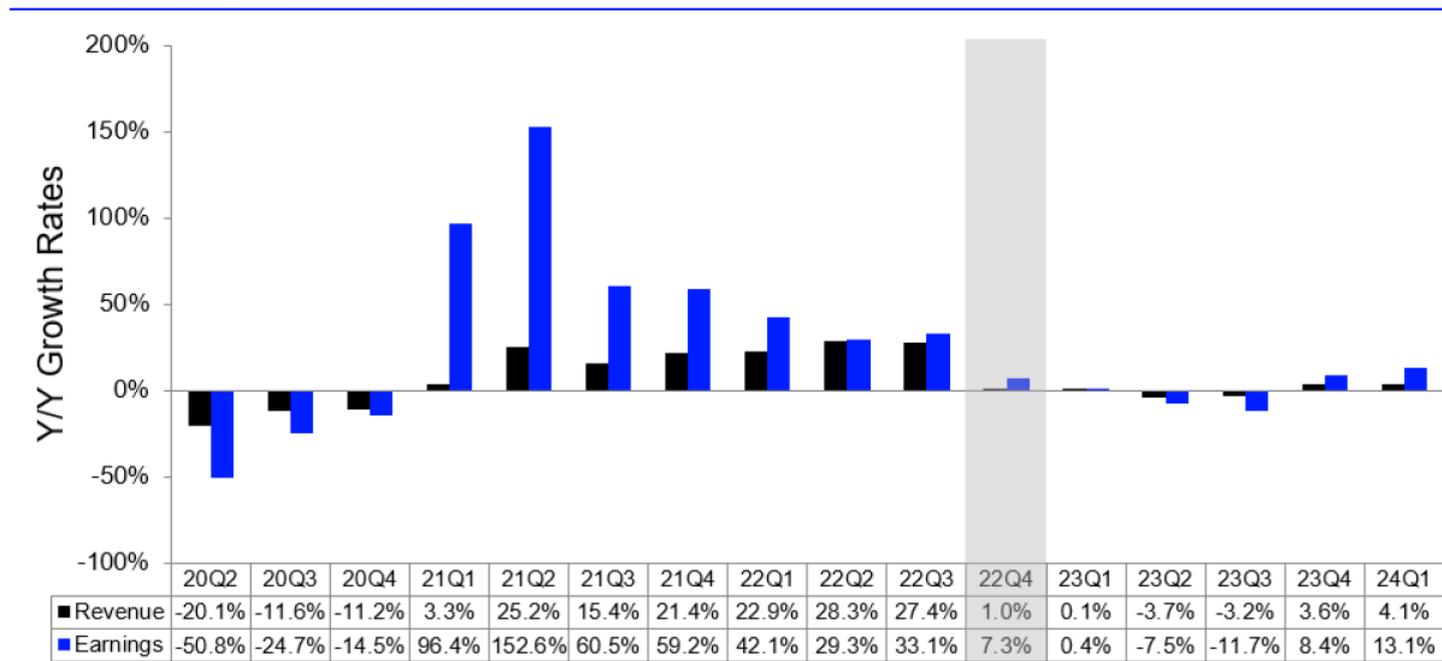


Source : Refinitiv

Graphique 15

Variations trimestrielles des bénéfices et des chiffres d'affaires des entreprises européennes du Stoxx600 sur la période 2020 / 1T24.

Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



Source : Refinitiv

Tableau 4

**Evolution par secteurs des bénéfiques et des PE du Stoxx600.
Principales valeurs européennes retenues par Hugau Gestion.**

