

Revue de marchés mai 2023



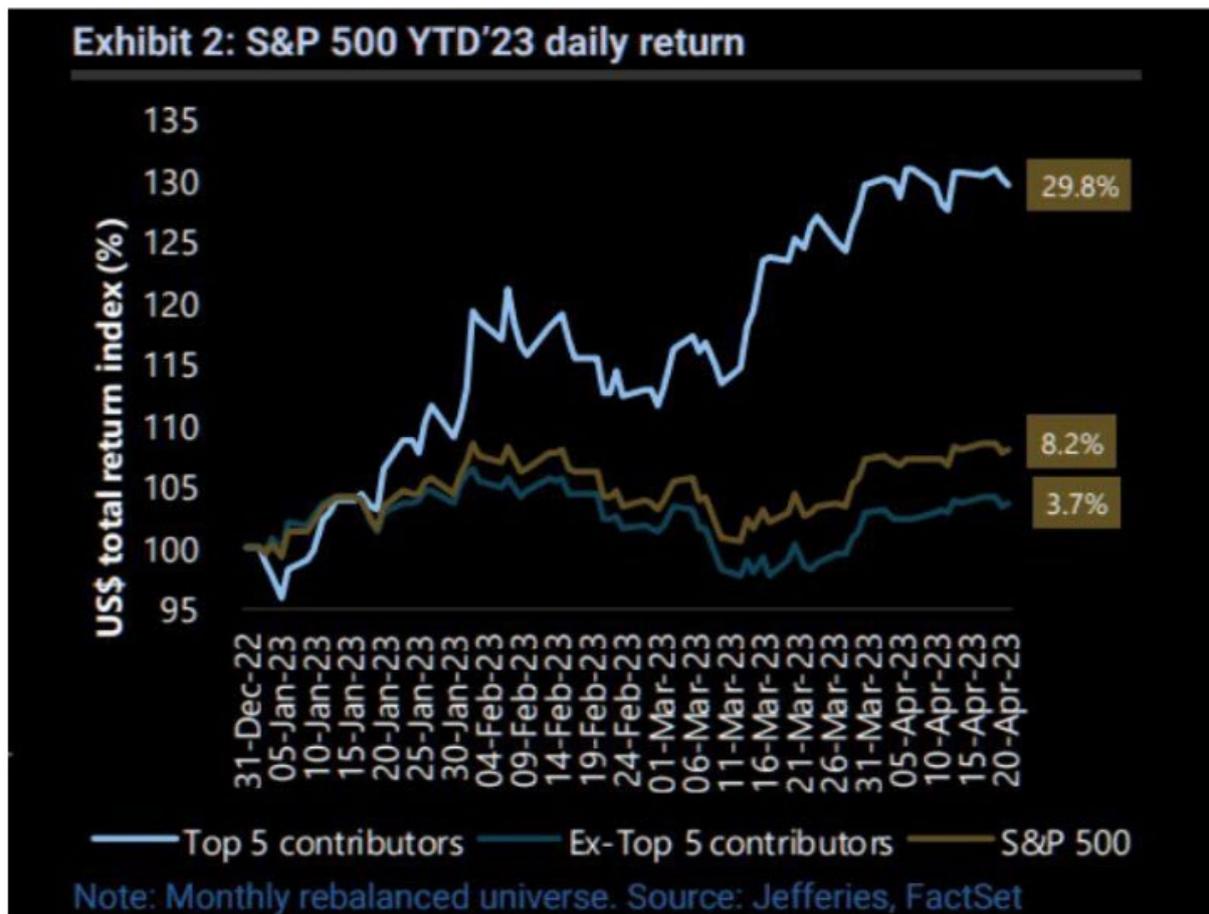
Avec l'espoir d'être en mesure d'identifier dans quel cycle économique se situent les économies mondiales, les investisseurs se sont focalisés sur les statistiques macro en avril. Nous le répétons depuis plusieurs mois, une incertitude (quasi insoutenable) plane sur l'évolution de la croissance mondiale. Suite au cycle de hausse de taux le plus violent de l'histoire qui a débuté au premier semestre en 2022, certains intervenants parient sur un fort ralentissement économique qui devrait mener les économies développées en récession. D'autres estiment que la demande reste assez robuste pour amortir le choc et s'attendent à un atterrissage en douceur (soft landing). Sachant que nous nous situons à la croisée des chemins et que les banques centrales arrivent lentement mais sûrement à la fin de leurs nombreux tours de vis, la difficulté du moment se situe dans l'interprétation des chiffres. En effet, cette dernière peut être totalement différente d'une statistique à l'autre.

