

Revue des marchés mars 2024

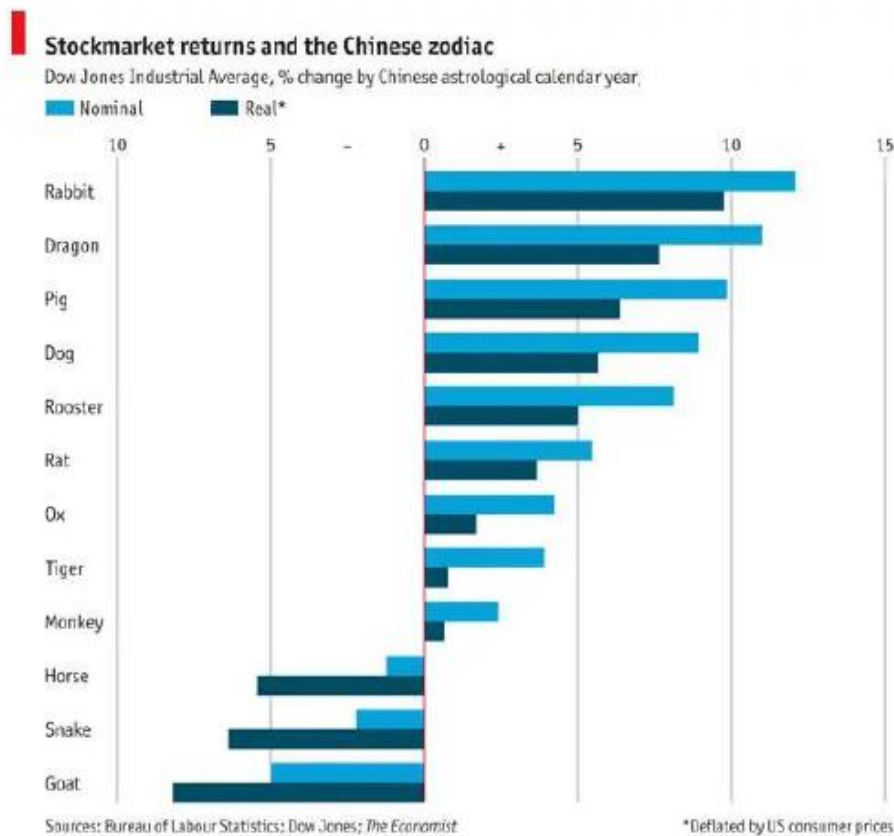


Malgré des révisions de la part des économistes quant au début du cycle d'assouplissement monétaire, les marchés actions se sont plutôt bien comportés au mois de février. En effet, à la suite des récentes statistiques économiques et à la publication des Minutes de la dernière réunion de la Banque centrale américaine, les attentes de baisse de taux ont diminué. En janvier, le consensus attendait une première baisse dès le mois de mars, alors qu'aujourd'hui, l'institution ne devrait pas intervenir avant juin. De plus, le nombre de baisse de taux attendu pour l'année 2024 est passé de six à trois. Ces révisions s'expliquent par une inflation sous-jacente qui ralentit moins rapidement qu'attendu (principalement à cause du prix des logements) et à une activité économique qui demeure soutenue. Sachant que le rallye initié en octobre 2023 sur les actions s'est fait notamment grâce à des perspectives de politique monétaire plus accommodantes (le fameux pivot des banques centrales) nous aurions pu imaginer que ces révisions impactent négativement le moral des investisseurs et que cela provoque une correction des actions. Il n'en fut rien ! Au contraire même. Les excellents résultats des entreprises pour le quatrième trimestre ont provoqué des nouvelles vagues d'achat. Dans ce contexte de « scénario Goldilocks » (une inflation sous contrôle et en contraction ainsi qu'une croissance positive) la plupart des indices ont engrangé entre 2% et 5% pour un quatrième mois consécutif de hausse. Même si certains titres technologiques (principalement ceux qui bénéficient directement de l'intelligence artificielle) à l'image de Nvidia (+60% depuis le début de l'année) affichent des performances stratosphériques, le reste du secteur technologique n'a pas tant surperformé. Au Japon, après une forte hausse en janvier (+8.4%), le Nikkei 225 qui regroupe les principales valeurs japonaises s'est encore adjugé 7.5% en février. Cela a permis à l'indice de franchir son plus haut historique qui datait de 1989 et ce, malgré le fait que l'économie japonaise s'est contractée pour le deuxième trimestre consécutif, ce qui s'apparente à une économie en récession.

