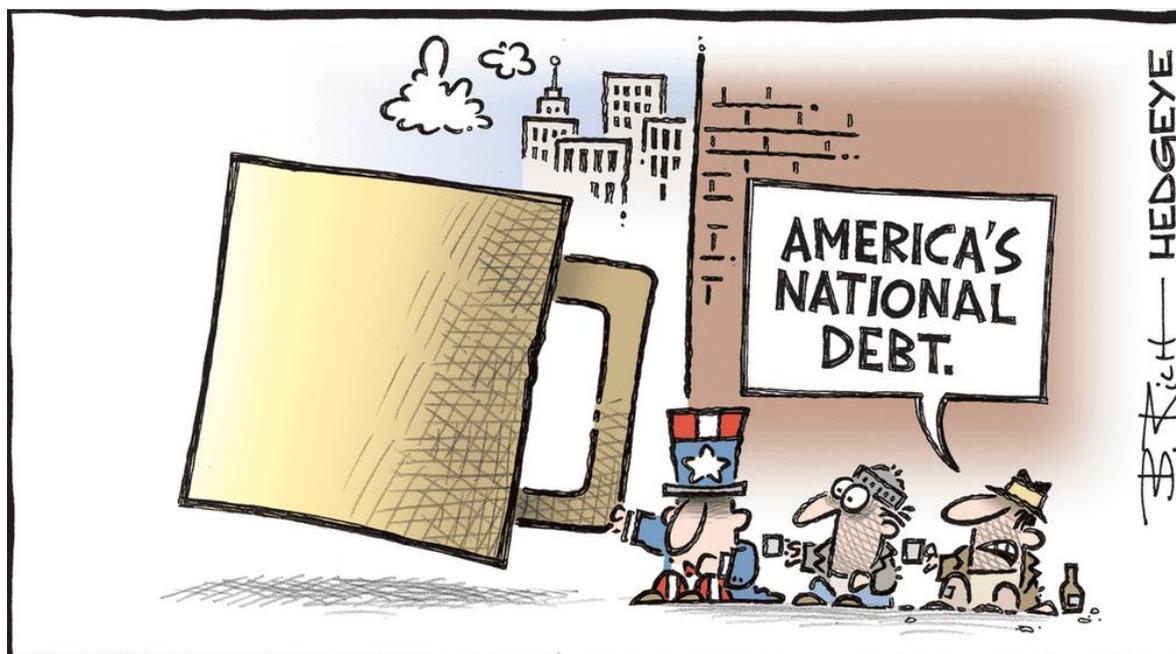


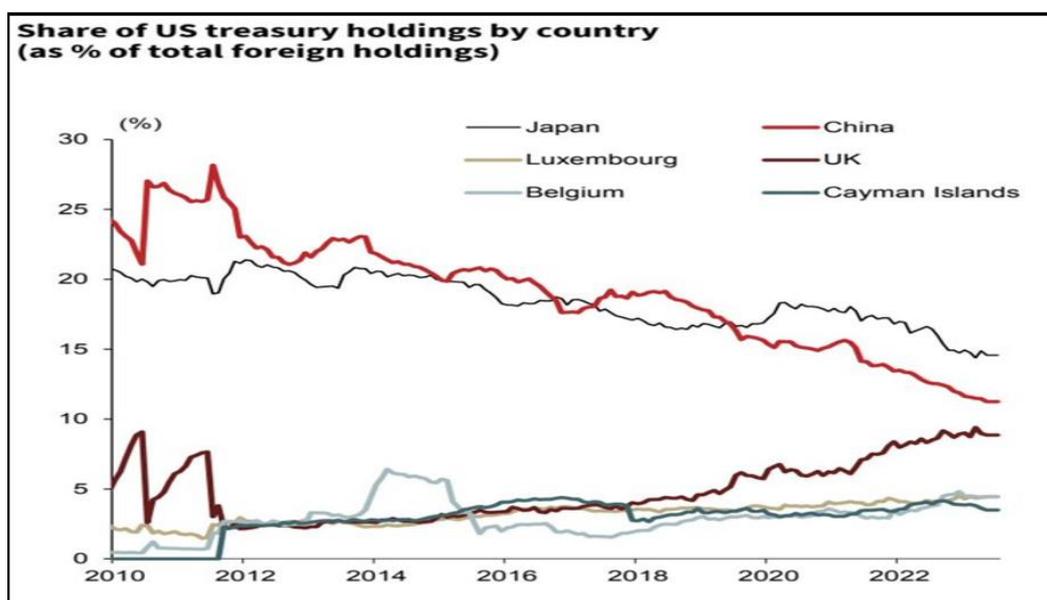
Revue des marchés novembre 2023



En raison de l'adversité saisonnière qui caractérise le mois d'octobre et une actualité peu réjouissante, il apparaissait peu probable que l'on assiste à une hausse des marchés. Au niveau économique, les pressions salariales et la forte consommation des ménages ne permettent pas à l'inflation de baisser aussi vite que les investisseurs l'aimeraient (même si les derniers chiffres publiés en fin de mois pour la zone euro étaient rassurants), ce qui justifie des politiques monétaires toujours restrictives. Du côté géopolitique, depuis l'attentat « surprise » du Hamas sur sol israélien du 7 octobre, le Moyen-Orient est à nouveau sous haute tension. Israël, choqué et humilié par ces attaques ignobles, s'est fixé l'objectif de définitivement anéantir le groupe terroriste, même s'il faut raser la bande de Gaza. Le Hezbollah, posté au sud du Liban, a profité de l'occasion pour « arroser » de quelques roquettes le nord de l'état hébreu. Sur les marchés financiers, le premier actif à réagir fut logiquement le pétrole qui s'est apprécié de 4% le lendemain de la tuerie mais l'or noir est rapidement revenu sur les niveaux où il évoluait avant l'attaque pour finir le mois en baisse de plus de 10%. Le statut de valeur refuge de l'or a permis au métal jaune de s'adjuger 7.3% sur le mois. Ce dernier flirte à nouveau avec sa résistance des 2000\$ l'once et pourrait bien entamer un nouveau mouvement haussier. A des fins de diversification, nous sommes plus que jamais convaincus de l'utilité d'une pondération du métal jaune dans un portefeuille. Dans ce contexte anxiogène, les indices boursiers ont pour la plupart reculé entre 3 et 4% pour le troisième mois consécutif de baisse. En Europe, le secteur Automobile (cyclique) affiche la moins bonne performance mensuelle, talonné par la Consommation Discrétionnaire. Les secteurs défensifs à l'image des Utilities et de la Consommation de Base sont, comme souvent dans ces périodes de nervosité, ceux qui ont le mieux résisté. Le secteur des assurances a également réussi à tirer son épingle du jeu en terminant le mois inchangé. Du côté des taux d'intérêts, la tendance de « repentification » de la courbe initiée cette été s'est prolongée.



Suite à un fort rallye du rendement américain à 10 ans (+35 points de base sur le mois à 4.90%), le différentiel entre ce dernier et celui à 2 ans est revenu à -16 points de base alors qu'il se situait à -47 fin septembre et à -107 fin juin. La plupart des courbes de taux demeurent malgré tout inversée, signe avant-coureur d'une économie que devrait se contracter. Un des arguments mis en avant ces dernières semaines concernant la forte hausse des rendements à 10 ans provient du fait que la Chine serait en train de diversifier ses réserves de change et vendrait des Bons du Trésor américain. Le Japon, qui est le plus gros détenteur étranger de dette de l'Oncle Sam, fait également partie des raisons évoquées. Même si la Banque centrale du Japon (BoJ) demeure ultra-accommodante, cette dernière a eu tendance à relâcher son contrôle de la courbe des taux. Cela aura pour effet de permettre une remontée des rendements, ce qui rendra les investissements obligataires en Yen plus intéressants pour les investisseurs domestiques.



De l'autre côté de l'Atlantique, les rendements allemands (utilisés comme rendement de référence pour l'Europe) ont eu tendance à baisser sur toute la courbe, mais les rendements à courte échéance ont baissé dans des plus grandes proportions, ce qui a provoqué le même phénomène qu'aux Etats-Unis avec une repentification de la courbe.