1. L'inflation américaine et européenne mesurée par l'indice CPI est en phase de déclin, ce qui réjouit les investisseurs. Par contre, le marché de l'emploi reste tendu, ce qui maintient une pression haussière sur les salaires dans certaines professions comme dans les métiers des services par exemple.
2. Les chiffres de croissance du premier trimestre publiés récemment nous montrent que les économies américaines et européennes ralentissent mais que la demande demeure robuste malgré un pouvoir d'achat en baisse.
3. Les résultats des entreprises du premier trimestre ont bien résisté dans l'ensemble.
4. Le secteur du luxe bat des records, ce qui n'est pas un signe de récession future.
5. Les courbes de taux sont inversées depuis plusieurs mois, ce qui est généralement interprété comme un indicateur avancé de récession.

Bref, vous l'aurez compris, avec tous ces signaux divergents, la lecture de la situation économique est très compliquée en ce moment.



Habituellement les investisseurs détestent l'incertitude et ont tendance à réduire leurs positions lorsque la visibilité n'est pas bonne. Pourtant, dans l'actuel brouillard déboussolant, les marchés ont plutôt bien performé au mois d'avril. Aidé par les grosses capitalisations, la plupart des indices boursiers ont progressé entre 1% et 3% avec une surperformance des indices de valeurs défensives à l'image du SMI (+2.98%) et du Dow Jones Industrials (+2.48%). Mais ces indices précités ne sont pas les meilleurs performeurs depuis le début de l'année. Le Nasdaq, qui a fini quasiment inchangé en avril a rebondi de plus de 20% depuis fin 2022 alors que la plupart des indices européens ont engrangés entre 10% et 15% sur la même période. Le CAC40, qui représente les principales sociétés françaises et qui connaît des mouvements sociaux historiques, s'est même offert le luxe (sans jeu de mot avec LVMH...) de dépasser les hauts de janvier 2022 pour imprimer un plus haut historique à 7581 points. Le DAX allemand n'est pas très loin d'en faire de même. Le temps où certains analystes enterraient les marchés boursiers européens qui, selon leurs dires, subiraient de graves conséquences de la guerre en Ukraine semble bien loin. Il faut tout de même tempérer cet enthousiasme. Il n'y a pas tous les composants des indices qui ont contribué à leur hausse. La société LVMH par exemple représente à elle seule 21% de la hausse du CAC40. Si l'on ajoute L'Oréal et Hermès, deux sociétés du même secteur, ces trois valeurs sont responsables de 40% de la hausse de l'indice français. Même constat, voire plus marquant, sur le S&P500. Apple, Microsoft, Nvidia, Meta (Facebook), Amazon et Alphabet (Google), soit 6 sociétés, ont contribué à 70% de la hausse de l'indice depuis le début de l'année. En résumé, l'environnement économique actuel ne profite pas à toutes les sociétés de la même façon, ce qui n'est pas un bon signal pour la pérennité du rebond initié en octobre 2022 car peu de valeurs participent à la hausse.





