

Revue de marchés juin 2023



En mai, la lecture du cycle économique n'a pas apporté de clarté à l'horizon. Le débat poursuit entre ceux qui tablent sur une récession et les autres qui pensent que l'économie mondiale devrait passer ce ralentissement sans contraction. L'économie chinoise, sur laquelle beaucoup d'espoirs reposent afin d'éviter une récession mondiale, ne semble pas délivrer la reprise attendue à la suite de sa réouverture progressive. Les effets positifs de cette dernière tardent à se faire sentir et nombre d'investisseurs s'impatientent. Du côté du marché actions, c'est la soupe à la grimace. Pour son 4^{ème} mois consécutif de baisse, l'indice CSI300 a cédé près de 6% en mai. Malgré une forte hausse au mois de janvier, ce dernier affiche une performance négative depuis le début de l'année. Pour l'anecdote, Michael Burry, le célèbre gérant de « hedge fund » qui avait inspiré le réalisateur du film (non moins célèbre) « The Big Short » a récemment augmenté son exposition aux actions chinoises, dont Alibaba. Cette reprise économique chinoise plus lente que prévu pèse également sur les matières premières qui subissent des baisses importantes depuis le début de l'année. Si l'or a bénéficié de son statut de valeur refuge durant les derniers mois et affiche encore une performance positive depuis fin 2022, la plupart des matières premières industrielles et dépendantes du cycle économique à l'image du cuivre, de l'argent ou du pétrole affichent des performances négatives depuis le début de l'année. Le Bloomberg Commodity Index qui regroupe les matières premières principales vient de clôturer son 6^{ème} mois consécutif de baisse et est revenu tout près de ses niveaux de novembre 2021. Même si la consolidation pourrait durer tant que les investisseurs n'y voient pas plus clair sur le cycle économique, nous restons convaincus que la demande en matière première va augmenter ces prochaines années et que l'offre peinera à s'aligner à la demande pour certaines d'entre-elles à l'image du lithium et du cuivre.

Toujours au niveau macro, l'Allemagne a reporté son deuxième trimestre consécutif de croissance négative du PIB, synonyme de récession technique. Cela n'a pas empêché le Dax30, indice phare des valeurs allemandes, de faire un plus haut historique durant le mois. D'un autre côté, les résultats des entreprises pour le premier trimestre ont été dans l'ensemble meilleurs qu'attendu et le mots « récession » a été beaucoup moins prononcé par les chefs financiers (CFO) que lors des trimestres précédents. Bref, la lecture du cycle économique demeure compliquée.

Évolution des marchés à fin mai 2023

Equities in Local Currencies								
End of May	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	-1.25%	0.25%	-3.24%	-5.24%	-2.06%	-1.92%	-1.90%	-5.72%
Perf 3 Month	3.17%	5.28%	-0.48%	-2.33%	-3.67%	1.08%	-0.57%	-6.66%
Perf YTD	7.60%	8.86%	11.19%	9.65%	9.98%	4.55%	0.22%	-1.89%

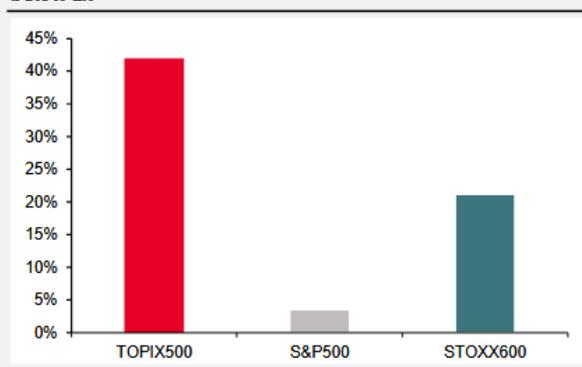
Commodities					Currencies vs EUR			
End of May	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-11.32%	-8.65%	-1.37%	-5.89%	3.09%	0.75%	2.06%	1.23%
Perf 3 Month	-11.63%	-13.39%	7.43%	-9.73%	-1.07%	-3.33%	2.37%	2.38%
Perf YTD	-15.16%	-15.42%	7.60%	-3.38%	0.15%	-5.73%	3.05%	1.66%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of May	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.95%	-1.09%	0.36%	-1.45%	0.03%	-1.86%	-1.15%	-0.75%
Perf 3 Month	1.59%	2.04%	2.50%	3.06%	3.94%	2.10%	0.40%	0.88%
Perf YTD	1.44%	2.46%	2.59%	2.88%	3.33%	2.60%	2.61%	1.78%

Source : Bloomberg 31/05/23.

