

Retour sur le mois de septembre : une rentrée compliquée !

Septembre marque une nouvelle phase avec des taux souverains au-delà des records récents. En effet, le 10 ans US progresse de +48 pb à 4,57% et les taux européens affichent une hausse de +40 à +60 pb en 1 mois. Les différents messages des banques centrales sont restés très « faucons » avec des discours qui laissent la possibilité à de nouvelles interventions.

Certains chiffres macro-économiques traduisent toujours une tension inflationniste durable avec 1) une activité très soutenue attendue aux US pour le 3^{ème} trimestre (PIB estimé > +4% !), 2) des créations d'emplois trop élevées et 3) un cours du pétrole évoluant au-delà de 90\$.

A contrario, le ralentissement de l'inflation est bien enclenché. Aux US et en eurozone, son rythme ressort à près de +4% vs près de +10% il y a un an. Les indicateurs avancés des prix (PPI, ISM/PMI des prix...) pointent vers une nouvelle décélération qui pourrait conduire le taux d'inflation à +2/+2.5% mi-2024.

Les banques centrales pourraient donc se montrer moins favorables à de nouvelles hausses de taux dans un contexte où l'inflation serait maîtrisée dans les prochains mois.

Il est néanmoins légitime de différencier les US et l'eurozone. Si la croissance est trop forte aux US, elle devrait bientôt être trop faible dans une zone euro impactée plus lourdement par la crise énergétique post-invasion ukrainienne. Cette dichotomie accroît la probabilité d'observer des politiques monétaires différentes et cela explique le renforcement du \$ vs € en septembre (+2,5%).

L'équation se complexifie un peu plus sur les US au regard d'une politique budgétaire complètement à contre cycle. Alors que la Fed essaie depuis 18 mois de limiter la croissance, le gouvernement accroît les déficits (> 6% !) pour soutenir l'économie. Cette situation n'est pas tenable à moyen terme d'autant que la hausse des taux CT conduit à des taux LT dont le niveau est insoutenable pour refinancer une dette publique proche de 120% du PIB.

Performances des principales classes d'actifs

Performances au 29/09/2023	Cours	septembre	3 mois	YTD	12 mois	2022	2021	2020	2019
Taux Souverains									
Taux 10A US	29/9 4,57	+48p	+76p	+69p	+78p	+237p	+59p	-100p	-77p
Taux 10A Allemagne	29/9 2,82	+35p	+41p	+28p	+69p	+272p	+39p	-39p	-43p
Taux 10A France	29/9 3,37	+39p	+42p	+30p	+64p	+287p	+55p	-46p	-59p
Taux 10A Italie	29/9 4,74	+64p	+66p	+11p	+20p	+347p	+63p	-87p	-133p
Taux 10A Espagne	29/9 3,90	+43p	+50p	+29p	+59p	+304p	+53p	-43p	-94p