	2023	PE 2023	Valeurs
	BNA (1)		
	calculé au 31/01/2023		
Stoxx600	1,2% ▼	12,8 x ▲	
Banques	22,0% ▲	7,7 x ▲	BNP Paribas, Société Générale, Santander
Assurance	16,4% ▲	10,1 x ▼	Axa, Allianz
Pétrole & Gaz	-11,0% ▼	6,1 x ▲	Total, Royal Dutch Shell, ENI
Technologie	8,6% ▲	23,5 x ▲	Cap Gemini, ST Micro, ASML
Construction	2,8% ▼	15,2 x ▲	Vinci, Eiffage, ST Gobain
Industrie	-4,4% ▼	17,6 x ▲	Safran, Schneider Electric, Airbus, Thalès
Distribution	4,2% ▲	16,2 x ▲	Carrefour
Alimentation & Boisson	3,7% ▲	19,6 x ▲	Pernod Ricard, Nestlé
Tourisme & Loisirs	56,5% ▲	19,0 x ▼	Accor, Aéroport de Paris
Santé	4,7% ▲	16,6 x ▼	Novartis, Roche, Merck AG
Chimie	-13,6% ▼	17,1 x ▲	Air Liquide, Linde
Biens de consommation	3,8% ▲	18,2 x ▲	LVMH, L'Oréal, Hermès
Automobile	-3,8% ▼	6,1 x ▲	Daimler
Produits de base	-36,7% ▼	9,8 x ▲	-
Télécom	1,3% ▲	12,6 x ▲	Deutsche Telekom
Services aux collectivités	11,8% ▲	13,0 x ▼	Véolia
Médias	9,6% ▲	16,9 x ▼	Publicis
Services Financiers	18,1% ▲	11,9 x ▼	Klepierre

(1) Bénéfice net par action ; taux de croissance 2023/2022

▲ ▼ : variations au 31 janvier 2023 par rapport au 28 octobre 2022

Source : BNA et PE sectoriels Bloomberg et valeurs Hugau Gestion.

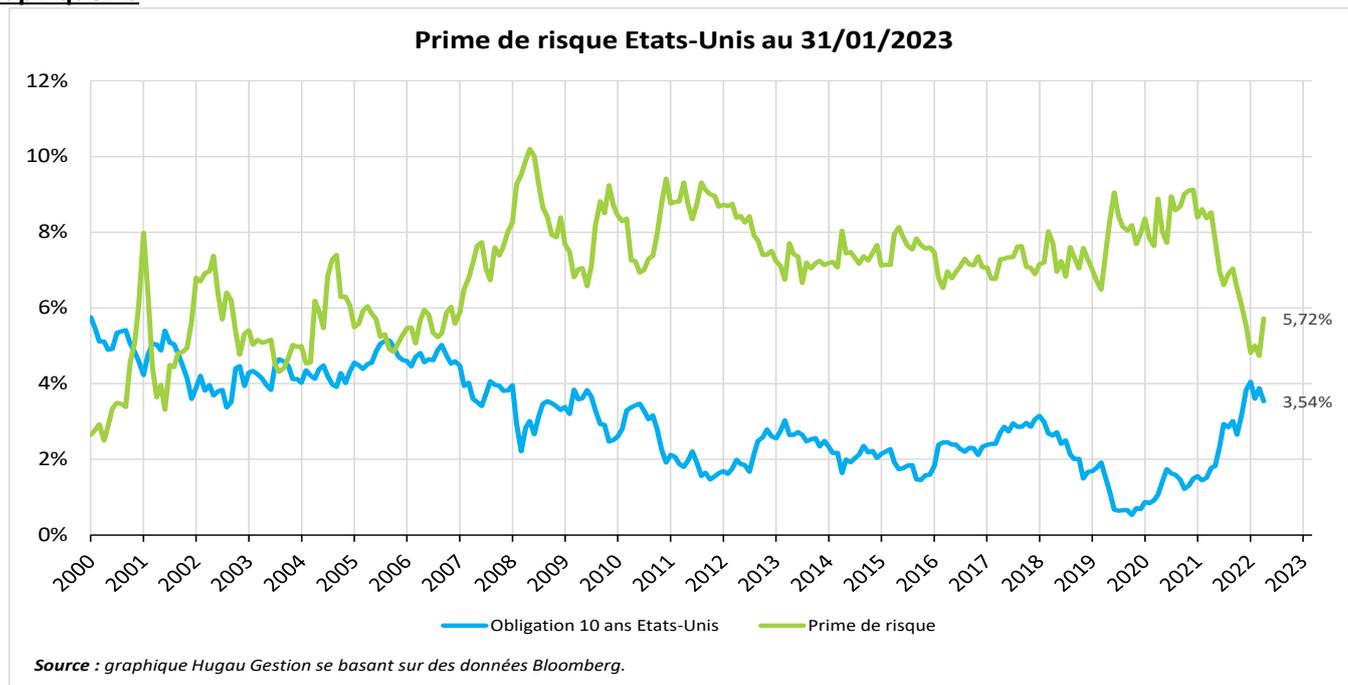
II.3. Nouveau choc géopolitique.