Les discussions ardues autour du plafond de la dette américaine n'ont pas facilité la tâche des investisseurs. Dans ce contexte, les marchés actions ont eu tendance à marquer le pas en mai. À quelques exceptions près, la plupart des indices ont perdu entre 1 et 5%. Le Nikkei, qui représente l'indice des valeurs japonaises, fait justement partie des exceptions. Grâce à une performance de plus de 7% en monnaie locale, l'indice, qui est en hausse de plus de 18% depuis le début de l'année, a franchi son niveau le plus élevé des 33 dernières années. Ce marché, qui a longtemps été ignoré par les investisseurs occidentaux, semble revenir sur le devant de la scène. En effet, après une performance extraordinaire durant les années 80, les actions japonaises ont été délaissées durant plusieurs décennies malgré quelques faux départs. Une croissance anémique, une démographie décroissante et les excès de dette dans le secteur privé que l'Etat a dû absorber sont les causes principales de cette longue traversée du désert. Aujourd'hui, les actions japonaises sont faiblement valorisées. La plupart d'entre-elles offrent un rendement du dividende relativement élevé, une génération de cashflows stables et durables et les programmes de rachat d'actions (shares buyback) se multiplient. Dans un monde où la liquidité se tarit et où les banques centrales luttent contre une inflation qui oscille au-dessus de leur objectif, la Banque du Japon (BoJ) maintient une politique monétaire ultra-accommodante ce qui pousse le Yen à la baisse et favorise donc les exportations.

Chart 27 – Percentage of listed stocks with a price-to-book below 1x

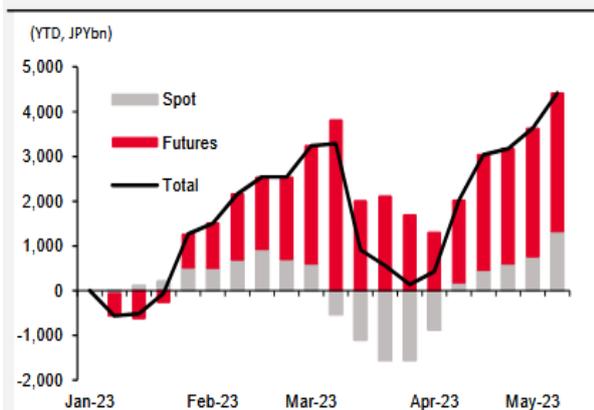


Source: SG Cross Asset Research/Global asset allocation, Bloomberg



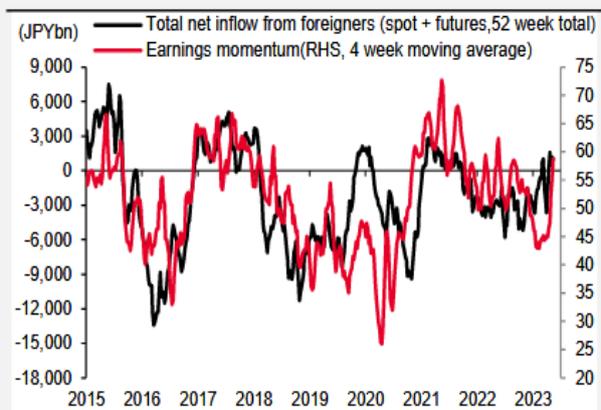
De plus, le pays pourrait constituer une alternative sérieuse à la Chine qui subit diverses sanctions de la part de l'occident concernant la fabrication de semi-conducteurs. Plusieurs sociétés à l'image de Micron ont déjà annoncé des projets d'investissements importants au pays du soleil levant. Cerise sur le gâteau, Warren Buffet a récemment voyagé au Japon et partagé avec qui veut bien l'entendre tout le bien qu'il pense de cette région. Ce cocktail de bonnes nouvelles a permis à l'indice de franchir des seuils importants. Il n'est pas impossible que, dans les mois à venir, ce marché soit reconsidéré dans les allocations d'actifs de gérant de portefeuille occidentaux. Attention tout de même à la devise qui a eu tendance à baisser récemment et qui peut pénaliser la performance des investisseurs qui ne raisonnent pas en Yen.

