

Revue des marchés avril 2024



Après cinq mois consécutifs de hausse, les indices boursiers occidentaux ont marqué le pas en avril. La plupart d'entre eux ont cédé entre 1 et 5% sur fond de saines prises de profits. Grâce à leur profil plus défensif, les indices européens ont mieux résisté à l'image de l'Eurostoxx50 qui a reculé de 1.5% alors que le Dow Jones a perdu 5%. Certains secteurs ont tout de même réussi à tirer leur épingle du jeu à l'image des sociétés pétrolières et des sociétés minières qui dépendent de l'évolution des prix de leurs matières premières respectives. Les grandes banques, qui profitent de l'environnement de taux actuel, ont également bien performé. Inversement, les banques régionales américaines qui sont fortement exposées au marché de l'immobilier commercial domestique continuent à être sous pression. Le sous-indice (KRE US) a cédé 6.5% en avril et est en baisse de 8.9% depuis le début de l'année.

La période de publications des résultats du 1^{er} trimestre qui a débuté il y a quelques semaines se déroule plutôt bien. À ce jour, une grande majorité (environ 70%) des entreprises ont annoncé des bénéfices au-dessus des attentes et démontrent qu'elles parviennent à défendre leurs marges dans cet environnement inflationniste. Les perspectives sont relativement optimistes pour la plupart des entreprises, donc pour le moment, il n'y a pas d'inquiétude à avoir du côté de la micro. C'est plutôt la macroéconomie qui a refroidi les ardeurs des investisseurs. Malgré une croissance du PIB américain en décélération au premier trimestre, l'activité économique demeure soutenue, voire trop soutenue pour que la FED envisage une baisse de taux à court terme. La robustesse de l'économie américaine stimule donc une nouvelle hausse de l'inflation et entraîne l'augmentation des taux d'intérêt à long terme, compliquant ainsi les perspectives d'une politique monétaire plus accommodante. Dans ce contexte, le rendement américain à 10 ans s'est apprécié de 48 points de base pour atteindre 4.67%, un niveau qui n'avait pas été revisité depuis novembre 2023 (et que bon nombre d'investisseurs ne pensait pas revoir d'aussitôt). Le rendement à 2 ans, quant à lui, s'est apprécié de 41 points de base pour franchir à nouveau le niveau psychologique des 5%. En Europe, la décélération de l'économie est bien en place avec une inflation qui revient en direction de l'objectif de la BCE à 2%. Les rendements sont pourtant également repartis à la hausse, cependant dans des proportions plus faibles.

Évolution des marchés à fin avril 2024

End of April	Equities in Local Currencies							CSI 300
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	
Perf 1 Month	-3.85%	-4.16%	-3.19%	-2.69%	-1.99%	-4.00%	0.26%	1.89%
Perf 3 Month	3.12%	3.92%	5.87%	4.29%	7.71%	-0.64%	7.19%	12.10%
Perf YTD	4.30%	5.57%	8.84%	5.86%	7.45%	1.11%	2.17%	5.05%

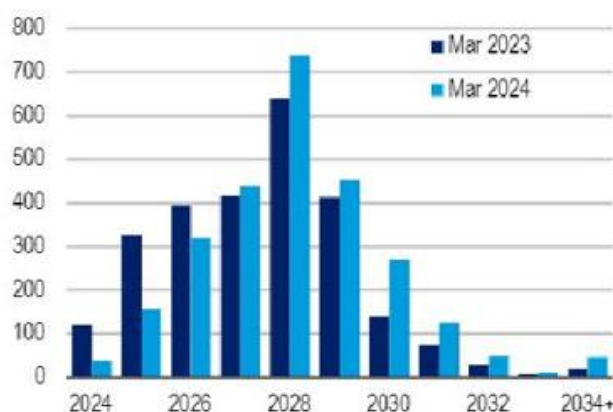
End of April	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-1.49%	0.43%	2.53%	12.68%	1.17%	-2.92%	0.13%	-0.77%
Perf 3 Month	8.02%	7.53%	12.10%	16.06%	1.43%	-5.51%	-0.14%	-4.98%
Perf YTD	14.35%	14.04%	10.82%	16.73%	3.50%	-7.43%	1.53%	-5.28%

End of April	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-2.52%	-2.53%	-1.26%	-3.14%	-3.79%	-2.24%	-0.84%	-1.65%
Perf 3 Month	-3.22%	-3.02%	-1.26%	-4.38%	-4.44%	-2.42%	1.46%	0.42%
Perf YTD	-4.55%	-3.28%	-1.59%	-4.53%	-6.17%	-3.10%	1.27%	-0.14%

Source: Bloomberg 30/04/24.

