

Revue des marchés février 2024



Même si les performances des indices boursiers de janvier n'étaient pas aussi extraordinaires que lors des deux derniers mois de l'année 2023, l'état d'esprit des investisseurs était toujours en mode « festif ». Il y a en effet comme un parfum de rallye de fin d'année qui plane en ce moment sur les bourses. Les espoirs d'un scénario « Goldilocks » motivent les investisseurs à favoriser les titres de croissance. Le consensus attend effectivement que l'inflation continue de se contracter pour tendre vers l'objectif des banques centrales à 2% tout en pariant sur une activité économique qui devrait permettre aux pays développés d'éviter une récession. Dans ce scénario, les banquiers centraux devraient commencer à revoir leurs taux à la baisse dans un avenir proche. Les tensions en mer Rouge qui pourraient faire ressurgir le spectre du dérèglement des chaînes d'approvisionnement et donc mettre, à court terme, de la pression à la hausse sur l'inflation ne semblent pas avoir eu beaucoup d'écho auprès des investisseurs. Cela a permis aux indices boursiers d'engranger entre 1% et 3% sur le mois. Le S&P500 s'est même offert le luxe de franchir un plus haut historique. Certaines sociétés affichent déjà des performances que nous pourrions qualifier d'indécentes à l'image de Nvidia qui s'est apprécié de plus de 24% en janvier après une performance de 238% en 2023 ou encore ASML qui a engrangé plus de 17% sur le mois. Les grandes perdantes de l'environnement actuel sont les petites et moyennes capitalisations boursières qui ne cessent de sous-performer leurs grandes sœurs. Pour preuve, le Russell 2000 s'est contracté de près de 4%. Ces dernières sont plus exposées aux conséquences d'un cycle économique moins dynamique et d'un accès au crédit restreint, ce qui refroidit l'attrait des investisseurs pour ce segment.

Du côté des bourses asiatiques, aidé par sa devise en baisse (-4% contre USD), l'indice Nikkei 225, qui regroupe les principales actions japonaises s'est envolé de 8.4% évoluant à un niveau qu'il n'avait pas visité depuis 1990. A l'inverse, malgré une nouvelle tentative de relance de la part de la PBoC par une baisse de ses taux, les bourses chinoises ont poursuivi leur descente aux enfers (-10% sur le mois). Comme nous l'évoquions dans notre précédente lettre, les investisseurs attendent des signes positifs pour à nouveau accorder leur confiance à ce marché qui cumule les déboires. La mise en liquidation du géant immobilier chinois Evergrande par un tribunal hongkongais ne va pas contribuer à regagner cette confiance nécessaire pour une reprise durable. En proie à des difficultés financières depuis plus de trois ans, n'a pas été en mesure de proposer un plan convaincant de restructuration de sa dette. Il est trop tôt pour savoir si cette nouvelle va avoir un effet domino sur les autres acteurs du secteur, mais c'est clairement un sujet à surveiller. Il est également difficile d'affirmer que les élections taïwanaises ont eu un impact négatif sur l'évolution du marché chinois. Toujours est-il que, même si son score est le moins bon des trois dernières élections présidentielles du pays, le candidat pro-indépendance l'a emporté haut la main, ce qui donne du fil à retordre aux autorités chinoises dans leur plan de réunification. Pas grand-chose à signaler du côté des devises principales excepté la baisse du Yen japonais mentionné précédemment et une tendance du dollar US à s'apprécier, excepté contre le Franc suisse (comme d'habitude...).