Il est intéressant de constater que dans le contexte actuel d'incertitude, le Bitcoin affiche une performance mensuelle de 28% (+109% depuis le début de l'année) et oscille au plus haut depuis le mois de mai 2022. Les investisseurs se réjouissent de l'arrivée imminente d'un ETF américain sur la cryptomonnaie. Le gendarme financier américain (SEC) serait donc sur le point d'accepter la mise sur le marché d'un produit émis par BlackRock, le plus grand gérant d'actifs au monde. Ce regain d'intérêt pourrait mettre un terme à la traversée du désert des actifs digitaux qui dure depuis 18 mois. Affaire à suivre.

Évolution des marchés à fin octobre 2023

End of October	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	-2.97%	-2.20%	-2.72%	-3.50%	-4.36%	-5.22%	-3.94%	-3.17%
Perf 3 Month	-9.65%	-8.61%	-9.17%	-8.16%	-6.47%	-8.12%	-12.58%	-11.01%
Perf YTD	6.38%	9.23%	7.05%	6.36%	9.58%	-3.15%	-4.31%	-7.73%

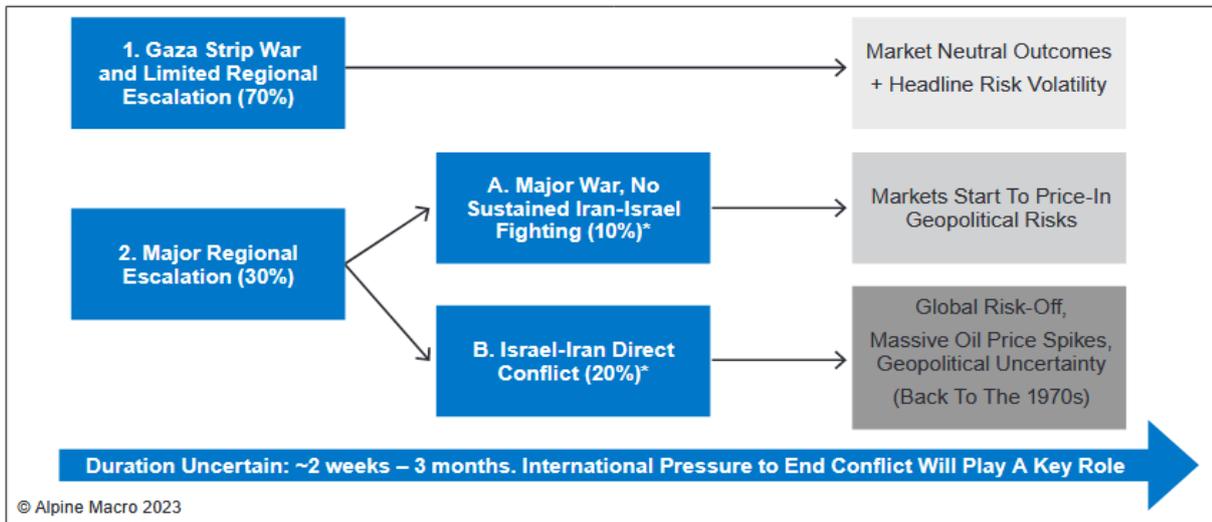
End of October	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-10.76%	-8.29%	7.32%	-1.93%	-0.02%	-1.53%	-0.42%	0.50%
Perf 3 Month	-0.95%	2.16%	0.96%	-8.16%	3.99%	-2.46%	-1.55%	-0.42%
Perf YTD	0.95%	1.75%	8.76%	-3.12%	1.23%	-12.47%	1.73%	2.78%

End of October	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-10.76%	-8.29%	7.32%	-1.93%	-0.02%	-1.53%	-0.42%	0.50%
Perf 3 Month	-0.95%	2.16%	0.96%	-8.16%	3.99%	-2.46%	-1.55%	-0.42%
Perf YTD	0.95%	1.75%	8.76%	-3.12%	1.23%	-12.47%	1.73%	2.78%

