

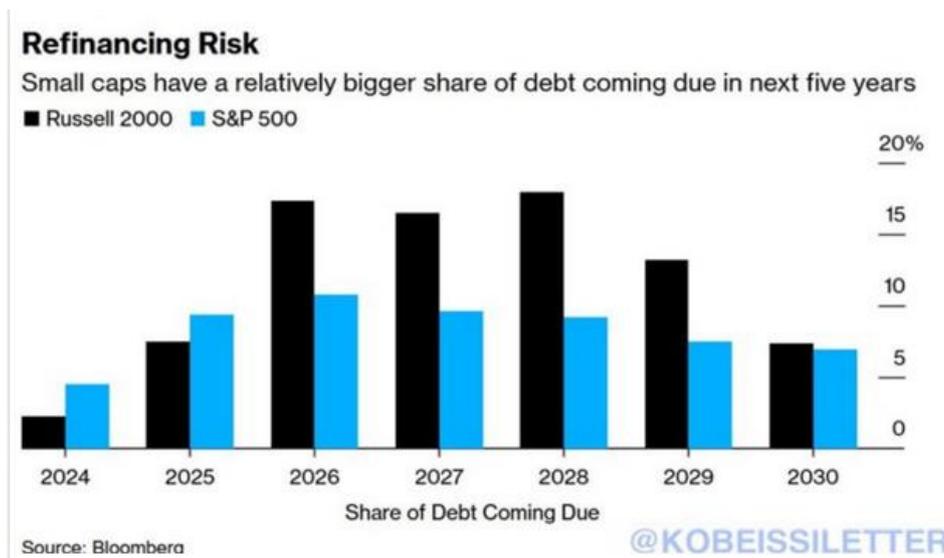
Revue des marchés mai 2024



Après une saine correction au mois d'avril, les actifs risqués ont repris leur tendance haussière en mai. Des chiffres de l'inflation américaine (CPI) publiés en milieu de mois ont rassuré les investisseurs sur la tendance baissière de cette dernière. Le contexte géopolitique et humanitaire, aussi dramatique qu'il puisse être, ne s'est pas dégradé. Ce risque est donc jugé « stable » pour le moment par les investisseurs. De plus, la plupart des entreprises ont publié des résultats de bonne facture pour le premier trimestre. Sans s'attarder sur les sociétés qui profitent de l'explosion de l'intelligence artificielle, à l'image de Nvidia qui a publié des résultats (et des prévisions) stratosphériques, la grande majorité des entreprises ont réussi à maintenir des marges bénéficiaires solides voire même les augmenter. Dans cet environnement « Goldilocks », la plupart des indices se sont adjugés entre 1 et 5% sur le mois et certains se sont même offerts le luxe d'enregistrer des plus hauts historiques à l'image du S&P500 et du Stoxx Europe 600. Les taux longs ont fortement corrigé en début de mois mais ont eu tendance à se tendre durant les dernières séances. Le rendement américain à 10 ans termine en baisse de 18 points de base à 4.50% après avoir visité les niveaux de 4.40% quelques jours plus tôt. Son homonyme allemand quant à lui a terminé le mois en légère hausse de 8 points de base à 2.66%. Si la politique monétaire de la BCE est relativement « facile à lire » (une première baisse de taux devrait être confirmée lors de la réunion du 6 juin prochain), les investisseurs demeurent nerveux et indécis quant aux décisions à venir de la FED. Les membres de l'institution, qu'ils soient votants ou non au sein du comité, ont eu tendance à souffler le chaud et le froid dans la presse ces dernières semaines, ce qui explique la volatilité constatée sur l'ensemble de la courbe des taux. L'inversion de cette dernière s'est d'ailleurs accentuée des deux côtés de l'Atlantique.