Comme nous l'avons évoqué à plusieurs reprises ces derniers mois, la persistance des taux d'intérêt élevés pourrait asphyxier les entreprises avec des bilans à fort levier. Ces dernières pourraient rencontrer des difficultés à se refinancer, c'est du moins ce que certains investisseurs craignent. Ci-dessous, un graphique très intéressant publié par la Bank of America montre que le « mur de la dette » a été repoussé de quelques années et ce, sans que les taux de défaut ne s'envolent. Même si la plupart des banques adoptent une politique de crédit restrictive, force est de constater que les sociétés qui émettent de la dette à haut rendement trouvent, pour l'instant, des solutions pour se refinancer. Cela se reflète d'ailleurs sur les « spreads » de crédit qui demeurent stables à des niveaux relativement bas, autant dans le segment « Investment Grade » que « High Yield ». Ne crions malgré tout pas victoire trop vite. Une crise du crédit ne peut pas être totalement écartée tant que le combat contre l'inflation n'est pas terminé et que les politiques monétaires ne deviennent pas plus accommodantes.

Exhibit 1: HY/BSL debt maturities by year
Latest vs one year ago



Source : Bank of America Global Research



La situation géopolitique a également incité les investisseurs à modérer leurs prises de risque suite à l'escalade des tensions entre l'Iran et Israël. Dans le cadre de ses interventions militaires, l'armée israélienne a détruit une annexe du consulat iranien à Damas (Syrie). Quelques jours plus tard, l'Iran a lancé en représailles une offensive de quelques 300 drones et missiles contre Israël, tout en laissant entendre qu'il n'y aurait pas d'autres interventions militaires. L'Etat hébreu a riposté sans provoquer de dégâts majeurs en Iran.

Cette situation inquiétante semble malgré tout en phase de « désamorçage », les deux puissances ayant confirmé que l'incident était clos. Comme évoqué à plusieurs reprises depuis le 7 octobre 2023, nous ne pouvons pas exclure que la situation s'embrase au Moyen-Orient, mais force est de constater que ce n'est le souhait d'aucune des puissances militaires présentes dans la région, excepté peut-être quelques groupuscules terroristes. Les investisseurs doivent vivre avec cette « épée de Damoclès » au-dessus de la tête, sans pour autant se focaliser dessus.

Il est difficile d'évaluer l'impact économique direct de ces tensions sur les actifs financiers. Cela se traduit souvent à travers le prix du pétrole. Après un pic à 87.60 dollars, le prix du baril a terminé le mois sous les 82, soit en baisse de 1.5%. Cela sous-entend que les investisseurs n'escomptent pas, pour le moment, une guerre directe entre l'Iran et Israël.

La majorité des matières premières était d'ailleurs orientée à la hausse. Certaines s'apprécient par craintes de futures pénuries à l'image du Cuivre qui a engrangé 12% tout en « profitant » de nouvelles sanctions d'exportation de métaux à l'encontre de la Russie. D'autres, à l'image de l'or (+2.5%), bénéficient de leur statut de valeur refuge.