Une fois n'est pas coutume, ce fut le calme plat du côté des taux d'intérêts. Autant le rendement allemand à 10 ans (2.31%) que son homologue américain (3.42%) ont clôturé le mois d'avril proche des niveaux de mars. Même constat sur la partie courte de la courbe qui est pourtant plus volatile en ce moment. Après un pic à 4.28%, le rendement à 2 ans en dollar est revenu sur le niveau des 4%. Ce statu quo maintient l'inversion des courbes inchangée. Le différentiel de rendement entre le 10 ans et le 2 ans US s'affiche toujours autour des -60 points de base alors que celui entre le 10 ans et le 3 mois a atteint un plus bas historique à -166 points de base. Après une hausse au mois de mars liée aux déboires de certaines banques commerciales américaines et de Credit Suisse, les spreads de crédit ont eu tendance à se stabiliser, cela semble confirmer que la plupart des investisseurs ne craignent pas de contagion et considèrent ces faillites bancaires comme spécifiques et isolées. Pourtant, une 3^{ème} banque commerciale a dû être sauvée le mois dernier. First Republic Bank, qui faisait également partie des « Usual Suspects » en mars, avait été renflouée à hauteur de 30 milliards de dollars pour continuer ses activités par un consortium des plus grandes banques américaines composé de JP Morgan, Wells Fargo et Bank of America pour ne citer qu'elles. Si le marché pensait que cette aide serait salvatrice, elle n'aura finalement permis à la banque de « tenir » quelques semaines supplémentaires. Le coup de grâce a été porté fin avril, lorsque les investisseurs se sont rendu compte que l'hémorragie de fuite de capitaux n'avait pas été stoppée. Lors de sa publication des résultats du 1^{er} trimestre, la banque annonçait que ses actifs sous dépôts avaient fondu de 41% à 104.5 milliards de dollars sur la période. C'en était trop pour les autorités américaines qui ont orchestré, par le biais de son département « Federal Deposit Insurance Corporation » (FDIC), le rachat de la banque par JPM qui aurait eu, comme la plupart de ses consœurs, beaucoup à perdre en cas de faillite...un sentiment de déjà-vu. Nous restons convaincus que la majorité du secteur bancaire bénéficie de bilans solides et qu'un risque de contagion reste faible à ce stade, mais il est utopique de croire que le problème de capitalisation des banques commerciales américaines est réglé. Suite à la psychose provoquée par la faillite de Lehman Brothers en 2008 nous pouvons supposer que les gouvernements et les banques centrales feront tout ce qui est nécessaire pour éviter qu'une banque s'effondre à nouveau de manière désordonnée.

Évolution des marchés à fin avril 2023

Equities in Local Currencies								
End of April	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.59%	1.46%	1.03%	2.31%	0.09%	2.98%	-1.34%	-0.54%
Perf 3 Month	1.83%	2.28%	4.70%	5.78%	2.29%	1.34%	-5.28%	-3.07%
Perf YTD	8.96%	8.59%	14.91%	15.72%	12.30%	6.60%	2.16%	4.07%

Commodities			Currencies vs EUR					
End of April	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	1.47%	-0.29%	1.05%	-4.42%	-1.64%	-3.98%	0.26%	0.69%
Perf 3 Month	-2.65%	-5.86%	3.20%	-6.80%	-1.41%	-5.83%	0.53%	0.98%
Perf YTD	-4.34%	-7.41%	9.10%	2.67%	-2.85%	-6.44%	0.97%	0.42%