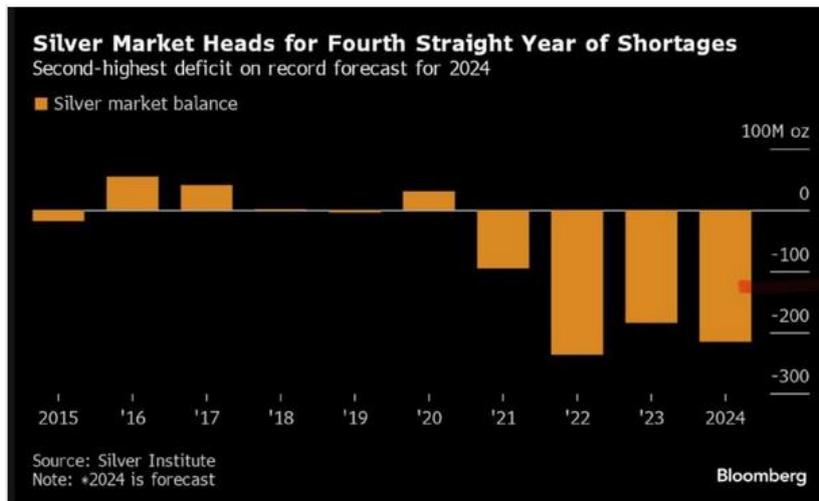


Les spreads de crédit demeurent stables et sont toujours très étroits, un signe de solidité financière des entreprises. Malgré cela, le spectre d'un « credit crunch » continue de hanter les esprits de certains investisseurs depuis la forte remontée des taux. Selon les données de Bloomberg, les sociétés du Russell 2000 (indice qui regroupe les petites et moyennes capitalisations boursières) cumulent plus de 830 milliards de dollars US de dette et environ 75% de ce montant devra être refinancé durant les cinq prochaines années. Le mur de la dette, que nous avons évoqué à plusieurs reprises ces derniers mois, pourrait venir enrayer le bon fonctionnement de l'économie en provoquant une augmentation des taux de défauts. Même si ce n'est pas le scénario privilégié, il faudra suivre attentivement les refinancements des sociétés les plus endettées à l'approche des échéances de ces dernières.



Sur les marchés des matières premières, le Bloomberg Commodity Index vient de clôturer son troisième mois consécutif de hausse (+3% en mai et +6.1% depuis le début de l'année) et est repassé au-dessus de sa moyenne mobile des 200 jours et évolue dans une configuration technique constructive. Au-delà de la technique qui demeure relativement aléatoire, les fondamentaux de certaines d'entre-elles sont excellents. Nous avons mis en évidence à plusieurs reprises ces derniers mois la forte demande des banques centrales pour le métal jaune. Ces dernières, surtout celles des pays émergents (Chine, Inde et Brésil en tête), accumulent de grandes quantités d'or pour diversifier leurs réserves et réduire leur dépendance au dollar US. Mais le Cuivre (+4.66% en mai et +22.2% depuis le début de l'année), l'Argent (+19.26% en mai et +31.8% depuis le début de l'année) ou encore l'Aluminium et le Nickel ne sont pas en reste. La forte demande pour ces métaux industriels, qui évoluent pour certains d'entre eux à leur plus haut historique, est principalement motivée par la transition énergétique. L'effervescence se propage même sur les sociétés actives dans l'extraction à l'image de la récente tentative de rachat d'Anglo American par BHP Group.

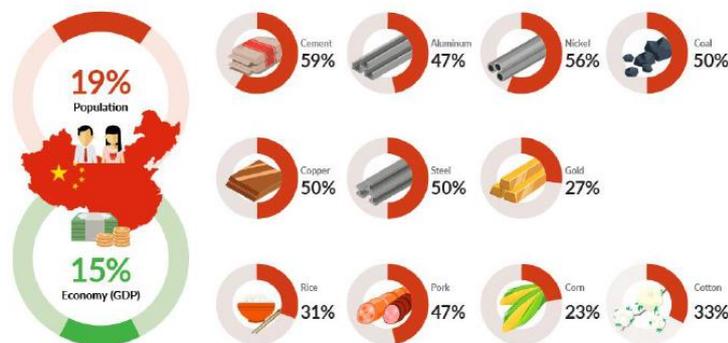
Il faut savoir que certaines matières premières, à l'image du Cuivre et de l'Argent pour n'en citer que deux, subissent (ou subiront prochainement) une pénurie d'offre qui pourrait provoquer un emballement des prix à la hausse. L'électrification de l'industrie provoque une explosion de la demande, tandis que l'offre, à la suite d'investissements trop faibles de la part des sociétés extractrices de minerais ces dernières années, ne croît pas assez vite. D'autant plus qu'il faut plus de dix ans pour qu'une nouvelle mine puisse être exploitée à pleine capacité. Il est encore trop tôt pour le certifier, mais le « super cycle » sur les matières premières que nous avons évoqué l'année dernière est probablement en train de se mettre en place. Cette tendance haussière pourrait (devrait) durer plusieurs années.