Chart 17 - Net cumulative Japanese stock purchases by foreign investors



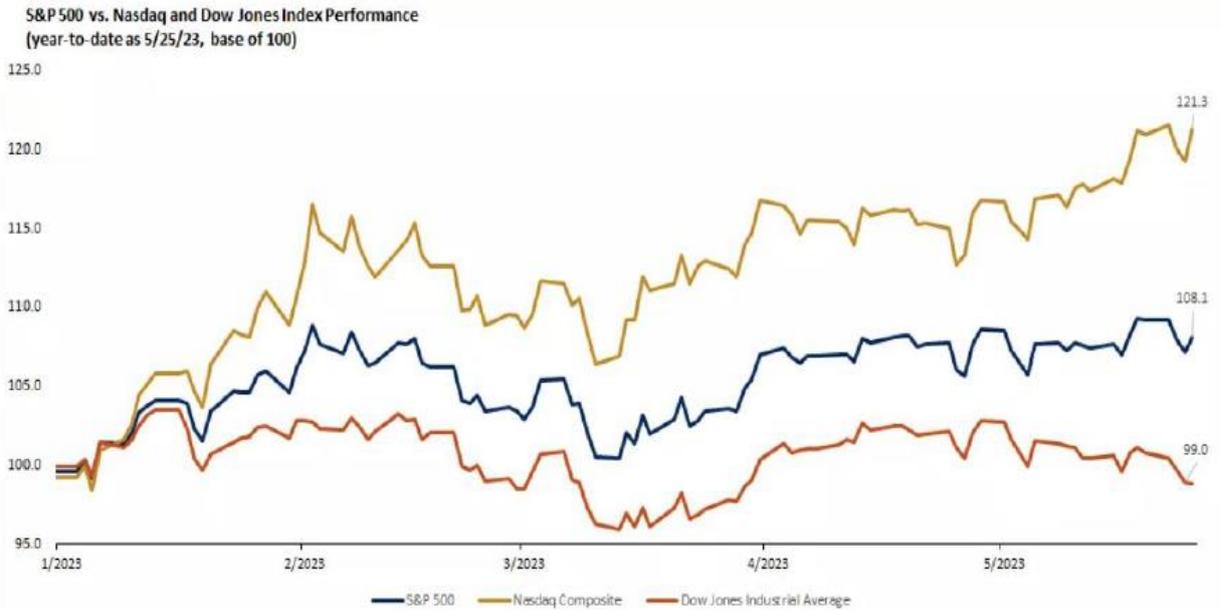
Source: SG Cross Asset Research/Global asset allocation, JPX

Chart 18 - Improved earnings momentum supports the inflow



Note: Earnings momentum indicates the numbers of stocks with earnings forecasts updated upwards divided by the total number of stocks earnings forecast revised.
Source: SG Cross Asset Research/Global asset allocation, Bloomberg, QUICK