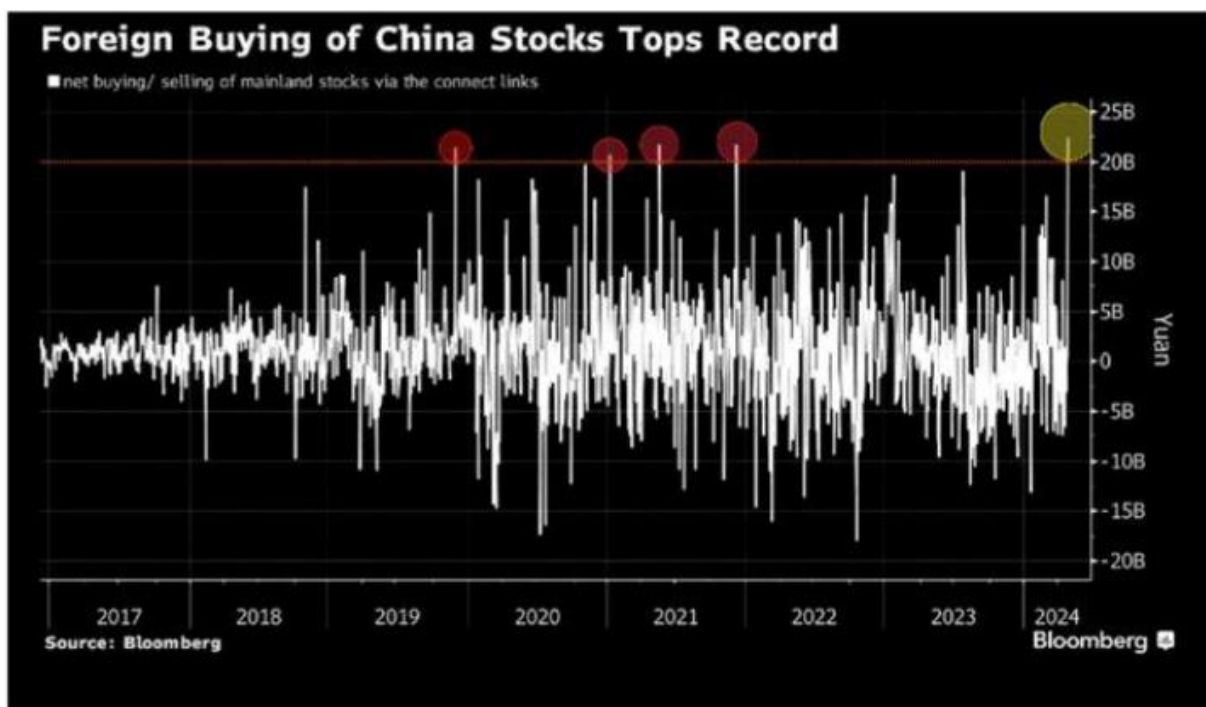


Source : Bloomberg, Weisshorn



Est-ce que les mesures prises depuis quelques mois par le gouvernement chinois et sa Banque centrale (PBoC) commenceraient à payer ?

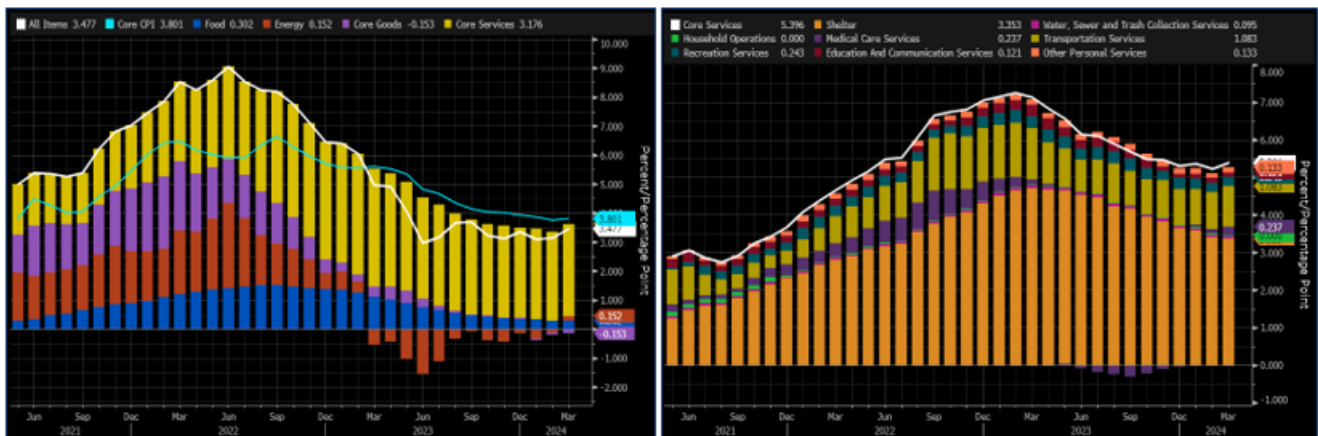
Il est évidemment très compliqué de répondre à cette question, mais nous avons pu constater une diminution du négativisme durant le mois d'avril. Le marché de l'immobilier chinois, qui a été le principal contributeur de croissance du pays dans les années 2010 à 2020 est toujours sous respirateur artificiel. Par contre, le secteur semble se stabiliser et l'effet domino de faillites que certains attendaient après l'implosion d'Evergrande ne s'est pas matérialisé (pour le moment). Nous l'avions évoqué dans notre commentaire du mois de novembre 2023, diverses mesures ont été prises pour redynamiser l'économie du pays et attirer les investisseurs sur les marchés financiers. Les incertitudes autour des intentions de l'Empire du Milieu au sujet de Taïwan n'incitent pas la plupart des investisseurs étrangers à reconsidérer ce pays comme « investissable ». Toujours est-il que les stratégies de la banque UBS ont récemment émis une recommandation de surpondérer les actions chinoises. Ils évoquent une forte capacité d'accélération de la croissance des bénéficiaires. Ces derniers constatent également des flux acheteurs de la part des investisseurs étrangers et domestiques. Il est difficile d'affirmer à ce stade que le pire est derrière pour la bourse chinoise, même si cette dernière a rebondi de près de 20% depuis ses plus bas du mois de février. Cela pourrait ne représenter qu'un rebond technique. Il nous semble tout de même judicieux de suivre cela de près ces prochaines semaines.