iBoxx € Eurozone 1-3	29/9 164,6	-0,3%	+0,5%	+1,1%	+0,4%	-4,8%	-0,7%	+0,0%	+0,3%
iBoxx € Eurozone 3-5	29/9 190,8	-1,0%	-0,1%	+0,9%	-0,4%	-10,0%	-1,2%	+1,3%	+1,9%
iBoxx € Eurozone 5-7	29/9 217,0	-1,8%	-1,1%	+0,9%	-0,7%	-14,3%	-1,8%	+2,8%	+4,2%
Taux Corporates									
Taux US BBB+ 7-10 ans	29/9 6,42	+46p	+59p	+52p	+13p	+316p	+65p	-118p	-157p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	29/9 4,76	+30p	+26p	+11p	-9p	+355p	+38p	-51p	-117p
iBoxx € Corporates 1 - 3	29/9 191,3	+0,0%	+1,2%	+2,3%	+2,9%	-5,2%	+0,0%	+0,7%	+1,4%
iBoxx € Corporates 5 - 7	29/9 232,7	-1,1%	+0,1%	+2,8%	+4,3%	-16,0%	-0,8%	+2,9%	+7,7%
lboxx€HY core cum cross 5-10 LC	29/9 108,5	-0,6%	+0,3%	+3,9%	+10,9%	-17,7%	-0,8%	-0,8%	+8,6%
Actions									
Eurostoxx 50 NR	29/9 9 672,9	-2,8%	-4,9%	+12,6%	+29,0%	-9,5%	-3,2%	+28,2%	-12,0%
Eurostoxx NR	29/9 962,7	-3,1%	-4,2%	+10,0%	+23,9%	-12,3%	+0,2%	+26,1%	-12,7%
Eurostoxx	29/9 440,9	-3,2%	-4,4%	+7,5%	+20,9%	-14,4%	-1,6%	+23,0%	-14,8%
Eurostoxx Small NR	29/9 610,6	-3,6%	-1,8%	+5,8%	+18,8%	-15,5%	+8,3%	+26,2%	-13,2%
S&P 500 Index Fixed	29/9 4 288,1	-4,9%	-3,6%	+11,7%	+19,6%	-19,4%	+16,3%	+28,9%	-6,2%
Nasdaq	29/9 1 968,1	-5,8%	-4,0%	+26,9%	+25,8%	+21,9%	+44,5%	+36,2%	-3,2%
Nikkei 225	29/9 31 857,6	-2,3%	-4,0%	+22,1%	+22,8%	-9,4%	+16,0%	+18,2%	-12,1%
China Shanghai SE A	29/9 3 261,1	-0,3%	-2,8%	+0,7%	+2,9%	-15,1%	+13,9%	+22,4%	-24,6%
Bovespa (BR)	29/9 116 565,2	+0,7%	-1,3%	+6,2%	+5,9%	+4,7%	+2,9%	+31,6%	+15,0%
Métaux Précieux									
Gold (NYM \$/ozt)	29/9 1 870,5	-3,7%	-2,2%	+3,1%	+11,9%	+0,4%	-4,3%	+24,6%	+18,4%
Silver (NYM \$/ozt)	29/9 906,8	-6,6%	+0,3%	-15,5%	+4,2%	+11,3%	-10,3%	+10,7%	+22,1%
Matières 1ères									
Crude Oil (NYM \$/bbl)	29/9 90,8	+8,6%	+28,5%	+13,1%	+14,2%	+6,7%	+55,0%	-20,5%	+34,5%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	29/9 95,9	+9,8%	+28,7%	+15,7%	+7,8%	+7,2%	+50,8%	-24,4%	+34,0%
Copper (LME Cash \$)	29/9 8 230,4	-1,5%	+0,2%	-1,9%	+7,6%	-13,5%	+25,1%	+25,9%	+3,2%
Aluminum (LME Cash)	29/9 2 307,5	+6,6%	+10,1%	-2,2%	+5,8%	-15,9%	+41,9%	+9,9%	-3,7%
Iron Ore 62% CN TSI	29/9 120,8	+4,3%	+7,3%	+8,5%	+22,9%	-1,1%	-27,8%	+70,3%	+32,3%
Devises									
EUR - US\$	29/9 1,059	-2,5%	-3,0%	-0,8%	+8,1%	-7,1%	+8,8%	-1,8%	-4,8%
EUR - YEN	29/9 157,99	-0,0%	+0,2%	+12,2%	+11,4%	+3,7%	+2,4%	-2,7%	-7,3%
EUR - CNY	29/9 7,73	-2,3%	-2,4%	+4,2%	+11,3%	-9,4%	+3,0%	-0,4%	+0,4%
EUR - BRL	29/9 5,30	-1,4%	+0,7%	-6,0%	+0,0%	-0,3%	+36,3%	-5,6%	+11,2%
EUR - RUB	29/9 103,33	-0,9%	+5,8%	+32,6%	+72,6%	-5,7%	+30,9%	+1,9%	+14,7%
Performances au 29/09/2023	Cours	septembre	3 mois	YTD	12 mois	2022	2021	2020	2019