Évolution des marchés à fin janvier 2024

Equities in Local Currencies								
End of January	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.14%	1.59%	2.81%	1.51%	-0.24%	1.76%	-4.68%	-6.29%
Perf 3 Month	15.77%	15.54%	14.46%	11.20%	11.76%	9.07%	6.62%	-10.00%
Perf YTD	1.14%	1.59%	2.81%	1.51%	-0.24%	1.76%	-4.68%	-6.29%
Commodities					Currencies vs EUR			
End of January	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	5.86%	6.06%	-1.14%	0.58%	2.04%	-2.03%	1.67%	-0.32%
Perf 3 Month	-6.38%	-6.52%	2.80%	6.14%	-2.24%	0.92%	2.07%	3.32%
Perf YTD	5.86%	6.06%	-1.14%	0.58%	2.04%	-2.03%	1.67%	-0.32%
Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of January	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.38%	-0.27%	-0.33%	-0.15%	-1.81%	-0.70%	-0.19%	-0.56%
Perf 3 Month	7.90%	8.23%	5.79%	8.56%	11.62%	9.16%	9.39%	9.11%
Perf YTD	-1.38%	-0.27%	-0.33%	-0.15%	-1.81%	-0.70%	-0.19%	-0.56%

Source: Bloomberg 31/01/24.



Après un fort rallye en fin d'année, les obligations ont repris leur souffle en janvier. Les chiffres de l'inflation de décembre légèrement au-dessus des attentes ainsi que les perspectives incertaines d'une première baisse de taux des banques centrales représentent les raisons principales d'un rebond des rendements sur l'ensemble de la courbe. Certes, ces mouvements n'ont rien à voir avec ce que nous avons connu en 2022, mais nous avons pu assister à une légère hausse des taux longs, à l'image du rendement US à 10 ans qui s'est apprécié de 3 points de base. Même tendance pour son cousin allemand qui a repris 14 points de base après la baisse de plus de 80 points entre novembre et décembre 2023. Malgré des conditions de crédit qui se tendent, tant pour les particuliers que pour les entreprises, les « spreads » de crédit demeurent relativement stables. Comme déjà évoqué, de gros besoins de refinancement devraient arriver courant 2024 et en 2025, ce qui pourrait apporter un brin de volatilité sur certains segments. Du côté des matières premières l'uranium ressort comme le grand gagnant de l'inertie constatée dans la transition énergétique. Si les secteurs du solaire et de l'éolien se prennent les pieds dans le tapis, l'uranium connaît sa période de gloire. Ce dernier, pour son 7^{ème} mois consécutif de hausse, s'est encore envolé de 10% en janvier. Les différents projets de construction de nouvelles centrales nucléaires à travers le monde, dont de nombreuses en Chine, ne sont pas étrangers à cette performance. Du côté des actifs digitaux, une décision historique est tombée. Le gendarme des marchés financiers (SEC) a enfin accepté l'émission d'ETF sur le Bitcoin, mais ce dernier qui termine le mois de janvier quasiment inchangé n'en a pas vraiment profité, malgré un pic juste après l'annonce. Cela donne une certaine légitimité à cette classe d'actifs controversée.

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Cumulative	Annualized
BTC 5,516%	SPX 12%	BTC 37%	BTC 119%	BTC 1,300%	AGG 0%	BTC 92%	BTC 302%	BTC 58%	CMT 20%	BTC 156%	BTC 315,678%	BTC 124%
SPX 26%	AGG 5%	AGG 0%	HY 17%	EM 35%	HY -2%	SPX 29%	Gold 24%	CMT 30%	Gold 1%	SPX 25%	SPX 226%	SPX 13%
HY 6%	HY 2%	SPX -1%	EM 15%	SPX 18%	Gold -3%	EM 21%	SPX 15%	SPX 29%	HY -11%	HY 12%	HY 64%	HY 5%
AGG -1%	EM 1%	HY -4%	CMT 14%	Gold 12%	SPX -7%	Gold 18%	EM 14%	HY 5%	AGG -12%	Gold 12%	EM 35%	EM 3%
EM -3%	Gold -3%	Gold -11%	SPX 11%	HY 7%	CMT -9%	HY 14%	AGG 7%	EM 0%	EM -18%	EM 9%	Gold 18%	Gold 2%
CMT -9%	CMT -18%	EM -14%	Gold 7%	CMT 6%	EM -15%	CMT 10%	HY 7%	AGG -1%	SPX -20%	AGG 5%	AGG 17%	AGG 2%
Gold -29%	BTC -58%	CMT -25%	AGG 2%	AGG 3%	BTC -73%	AGG 8%	CMT -3%	Gold -6%	BTC -65%	CMT -2%	CMT -4%	CMT 0%