Même si diverses institutions ont récemment revu leurs prévisions de croissance de la Chine à la hausse pour 2024, cette dernière « tourne au ralenti » depuis le Covid et l’implosion de son marché immobilier. Ce pays est, de loin, le plus gros consommateur de métaux de base. Si la croissance fait son retour comme escompté, cela devrait également avoir un impact sur la demande de matières premières, dont le Cuivre, ce qui viendrait appuyer la thèse d’un « super cycle » dans ce segment.

CHINA'S STAGGERING DEMAND FOR COMMODITIES

Half or more of all steel, copper, coal, nickel, and cement goes there



Le pétrole a quant à lui cédé 6% au mois de mai. Malgré les conflits géopolitiques qui militent en faveur d’une hausse de l’or noir, les craintes d’un ralentissement économique plus prononcé limite son potentiel de hausse. De plus, en vue des élections présidentielles de novembre et afin de redorer sa cote de popularité en maintenant les prix à la pompe bas durant la « driving season », le président Biden a décidé d’alimenter l’offre en proposant un million de barils par jour supplémentaire en provenance des réserves stratégiques du pays.

Encore un mot sur les actifs digitaux qui se sont envolés au mois de mai. Grâce à une appréciation de plus de 13%, le Bitcoin est à nouveau venu flirter avec le niveau psychologique des 70'000\$, soit proche de ses plus hauts historiques. La décision d’autoriser l’émission d’ETF sur l’Ethereum par la SEC a fait grimper ce dernier de plus de 27% sur le mois.

Évolution des marchés à fin mai 2024

End of May	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	4.23%	4.80%	1.27%	0.10%	4.31%	6.57%	0.29%	-0.68%
Perf 3 Month	3.24%	3.56%	2.17%	0.83%	13.21%	4.91%	2.74%	1.82%
Perf YTD	8.71%	10.64%	10.22%	5.96%	12.08%	7.75%	2.46%	4.34%

End of May	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-6.03%	-7.10%	1.80%	0.49%	-1.69%	-1.41%	0.27%	0.18%
Perf 3 Month	-1.62%	-2.39%	13.84%	18.21%	-0.40%	-5.02%	0.52%	-2.36%
Perf YTD	7.45%	5.94%	12.81%	17.30%	1.76%	-8.73%	1.81%	-5.11%

End of May	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	1.31%	1.70%	0.04%	1.82%	-0.89%	1.82%	1.49%	1.72%
Perf 3 Month	-0.70%	0.04%	-0.15%	-0.58%	-3.01%	0.64%	2.16%	1.77%
Perf YTD	-3.30%	-1.64%	-1.55%	-2.79%	-7.01%	-1.34%	2.77%	1.58%

Source : Bloomberg 31/05/24

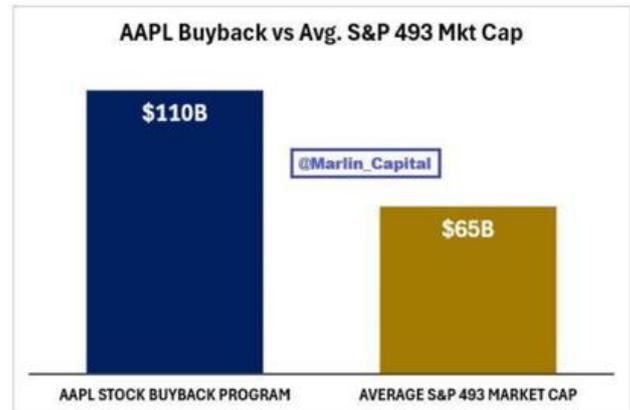
Au-delà des raisons économiques évoquées plus haut qui expliquent la bonne tenue des indices boursiers, les programmes de rachat d'actions (« share buyback ») de la part des entreprises qui « débordent » de liquidités constituent une autre source de soutien pour les marchés actions. Durant le développement du programme, le cours de l'action de la société bénéficie d'un soutien qui peut parfois rassurer les investisseurs et les encourager acheter ces valeurs.

