

LA LETTRE MENSUELLE DES MARCHÉS

Mars 2023 – Coup de tabac

Le 3 avril 2023

Tout change tout le temps : c'est ça le problème. On avait tellement bien démarré l'année 2023 à la Bourse que l'on ne pouvait donc que se demander de temps à autres quel grain de sable allait inévitablement dérégler (un peu, mais pas trop) la belle mécanique de la hausse. Et, comme souvent, ce quelque chose est sorti du néant ou presque, sans prévenir et loin de tous ces raisonnements d'une logique implacable que concoctent les stratégestes et autres commentateurs de marchés qui ont la lourde tâche de faire des prévisions parce qu'il faut bien en faire. Bref : on a eu affaire à un de ces fameux "cygnes noirs", puisque c'est comme cela que les fins connaisseurs des marchés appellent ces événements totalement imprévisibles. Ou pour être plus précis, que personne ne voit venir, ce qui revient à peu près au même de toutes façons.

Ce qui fait que, si les grands marchés d'actions et leurs grands indices ne se sont pas trop mal tenus sur le mois de mars tout entier, soit +0,7% pour le **Cac 40**, +1,7% pour le **Dax allemand**, et respectivement +1,9% et +3,5% respectivement pour les **Dow Jones** et **S&P 500** américains, et s'ils sont donc toujours largement dans le vert depuis le premier janvier, cela n'a pas été sans secousses parfois violentes. Notamment pour notre indice parisien, qui avait pris de l'avance en début de mois mais a connu ensuite une journée à -2,9% et une autre à -3,5%, pour se reprendre après, soit une performance très légèrement positive seulement in fine sur la période.

Le cygne noir de cette fois-ci aura été la panique soudaine : la fuite des dépôts des clients, d'une banque tout à fait prospère a priori, à savoir la très californienne **Silicon Valley Bank**, alias SVB. Panique d'autant plus soudaine que tout le monde est connecté en permanence sur les nouvelles et les rumeurs, et que chacun peut à présent vider son compte bancaire à partir de son smartphone. Mais un peu compréhensible aussi parce que SVB avait perdu tout d'un coup une partie de sa solvabilité. Pour avoir, comme toute banque sérieuse, placé une partie de ses réserves de sécurité dans des actifs théoriquement très peu risqués : des obligations émises par le Trésor américain, lesquelles ont néanmoins perdu de la valeur sur les marchés, puisque les taux d'intérêts sont remontés bien brutalement, il faut le dire, en 2022. Ce qu'il a bien fallu constater dans les comptes, et a inquiété les déposants, qui sont partis en courant.

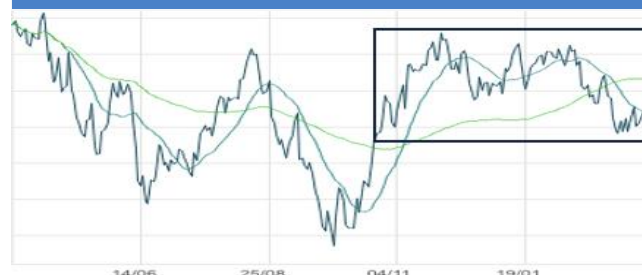
Inutile de dire que ce "bank run" a fait des vagues, tant aux USA, même si les autorités ont réagi très rapidement pour éteindre l'incendie et semblent bien y être arrivées, qu'en Europe où, un malheur n'arrivant jamais seul, une grande banque bien connue : le **Crédit Suisse**, a aussi été l'objet d'une belle panique bancaire. Et, quasiment en faillite, a été racheté in extremis par son éternel rival UBS. Pour une bouchée de pain, cela va sans dire, ce qui a incontestablement jeté un froid. Le tout altérant sérieusement l'humeur des investisseurs, qui ont eu tendance à alléger fortement les actions du **secteur bancaire** dans les portefeuilles, ainsi que des titres "**value**" de sociétés plus exposées que la moyenne à un ralentissement économique, lequel paraît toujours plus probable quand le système bancaire donne des signes de stress. Sur le marché parisien, ce sont donc les titres Société Générale, BNP-Paribas, et Crédit Agricole, ainsi que Saint-Gobain, Renault, ou encore Alstom, qui ont le plus souffert, corrigeant de -8, -10% et plus et annulant ainsi les belles progressions de janvier-février.