BTC=Bitcoin; SPX=S&P500; HY=HighYield; EM=EmergingMarkets; AGG=AggregateBonds

Nous le disions en introduction, les tensions en mer Rouge ne semblent pas, pour l'instant, inquiéter les investisseurs. Pourtant, l'impact négatif sur les actifs risqués pourrait être important si la situation devait s'embraser. Depuis plusieurs semaines, les Houthis, organisation yéménite armée soutenue par l'Iran, tente de perturber le trafic maritime à destination du Canal de Suez sur fond d'attaques de missiles et de drones contre des cargos commerciaux en réponse aux bombardements israéliens contre l'enclave palestinienne de Gaza. Le canal de Suez voit transiter 20'000 navires chaque année, soit près de 12% du trafic maritime mondial et il serait difficile d'imaginer un autre moyen de transport pour le commerce entre la Chine et l'Europe. Depuis plusieurs semaines, de nombreuses compagnies maritimes ont détourné la route de leurs navires.

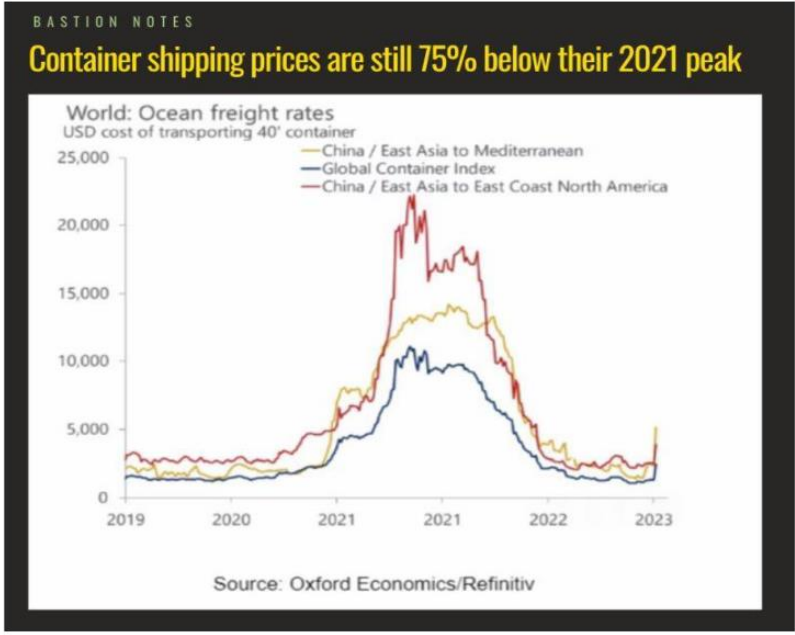


L'option choisie par la plupart des transporteurs (qui est tout simplement la seule alternative possible) est de contourner l'Afrique et de passer par le Cap de Bonne Espérance ce qui rallonge drastiquement les distances. La Chine, qui s'inquiète pour ses exportations, met la pression sur Israël en demandant une fin rapide du conflit à Gaza, ce qui contribuerait à apaiser les tensions en mer Rouge, mais l'état hébreux, ne semble pas le voir du même œil...