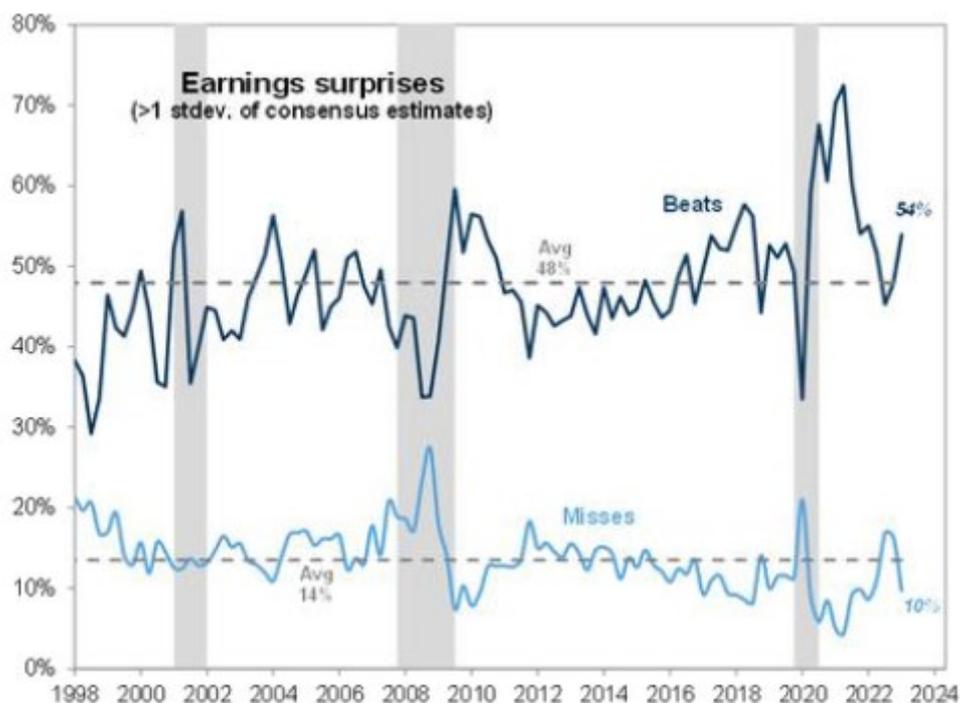
Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of April	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	0.44%	0.61%	0.13%	0.85%	-0.44%	1.18%	0.64%	0.39%
Perf 3 Month	0.17%	0.49%	0.00%	1.19%	-1.37%	0.77%	-0.36%	-0.63%
Perf YTD	3.46%	3.59%	2.22%	4.39%	3.29%	4.55%	3.80%	2.55%

Source : Bloomberg 30/04/23.



Nous le disions plus haut, les résultats du premier trimestre publiés jusqu'à présent sont dans l'ensemble de bonne facture. Même si dans passablement d'industries, autant les chiffres d'affaire que les bénéfices sont en baisse, les dégâts ne sont pas aussi violents qu'escompté par le consensus. Cela a d'ailleurs permis de rassurer les investisseurs. La croissance des bénéfices devrait même retourner en territoire positif dès le 3^{ème} trimestre, c'est du moins ce que le consensus attend. Même si la demande globale risque de s'effriter, les dirigeants des sociétés sont plutôt optimistes sur la future marche des affaires et constatent que les problèmes de goulets d'étranglement connu par le passé s'estompent progressivement.

Les banques bien capitalisées et en situation financière saine ont connu un excellent trimestre. Ces dernières, qui perçoivent un intérêt sur le cash et qui n'en payent quasiment pas sur les comptes courants de leurs clients, ont dégagé d'énorme bénéfice. Le négoce a également généré d'importants revenus depuis le début de l'année. Ces dernières retrouvent donc des conditions « normales » pour pouvoir effectuer leur métier. Par contre, ça coince du côté de l'octroi de crédit et de nombreuses PME s'en plaignent. En raison de la hausse des taux et d'une liquidité qui se tarit, les banques sont moins enclines à jouer leur rôle de financement de projet, ce qui complique la vie des entreprises et des particuliers. C'est d'ailleurs un argument qui est utilisé par les analystes de JP Morgan et Bank of America pour justifier une future baisse des marchés actions. Attention tout de même pour ce secteur de ne pas s'endormir sur ses lauriers. Une compétition inattendue pourrait surgir et prendre des parts de marché à l'image d'Apple qui, avec l'aide de Goldman Sachs, propose maintenant de rémunérer sous certaines conditions les liquidités de ses clients à hauteur de 4.15%. La plupart des banques américaines ne payent pas plus que 0.45% d'intérêt par année sur le cash. Apple aurait déjà enregistré plus de 900 millions de dollars de dépôts en quelques jours.