Le risque géopolitique ne fait peut-être plus les grands titres de la presse au quotidien, mais il n'a pas disparu bien au contraire. La guerre fait toujours rage au cœur de l'Europe et la livraison d'armes s'intensifie en faveur de l'armée Ukrainienne à mesure que les « lignes rouges » de début du conflit sont franchies (la livraison d'armes dites offensives ne fait à présent plus débat – canons César, chars Léopard ou Abrams, etc.). Au-delà du risque de pénurie de gaz en Europe qui ne se reposera qu'à l'hiver prochain, sur le court-terme, une extension du conflit reste une possibilité (géographique, cyber, etc.) et pourrait bien créer de nouvelles turbulences de marché tout en chamboulant le scénario conjoncturel prédominant.

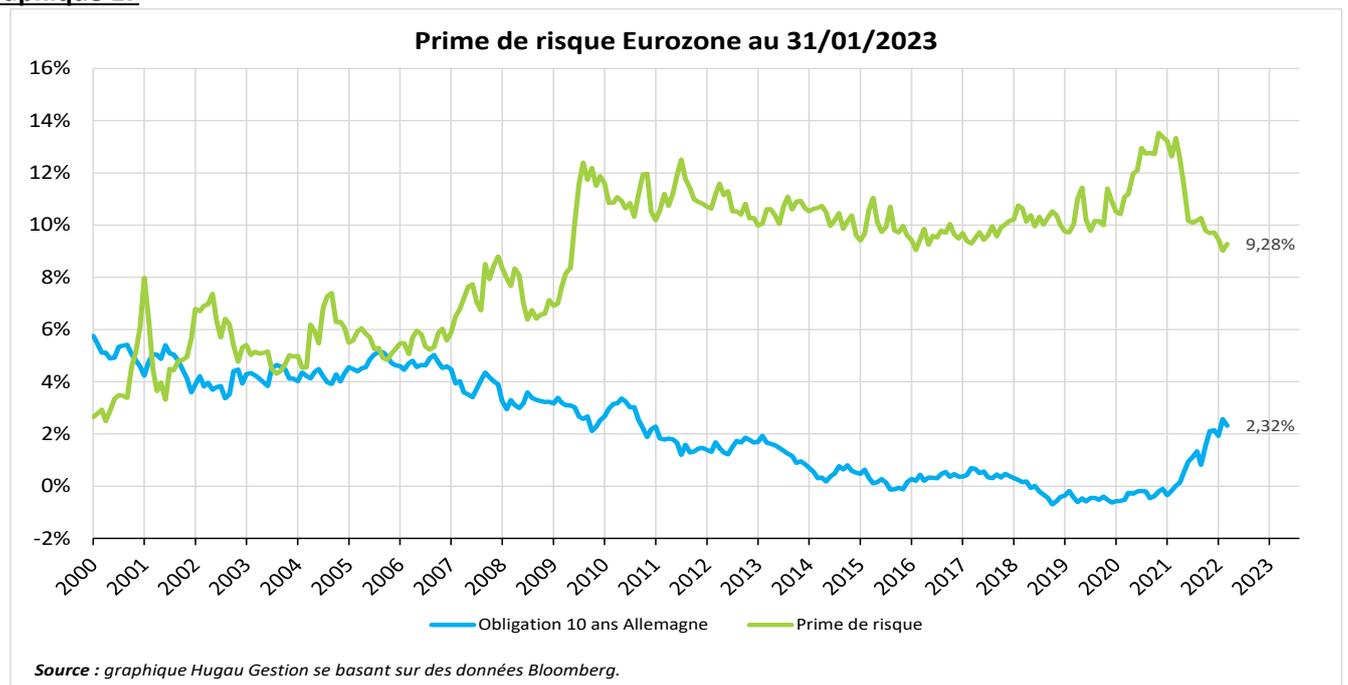
II.4. Moindre attractivité relative des actions par rapport aux obligations.

En 2022, les taux sont redevenus positifs après plusieurs années de taux zéro voire négatifs. A présent, les obligations retrouvent leur attractivité perdue surtout que les primes de risque sur les marchés d'actions restent modestes (cf. graphiques page 13). Dans l'immédiat, cette attractivité retrouvée contribue à maintenir les taux longs à des niveaux relativement bas. Mais le risque est celui d'une remontée très progressive de ces taux longs dans le scénario alternatif à mesure de la persistance de l'inflation au-delà de l'objectif des banques centrales ou encore de la disparition des surliquidités.