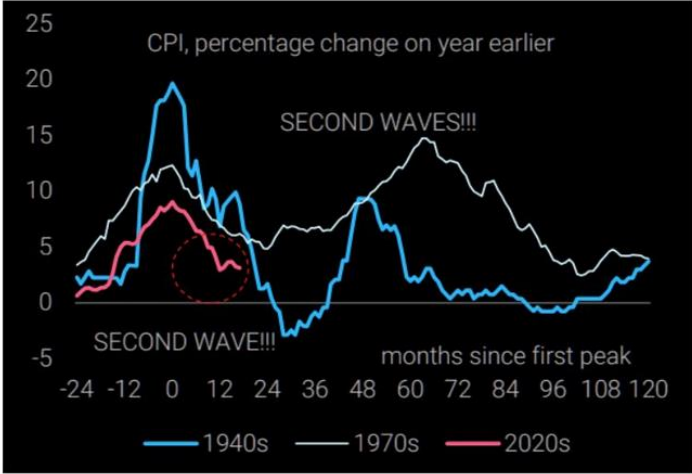


Source: Global Maritime Hub, S&P Global Commodity Insights

Pour couronner le tout, le canal de Panama, passage incontournable entre l'océan Pacifique et l'océan Atlantique et qui voit chaque année passer environ 5% du transport maritime mondial, « tourne » au ralenti à cause de la sécheresse qui implique des niveaux d'eau insuffisants pour maintenir un trafic normal. Il y a habituellement 36 navires qui transitent par le canal de Panama chaque jour contre 24 actuellement. Cela provoque, là encore, des retards dans les livraisons de marchandises et des files d'attentes importantes à l'entrée du canal. Comme vous pouvez vous en douter, ces perturbations ont des conséquences. Même si nous sommes encore loin des niveaux atteints après les confinements, cela va inévitablement impacter les prix de marchandises vendues (impact à la hausse sur l'inflation ?) ou mettre de la pression sur les marges bénéficiaires des entreprises (si ces dernières assument les conséquences de ces coûts supplémentaires, ce qui semble peu probable). Les prix du pétrole et du gaz pourraient également connaître une forte volatilité si la situation ne devait pas se stabiliser rapidement.



Les risques de « deuxième vague » de l'inflation sont donc concrets. Les problèmes mentionnés ci-dessus représentent clairement un risque de mauvaises surprises à ce niveau, surtout que nous avons déjà pu constater une légère hausse de l'inflation au 4^{ème} trimestre 2023, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Pour les américains, cette hausse provient principalement des effets de base sur les produits énergétiques, ainsi que de l'inflation des logements qui représentent environ 35% du panier de référence. Nous savons qu'à la suite d'un choc inflationniste tel que nous l'avons vécu entre 2021 et 2022, l'inflation ne revient pas forcément de manière linéaire au niveau où elle se situait auparavant et ce, malgré les efforts de la banque centrale. Nous pouvons même douter du fait qu'elle revienne, comme à l'époque, de manière durable sous les 2%. Comme nous l'avons déjà évoqué, les conséquences des confinements ont incité les entreprises et les consommateurs à adopter de nouvelles « habitudes ». La déglobalisation provoquera une inflation structurelle plus élevée. Cela ne représente pas un réel problème pour les actions, mais les investisseurs doivent déjà commencer à l'intégrer dans leurs modèles de valorisation.



Source: TS Lombard



Lors que nous parlons d'inflation, nous ne pouvons pas nous empêcher de penser aux banques centrales qui tentent, tant bien que mal, de maîtriser cette dernière afin qu'elle ne dérègle pas le fonctionnement de l'économie. Les membres de la BCE et de la FED se sont réunis en toute fin de mois pour débattre sur la politique monétaire à adopter. Du côté du vieux continent tout d'abord, Mme Lagarde a confirmé le fait que l'institution était dépendante des données économiques et que la politique évoluera en fonction de ses dernières. Rien de neuf nous direz-vous ! Par contre, elle semble avoir « mouché » les espoirs de certains investisseurs qui pensaient que les premières baisses de taux interviendraient en avril déjà. Sans donner d'indication précise, il semblerait qu'une première intervention est à attendre pour cet été et que nous devrions assister à 3 baisses en 2024. Cela demeure bien évidemment hypothétique à ce stade.

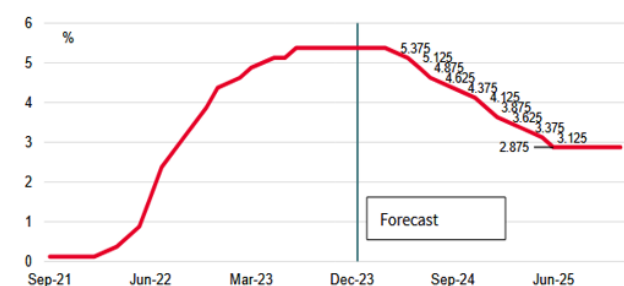
De l'autre côté de l'Atlantique, le message est quasiment identique. Si la probabilité d'assister prochainement à un cycle de baisse de taux est élevée, le débat fait rage sur la date de la première baisse. Mr. Powell a laissé entendre que l'institution ne bougerait pas ses taux tant qu'elle n'aura pas la certitude que l'inflation est sous contrôle. Pour cela, il faudrait voir des signes clairs de détente du marché du travail américain. Avant la réunion, les premières baisses attendues par le consensus étaient au mois de mars, il n'est pas impossible que cette prévision soit légèrement revue. Il semblerait bien que l'adage « higher for longer » prenne tout son sens.