Source : Bloomberg



Comme nous le disions en introduction, nous avons pu constater que la croissance économique américaine ralentit (enfin) au premier trimestre. Alors que le consensus attendait un chiffre de +2.5% pour sa première estimation, cette dernière s'affiche à (seulement) +1.6% alors qu'elle galopait à un rythme de 3.4% au quatrième trimestre 2023. Cela est plutôt une bonne nouvelle pour la FED (et les investisseurs) qui espère pouvoir opérer une première baisse de taux dès que possible. Le problème est que l'activité économique traduite à travers les PMI demeure soutenue, mais surtout, que l'inflation ne fléchit pas au rythme espéré. Au contraire, cette dernière a même eu tendance à remonter ces dernières semaines, ce qui fait planer le spectre d'une deuxième vague de hausse comme l'économie américaine avait connu dans les années 1970. Même si bon nombre de composants de l'inflation sont sur une tendance baissière, l'inflation des services demeure robuste et ce, principalement à cause du prix des logements. Des craintes de stagflation refont donc surface. Il faut tout de même mettre en évidence que l'environnement économique actuel est loin de ressembler à celui des années 1970. À l'époque, le président Nixon avait mis fin aux accords de Bretton Woods (ce qui avait provoqué une forte dévaluation du billet vert) et le monde connaissait une crise pétrolière sans précédent, ce qui avait fait monter l'inflation en flèche. La comparaison entre ces deux époques est donc difficilement justifiable.



Source : Bloomberg

L'inflation rend donc la tâche de la FED spécialement compliquée et les investisseurs l'ont bien compris. En fin d'année dernière, le consensus attendait six baisses de taux en 2024 avec un premier assouplissement en mars, alors qu'aujourd'hui à peine une baisse de taux est escomptée pour l'ensemble de l'année et cette dernière devrait intervenir au quatrième trimestre. Malgré ce revirement de situation important, le marché obligataire a relativement bien limité la casse. Nous avons bien entendu assisté à une remontée des taux longs d'environ 80 points de base depuis le début de l'année, mais cette correction demeure contenue. L'ensemble des autres classes d'actifs impacté par cette hausse des rendements a également bien résisté à l'image des actions et de l'or. Serait-ce la preuve que le marché s'attend à ce que cette remontée des taux longs soit passagère et qu'il n'y aura pas de deuxième vague d'inflation durable ? C'est du moins ce que certains économistes pensent en évoquant les gains de productivité ainsi que la déflation importée de Chine qui devraient permettre à l'inflation de se stabiliser à long terme...le débat reste ouvert !



