

Paris, le 8 avril 2024

**Too big to fail.**

- **Les banques centrales mènent toujours la danse, leur pragmatisme rassure**
  - A ce stade, malgré une croissance plus solide, la Fed maintient son intention de baisser les taux
  - En zone euro, la croissance anémique pourrait justifier une action rapide
  - L'Eurostoxx 50 progresse de 12,4% ce trimestre
- **L'accroissement généralisé de l'endettement est un risque aujourd'hui ignoré**
  - La croissance américaine doit beaucoup au maintien d'un déficit budgétaire massif
  - Selon une étude récente de l'OCDE, l'accroissement de l'endettement mondial se poursuit
  - L'évolution de l'offre et de la demande d'obligations est un facteur de hausse des taux longs
- **L'euphorie sélective de ces derniers trimestres n'a pas fait nos affaires**
  - Malgré la hausse des taux longs, quelques géants tirent toujours les indices
  - La sous-performance des valeurs moyennes et décotées perdure
  - Si nous ne doutons pas d'un réajustement futur, son timing reste incertain

Cher Investisseur,

Alors que les banques centrales semblent en passe de gagner leur combat contre l'inflation, les indices boursiers ont poursuivi leur progression ce trimestre. A ce stade, la croissance américaine plus forte qu'anticipé et le chômage toujours très bas n'incitent pas la Fed à infléchir son discours. Elle anticipe toujours plusieurs baisses de taux en 2024. En Europe, la croissance anémique pourrait justifier une baisse imminente des taux directeurs de la BCE. L'optimisme ambiant tient donc à l'action rassurante des banquiers centraux, mais aussi à la conjonction d'une croissance plus soutenue qu'anticipé, en particulier aux Etats-Unis, d'une inflation contenue et d'une dynamique positive des résultats des entreprises dont le profil futur devrait bénéficier des gains de productivité associés à l'intelligence artificielle.

La locomotive américaine est toujours dynamique, tirée par un nombre très limité de valeurs technologiques. Après avoir gagné respectivement +24% et +43% en 2023, le S&P 500 et le Nasdaq progressent encore de près de 10% sur les 3 premiers mois de 2024. L'Europe s'inscrit dans une tendance similaire. L'Eurostoxx 50 progresse de 12,4% et l'indice CAC 40 de 8,8%. Deux valeurs du luxe (LVMH et Hermès) contribuent pour un quart à cette progression de l'indice parisien.

Comme l'économie mondiale dans son ensemble, la locomotive américaine carbure à l'endettement et aux déficits publics. Alors que des taux sont plus élevés et que les « Quantitative Tightening » des banques centrales ne gonflent plus artificiellement la demande d'obligations, le recours toujours croissant à l'endettement est un facteur de risque aujourd'hui ignoré. Plus d'offre d'obligations de moindre qualité et moins de demande pourraient se traduire par la poursuite de la hausse des taux longs indépendante de la baisse des taux courts toujours attendue en 2024.

Malgré la hausse des taux longs, quelques géants boursiers tirent toujours les indices. Du coup, la sous-performance des valeurs moyennes et décotées perdure. Cette euphorie sélective ne fait pas nos affaires. Si nous ne doutons pas d'un réajustement à venir, son timing reste incertain.

*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 mènent toujours la danse***

Ce trimestre, l'indice PCE d'inflation (le plus suivi par la Fed) a poursuivi son déclin pour atteindre 2,5% (dernier chiffre connu). La Banque Centrale américaine a donc régulièrement confirmé que la désinflation en cours pouvait toujours justifier trois baisses de taux en 2024. A ce stade, ni les bons résultats des entreprises, ni la croissance plus soutenue qu'anticipé ou le chômage toujours au plus bas (3,9%) ne l'ont incité à infléchir son discours. Dans une zone euro confrontée à une croissance plus anémique qu'attendu, en particulier en Allemagne, et à une décélération confirmée de l'inflation (2,6% hors éléments volatils), une baisse des taux dès le printemps prochain fait partie des hypothèses toujours plus vraisemblables. Le gouverneur de la Banque de France, a même récemment suggéré qu'elle pourrait intervenir dès avril.