Malgré un conflit entre l'Ukraine et la Russie qui s'enlise et dans lequel nous ne voyons pas d'issue à court terme ainsi que le fait que nous ne pouvons pas exclure une intervention militaire chinoise sur sol taïwanais, les investisseurs pouvaient avoir l'impression que le contexte géopolitique était calme depuis quelques temps. En effet, à l'exception des prix de l'énergie fossile qui sont encore impactés par les sanctions imposées à la Russie, la plupart des actifs financiers tenaient de moins en moins compte de la géopolitique. Même Israël devait penser que la situation était « sous contrôle » avec ses voisins. Pourtant, le 7 octobre, le groupement armé du Hamas a rappelé à la planète que la paix était toute relative. Benyamin Netanyahou, le premier ministre israélien, l'a annoncé haut et fort. Israël a décidé d'anéantir le Hamas et « nettoyer la région » de tous les groupements terroristes qui pourraient potentiellement nuire à la sécurité du pays. Si le conflit ne s'étend pas au-delà de la bande de Gaza, les conséquences pour les marchés boursiers devraient être limitées. Mais le risque d'escalade existe réellement. Même si aucune preuve d'une implication directe de l'Iran n'a pu être prouvée à ce jour, ce dernier demeure le « principal suspect » d'avoir fourni une assistance au Hamas pour pouvoir orchestrer cette tuerie. Des responsables iraniens ont déclaré que la région pourrait devenir incontrôlable si les frappes sur Gaza se poursuivaient. Si le Hezbollah entre en guerre, le Liban pourrait être le premier pays à être entraîné dans le conflit. En supposant que l'Iran soutienne le Hezbollah, tous les paris sont ouverts et la situation pourrait devenir catastrophique, avec d'importantes perturbations de l'approvisionnement en énergie et de la disponibilité des lignes d'approvisionnement dans la région. Pour rappel, le détroit d'Ormuz est la zone de transit d'hydrocarbures la plus importante au niveau international avec un flux quotidien de pétrole évalué à 21 millions de barils soit l'équivalent de 21 % de la consommation mondiale en produits pétroliers. Une fermeture de ce détroit par l'Iran pourrait avoir de graves conséquences. Ce scénario plein de suppositions n'est pas le plus probable, mais la probabilité est loin d'être négligeable.



Chart 1 The Israel-Hamas War Has Already Escalated, Will It Spin Out of Control?



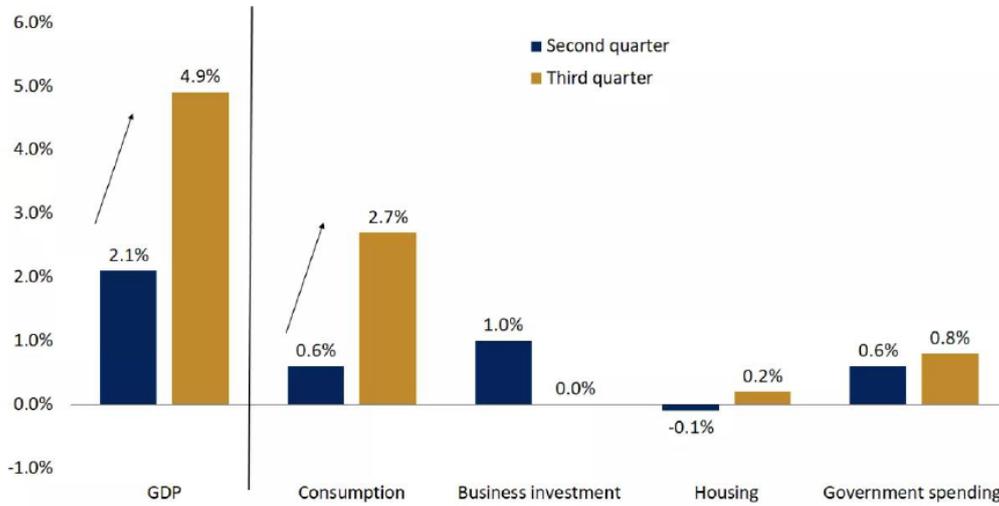
* Scenarios 2A and 2B shown as a percentage of the total 100% probability for all 3 scenarios. A major war escalation (Scenario 2) would have a 2-out-of-3 chances of becoming an Israel-Iran direct war (2B)