En Europe, la situation est bien différente. Nous avons frôlé la récession technique au quatrième trimestre 2023 et l'activité économique demeure anémique. En parallèle, l'inflation suit sa tendance baissière et s'affiche à 2.4% actuellement, soit proche de l'objectif de la BCE de 2%. Cette dernière devrait confirmer sa première baisse de taux de 25 points de base d'ici le mois de juin et devrait répéter l'opération au moins deux fois d'ici la fin de l'année.

Vontobel

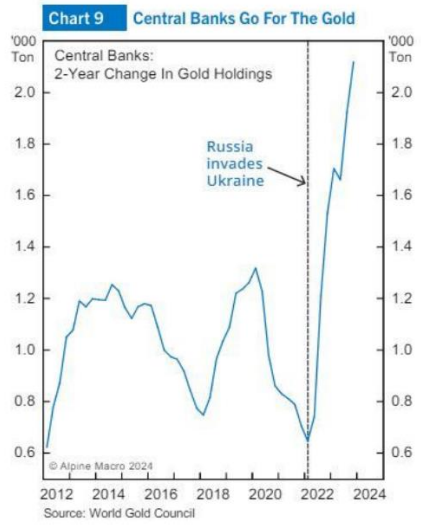
Inflation Second Wave Checklist

	WHAT IS NEEDED?	CHECK?	COMMENT
 Monetary policy	1 Strongly rising money supply		Today: Mostly negative money growth
	2 Loose real policy rates		Today: Restrictive real policy rates
	3 Significant currency weakness		Today: Not visible in major economies
 Demand shocks	4 Strong economic growth	Watchlist!	Today: Some acceleration visible
	5 Substantially rising fiscal stimulus		Today: High, but has peaked in 2023
	6 Unanchored inflation expectations		Today: Not an issue for the moment
 Supply shocks	7 Another energy price shock		Key to watch: Middle East, Ukraine war
	8 Global supply-chain issues	Watchlist!	Today: Rising freight rates (Red sea)
	9 Housing shortage	✓	Today: Issue limited to the US
	10 Labor shortage	✓	Today: Wage pressure still elevated

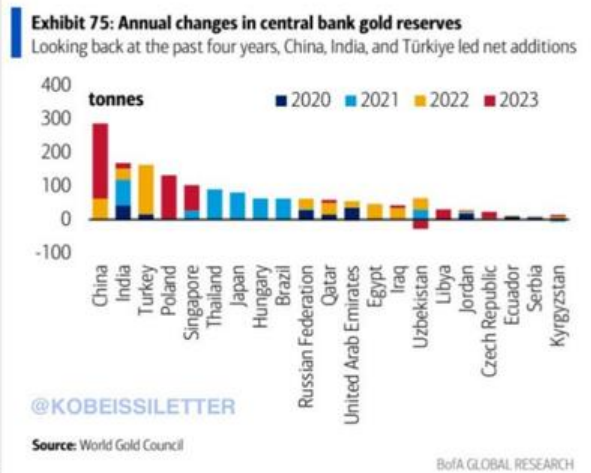
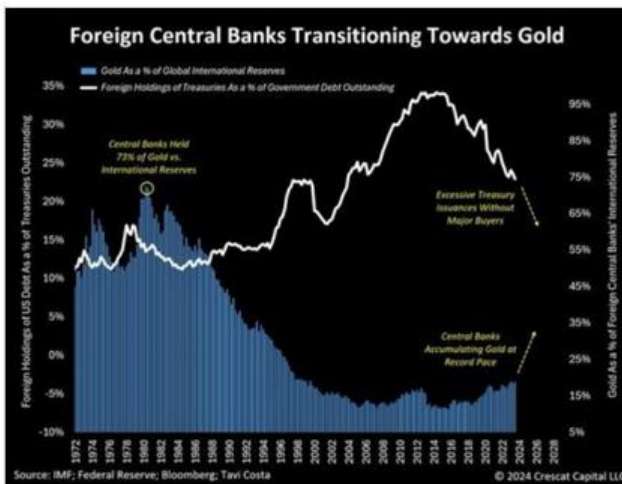
Note: Not all signals have to be fulfilled to see a second wave of inflation, in the extreme case two or three are already enough. However, expansive monetary policy (at least one out of the first three arguments) is a necessary condition for high inflation. Source: Vontobel

