

LE POINT DE VUE DU GERANT

JUILLET 2023

Chers investisseurs,

Alors que l'effet des hausses de taux continue de se propager dans l'économie réelle et perturbe la visibilité sur les marchés, le vieil adage « sell in May and go away » serait-il de nouveau de sortie ?

Historiquement lié au calendrier de l'aristocratie britannique plus qu'à la théorie financière, il a jusque-là été assez pertinent. Dans sa version intégrale, le « sell in May and go away, come back again on Leger day », soit de mai à octobre, était intimement lié à la vie sociale des grands investisseurs privés. Du cricket à Lord's au Royal Ascot en juin, en passant par la régata de Henley début juillet et les chasses à la gélinotte du mois d'août, le programme était chargé au point de laisser les portefeuilles en friche pour revenir après la course hippique St Leger Stakes (... le premier samedi de septembre) !

Le mois de juillet commence et force est de constater que pour le moment les grands indices tiennent bien. Pourtant la saison des profit warnings de juin a commencé tôt et s'annonce chargée, ce qui pourrait donner raison à la tradition.

Dans un mouvement assez logique et de bonne gestion, la fin de la période Covid avait été marquée par un gonflement volontaire par les entreprises de leurs stocks de matières premières et de fournitures pour faire face aux pénuries. Cela s'était vu de manière assez évidente dans un gonflement généralisé des besoins en fonds de roulement des entreprises et de leurs stocks. Ces politiques prudentes se retournent maintenant contre leurs auteurs dans un contexte de retournement de la conjoncture lié à la hausse des taux. Les stocks de prudence sont devenus des excédents plus longs à écouler alors que les économies ralentissent.

Ces phénomènes sont en partie temporaires mais ils peuvent faire assez mal et parfois repousser encore la normalisation des stocks des entreprises. En témoignent les avertissements récents de belles sociétés comme Sartorius, Lanxess ou encore Interroll.

Malgré cela, et alors que la saison de publication des résultats du premier semestre n'a pas encore commencé, si l'on regarde les grands indices de la cote, le vieil adage n'a pas vraiment fonctionné. La volatilité s'est écroulée début juin (le VIX est à 13.6 à fin juin, un niveau inconnu depuis début 2020) et les performances des indices phares est excellente depuis le début de l'année, Nasdaq +31.7%, S&P500 +15.9%, Eurostoxx +14.8%, SBF250 +15.5%. La copie est presque parfaite !

Presque parfaite seulement, car elle cache des disparités de performances énormes. Les dix premières large-caps technologiques du S&P500 (qui affichent une hausse moyenne de 80% depuis le début de l'année) expliquent 80% de la performance de l'indice. Sans ces valeurs la hausse de l'indice serait réduite à quelques petits points de pourcentage. Si en Europe la situation est moins marquée, sauf peut-être sur la France où la hausse de cinq large-caps (les valeurs du secteur du Luxe notamment) génère près de 60% de la performance du SBF250, globalement les large-caps assurent le spectacle.

Les petites valeurs restent donc encore à la traîne, toujours fortement affectées par les anticipations de politiques monétaire et des données macroéconomiques mitigées. Elles affichent des performances nettement plus basses que les large-caps, les indices MSCI EMU Micro-Cap et CAC small sont en hausses de respectivement +3.4% et +2.6% à fin juin. La décote de valorisation ne fait que s'accroître depuis le début de l'année pour atteindre presque 13% !

Difficile de prévoir l'avenir à partir de là, pourtant si nous ne faisons pas d'allocation ni de market timing, il faut bien constater que sur les petites valeurs les investisseurs sont partis jouer au cricket dès le début de l'année !

S'il faut racheter avant Halloween lorsque l'on part en mai, si l'on part en janvier il faut racheter en juillet... nous y sommes !

Gérant
Tanguy de KERVILER