Source : Alpine Macro

Pas grand-chose de neuf du côté des banques centrales. Les deux principales (FED et BCE) ont laissé, comme attendu, leurs taux inchangés à respectivement 5.50% et 4%. Contrairement à la FED qui avait déjà marqué une pause dans son cycle de hausse de taux lors de sa réunion du mois de septembre, la BCE n’a pas bougé son taux directeur pour la première fois après 10 hausses de taux consécutives, soit depuis le mois de juillet 2022. Le discours demeure inchangé, à savoir « les taux resteront élevés aussi longtemps que nécessaire » et du côté de l’oncle Sam, il n’est pas exclu qu’une dernière hausse intervienne d’ici la fin de l’année, même si la plupart des intervenants n’y croient pas vraiment. Le consensus s’attend à des premières baisses de taux US d’ici mi-2024. Ces prévisions vont bien évidemment être affinées au fil du temps et au gré des futures statistiques économiques. Même si cela se fait progressivement, nous pouvons constater un ralentissement sur plusieurs indicateurs d’activité économique, tant en Europe qu’aux Etats-Unis. L’épargne accumulée durant les confinements est revenue à des niveaux pré-Covid ce qui devrait freiner les dépenses de consommation des ménages surtout si l’on ajoute que les taux hypothécaires et les taux sur les cartes de crédit sont au plus haut depuis plus de 20 ans. Cela devrait déboucher sur un ralentissement économique voir une légère récession dans certaines zones du monde en 2024. C’est toujours le scénario du « soft landing » qui est favorisé pour le consensus actuellement. Ceci dit, cela ne s’est pas vraiment vérifié dans la première estimation de la croissance économique du 3^{ème} trimestre aux Etats-Unis. En effet, cette dernière a été publiée à 4.9% soit la progression la plus forte depuis le 4^{ème} trimestre 2021 qui bénéficiait alors d’un effet de base post-confinement. Les principaux contributeurs sont la consommation personnelle, les dépenses gouvernementales ainsi qu’un effet positif en provenance des inventaires. Selon les prévisions, si l’effet inventaire est « mécanique » et devrait contribuer négativement au prochain trimestre, tant la consommation privée que les dépenses gouvernementales devraient fléchir dans les mois à venir.

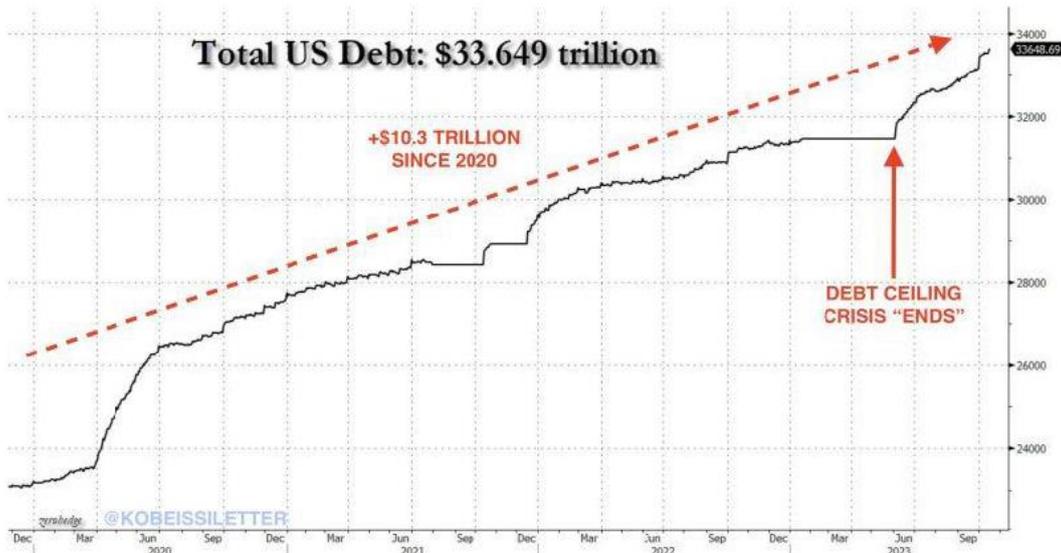


U.S. consumers power strong growth in the face of Fed tightening
 Contributions to Q3 GDP growth



Source: FactSet, Edward Jones.