Mécaniquement, les rachats d'actions font baisser le PER (« Price Earning Ratio ») et rendent donc la valorisation de la société moins chères aux yeux des investisseurs (du moins, pour ceux qui utilisent ce ratio pour évaluer la cherté d'une entreprise). Il faut tout de même noter que lorsqu'un évènement exogène survient, les sociétés peuvent suspendre leur programme à tout moment.

Ces derniers sont parfois controversés au sein de la communauté des investisseurs. Certains prétendent que si les rachats d'actions sont positifs pour soutenir le cours du titre à court terme, ils symbolisent un manque d'opportunité d'investissement et donc une croissance future potentiellement plus faible. D'autres mettent en avant le fait que les sociétés qui usent de ces programmes le font généralement dans un cycle de génération de cashflows importante et donc à un moment où la valorisation de l'entreprise est déjà élevée (chère). Les investisseurs de ce camp préfèrent largement que les entreprises procèdent à des distributions de dividendes avec le cash excédentaire qui n'est pas directement réinvesti dans les activités de ces dernières. D'ailleurs certaines sociétés de croissance à l'image de Meta et Alphabet ont récemment annoncé leurs premières distributions de dividende. Attention également aux sociétés qui contractent de la dette pour procéder à un programme de rachat d'actions afin de donner l'impression que l'activité se porte bien. Cela peut paraître surprenant, mais il y en a plus que ce que l'on pense qui procèdent de la sorte.

Selon une étude de Goldman Sachs, ces programmes devraient être en augmentation ces prochaines années. Attention tout de même aux estimations consolidées...sur les 925 milliards de dollars US de rachat d'actions par les sociétés du S&P500 que la banque d'affaires attend en 2024, 110 milliards (soit près de 12% du montant total) concernent uniquement Apple !

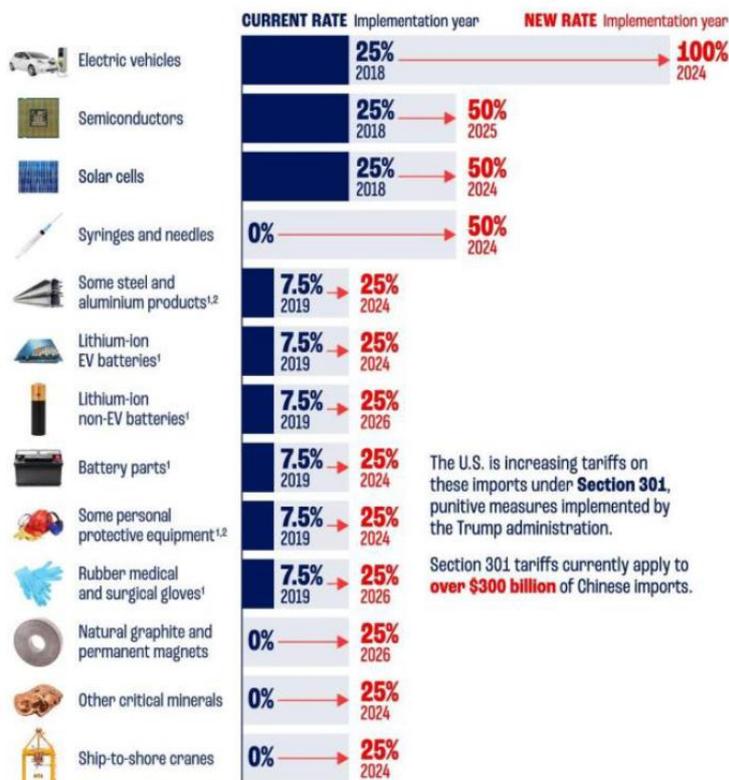
Qu'ils soient bons ou mauvais à moyen terme, les rachats d'actions vont tout de même apporter du soutien à court terme aux titres des sociétés qui les pratiquent.