April 16, 2024 14

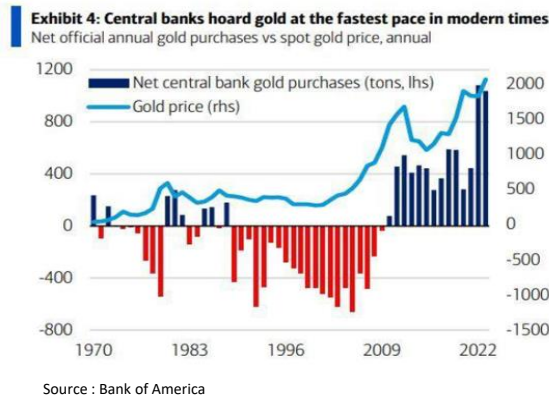
Depuis quelques mois, les banques centrales (et principalement celles des pays émergents) semblent fortement influencer les prix d'un autre actif que les obligations...à savoir, l'or ! Le métal jaune, qui profite habituellement d'un dollar américain faible et de taux d'intérêt réels bas, déjoue tous les pronostics depuis le début de l'année. En effet, le billet vert ne cesse de s'apprécier pendant que les taux réels se situent à des niveaux relativement élevés, ce qui n'empêche pas l'or d'évoluer à son plus haut historique après s'être adjugé 10.5% depuis le début de l'année. Certes, ce dernier profite de son statut de valeur refuge dans un contexte géopolitique qui n'a pas été aussi incertain depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. Nous pouvons donc imaginer que certains gestionnaires de portefeuilles augmentent l'exposition au métal jaune dans leurs allocations, mais cela ne se reflète pas dans les statistiques. Les ETFs qui répliquent la valeur de l'or ont plutôt subi des flux négatifs ces derniers mois. Ce sont donc bien les banques centrales qui accumulent des lingots dans l'optique de diversifier leurs réserves. Cela s'est même intensifié après les sanctions à l'encontre de la Russie en représailles de son invasion de l'est de l'Ukraine.



Ces deux dernières années, la banque centrale de Chine, d'Inde ainsi que la plupart de leurs concurrents des pays émergents, ont été actives sur le métal afin de réduire leur dépendance au dollar américain.



Comme nous pouvons le constater sur le graphique ci-dessous, ce n'est pas nouveau que les banques centrales du monde entier accumulent de l'or. L'accélération depuis 2022 est tout de même flagrante. Dans une optique de nouvel ordre mondial où les pays émergents ne seront plus aussi dépendants des Etats-Unis, nous pouvons imaginer que cette tendance devrait se poursuivre durant les prochaines années/décennies. Est-ce que la « dédollarisation » serait en marche ?





Le niveau actuel des taux d'intérêt rend l'accessibilité au crédit compliquée, que ce soit pour les entreprises fortement endettées ou pour les particuliers qui désirent acquérir un bien immobilier. Malgré cela, même si le niveau de dettes dans le monde est au plus haut historique, l'économie mondiale demeure dynamique. Les futures décisions des banques centrales vont fortement impacter l'évolution des actifs financiers. Comme cela a été évoqué à plusieurs reprises, une erreur de politique monétaire pourrait semer le doute et affecter la confiance des investisseurs, ce qui pourrait déclencher une vague de prise de profits. Force est de constater que, pour l'instant, les décisions de ces dernières semblent adaptées à la situation économique.

Même si cela peut paraître encore loin, les élections présidentielles américaines vont commencer à influencer les cours en fonction du futur vainqueur. Nous pouvons imaginer de la continuité dans la politique monétaire actuelle si Mr. Biden devait être réélu. Par contre, si Mr. Trump devait décrocher un nouveau mandat (en partant du principe que ses déboires judiciaires lui permettent tout de même de se présenter, ce qui n'est pas encore acquis), ce dernier a déjà annoncé qu'il remplacerait Mr. Powell à la tête de la FED, ce qui risque d'apporter de l'incertitude sur les marchés financiers. Sans parler de ses promesses de campagne « America First » qui risquent de probablement alimenter l'inflation. À ce stade, nous ne pouvons pas exclure qu'un candidat indépendant sorte du chapeau pour le sprint final. Ces incertitudes à venir vont inévitablement apporter de la nervosité (volatilité) mais gardons en tête que même si les valorisations peuvent être jugées « riches » dans certains secteurs, la situation financière de la majorité des entreprises est plutôt bonne.