Dans la continuité du trimestre dernier, les indices ont poursuivi leur progression. La hausse des taux longs n'a pas entamé le moral des investisseurs. Après avoir gagné respectivement +24% et +43% en 2023, le S&P 500 et le Nasdaq progressent encore de près de 10% sur les 3 premiers mois de 2024. La révolution de l'intelligence artificielle et les perspectives de gains de productivité qu'elle autorise est une nouvelle source d'optimisme. Elle dope les valeurs technologiques, notamment les « Fab Four » (Nvidia, Meta, Microsoft, Amazon) qui contribuent à elle seules à près de la moitié de la progression trimestrielle de l'indice S&P 500. L'Europe s'inscrit dans une tendance similaire. L'Eurostoxx 50 progresse de 12,4% et l'indice CAC 40 de 8,8%. Deux valeurs du luxe (LVMH et Hermès) contribuent pour un quart à cette progression.

L'optimisme ambiant tient donc à l'action rassurante des banquiers centraux, mais aussi à la conjonction d'une croissance plus soutenue qu'anticipé, en particulier aux Etats-Unis, d'une inflation contenue et d'une dynamique positive des résultats des entreprises dont les perspectives pourraient bénéficier des gains de productivité générés par une adoption rapide de l'intelligence artificielle dans de nombreux secteurs de l'économie.

### ***Leur pragmatisme rassure***

Si les banques centrales sont en passe de gagner leur combat contre l'inflation, elles ont aussi prouvé leur capacité à gérer avec efficacité les multiples crises qu'elles ont affrontées depuis quelques temps. Elles ont su imaginer et mettre en œuvre rapidement des solutions pour gérer les risques associés à la hausse des taux qu'elles ont eu à décider.

Ainsi à l'été 2022, la BCE a inventé un bouclier anti-fragmentation afin de prévenir le risque d'une nouvelle crise de la dette souveraine en zone euro. Il y a un an, la Fed et la banque centrale suisse ont su éviter un stress de liquidité généralisé provoqué par une fuite brutale de déposants s'inquiétant de la santé financière de certains établissements financiers (des banques moyennes, notamment la SBV aux USA, Crédit Suisse en Europe). Pour éviter la contagion, la Fed est intervenue en urgence, garantissant les dépôts des clients, fournissant les liquidités nécessaires, organisant le sauvetage des établissements pris dans la tourmente. La banque centrale suisse a imposé les conditions dans lesquelles UBS a repris le Crédit Suisse fragilisé par des investissements hasardeux et des faiblesses de son contrôle interne.

*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.*

Cette capacité à éteindre les incendies potentiels rassure. Aujourd'hui, chacun se sent toujours à l'abri sous la protection bienveillante des banquiers centraux sans trop se soucier de la hausse massive de l'endettement qu'elles ont favorisée.

### ***Le soutien budgétaire massif des Etats, en particulier aux USA est aussi déterminant***

Force est de constater qu'aux Etats-Unis, la bonne surprise concernant la croissance doit beaucoup au soutien de l'Etat. L'administration Biden continue de soutenir l'économie au prix d'un déficit budgétaire massif. Il dépasse 6% sur le dernier exercice fiscal et est attendu à plus de 8% au cours de l'année électorale qui s'ouvre. Les déficits publics s'accumulent toujours malgré le renchérissement des coûts de financement. Même Jerome Powell s'en inquiète publiquement et tire la sonnette d'alarme qualifiant cette dérive d'insoutenable.