Est-ce que la guerre commerciale est en train de faire son grand retour ? Ou formulé différemment, avons-nous réellement assisté à une trêve ces dernières années ?

Vous vous souvenez certainement tous des promesses de campagne de Donald Trump « Make America great again » qu'il s'est d'ailleurs efforcé de mettre en œuvre (à sa manière) durant tout son mandat présidentiel. Même si tout semble opposer le magnat de l'immobilier avec l'actuel président démocrate des Etats-Unis, il semblerait que les deux candidats aient quelques points communs. L'annonce de nouveaux tarifs douaniers à l'encontre de la Chine est tombée au courant du mois de mai et cela concerne tous types de bien comme différents minerais ou puces électroniques en passant par les véhicules électriques. Même si cette nouvelle n'a pas eu d'impact particulier sur les marchés pour le moment, les investisseurs craignent pour l'équilibre des échanges commerciaux mondiaux. Finalement, est-ce vraiment une surprise ? Depuis la levée des confinements dus au Covid, la stratégie de « reshoring » des Etats-Unis et de l'Europe a instauré un environnement de protectionnisme à l'égard des pays qui jouent la carte de la globalisation à tout prix. La Chine est critiquée pour ses méthodes et son éthique discutables, raison pour laquelle les USA ne veulent pas leur donner trop facilement accès à leur marché de consommateurs. Cette décision intervient à un moment où les tensions sont au paroxysme entre la Chine et Taïwan. N'oublions pas que Pékin voit d'un mauvais œil la complicité qui s'est instaurée entre la République de Chine, qu'elle aimerait réintégrer dans l'Empire, et les Etats-Unis. Les nombreux exercices militaires chinois autour de l'île ont d'ailleurs le don d'agacer le président taïwanais pro indépendance Lai Ching-te élu récemment. Même si à ce stade l'intervention militaire chinoise est assez peu probable il ne faut pas l'exclure des hypothèses.

AMERICA'S TARIFF INCREASES on China



The U.S. is increasing tariffs on these imports under **Section 301**, punitive measures implemented by the Trump administration.

Section 301 tariffs currently apply to **over \$300 billion** of Chinese imports.

¹ Tariffs implemented in 2019 started at 15% and were reduced to 7.5% in January 2020.
² Current rate for steel and aluminium products and personal protective equipment ranges from 0 to 7.5%.
 Source: The White House

COLLABORATORS RESEARCH • WRITING Kayla Zhu, Niccolò Conte | ART DIRECTION • DESIGN Sabrina Lam

Comme très souvent, l'environnement économique n'est pas tout blanc ou tout noir. Même lorsque ce dernier est encourageant, il y a régulièrement des foyers de risque qui ont tendance à calmer les ardeurs des investisseurs, ce qui n'est peut-être pas plus mal et évite de vivre trop de période d'euphorie qui, comme nous le savons tous, se terminent par de brutales corrections.

Est-ce que les conflits géopolitiques, que ce soit en Ukraine ou en Palestine, vont provoquer de nouveaux dommages collatéraux sur les chaînes d'approvisionnement et l'économie mondiale ? Est-ce que la Chine envisage réellement l'option d'une intervention militaire pour réunifier l'île de Taïwan ? Est-ce que l'inflation des services va provoquer une 2^{ème} vague de forte hausse de cette dernière comme cela a été le cas dans les années 70 (nous ne le pensons pas et avons évoqué les arguments de notre point de vue dans notre lettre du mois précédent) ?

Il est difficile de répondre à ces questions simplement par oui ou par non...

Comme nous le répétons régulièrement, notre métier d'allocateur d'actifs n'est pas de faire un pari sur l'hypothèse que tel ou tel scénario catastrophe se réalise. Notre but est de construire des portefeuilles robustes qui, sur le long terme, offrent un rendement ajusté du risque satisfaisant. C'est pourquoi nous confirmons notre recommandation de rester investi de manière diversifiée, même si un de ces risques évoqués devait se matérialiser.