Tous secteurs confondus, ce sont les sociétés qui ont eu la capacité à augmenter leurs prix et donc amortir les effets négatifs de l'inflation qui s'en sont le mieux sorti. Dans l'alimentaire, Nestlé et Danone ont reporté une excellente performance pour les trois premiers mois de l'année. La société suisse a atteint une indécente croissance organique de 9.8% grâce à des augmentations de prix qui n'ont pas trop négativement impacté les volumes. Ces deux valeurs sont en hausse de 6.8% et de 21% depuis le début de l'année.

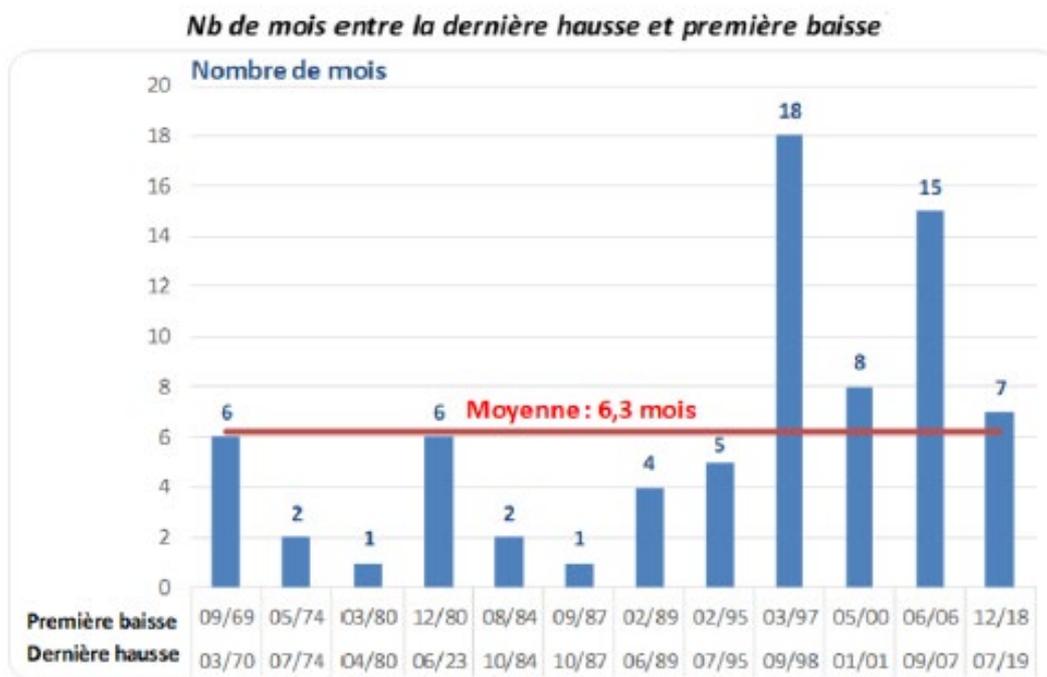
Certaines entreprises ont eu tendance à « abuser » de ce « pricing power » pour augmenter leurs prix plus que de raison et donc pour augmenter leurs bénéfices. Cela a été qualifié de « greedflation ». Même si les entreprises de produits de détails évoluent pour la plupart dans des marchés libres, le côté étique de cette pratique laisse un goût amer auprès de la population et de certains politiciens. En effet, dans une période économique difficile pour la classe moyenne qui subit de plein fouet une baisse du pouvoir d'achat suite à la flambée de l'inflation, cette démarche peut être discutable. Alors que passablement de fonctionnaires et de professionnels à bas revenus manifestent dans la rue pour obtenir un ajustement de leurs salaires, de grands groupes profitent d'augmenter leurs prix dans des proportions plus importantes que l'augmentation de leurs charges. Il n'y a pas lieu de remettre en cause le capitalisme. Cependant, certains gouvernements aux idéologies plus socialistes pourraient s'attaquer à ce phénomène si cela devait durer.