En ce qui concerne la politique budgétaire US, cette dernière demeure généreuse depuis le Covid. Au vu de l'augmentation de la dette depuis trois ans et des débats musclés sur le budget au parlement, nous pouvons imaginer que la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB s'estompe l'année prochaine. Un nouveau « speaker » a enfin été nommé à la Chambre des représentants, cependant cela ne garantit pas qu'un « shutdown » pourra être évité après la date limite du 17 novembre. N'oublions tout de même pas que 2024 sera une année électorale aux Etats-Unis et que les pressions du parti Démocrate pourraient s'intensifier pour que le gouvernement maintienne son niveau de soutien à l'économie pour que les américains se sentent dans une situation confortable et réalisent le président sortant.



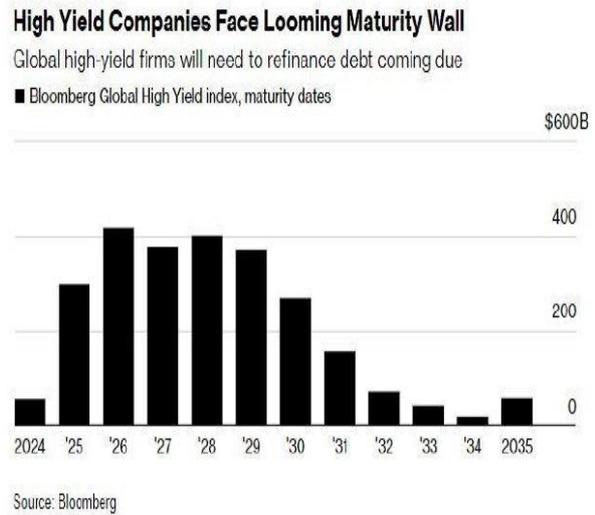
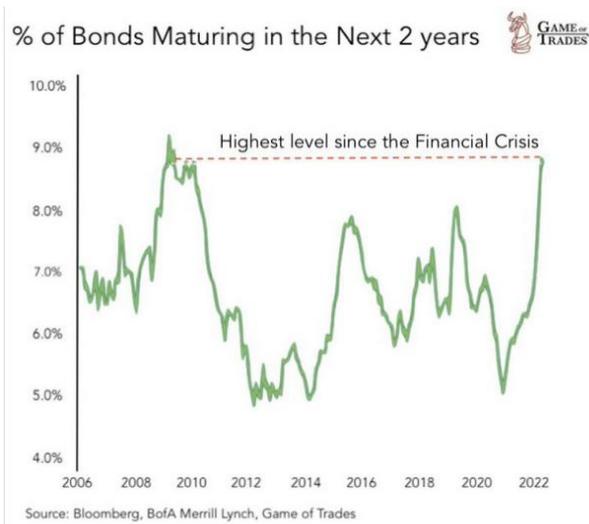


Avec des taux d'intérêts au plus haut depuis 2007 dans le monde occidental, la dette des entreprises pourrait devenir un problème. Comme beaucoup d'investisseurs, la stabilité des écarts de rendements entre les obligations étatiques et les obligations de sociétés à haut rendement (« high yield ») nous a surpris. Ici, nous n'évoquons pas les entreprises comme Microsoft qui profitent des hausses de taux étant donné que leurs tonnes de cash génèrent plus de revenus que ce que leurs dettes (bloquée à 3 ans ou plus) leur coûtent, mais plutôt des entreprises avec un levier important sur leur bilan. Lors des précédentes phases de hausse de taux, les « spreads de crédit » ont eu tendance à s'écarter. Il est logique que durant les périodes où le coût de la dette augmente pour les entreprises, les investisseurs exigent des rendements supérieurs des sociétés avec des bilans plus risqués. Pourtant, depuis le début du cycle de hausse de taux, ces écarts de rendements sont restés relativement stables.