L'économie mondiale se porte bien, la plupart des entreprises ont des bilans solides, affichent une croissance décente et des marges bénéficiaires confortables. Un ralentissement ne peut pas être exclu mais les risques d'une récession sont relativement faibles au moment où nous écrivons ces lignes.



Nous sommes tout de même prudents sur les segments très (trop ?) chèrement valorisés qui profitent de l'euphorie de la thématique « intelligence artificielle » et aurions tendance à ne pas trop fortement pondérer cette poche en ce moment. Dans le contexte actuel, nous affectionnons particulièrement les sociétés capables de proposer une croissance régulière de leur dividende. Nous demeurons à votre disposition pour en discuter plus en détail.

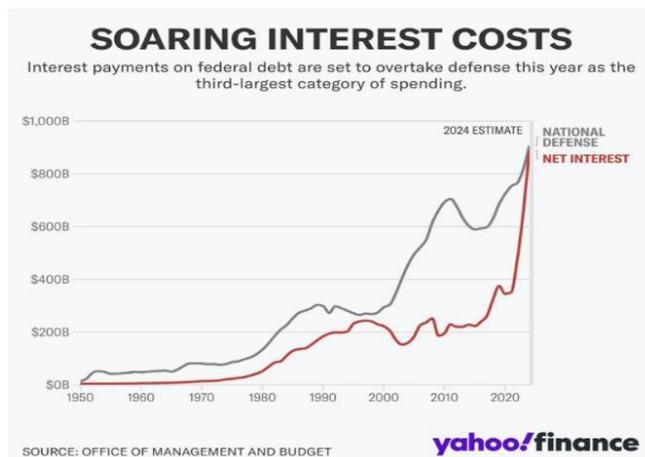
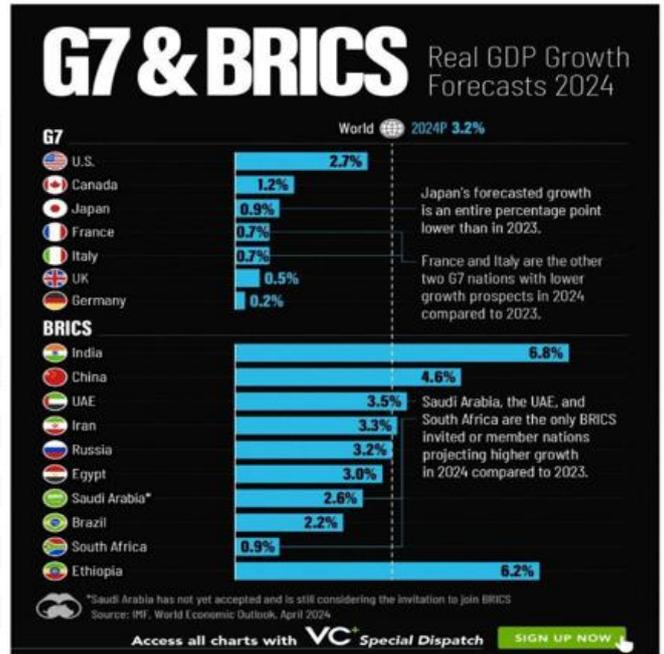
Nous vous souhaitons un bon passage à l'été.

Graphiques Bonus :

Wall Street's S&P 500 \$SPX Price Targets

Wall Street firm	2024 S&P 500 target as of May 20	2024 S&P 500 target as of March 25
BMO Capital Market	5600	5100
Wells Fargo Investment Institute	5535	4625
Deutsche Bank	5500	5100
Oppenheimer Asset Management	5500	5500
Société Générale	5500	5500
Morgan Stanley	5400 (12-month forecast)	4500
Bank of America	5400	5400
Yardeni Research	5400	5400
RBC Capital Markets	5300	5150
Barclays	5300	5300
Goldman Sachs	5200	5200
UBS Global Wealth Management	5200	5200
Fundstrat	5200	5200
Citi	5100	5100
JPMorgan	4200	4200
Average	5289	5117
Median	5400	5200

Source: MarketWatch



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.