Q1 2023 Growth		
	Price	Volume
CocaCola	9.0%	3.0%
Colgate-Palmolive	12.0%	-3.5%
Conagra	15.1%	-9.0%
Hershey	8.9%	3.3%
Mondelez	16.2%	3.2%
P&G	10.0%	-3.0%
PepsiCo	16.0%	-2.0%
Unilever	10.7%	-0.2%

TheTrancript.Substack.Com



Au vu de l'importance de l'impact des politiques monétaires sur les marchés boursiers actuellement, nous avons exceptionnellement attendu les réunions de la Banque centrale européenne et la FED pour finaliser notre lettre mensuelle et vous donner nos réactions à chaud sur les annonces de cette semaine. Et finalement, ces réunions tant attendues ont « accouché d'une souris ». Les deux banques centrales principales de la planète ont délivré exactement ce que le consensus attendait, soit une augmentation de 25 points de base de leur taux directeurs pour les amener respectivement à 5.25% pour la FED et 3.75% pour la BCE. Les conférences de presse n'ont pas donné beaucoup d'indications sur les futures actions de ces dernières. Tout au plus, la FED a laissé entendre que cette hausse pourrait être la dernière et qu'une pause pourrait intervenir dans le cycle de hausse, mais qu'il ne fallait pas s'attendre à des baisses de taux dans un avenir proche. La BCE, qui avait initié sa première hausse de taux 4 mois après la FED et qui se bat contre une inflation qui ralentit moins vite dans la zone euro, devrait quant à elle continuer à adopter une politique restrictive dans les mois à venir. Le consensus attend donc une nouvelle hausse de 25 points de base pour la réunion du mois de juin. Même si l'inflation baisse, le combat contre cette dernière ne semble pas terminé et les banques centrales ne semblent pas vouloir baisser la garde. La réaction a donc été plutôt négative suite à ces annonces car les investisseurs attendaient un assouplissement plus rapide. Est-ce que les déboires de banques commerciales américaines vont brouiller les cartes ? Nous ne devrions pas tarder à trouver une réponse à cette question.



Source : Aurel BGC, Altair Economics

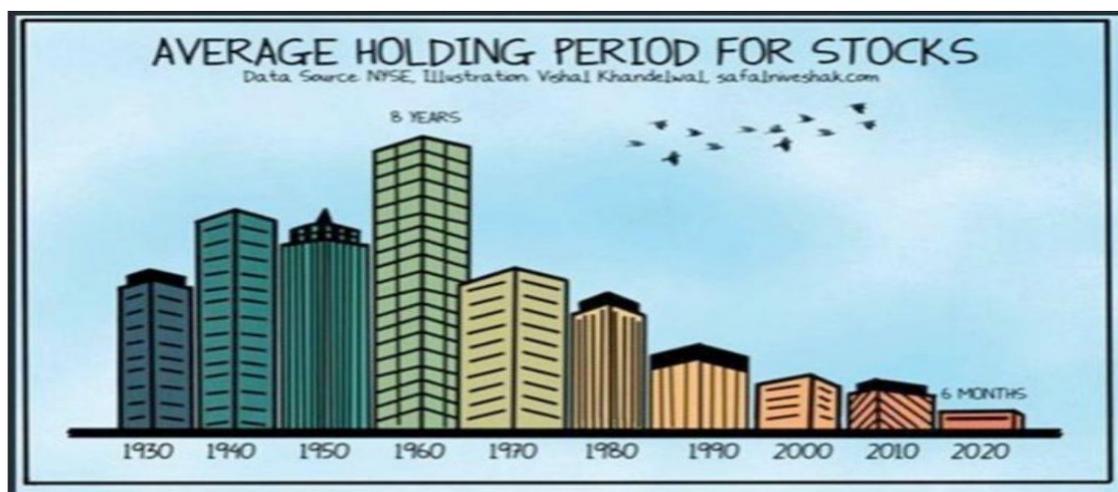
Il est difficile d'anticiper à quel moment l'horizon va s'éclaircir, mais force est de constater que les investisseurs ne s'en inquiètent pas plus que cela pour le moment. Sont-ils aveuglés par le fait de voir le verre à moitié plein ? L'avenir nous le dira.