Et les mêmes investisseurs se sont reportés assez vigoureusement aussi sur les valeurs dites "**de croissance**" de sociétés très rentables, mais aussi souvent très chères en Bourse, voire des valeurs de super croissance comme les valeurs **High Tech**, ce dernier secteur ayant été le plus en hausse sur le mois des deux côtés de l'Atlantique. Ce que l'on constate avec des progressions de +8, +10% et plus pour Sanofi, L'Oréal, Hermès International, Danone, Engie, et STMicroelectronics notamment, qui ont bien mené la danse en mars sur un marché plutôt fractal, c'est le moins que l'on puisse dire. Le net retour au calme en fin de mois, les interventions des uns et des autres pour juguler une éventuelle nouvelle crise bancaire ayant semble-t-il produit les effets espérés, et l'impression que tout ceci n'aura été qu'un coup de tabac boursier (de plus), nous ramène à la préoccupation première des marchés qui est l'**inflation** (et comment s'en débarrasser). D'autant que cette inflation semble prendre plus de temps qu'espéré pour revenir à un niveau normal (qui reste d'ailleurs à définir exactement), à en juger d'après les chiffres américains (6%) ou européens (5,6%) les plus récents qui montrent une inflation en baisse, mais trop lentement au goût de tous, et toujours trop haute en valeur absolue.

INDICE CAC 40 SUR 1 AN



INDICES US sur 1 an : Dow Jones



Alors que, de plus, cette baisse provient avant tout du retour à des niveaux raisonnables des coûts de l'énergie, les prix de l'alimentaire, des produits manufacturés et des services faisant toujours beaucoup de résistance apparemment. Ce qui, comme on peut s'en douter, ne peut qu'inciter les **Banques Centrales**, dont c'est la responsabilité, à continuer à remonter leurs taux d'intervention à court-terme, ce pour refroidir un peu plus l'activité, et alléger par ricochet les tensions sur les prix. Même si la plus grande partie du chemin a vraisemblablement été faite, avec des Fed Funds américains à 4,75% - 5%, après encore +0,25% ce mois-ci, et un taux de base de la BCE remonté quant à lui de +0,50% à 3,50%.

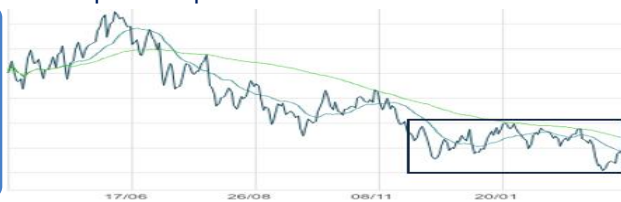
Ceci alors que, par ailleurs, lesdites Banques Centrales ayant ouvert en grand leurs guichets de refinancement face au danger de crise bancaire, et donc à nouveau un peu inondé les marchés de liquidités pléthoriques, une partie de cet argent a manifestement été employé dans des achats d'emprunts d'Etat, ce qui a bien fait reculer les **taux de rendements de référence** à 10 ans, soit -0,20% (-20 points de base, autrement dit) environ pour l'OAT française ou le Bund allemand, et -0,35% (-35 bp, autrement dit) pour la référence absolue qu'est l'US 10 Year Treasury Note.

Nous avons donc à présent dans les deux zones économiques une **configuration de taux d'intérêts à l'envers** en quelque sorte, avec des taux à court-terme plus élevés que les taux à long-terme. Ce qui donne intuitivement l'impression que ces deux économies subissent à présent un vrai coup de frein, comme le veulent vraisemblablement la Fed et la BCE sans trop vouloir le dire.

La question étant éventuellement de savoir si le ralentissement peut dégénérer en **récession**, ou pas. Tout ce que l'on sait, finalement, c'est qu'au moins deux grands indicateurs macro-économiques à considérer souvent : la parité de change **Euro/Dollar US**, et les cours du **pétrole**, se tiennent à peu près sagement, c'est-à-dire à des niveaux : 1,087 dollar US pour 1 euro, et 79\$ pour le baril de Brent, que l'on peut considérer comme normaux, et sans dérèglement sérieux aucun.

Mais on peut par-contre, au niveau microéconomique, se poser sérieusement la question des **marges des entreprises**. Puisque celles-ci n'ont pas baissé, bien au contraire, dans une conjoncture pourtant compliquée en 2022, et sont plutôt élevées historiquement parlant aussi.