Graphique 16



Graphique 17



II.5. Les risques divers restent toujours multiples. Les principaux risques identifiables sont :

→ Economique

- Stagflation.

→ Financier

- Résilience des fonds de pensions investis sur du Private Equity dans un contexte de détérioration de la conjoncture et de fin des surliquidités.
- Faillite d'un acteur systémique du fait des turbulences de marché (problématique des appels de marge sur le marché des matières premières).
- Crise de la dette (Pays émergents, Zone Euro, Japon, etc.).

→ Géopolitique

- **Aggravation et/ou extension de la guerre en Ukraine.**
- Tensions au Moyen-Orient et risques sur l'approvisionnement en pétrole, Iran-Israël, Irak, Arabie Saoudite- Yémen, Syrie, Libye, Turquie.
- Tensions géopolitiques et commerciales autres : Royaume-Uni, Europe post BREXIT ; Chine, Taïwan, Etats-Unis ; Chine, Inde ; Corée du Nord.

→ Climatique/Terrestre Phénomènes extrêmes, exemples récents en Turquie, Australie, Italie, Inde, Japon, etc.

→ Technologique Cyber-attaque de grande ampleur qui paralyse un secteur.

→ Sanitaire Apparition de nouveaux variants de la Covid-19 avec risques de nouvelles vagues épidémiques. Nouvelles pandémies (variole du singe, etc.).

B. CONCLUSION : 2023, UNE ANNEE PIVOT

En 2022, les banquiers centraux ont abandonné les taux d'intérêt négatifs et proches de zéro pour vaincre l'inflation. Le monde de la finance a basculé ainsi d'une longue période de recherche acharnée du rendement à la faveur d'actifs de plus en plus risqués à une nouvelle ère marquée par le retour des produits de taux moins risqués mais tout de même rémunérateurs sur le devant de la scène.

2023 sera une année pivot :

- **Dans un premier scénario favorable, aucun choc supplémentaire ne viendrait perturber la conjoncture et le début de reflux des prix fin 2022 se confirmerait au cours du premier semestre.** Au global, même si les taux courts se maintenaient à leurs niveaux terminaux jusqu' à la fin de l'année, il n'y aurait pas de récession et les banquiers centraux auront réussi leur atterrissage en douceur.

- **Dans un scénario alternatif probable aussi, de nouveaux chocs (économiques et/ou géopolitiques) viendraient compliquer la donne. Plusieurs conséquences néfastes pourraient en découler, notamment la poursuite du resserrement, la mise en marche d'un nouveau cycle de resserrement ou encore la stagflation.**

Depuis 2020, nous avons collectivement appris que les scénarios alternatifs et les risques extrêmes n'étaient pas forcément improbables et que la rationalité ne dominait plus forcément la prise de décision politique. **L'énumération des risques possibles en ce début d'année 2023 nous conduit donc à maintenir notre approche prudente** c'est-à-dire :

- sur les produits de taux, être exposé sur des échéances relativement courtes, et adopter une stratégie opportuniste sur les échéances plus longues en privilégiant les titres liquides d'entreprises bénéficiant d'avantages compétitifs clairs avec une position dominante sur leurs marchés ;

- sur les marchés d'actions, privilégier les secteurs porteurs de ce début d'année lorsque cela est possible (défense, transition énergétique, en particulier).

Pour un portefeuille diversifié à horizon moyen terme, nous conseillerions une allocation d'actifs « core » de 35% actions et 65% obligations.

Tableau 5

Tableau synthétique des différents déterminants de la décision d'investissement appréciés en dynamique pour un gestionnaire en Euro à horizon Juin 2023.