Écart de rendement entre les sociétés à haut rendement (high yield) et les emprunts d'Etat



La réponse est probablement à trouver du côté des échéances de ces dettes. Il semblerait qu'entre 2022 et 2023, peu de sociétés ont eu la nécessité de refinancer le passif de leur bilan, ce qui leur a permis de ne pas subir les hausses de taux jusqu'à présent. Cependant, un inventaire important de dettes devra être refinancé dans les 4 prochaines années. Cela pourrait provoquer du stress pour certaines sociétés qui subissent de plein fouet le ralentissement économique à l'image des secteurs cycliques. Les sociétés immobilières qui ont, comme leur nom l'indique, des actifs illiquides, pourraient également avoir à surmonter des difficultés de refinancement. Cela pourrait déboucher sur des augmentations de capital pour certaines entreprises et des faillites pour d'autres. Il n'est pas impossible que cela se répercute sur les banques commerciales qui proposent également des lignes de crédit aux PME. Une augmentation des défauts pourrait peser sur leur bilan et réduire leur liquidité à des seuils critiques, comme cela s'est produit ce printemps aux Etats-Unis. L'ère de l'argent facile est bel et bien finie et il semblerait que le temps est venu de passer à la caisse, surtout pour les entreprises qui ont « abusé » de cet accès aux liquidités exceptionnellement facile durant les 10 dernières années. Loin de nous l'idée de peindre le diable sur la muraille, la plupart des sociétés n'auront aucun souci à se refinancer et ont des bilans solides. Malgré tout, il est plus que jamais nécessaire d'être sélectif dans le choix des débiteurs lors de la construction de la poche obligataire d'un portefeuille.



Il faut avouer que l'horizon n'est pas tout rose. L'économie mondiale se trouve probablement à l'aube d'un cycle de ralentissement. Ce dernier ne devrait pas être trop profond (« soft landing ») mais il n'est pas impossible qu'il crée des déséquilibres dans certains segments et que cela provoque du stress et donc de la volatilité sur les classes d'actifs. Avec des taux d'intérêts au plus haut depuis la crise financière de 2008, il nous semble judicieux d'être prudent sur le risque de crédit et de commencer à progressivement augmenter la duration de la poche obligataire étant donné que les banques centrales devraient commencer à adopter des politiques monétaires moins restrictives durant le premier semestre 2024. Une nouvelle accélération de l'inflation viendrait évidemment mettre à mal ce scénario, mais ce n'est pas celui que nous favorisons pour le moment, à moins que le conflit au Moyen-Orient ne s'étende et impacte donc l'approvisionnement en pétrole, ce qui pourrait faire monter l'or noir au-delà des 100\$ par baril. Le déficit budgétaire américain et le niveau de dette du pays peuvent également être une source d'inquiétude, même si la FED a les moyens d'avorter toute crise en faisant fonctionner la planche à billet...mais serait-ce vraiment la bonne solution ?

Ce contexte devrait offrir des opportunités intéressantes dans les mois à venir. N'oublions pas qu'à l'exception des géants de la technologie, il y a passablement de sociétés qui se traitent avec des multiples de valorisation bas et intéressants. Nous le mettons souvent en avant, l'innovation devrait permettre de redynamiser le cycle économique et retourner à la croissance rapidement. Durant les périodes à plus faibles visibilité comme nous le connaissons actuellement, nous avons tendance à favoriser les stratégies d'investissement décorrélées. Nous nous tenons à votre disposition pour plus de détails sur ces aspects et vous souhaitons un beau mois de novembre.

THE IMPACT OF GEOPOLITICS ON MARKETS TENDS TO BE SHORT-LIVED



Legal Notice :

These documents are intended exclusively for clients of Weisshorn Asset Management who have signed a management mandate and have expressed their wish to receive such information and documents (such as financial analyses, research notes, market reports and commentaries and/or factsheets). These documents may not be communicated to third parties. The information and opinions (including positions) they contain are for information purposes only and may not be considered as a solicitation, offer or recommendation to sell or buy securities, to influence a transaction or to enter into any contractual relationship. In particular, no information, document or opinion (including positioning) indicated on this Web site concerning services or products may constitute or be considered as an offer or solicitation to sell or buy securities or any other financial instrument in any jurisdiction where such offer or solicitation is prohibited by law or where the person making the offer or solicitation does not possess a license or regulatory authorization to do so or where any offer or solicitation contravenes local regulations. Any such prohibited offer or solicitation will be considered null and void, and Weisshorn Asset Management will disregard any communication received in this regard. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of current or future performance, and no representation or warranty, expressed or implied, is made regarding future performance. Clients are advised to seek professional advice to assess the opportunities and risks associated with any financial operation before committing to any investment or transaction.