En zone euro, le tableau est légèrement différent. La croissance est moins solide et les déficits publics sont dans l'ensemble moins élevés. L'Allemagne accumule les difficultés (dépendance à l'égard du gaz russe et du marché chinois, exposition majeure à des secteurs en plein bouleversement tel l'automobile, démographie en berne...), ce qui pèse sur la dynamique économique de la zone. Un soutien budgétaire contrôlé (2,8% de déficit public en 2023 contre 3,2% en 2022) explique aussi l'écart de croissance. Avec le retour de la règle des 3% début 2024, le risque d'une accumulation généralisée de dettes publiques est plus limité de ce côté de l'Atlantique. Par contre, malgré l'existence théorique d'un bouclier anti-fragmentation, les disparités structurelles de trajectoire budgétaire et de taux d'endettement des membres de la zone euro (90% en moyenne mais 142% en Italie, 111% en France, 64% en Allemagne) restent des sujets majeurs de préoccupation pour l'instant ignorés.

### ***L'accroissement généralisé de l'endettement est un facteur de risque aujourd'hui ignoré***

Dans une étude de mars dernier, l'OCDE calcule que la dette publique cumulée de ses membres est passée de 24 à 54 trillions \$ entre 2008 et 2023. Malgré la hausse des taux, la progression devrait se poursuivre en 2024 (56 trillions \$ attendus). Les Etats-Unis représentent près de la moitié de cette dette, deux fois plus qu'en 2008, et l'essentiel de la progression attendue. De son côté, l'encours mondial de dettes obligataires des entreprises est passé de 21 trillions \$ (2008) à 34 trillions \$ (2023). Dans le même temps, la part des émissions de mauvaise qualité a augmenté ainsi que la taille unitaire de ces émissions. De nombreuses entreprises mal notées ayant pu profiter de la baisse des taux pour lever des fonds, cette croissance de l'encours s'est accompagnée d'une dégradation générale de la qualité de signature. Ainsi, la part des entreprises mal notées ou en catégorie spéculative est deux fois plus importante qu'il y a 15 ans. Elles représentent aujourd'hui la majorité de l'encours d'obligations des entreprises non financières (53% notées BBB, juste au-dessus de la catégorie spéculative qui, elle-même, représente 10% de l'encours total). Selon cette étude, les risques pris par les investisseurs ont aussi augmenté du fait de la hausse de l'endettement moyen par émetteur.

Alors qu'à partir de 2022, les banques centrales ont brutalement relevé les taux directeurs, le coût pour une grande partie des émetteurs n'augmente que progressivement au rythme des refinancements. Selon l'OCDE, ils représenteront près de 40% du volume total de l'encours (public et privé) dans les 3 ans à venir. Pour les Etats toujours aussi dépensiers et les entreprises les plus fragiles, l'effet de levier pourrait se transformer en effet massue. Les économies avancées ou émergentes ayant des dettes sur PIB élevées et les entreprises à faible notation sont les plus à risque. Face à l'ampleur du risque, on peut anticiper que toute sortie de route est exclue. La stabilité d'un système financier « too big to fail » justifiera toute action des banques centrales, dont la seule limite est la sauvegarde de leur crédibilité. Reste que, l'accroissement sans précédent de l'endettement de l'ensemble des

*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.*

agents économiques provoque une augmentation de l'offre d'obligations sur les marchés alors même que la demande n'est plus gonflée artificiellement par les achats des principales banques centrales. Plus d'offre de moindre qualité et moins de demande pourraient se traduire par une hausse des taux longs indépendante de la baisse des taux courts toujours attendue en 2024.

## ***L'euphorie sélective n'a pas fait pas nos affaires ces derniers trimestres***

Une fois de plus ce trimestre, les performances des indices ont été tirées par un nombre limité de très grosses capitalisations. Elles aimantent toujours les investisseurs peu disposés à sortir des sentiers battus. Le phénomène est renforcé par la montée en puissance de la gestion passive dont le seul critère d'investissement est le poids d'une valeur dans un indice.

Aux Etats-Unis, malgré la baisse de 30% de Tesla et de 11% d'Apple les « Sept Magnifiques » représentent toujours un tiers de l'indice S&P 500. Les quatre plus dynamiques d'entre-elles, les « Fab Four » ont généré près de la moitié des gains du S&P 500 ce trimestre. En France, LVMH et Hermès contribuent pour un quart des 8,8% de progression de l'indice CAC 40 ce trimestre. Les indices de petites capitalisations, notamment le « CAC Small » d'Euronext, continuent, eux, de faire du surplace.