Pétrole sur 1 an : Brent



Change : EUR/USD sur 1 an



Ce qui laisse à penser que la plupart des sociétés ont bénéficié d'un vrai **effet d'aubaine** avec l'inflation, et que ceci n'est raisonnablement pas reproductible en 2023.

Après tout, pourquoi pas ? C'est d'ailleurs un peu ce que disent les **prévisions de résultats**, puisque celles-ci sont de plus en plus revues en baisse pour 2023. Avec d'ores et déjà des résultats inférieurs en masse à ceux de 2022 pour au moins deux marchés : le Cac 40 et le Dax. Ce qui a toutefois peut-être déjà été pris en compte, avec des ratios Cours/Bénéfices moyens, qui n'ont rien d'extravagants à respectivement 13,8x et 11,9x. Allez savoir....

INDICES ACTIONS	31/03/2023	Perf mois	Année	Perf 2022	Perf 2021	PER 2024e
Cac 40	7 322,39	+ 0,7%	+ 13,1%	- 9,5%	+ 28,9%	13,8x
Cac Mid & Small	14 211,89	- 3,4%	+ 6,3%	- 13,9%	+ 16,5%	
S&P 500	4 109,31	+ 3,5%	+ 7,0%	- 19,4%	+ 26,9%	18,2x
Dow Jones Ind.	33 274,15	+ 1,9%	+ 0,4%	- 8,8%	+ 18,7%	
Dax*	15 628,84	+ 1,7%	+ 12,2%	- 12,3%	+ 15,8%	11,9x
FTSE 100	7 631,74	- 3,1%	+ 2,4%	+ 0,9%	+ 14,3%	
DJ Stoxx 600	457,84	- 0,7%	+ 7,8%	- 12,9%	+ 22,2%	13,0x
Nikkei 225	28 041,48	+ 2,2%	+ 7,5%	- 9,4%	+ 4,9%	13,3x
Hang Seng	20 400,11	+ 3,1%	+ 3,1%	- 15,5%	- 14,1%	

* Dax 40 : performance dividendes réinvestis

VOLATILITE	Var. mois	Var. YTD
VIX (CBOE Volatility Inde	18,7	- 10%

Niveaux des taux d'intérêts :	31/03/2023	31/12/2022
OAT 10 ans	2,87%	2,99%
US 10 Year Treasury Note	3,58%	3,86%
Bunds 10 ans	2,32%	2,44%
Japon 10 ans	0,20%	0,45%
Euribor 3 mois	3,05%	2,18%
ESTR (ex-Eonia - Euribor Overnight)	2,896%	1,91%
Fed Funds (taux jour le jour US)*	4,83%	4,33%

* objectif depuis le 22 mars 2023 : 4,75%-5%, après 4,50%-4,75% le 1er février, après 4,25%-4,50% depuis le 14/12/2022, après 3,75% - 4% depuis le 2/11/2022, après 3% - 3,25% depuis le 22/09/2022, etc... soit en tout +4,50% sur la fourchette 0,25% - 0,50% du 16 mars 2022

Devises & Matières premières	31/03/2023	Jemier moi:	Var. mois	31/12/2022	Var. YTD
EUR/USD	1,087	1,058	+ 2,7%	1,07	+ 1,6%
Pétrole (\$/baril - Brent)	78,88		- 5,9%		- 8,3%
Or (\$/once - Nymex)	1 969,58		+ 7,8%		+ 8,0%

Avril 2023 — Allocation d'actifs — Promepar AM

Classe d'actifs	Vues	Changement
Actions		
Zone Euro	<input type="range" value="50"/>	↔
Etats-Unis	<input type="range" value="40"/>	↔
Japon	<input type="range" value="10"/>	↔
Marchés émergents	<input type="range" value="10"/>	↔
Autres actifs		
Performance absolue	<input type="range" value="50"/>	↔
Monétaire	<input type="range" value="10"/>	↔
Or & métaux précieux	<input type="range" value="10"/>	↔
Taux Zone Euro		
Financières sub (hors AT1)	<input type="range" value="10"/>	↔
High Yield EUR	<input type="range" value="10"/>	↔
Souverain / Invest. Grade EUR	<input type="range" value="10"/>	↔
Taux reste du monde		
Dette émergente	<input type="range" value="10"/>	↔
High Yield USD	<input type="range" value="10"/>	↔
Souverain / Invest. Grade USD	<input type="range" value="10"/>	↔

👉 Convictions affaiblies ↔ Statu quo 🛑 Convictions renforcées

Jérôme Lieury