

# LA LETTRE MENSUELLE DES MARCHÉS

Septembre 2023 – Tout est dans les taux,  
apparemment

Le 4 octobre 2023

Août n'avait pas été très glorieux pour les marchés d'actions, et septembre a été malheureusement un peu de la même eau, soit un recul de -2,5% sur le mois pour notre grand indice parisien **Cac 40**, qui a même aligné cinq séances consécutives de baisse, ce qui n'a rien d'agréable pour qui est sur le marché tous les jours, -3,5% pour le **Dax** francfortois, -1,7% pour l'indice européen **Stoxx 600**, et plus (ou plutôt moins) encore à New York avec un **Dow Jones** à -3,5% et un **S&P 500** à -4,9%. La meilleure explication pour cette nouvelle manifestation de mauvaise humeur réside vraisemblablement dans la perte brutale d'une illusion (de plus) : les investisseurs espéraient une fin assez rapide des politiques monétaires dures que nous infligeons depuis un an et demi les Banques Centrales, la **Fed** américaine et la **BCE** européenne avant tout, mais cet événement tant attendu semble tout d'un coup reporté à 2024, et non plus pour cette fin d'année.

De fait, M. Powel de la Fed a dans son dernier discours clairement recadré les marchés sur le sujet, l'hydre inflationniste n'étant pas tout à fait terrassée aux USA malgré des progrès certains. C'est aussi le cas en Europe nonobstant la remontée de la facture pétrolière, mais Mme Lagarde de la BCE nous a gratifiés pour sa part d'une nouvelle hausse de ses taux d'intervention, remontés de 0,25% supplémentaire (+25 points de base pour les financiers de haut vol) à 4,50%, ce qui commence à faire beaucoup. Mais il faut ce qu'il faut si l'on veut terrasser la bête infâme et revenir un jour dans un monde de taux d'intérêts normaux. Ce qui n'est pas arrivé depuis bien longtemps, il est vrai.

Voilà pour le contexte général. Inutile de préciser que peu de compartiments de la cote ont pu surnager sur le mois, sinon les valeurs **pétrolières** (cf TotalEnergies), qui ne peuvent que renouer bientôt avec les superprofits puisque les cours du brut ont encore bien monté en septembre (environ +10% pour le Brent, qui a fini à 95\$/baril), les **banques** (BNP-Paribas, Crédit Agricole, Commerzbank et Deutsche Bank), et les **compagnies d'assurance** (Axa, Munich Re, Allianz), qui affichent des valorisations modérées et donnent de bons rendements avec des dividendes a priori bien réguliers, et les opérateurs de **télécoms** (Orange, Deutsche Telekom), un peu pour les mêmes raisons. Sans oublier les **constructeurs automobile** (Stellantis, Renault, Daimler), qui font manifestement de bonnes affaires en ce moment, entre la reprise des volumes en Europe et de bons prix tirés vers le haut par les gammes de véhicules électriques (qui coûtent moins cher à fabriquer que plus est).

Le reste des secteurs se tient assez mal, il faut le dire, avec des valeurs de **consommation** en berne, les ménages comptant de plus en plus leurs sous, et achetant un peu moins en volume pour compenser une inflation encore très perceptible sur les étiquettes, et des valeurs traditionnellement **cycliques** (industrielles, chimiques etc...) sanctionnées quasi mécaniquement puisqu'une reprise conjoncturelle allègrement boostée par un relâchement monétaire n'est manifestement plus d'actualité. Pour couronner le tout, un petit massacre boursier a laminé les **"utilities"**, ces compagnies d'eau, d'électricité et de gestion de déchets qui font toujours un peu de croissance sur le long-terme, ce qui est bien, mais n'hésitent pas à s'endetter lourdement, puisque leurs revenus offrent une belle visibilité, ce qui est devenu tout d'un coup assez mal vu, et pour cause : les **taux d'intérêts à long-terme**, à dix ans et plus, sont remontés assez brutalement en septembre, et le coût des dettes qui financent lesdites utilities à l'avenant.

Il s'est de fait passé quelque chose sur le marché des emprunts émis par les gouvernements (les "govies" en latin de cuisine financier), emprunts les moins risqués (en principe) et dont les taux dits "souverains" servent de référence pour les taux d'intérêts pratiqués par les banques pour financer leurs clients et, partant, l'économie : le rendement de l'emprunt-roi (pour ne pas dire impérial), à savoir le fameux **US 10 Year Treasury Note** américain, est passé grosso modo de 4,10% à 4,60% en septembre, soit une augmentation de +0,50% (ou 50 points de base pour les amateurs éclairés), ce qui est beaucoup là aussi. Un mouvement que l'on peut expliquer éventuellement par i) des ventes massives d'investisseurs saoudiens et chinois (quand les cours des obligations baissent, leurs rendements augmentent) pour des considérations qui nous dépassent, ii) des arbitrages en faveur des emprunts à court-terme toujours bien rémunérés, iii) le fait que la Fed ne soutient plus les cours, ses grands programmes d'achat (QE et autres) étant terminés. Notre BCE ayant aussi cessé ses programmes d'achats d'emprunts d'état européens, les cours desdits

## INDICE CAC 40 SUR 1 AN

Au 29/09/2023



## INDICES US sur 1 an : Dow Jones



emprunts, notamment l'OAT française et le Bund allemand ont suivi le même chemin, et leurs taux de rendements aussi, en conséquence.

Ce qui n'est pas tout à fait anodin : les **taux d'intérêt réels**, les taux d'intérêts nominaux défalqués du taux d'inflation et donc le vrai coût de l'argent pour un emprunteur (et le vrai rendement pour un prêteur) sont redevenus nettement positifs aux USA, de l'ordre de 2%, et redeviennent peu à peu positifs en Europe, où les taux à long-terme sont encore un peu bas et l'inflation encore un peu forte.