Concentrer ses investissements sur les très grosses valeurs du luxe et de la technologie eut donc été la stratégie gagnante ces derniers trimestres, et ce, malgré la hausse des taux longs qui aurait théoriquement dû pénaliser ces titres dont l'évaluation dépend de modèles d'actualisation de cash-flows sensibles au paramètre taux. Cette concentration de la performance des marchés sur un nombre très limité de très grosses valeurs ne fait pas nos affaires. Il a pour corollaire un désintérêt persistant pour la plupart des autres sociétés. Le désintérêt que suscite notre vivier de valeurs moyennes ou décotées continue de pénaliser nos performances. La prophétie est autoréalisatrice. Le désintérêt pèse sur la performance et entretient le désintérêt donc la sous-performance. La liquidité étant limitée, les mauvaises surprises sont lourdement sanctionnées. Pire, les sociétés ayant des besoins de financement pour poursuivre le développement d'innovations prometteuses ne trouvent plus les capitaux nécessaires. Leur survie étant en jeu, les cours s'effondrent. C'est particulièrement le cas aujourd'hui dans le secteur de la santé.

Force est de constater que le retour du « stock-picking » anticipé ces derniers trimestres ne s'est toujours pas produit. Du coup, les performances des fonds spécialisés sur les valeurs moyennes ou décotées, notamment le nôtre, sont toujours décevantes. L'écart d'évaluation entre les quelques grands groupes mobilisant l'intérêt et le reste du marché ne cessant de croître, nous ne doutons pas que, comme dans le passé, un réajustement se produira. Le timing reste incertain. La faiblesse des performances récentes de Kering, Tesla ou Apple pourraient être un signe précurseur de ce réajustement.

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 28 mars 2024	Volatilité 3 ans	Performances							
		T1 2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Plan Main Libre PEA *	nc	-2%	+2%	-9,4%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	nc	nc	+8,3%	-11,1%	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%
Classement (base 100)	nc	nc	nc	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 28 mars 2024	Valeurs	Evolutions							
		T1 2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
<b>Europe</b>									
Eurostoxx 50 (Europe)	5 083,42	12,4%	19,2%	-11,9%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%
Rémunération exigée en Europe*				+1,48	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07
CAC 40 (France)	8 205,81	8,8%	16,5%	-9,5%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%
<b>Etats-Unis</b>									
S&P 500 (USA)	5 243,77	9,9%	24,2%	-19,4%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%
Nasdaq Composite	16 396,83	9,2%	43,4%	-33,1%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%
<b>Asie</b>									
Hang Seng (Hong Kong)	16 541,42	-3,0%	-13,8%	-15,5%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%
Nikkei (Japon)	40 369,44	20,6%	28,2%	-9,4%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%
<b>Emergents</b>									
Brésil (Bovespa Index)	128 106,00	-4,5%	22,3%	4,7%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%
Russie (RTS Index)	1 135,73	4,8%	11,6%	-39,2%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%
Inde (Sensex)	73 651,35	2,0%	18,7%	4,4%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%
Chine (SSE Composite)	3 041,30	2,2%	-3,7%	-15,1%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%
<b>Taux 10 ans</b>									
France (OAT)	2,80	0,24	-0,54	+2,91	+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11
Allemagne (Bund)	2,29	0,26	-0,54	+2,75	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22
Italie	3,67	-0,04	-0,99	+3,54	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19
Espagne	3,15	0,16	-0,66	+3,08	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20
Grèce	3,65	0,57	-1,49	+3,28	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91
USA (US Notes)	4,19	0,33	-0,01	+2,37	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04
Japon	0,73	0,12	+0,21	+0,34	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01
<b>Autres</b>									
Parité €/§	1,0792	-2,2%	3,10%	-5,9%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%
Pétrole (BRENT §)	86,96	12,9%	-10,4%	8,8%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%
Or (Once §)	2 266,15	9,4%	13,2%	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.