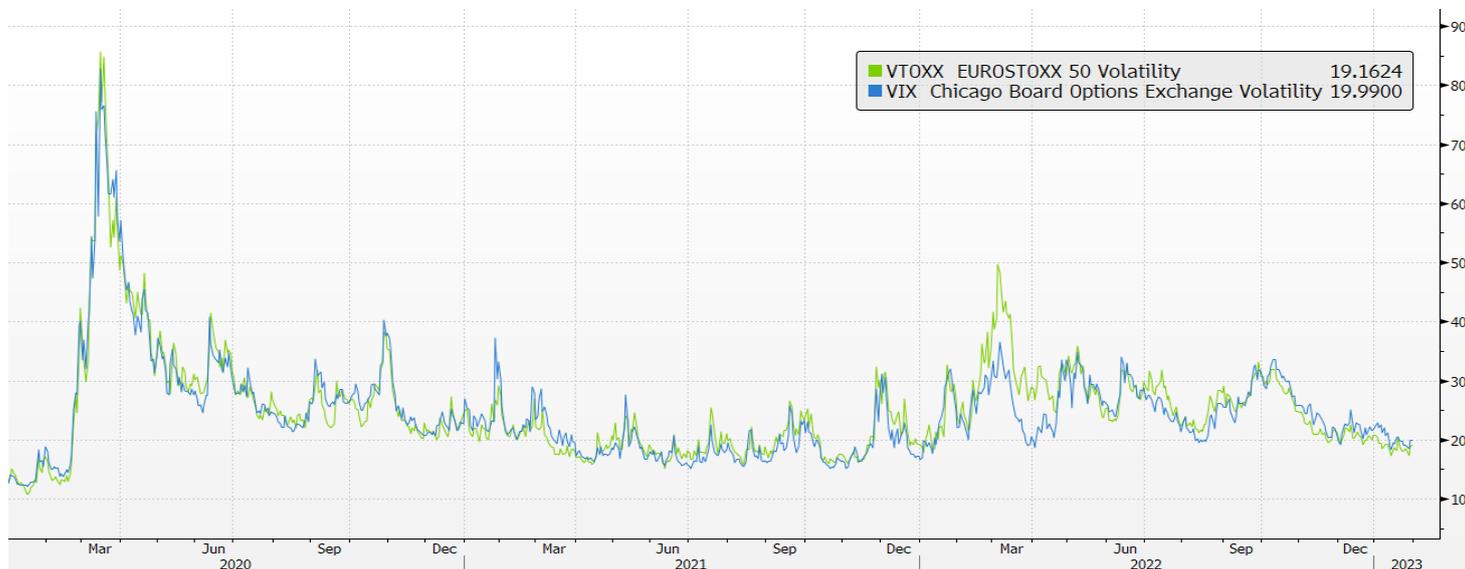
	Croissance PIB	Bénéfices	Politique monétaire	Taux court	Taux long	Politique Budgétaire	Environnement politique	Risque Devise	Conclusion
Etats-Unis	0/+	-	-	-	-	-	0/-	-	Sous-Pondérer
Zone Euro	0/+	+	-	-	-	+	-	NS	Pondérer
dont France	0/+	+	-	-	-	+	0/-	NS	Pondérer
Emergents	0/+	0/+	-	-	-	=	-	-	Sous-Pondérer
dont Chine	0/+	0/+	+	+	+	+	- (1)	=	Sous-Pondérer (1)
Japon	0/+	0/+	0/-	0/-	0/-	+	0/-	=	Pondérer

Légende : 0 : neutre ; - : négatif ; + : positif ; ++ : très positif ; NS : Non Significatif = stable

(1) La Chine est sous-pondérée en raison du risque géopolitique malgré des facteurs économiques de reprise

Source : Hugau Gestion.

Graphique 18



Source : Bloomberg.

Critères ESG : Dans la mise en œuvre de sa stratégie d'investissement, Hugau Gestion intègre les critères ESG conformément à sa politique définie en la matière. L'objectif est de conduire une politique de gestion plus responsable selon une stratégie Best In universe visant à maintenir une Note ESG globale (calculée à partir de la base Vigéo) qui doit être supérieure ou égale à 50/100 avec une limitation maximale de l'empreinte carbone de chaque portefeuille à 5 000 000 Tonnes CO2 équivalent pour les fonds actions. En ce qui concerne les fonds monétaires et obligataires, un seuil de 10 000 milliers de Tonnes CO2 a été fixé à court terme et 6 500 milliers Tonnes CO2 à horizon moyen terme (2025-2030).