Alors, comme le dit l'adage: « sell in May and go away »?

Même si nous ne pouvons pas exclure une vague de prise de profits plus profonde, nous demeurons convaincus qu'il faut rester investi à moyen-long terme.

Nous vous souhaitons un beau de mois de mai.





Graphiques bonus :



10y govie returns based on varying yield levels
 Bond returns (%) computed using 10y govie duration and convexity, daily data, lwMA

	NZ	US	AU	UK	IT	CA	ES	FR	BE	FI	IE	NL	DK	DE	SE	JP
Latest 10y yield:	4.9%	4.6%	4.3%	4.3%	3.9%	3.8%	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%	0.9%
10y yield level, %																
7.0	-15.3	-17.0	-19.5	-18.9	-22.2	-22.9	-26.0	-29.4	-27.5	-30.1	-29.5	-29.8	-29.9	-30.8	-30.9	-39.7
6.5	-11.9	-13.8	-16.3	-15.8	-19.1	-19.8	-23.1	-26.5	-24.8	-27.1	-26.7	-27.1	-27.3	-28.2	-28.3	-37.8
6.0	-8.4	-10.3	-12.9	-12.6	-15.9	-16.6	-20.0	-23.3	-21.8	-24.0	-23.7	-24.1	-24.6	-25.4	-25.6	-35.6
5.5	-4.7	-6.7	-9.4	-9.2	-12.4	-13.2	-16.7	-19.9	-18.7	-20.6	-20.4	-20.9	-21.6	-22.4	-22.6	-33.3
5.0	-0.8	-2.9	-5.6	-5.6	-8.7	-9.7	-13.2	-16.3	-15.3	-16.9	-16.9	-17.5	-18.4	-19.1	-19.4	-30.6
4.5	3.3	1.1	-1.6	-1.8	-4.8	-5.9	-9.5	-12.4	-11.7	-13.1	-13.2	-13.8	-15.0	-15.7	-16.0	-27.8
4.0	7.6	5.3	2.5	2.2	-0.7	-1.9	-5.6	-8.3	-7.9	-8.9	-9.2	-10.0	-11.4	-12.0	-12.3	-24.7
3.5	12.1	9.7	6.9	6.3	3.6	2.3	-1.5	-4.0	-3.8	-4.6	-5.0	-5.8	-7.6	-8.1	-8.5	-21.3
3.0	16.7	14.3	11.5	10.7	8.1	6.7	2.9	0.6	0.4	0.0	-0.5	-1.5	-3.5	-4.0	-4.4	-17.8
2.5	21.6	19.0	16.2	15.2	12.8	11.3	7.4	5.4	4.9	4.8	4.2	3.1	0.7	0.3	-0.2	-14.0
2.0	26.6	24.0	21.2	19.9	17.7	16.1	12.2	10.5	9.6	9.9	9.1	7.9	5.1	4.9	4.3	-10.0
1.5	31.8	29.1	26.3	24.7	22.9	21.0	17.2	15.8	14.5	15.2	14.3	12.9	9.8	9.7	9.0	-5.7
1.0	37.2	34.4	31.7	29.8	28.2	26.2	22.4	21.3	19.6	20.8	19.7	18.2	14.6	14.7	14.0	-1.2
0.5	42.8	39.9	37.3	35.0	33.7	31.6	27.8	27.1	25.0	26.6	25.4	23.7	19.7	19.9	19.1	3.5
0.0	48.6	45.6	43.0	40.5	39.5	37.1	33.4	33.1	30.5	32.6	31.3	29.4	25.0	25.3	24.4	8.4
-0.5	54.6	51.5	48.9	46.1	45.4	42.9	39.2	39.4	36.3	38.9	37.4	35.4	30.5	31.0	30.0	13.6
-1.0	60.8	57.6	55.1	51.8	51.5	48.9	45.3	45.9	42.3	45.4	43.8	41.6	36.2	36.9	35.8	19.0

Sources: RBA, Macrobond, RBNZ, U.S. Treasury, J.P. Morgan

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.