Soit un début de **normalisation**, pour revenir in fine à un monde (idéal) avec une inflation à 2% (pour les gardiens du temple) ou à 3% (pour les autres) qui ne perturbe plus l'économie, des taux à long terme à 5%, soit des taux réels de 2% et des taux à court-terme de 2% aussi. Une normalisation qui ne sera donc définitivement acquise qu'au moment où les Banques Centrales auront ramené les taux monétaires à des niveaux raisonnables, ce qui arrivera bien un jour.

Et comme tout retour à la normale à partir d'une situation anormale nécessite un temps d'adaptation, ceci inquiète indubitablement les investisseurs en actions, qui raisonnent plus à présent sur les craintes potentielles et la possibilité d'une mauvaise nouvelle sur une valeur, et ont tendance à surréagir et vendre brutalement au moindre soupçon. Cela rend par ricochet les investisseurs en **obligations d'entreprises** plus confiants puisque les entreprises vont plutôt bien dans l'ensemble et font toujours assez peu défaut sur leurs dettes, avec des rendements des titres "corporate" redevenus significatifs.

Il convient toutefois d'être vigilant sur les types d'obligations sélectionnées : les titres obligataires moins bien ou mal notés, dits "High Yield", ont été très recherchés par les investisseurs, et leurs rendements paraissent à présent moins attractifs étant donné leur risque plus élevé.

Bref : l'avenir a changé depuis quelque temps, et est éventuellement devenu un peu plus incertain pour les marchés d'actions. Lesquels ont pour la plupart, à en juger d'après les **graphiques des indices** (CAC 40, Dax, Dow Jones, S&P 500, etc...), du mal à renouer avec une tendance haussière alors que ces mêmes indices sont pour la plupart aussi encore largement dans le vert depuis le début de l'année, il faut le rappeler.

Au 29/09/2023

Tableau de bord des Marchés Financiers - Septembre 2023

Indices Actions : en monnaies locales

INDICES ACTIONS	29/09/2023	Perf mois	Année	Perf 2022	Perf 2021	PER 2024e
Cac 40	7 135,06	- 2,5%	+ 10,2%	- 9,5%	+ 28,9%	12,6x
Cac Mid & Small	13 146,92	- 5,1%	- 1,6%	- 13,9%	+ 16,5%	
S&P 500	4 288,05	- 4,9%	+ 11,7%	- 19,4%	+ 26,9%	17,9x
Dow Jones Ind.	33 507,50	- 3,5%	+ 1,1%	- 8,8%	+ 18,7%	
Dax*	15 386,58	- 3,5%	+ 10,5%	- 12,3%	+ 15,8%	10,7x
FTSE 100	7 608,08	+ 2,3%	+ 2,1%	+ 0,9%	+ 14,3%	
Stoxx 600	450,22	- 1,7%	+ 6,0%	- 12,9%	+ 22,2%	12,2x
Nikkei 225	31 857,62	- 2,3%	+ 22,1%	- 9,4%	+ 4,9%	15,5x
Hang Seng	17 809,66	- 3,1%	- 10,0%	- 15,5%	- 14,1%	

\* Dax 40 : performance dividendes réinvestis

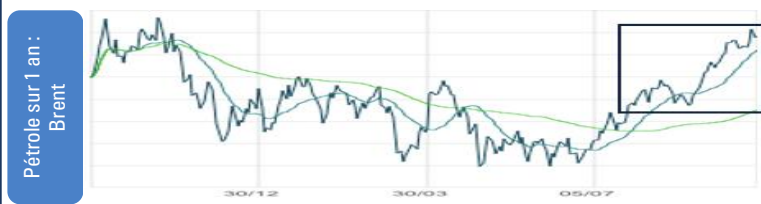
VOLATILITE	Var. mois	Var. YTD
VIX (CBOE Volatility Index)	17,52	+ 29%

Niveaux des taux d'intérêts :

	29/09/2023	31/12/2022
OAT 10 ans	3,49%	2,99%
US 10 Year Treasury Note	4,67%	3,86%
Bunds 10 ans	2,93%	2,44%
Japon 10 ans	0,76%	0,45%
Euribor 3 mois	3,96%	2,18%
ESTR (ex Eonia-Euribor Overnight)	3,91%	1,91%
Fed Funds (taux jour le jour US)*	5,33%	4,33%

\* objectif depuis le 26 juillet : 5,25%-5,50%, après 5%-5,25% le 3 mai 2023, après 4,75%-5% le 22 mars, après 4,50%-4,75% le 1er février, etc... soit en tout +5% sur la fourchette 0,25% - 0,50% du 16 mars 2022

Devises & Matières premières	29/09/2023	Jemier moi:	Var. mois	31/12/2022	Var. YTD
EUR/USD	1,06	1,08	- 2,3%	1,07	- 1,0%
Pétrole (\$/baril - Brent)	95,34		+ 9,8%		+ 10,9%
Or (\$/once - Nymex)	1848,94		- 4,7%		+ 1,4%



Avec, en ce qui concerne les indices européens, des ratios de valorisation Cours/Bénéfices anticipés raisonnables a priori, notamment des **PER** de 12,6x pour le Cac 40 et de 10,7x pour le Dax.

Ceci sur la base de prévisions raisonnables aussi pour cette année, et un peu plus optimistes pour **2024**, année durant laquelle les Banques Centrales ne peuvent qu'abaisser selon nous leurs taux d'intervention, ce qui devrait ramener la bonne humeur générale.

Si tout va bien, bien entendu.

Jérôme Lieury

Octobre 2023 — Allocation d'actifs — Promepar AM

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

👉 Convictions affaiblies

↔ Statu quo

👎 Convictions renforcées