Notre analyse Macro / Marchés : difficile de s'adapter à une hausse des taux aussi violente

Les prochaines semaines seront l'occasion pour les entreprises de faire le point sur leurs résultats du 3^{ème} trimestre et sur leurs perspectives des prochains mois. S'il nous semble que le rythme des profits warning s'intensifie, nous constatons toujours que les attentes de résultats restent dynamiques aux US comme en eurozone. Pour le S&P 500 et l'Eurostoxx, les révisions restent haussières ce qui constitue un soutien fort pour les indices.

S'il est trop tôt pour évaluer précisément les conséquences des événements qui viennent de frapper le Moyen-Orient, cela nous rappelle que les conflits géopolitiques sont un facteur de risque et d'incertitude pour les marchés financiers, au-delà des drames humains que cela engendre.

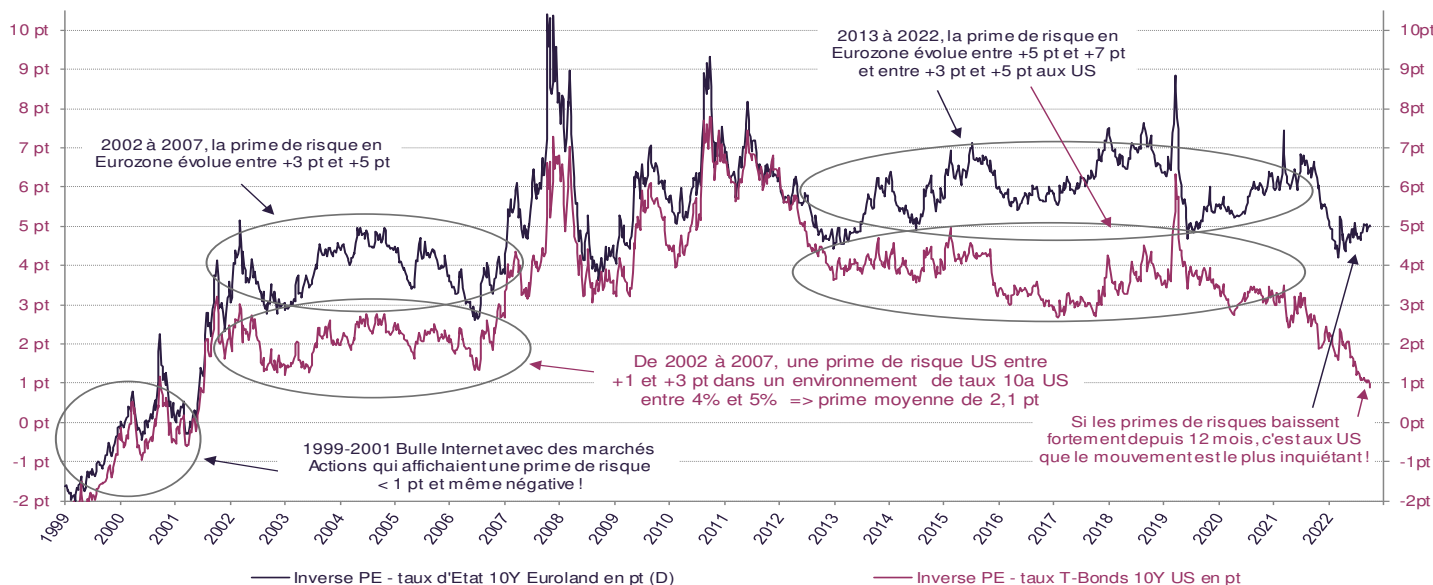
Selon nous, les marchés actions, et le S&P 500 en particulier, ne prennent pas assez en compte la montée des risques et la hausse des taux LT. L'observation du graphique ci-dessous, reprenant l'évolution de la prime de risque (écart de valorisation entre taux souverains à 10 ans sans risque et marché actions via son PE) sur une période de 25 ans, montre qu'elle est trop faible aujourd'hui.

En comparant les taux souverains US à 4,7% au 4 octobre et le PE du S&P à 17,8x qui correspond à une rentabilité de 5,6% (1/17,8x), nous obtenons une prime de risque de +0,9 pt (5,6%-4,7%). Cela signifie que le « risque » actions est rémunéré avec un excédent de rentabilité de +0,9 pt vs +3 à +5 pt entre 2013 et 2022. Même entre 2022 et 2007, cette prime de risque dépassait +1 pt lorsque les taux LT étaient entre 4% et 5%. Par conséquent, la violence de la remontée des taux LT (+1 pt en 12 mois et +3 pt en 18 mois) n'a pas conduit à un ajustement adéquat de la valorisation du S&P 500.

Si nous retrouvons un phénomène comparable sur l'Eurostoxx, le niveau de prime de risque reste élevé avec +5 pt en prenant des taux LT à 3,6% et un PE très faible de 11,6x qui correspond à une rentabilité implicite de 8,6%. Si ce niveau de prime de risque est « rassurant » pour le marché actions européen, rappelons que l'Europe ne reste jamais à l'écart d'une correction du S&P 500 !

Au final, nous maintenons notre préférence pour une allocation sur les obligations malgré l'apparition récente de nouveaux signes de tensions sur les taux.

S&P 500 et Eurostoxx : évolution de la prime de risque calculée par l'écart entre taux 10 ans et inverse du PE



Focus patrimonial : la hausse des taux redistribue les cartes de l'allocation d'actifs

Notre explication sur la manière dont la hausse des taux impacte implicitement la valorisation des marchés actions, nous amène à appliquer le même raisonnement à la plupart des classes d'actifs.

En effet, il était acceptable d'avoir un rendement de 2% en achetant un appartement parisien pour le mettre en location lorsque la rémunération des obligations sans risque était proche de 0% ou que l'emprunt pour financer cet achat était à 1%. Mais quel devrait-être ce rendement dans un environnement de taux à plus de 4% ?

Comme la hausse des taux a été très rapide, la valorisation des différentes classes d'actifs ne s'est pas adaptée instantanément. Il existe une inertie plus ou moins forte qui dépend souvent de la liquidité et des coûts d'accès aux différentes classes d'actifs.

Par conséquent, nous pouvons estimer qu'à l'exception des obligations qui se sont ajustées rapidement, de nombreuses classes d'actifs resteront sous pression si les taux n'amorcent pas un mouvement de baisse dans les prochains mois ou si les investisseurs estiment que les taux resteront élevés pour longtemps.

S'il est donc nécessaire de rester très sélectifs dans les choix liés à l'allocation d'actifs, **la fin d'année est aussi une période importante pour bien identifier les solutions d'optimisation fiscale.**

Notre équipe de gestion privée se tient à votre disposition pour vous présenter les plus adéquates en fonction de votre situation patrimoniale. Vous recevrez dans les prochains jours une note reprenant les diverses solutions qui peuvent être envisagées.

Vos interlocuteurs privilégiés chez **Philippe Hottinguer Gestion** restent à votre disposition pour vous accompagner dans la gestion de vos actifs et dans l'analyse des diverses composantes de votre patrimoine.

Signataire des