Entre autre grâce à un hiver clément, nous sommes heureux de constater que le scénario du pire concernant les pénuries d'électricité et de toutes les conséquences dramatiques que certains prévoyaient ne se soient pas matérialisées. Par contre, il ne faut pas se laisser endormir. Certains foyers de stress sur les marchés restent bien actifs. Tout d'abord, le plafond de la dette. Mme Yellen a encore annoncé récemment qu'un défaut de paiement des Etats-Unis pourrait intervenir début juin 2023. Par le passé, le Congrès a toujours trouvé une solution, mais parfois, cela s'est fait dans la douleur et les marchés en ont subi les conséquences. La France s'embrase depuis que la réforme des retraites a été imposée au forceps. D'ailleurs, l'agence de notation Fitch en a profité pour « downgrader » sa note de AA à AA-. Certains diront que cela représente une révision cosmétique, mais le message n'est pas rassurant. La dédollarisation de l'économie mondiale est également une source d'inquiétude. Non pas du fait que le dollar US perde de sa superbe, mais le fait qu'un bloc de pays de plus en plus fort économiquement et avec des idéologies parfois discutables s'allient. Nous avons pu remarquer une intensification des relations diplomatiques entre la Chine, la Russie, l'Inde, le Brésil (soit les « BRICS » de l'époque) mais également des pays comme l'Arabie Saoudite, qui mettent en place une alliance pour réduire leur dépendance au dollar US dans leurs transactions commerciales. Nous ne pouvons pas imaginer que cela ne puisse pas augmenter les tensions géopolitiques à terme, sachant que ces dernières ne sont pas au beau fixe actuellement.

Pour conclure, nous réitérons notre conviction que la diversification des investissements est primordiale pour faire face à toute les phases de marché. L'utilisation d'investissements décorrélés apporte également une contribution positive au rapport risque/rendement des portefeuilles. À ce sujet, nous avons récemment identifié des stratégies alternatives qui méritent d'être analysées. Toute l'équipe de Weisshorn se tient à votre disposition pour en discuter plus en détail.

Nous vous souhaitons un merveilleux mois de mai.



Source: Compounding Quality

Mention Légale :

Ces documents sont à la destination exclusive des clients de Weisshorn Asset Management ayant signé un mandat de gestion et ayant exprimé le souhait de recevoir de telles informations et documents (tels que analyses financières, notes de recherches, rapports et commentaires de marchés et/ou factsheets). Ces documents ne peuvent être communiqués à des tierces parties. Les informations et opinions (y compris positions) qu'ils contiennent sont à titre informatif uniquement et ne peuvent être considérés comme une sollicitation, une offre ou une recommandation de vente ou d'achat de valeurs mobilières, d'influencer une transaction ou d'entrer dans une quelconque relation contractuelle. En particuliers, aucune information, document ou opinion (y compris positionnement) indiqué sur ce site Web concernant des services ou produits ne peut constituer ou être considéré comme une offre ou sollicitation de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou tout autre instrument financier dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation est prohibée par la loi ou pour laquelle la personne effectuant une offre ou sollicitation ne possède pas de licence ou autorisation réglementaire à cet effet ou dans laquelle toute offre ou sollicitation contrevient à la réglementation locale. Toute offre et sollicitation ainsi prohibée sera considérée comme nulle et Weisshorn Asset Management ignorera toute communication reçue à ce sujet. Les performances antérieures ne peuvent être considérées comme des indications ou garanties de performances actuelles ou futures, et aucune représentation ou garantie exprimée ou implicite n'est faite concernant de futures performances. Il est conseillé à chaque client de se faire assister par des professionnels afin d'évaluer les opportunités et risques associés à toute opération financière avant d'engager tout investissement ou toute transaction.