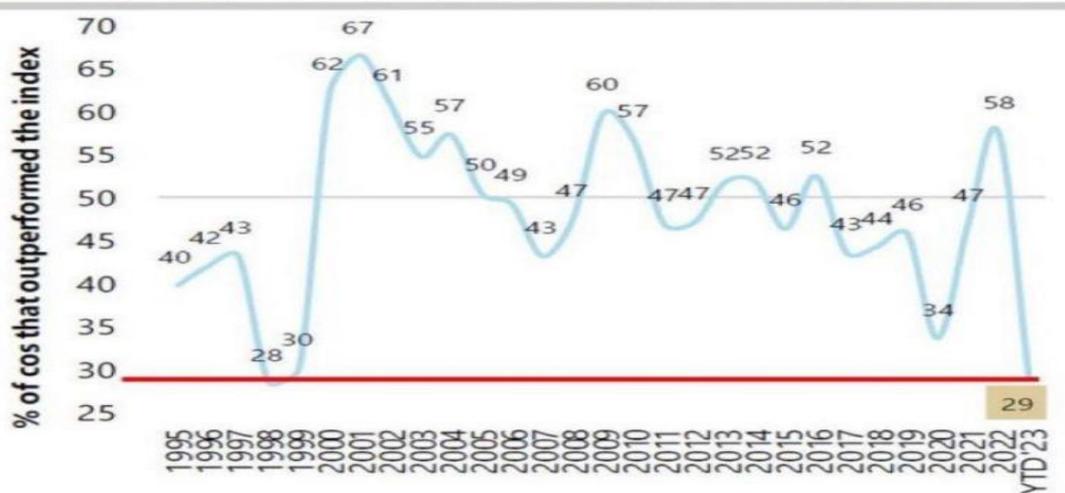
Le Nasdaq est l'autre indice actions qui a, une fois de plus, brillamment tiré son épingle du jeu. Ce dernier s'est adjugé 8.4% en juin ce qui représente une hausse de plus de 30% depuis le début de l'année. L'indice qui regroupe les valeurs technologiques a récupéré près des 2/3 de la baisse subie entre janvier et septembre 2022. Ceux qui annonçaient la mort du secteur technologique doivent se mordre les doigts. Cette performance impressionnante est tout de même à prendre avec des pincettes. Toutes les sociétés n'en profitent pas de la même façon. Pour cet indice qui compte 100 sociétés, sur les 1'008 points de hausse du mois de mai, 743 points ont été générés par 5 valeurs, dont 300 points par le fabricant de cartes graphiques Nvidia qui s'est offert le luxe d'entrer dans le club très fermé des entreprises à plus de 1'000 milliards de dollars de capitalisation boursière. La forte hausse de cet indice est donc principalement due à une folie acheteuse sur toutes les valeurs qui touchent de près ou de loin à l'intelligence artificielle (IA). Certes, Nvidia a publié de solides résultats et des perspectives impressionnantes pour les années à venir, mais le mouvement sur tous les titres de la thématique fait penser au phénomène FOMO (Fear Of Missing Out), soit la peur de passer à côté de quelque chose, que nous avons par exemple connu dans le segment de l'hydrogène en 2020 ou dans les sociétés du métaverse en 2021. Nous ne disons pas que toutes ces sociétés vont rendre leurs gains, mais certaines d'entre-elles vont mettre du temps à générer des revenus (et encore plus de temps à générer des profits) de cette activité. Nvidia que nous détenons dans certains produits thématiques fait (et fera) clairement partie des leaders dans l'IA tout comme Microsoft ou encore Google (Alphabet) mais la frénésie à court terme nous semble difficilement tenable. D'autant plus que passablement de voix d'élèvent contre les risques que l'IA représente pour l'humanité. Cela pourrait ralentir la croissance de ce segment qui reste malgré tout une thématique séculaire à implémenter.



Source : Edward Jones

Le fait qu'une poignée de sociétés tirent les indices américains à la hausse est connu et nous l'avons d'ailleurs déjà évoqué par le passé. Si nous enlevons la contribution de quelques grandes sociétés technologiques à la performance du S&P500, ce dernier afficherait une performance négative depuis le début de l'année. Habituellement, ce phénomène est perçu comme un indicateur négatif. Pour qu'une tendance haussière soit solide et durable, il faudrait que la majorité des titres contribuent à la hausse, ce qui n'est actuellement pas le cas. Les plus optimistes diront qu'à l'aube d'un cycle de hausse les sociétés les plus importantes profitent en premier de cette reprise et qu'elles sont susceptibles de « montrer le chemin » au reste de la cote. Alors...est-ce que cette fois, c'est différent... ?