Inflation trends – Core measures



Source: SG Cross Asset Research/Economics

Fed funds rate and SG forecasts looking forward



Source: SG Cross Asset Research/Economics

Certains voient des similitudes entre la situation actuelle et la bulle internet de 2000. Certes et comme nous l'avons dit précédemment, certaines sociétés se négocient à des niveaux de valorisation extrêmes et potentiellement inquiétants qui pourraient provoquer une correction. Cependant, il est important de noter que ces dernières génèrent des bénéfices pharaoniques tous les trimestres, contrairement aux années 1999-2000. Une contraction de ces bénéfices durant les prochains trimestres ne peut pas être exclue, mais nous sommes loin de la situation de l'effondrement d'un château de carte auquel nous avons assisté entre 2000 et 2002. Pour justifier une telle valorisation, ces sociétés n'ont pas le droit à l'erreur. La moindre déception sur les marges ou sur les perspectives de croissance sera immédiatement sanctionnée, à l'image de Tesla qui a perdu 24% en janvier. C'est pour ces raisons que nous répétons depuis plusieurs mois qu'il faut être plus sélectif que jamais dans le choix des sociétés et éviter celles qui ne sont pas profitables ou trop chèrement valorisées. C'est probablement également pour cette raison que les petites et moyennes capitalisations boursières n'ont pas la cote pour le moment...mais cela pourrait changer lorsque les perspectives de crédit s'éclairciront. L'innovation et la hausse de la productivité devraient permettre aux entreprises les plus performantes de continuer à attirer de nouveaux investisseurs.



Nous entrons dans une année électorale aux Etats-Unis. Si pour l’instant le flux de nouvelles n’influence que très peu les marchés, cela pourrait changer au fil des mois.

Nous vous souhaitons à toutes et tous un bon début d’année !

FIGURE 5 US president by party, real GDP, equity returns and US dollar

	Annualized Real S&P 500 Total Return (%)	Annualized Real GDP Growth (%)	Unemployment Rate At Start Of Term (%)	Annualized Real Trade Weighted Dollar Change (%)	Party	Term Start Date
Truman	9.7	4.7			D	04/12/45
Eisenhower	13.3	2.5	2.8		R	01/20/53
Kennedy	9.9	5.3	6.3		D	01/20/61
Johnson	7.9	5.1	5.5		D	11/22/63
Nixon/Ford	-2.1	2.7	3.4		R	01/20/69
Carter	1.3	3.2	7.8	-1.0	D	01/20/77
Reagan	9.4	3.6	7.4	0.1	R	01/20/81
Bush	11.0	2.2	5.3	-0.2	R	01/20/89
Clinton	14.2	3.8	7.4	2.2	D	01/20/93
Bush II	-5.3	1.9	3.9	-1.5	R	01/20/01
Obama	12.7	2.0	6.9	1.4	D	01/20/09
Trump	13.9	1.8	4.8	-1.5	R	01/20/17
Biden*	2.0	2.8	6.8	3.8	D	01/20/21
Weighted average						
Republican	5.5	2.5	5.8	-0.7		
Democrat	9.6	3.6	5.6	1.5		

*Biden figures are through Q2 2023.

Source: Haver Analytics through October 5, 2023. Indices are unmanaged. An investor cannot invest directly in an index. They are shown for illustrative purposes only and do not represent the performance of any specific investment. Index returns do not include any expenses, fees or sales charges, which would lower performance. Past performance is no guarantee of future results. Real results may vary.



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.