Notre politique ESG est disponible sur notre site internet à l'adresse suivante :

https://www.hugau-gestion.com/files/upload/file/40-Politique_ESG_et_Bilan_Carbone_Hugau_Gestion.pdf

Tableau 6

PERFORMANCES DES FONDS

OPC HUGAU GESTION

PERFORMANCES CUMULEES

Au 31 Janvier 2023

		depuis				
		YTD 2023	1 an	3 ans	5 ans	Création
<u>Hugau Moneterme I</u>	FR0013267663	+0,184%	+0,16%	-0,10%	-0,34%	+15,17%
<i>FCP Monétaire (VNAV) crée le 25/01/07</i>						
Indice de référence		+0,169%	+0,20%	-0,79%	-1,56%	+7,99%
<u>Hugau Obli 1-3 I</u>	FR0010613521	+1,44%	-1,64%	-0,52%	-1,02%	+38,89%
<i>Obligations & Autres titres de créances en € crée le 30/05/08</i>						
Indice de référence		+0,38%	-4,28%	-5,25%	-4,83%	+15,66%
<u>Hugau Obli 3-5 C</u>	FR0010731513	+1,57%	-2,07%	-0,69%	-1,46%	+44,60%
<i>Obligations & Autres titres de créances en € crée le 03/04/09</i>						
Indice de référence		+0,99%	-8,45%	-9,58%	-6,79%	+18,98%
<u>Hugau Patrimoine</u>	FR0010027862	+1,51%	-3,51%	+7,01%	+6,01%	+39,96%
<i>SICAV Mixte crée le 16/12/03</i>						
Indice de référence		+1,64%	-3,38%	+0,17%	+2,71%	+43,51%
<u>Hugau Rendement Responsable C</u>	FR0010401075	+8,59%	-2,97%	+22,14%	+23,85%	+31,54%
<i>Actions des pays de la Communauté européenne crée le 22/12/06</i>						
Stoxx Europe ESG Leaders 50 (dividendes nets réinvestis)		+7,92%	+3,47%	+27,99%	+43,9%	+43,44%
<u>Hugau Actions Monde</u>	FR0011653773	+2,11%	+0,65%	+36,13%	+50,77%	+116,56%
<i>Actions Internationales crée le 31/01/2014</i>						
MSCI World (dividendes nets réinvestis)		+5,22%	-4,47%	+27,05%	+57,14%	+154,58%

Source : Hugau Gestion.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les informations contenues dans ce document, bien qu'issues de sources fiables, ne constituent en aucune façon un conseil d'investissement, aussi leur consultation est effectuée sous votre entière responsabilité. La responsabilité d'Hugau Gestion ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Ce document ne peut être reproduit tout ou partie, sans autorisation préalable d'Hugau Gestion.

Graphique 19

Structure et espérances de gain théorique pour 2023 d'un portefeuille (*) selon le profil de risque choisi (actualisées au 31 Janvier 2023)		
Portefeuille prudent	<p>Détails du diagramme circulaire pour le portefeuille prudent : - Hugau Obli 3-5 : 50% (vert) - Hugau Obli 1-3 : 20% (bleu) - Hugau Moneterme : 30% (rouge)</p>	Espérance de gain en € (*) 3,95%
Portefeuille équilibré	<p>Détails du diagramme circulaire pour le portefeuille équilibré : - Actions : 50% (rouge) - Hugau Patrimoine : 50% (orange)</p>	Espérance de gain en € (*) 4,50%
Portefeuille dynamique	<p>Détails du diagramme circulaire pour le portefeuille dynamique : - Actions : 60% (rouge) - Hugau Patrimoine : 30% (orange)</p>	Espérance de gain en € (*) 4,80%
(*) calculs réalisés à partir des perspectives annualisées 2023 suivantes : Performance actions retenue +4,3% Performance Hugau Patrimoine retenue +4,3% Performance Hugau Obli 3/5 retenue +4,5% Performance Hugau Obli 1/3 retenue +4% Performance Hugau Moneterme retenue 3%		

Source : Hugau Gestion.



Email : info@hugau-gestion.com

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE | AGRÈMENT AMF N° GP06 000008 DU 27 JUIN 2006

60, rue Saint-Lazare 75009 PARIS France Tél. 01 78 09 83 20 Fax 01 78 09 83 30
SAS au capital de 1 143 750 euros RCS Paris 490 485 422 TVA intra-communautaire FR 34 490 485 422

www.hugau-gestion.com

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les informations contenues dans ce document, bien qu'issues de sources fiables, ne constituent en aucune façon un conseil d'investissement, aussi leur consultation est effectuée sous votre entière responsabilité. La responsabilité d'Hugau Gestion ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Ce document ne peut être reproduit tout ou partie, sans autorisation préalable d'Hugau Gestion. Toute souscription dans un OPC ne peut être effectuée qu'après lecture de la documentation légale, DICI, prospectus, règlement ou statut, et la rubrique <profil de risque et de rendement> disponible sur le site internet d'Hugau Gestion ou auprès de la société de gestion.