Exhibit 4: S&P 500 – % of stocks outperforming the index

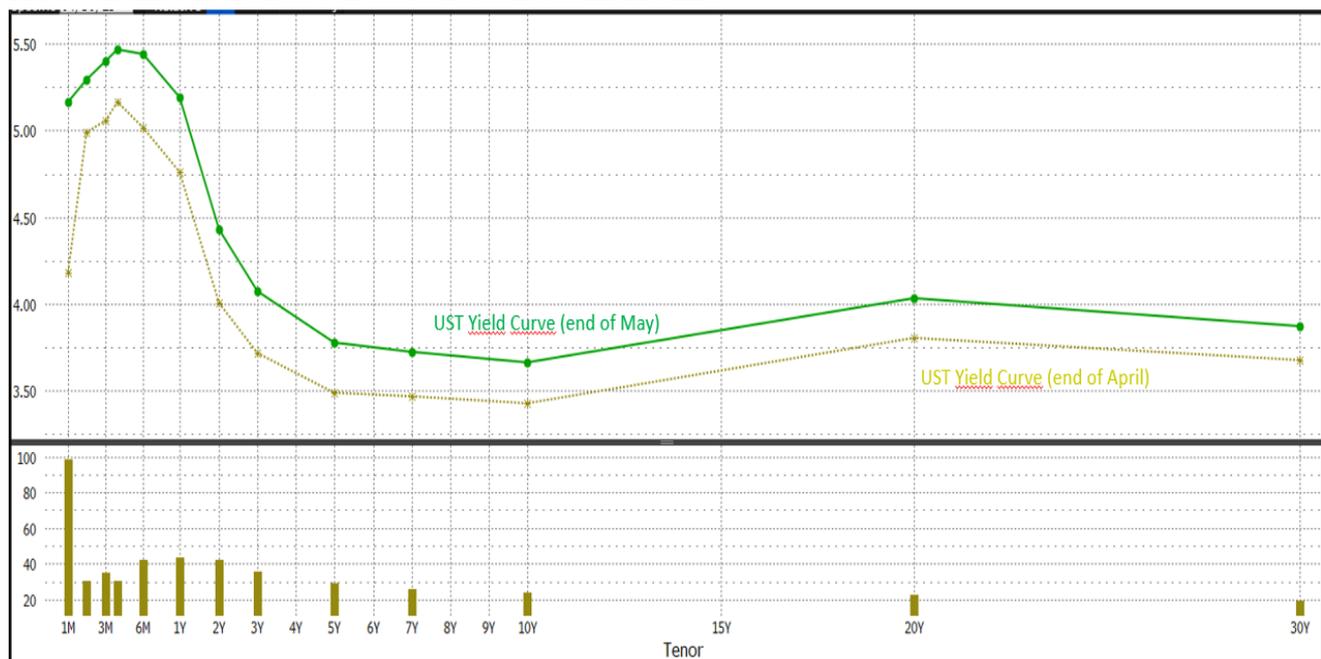


Note: Yearly rebalanced Dec end universe. Source: Jefferies, FactSet



Si les taux allemands n'ont que très peu varié le mois dernier, les taux américains ont attiré l'attention. En effet, toutes les échéances sont reparties à la hausse avec un mouvement plus marqué sur les taux courts. Le rendement à 3 mois s'est apprécié de 36 points de base pour atteindre un nouveau plus haut à 5.40%. De leur côté, le rendement à 2 ans et le rendement à 10 ans sont montés de respectivement 39 et 23 points de base, ce qui a accentué l'inversion de la courbe des taux. Si, lors de sa dernière réunion, la FED a laissé entendre qu'une pause de son cycle de hausse de taux pouvait intervenir dès le mois de juin, les récentes statistiques économiques ont eu une influence sur les anticipations des investisseurs. En effet, Mr. Powell martèle depuis plusieurs mois que les taux resteront élevés aussi longtemps que nécessaire pour que l'inflation soit sous contrôle. Il y a encore moins d'un mois, le consensus des investisseurs attendait des premières baisses de taux avant la fin de l'année 2023. Il semblerait que celui-ci tende de plus en plus vers le discours de la FED et s'attende à présent, avec une probabilité de 65%, à un nouveau tour de vis de 0.25% d'ici juillet au plus tard. L'inflation « core » a tendance à baisser moins vite que souhaité et la consommation des ménages est plus résiliente que prévu, principalement à cause d'une pression haussière sur les salaires qui se maintient, surtout dans les métiers de service. N'oublions pas qu'il a peu de temps encore, la plupart des banques centrales affirmaient que l'inflation était « transitoire ».

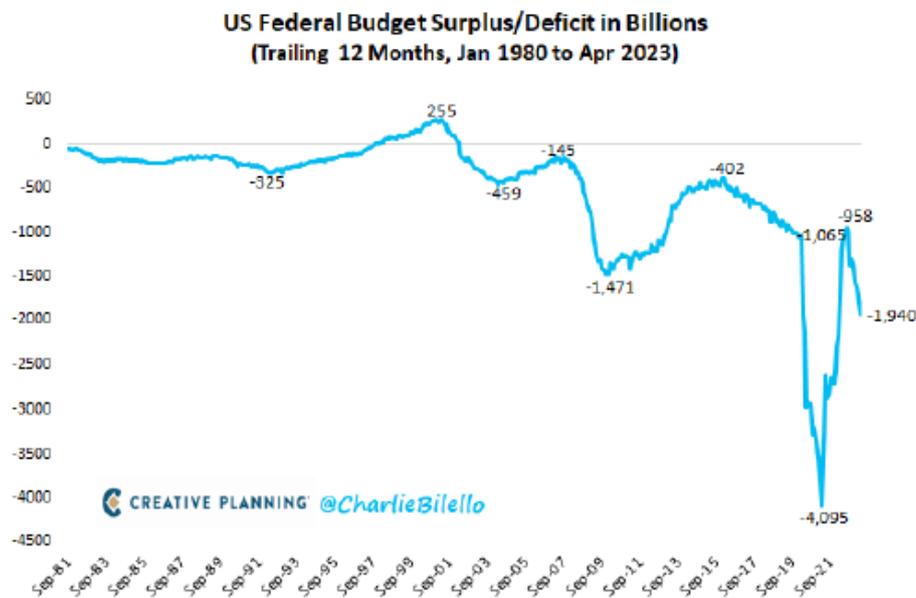
Mouvement à la hausse sur toute la courbe américaine



Source : Bloomberg, Weisshorn Asset Management



Le manque de visibilité autour du plafond de la dette a probablement également influencé les taux courts à la hausse. Les tergiversations interminables entre démocrates et républicains entachent la crédibilité du pays. Selon les dernières estimations le niveau de liquidité du gouvernement américain devrait passer sous le seuil du minimum acceptable pour faire face à ses obligations financières (30 milliards) d'ici au 5 juin. Finalement, le plafond de la dette sera suspendu jusqu'en janvier 2025. Cela ne règlera pas le problème de l'excès de consommation étatique, mais ne fera que le repousser. Le déficit budgétaire des Etats-Unis ne fait que de grandir depuis plusieurs années. Une réforme en profondeur serait donc nécessaire pour stopper cette hémorragie et pour que le pays puisse afficher des finances plus saines à l'avenir. Cela semble encore très loin. Même si, une fois de plus, le risque de défaut des USA est très faible, cette situation n'est pas digne de la plus grande économie mondiale et pèse inévitablement sur le moral des investisseurs. Cela n'a pas pour autant fait perdre le statut de valeur refuge au dollar US qui s'est apprécié de près de 3% en mai pour effacer ses pertes depuis le début de l'année.



Source: Charlie Bilello

Nous sommes plutôt satisfaits du fort rebond sur les actifs risqués depuis le début de l'année, même si la reprise obligataire continue de se faire attendre. Certains indices affichent des performances quasi indécentes lorsqu'on se réfère au manque de visibilité sur le cycle économique. Toujours est-il que les actions restent un actif incontournable pour se protéger contre l'inflation. Les « spreads » de crédit, bien qu'ils n'évoluent pas sur des niveaux stressés, ont tendance à rester sur des niveaux neutres à élevés, tout comme les taux d'intérêts sans risque. Cette situation complique la reprise de la poche obligataire dans les portefeuilles équilibrés. Cette dernière contribue donc à la marge à la performance annuelle. Avec une normalisation des politiques monétaires, nous avons pu constater que certaines stratégies alternatives tiraient relativement bien leur épingle du jeu dans le contexte actuel. Nous jugeons toujours utile d'intégrer ce genre de stratégie décorréliées dans un portefeuille afin de diversifier les investissements traditionnels.

En restant à votre disposition pour toute information complémentaire concernant notre philosophie d'investissement, nous vous souhaitons un beau passage à l'été.
La prochaine revue mensuelle sera publiée au mois d'août.

WHAT'S IN AND WHAT'S OUT OF THE DEBT LIMIT DEAL

<h3>WHAT REPUBLICANS WANTED</h3> <p>RAISE THE DEBT LIMIT BY \$1.5 TRILLION</p>	<h3>WHAT IS IN THE BIDEN-MCCARTHY DEAL</h3> <p>RAISE THE DEBT LIMIT BY \$4 TRILLION <small>(ACCORDING TO ESTIMATES)</small> RAISES LIMIT FOR TWO YEARS PAST THE 2024 ELECTION</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Rescind \$80 billion in funding to the IRS and the 87,000 new staff to be hired • Freeze on federal spending for 10 years • Strong work requirements for federal benefit programs • Reclaim \$50 billion in unspent COVID funds • Fully overturn Biden's student loans relief program 	<ul style="list-style-type: none"> • Deal cuts \$21 billion in IRS spending. Most of 87,000 new agents to stay. • Non-defense spending flat in 2024 and increase by 1% in 2025 • Stricter work requirements for food stamps • Reclaims \$30 billion in COVID funds • Student loan repayments will continue, but relief not fully rescinded

© DailyMail.com

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.