En Europe, le secteur automobile fait office de grand gagnant en engrangeant plus de 12% sur le mois, aidé notamment par des commentaires optimistes du patron de Mercedes-Benz (+17.2%) lors de la journée dédiée aux investisseurs.



Le secteur minier (-6.5%) qui est fortement corrélé à l'activité économique chinoise continue de décevoir. Parlons de la Chine justement. Après avoir démis de ses fonctions le responsable de l'organisme de régulation des valeurs mobilières (CSRC), les autorités chinoises ont implémenté des restrictions sur les ventes à découvert de titres. Ainsi, le marché chinois a enfin connu un rebond en février. L'indice CSI300 s'est adjugé 9.6% alors que le HSCEI a engrangé 9.3%. Il est évidemment trop tôt pour pouvoir interpréter cette hausse comme le début d'une nouvelle tendance ou un simple rebond technique, toujours est-il que les autorités chinoises tentent de contenir la baisse. Pour repartir dans une tendance de hausse durable, des mesures plus fondamentales et économiques seront nécessaires. La baisse du taux directeur LPR (Loan Prime Rate) à 5 ans de 4.20% à 3.95% a également été saluée par les investisseurs. Certains économistes parlent d'une « Japonisation » de l'économie chinoise. Cela sous-entend que l'Empire du Milieu va subir la même évolution économique que son voisin dans les années 1990. Nous pouvons certes y voir quelques similitudes. Le taux de fécondité chinois n'est actuellement que de 1.2 enfant par femme alors qu'il s'affichait à 1.5 au Japon dans les années 90. Le marché immobilier chinois a implosé, tout comme au Japon à l'époque. Par contre, lorsque que le marché boursier du pays du soleil levant s'est effondré, ce dernier était valorisé à 70x les bénéfices alors que le marché chinois se traite à 9x les bénéfices actuellement. Le Yen japonais s'était apprécié de 30% durant les années 1985 et suivantes, ce qui avait pesé sur toute l'économie japonaise et surtout sur les exportateurs, ce qui n'est pas le cas du Renminbi aujourd'hui. L'actuelle situation économique chinoise n'est clairement pas rose, mais des évolutions urbaines sont nécessaires dans ce pays qui demeure émergent. Cela devrait soutenir la croissance du pays à terme. Est-ce que l'année du Dragon pourrait représenter un point d'inflexion...l'avenir nous le dira. Les sessions parlementaires de début mars pourraient déjà apporter des éléments de réponse.





Comme nous le disions en introduction, la hausse des actions en février s'est faite malgré la remontée des taux. En effet, nous avons pu assister à un rebond de 33 points de base sur le rendement américain à 10 ans et de 24 points sur son « cousin » allemand. Ces derniers oscillent respectivement à 4.25% et 2.41%. Le mouvement haussier a même été plus violent sur les taux courts, ce qui a accentué l'inversion de la courbe. Un mot également sur les actifs digitaux qui bénéficient d'un regain d'intérêt à l'approche du « halving » sur le Bitcoin. Cette pratique, qui se produit environ tous les quatre ans (soit tous les 210'000 blocs) consiste à réduire la commission des mineurs par deux. Ceci augmente la rareté de l'actif et provoque donc une augmentation de prix (à condition que la demande demeure présente). Le Bitcoin s'est envolé de plus de 40% sur le mois et se rapproche de son plus haut historique. La plupart des autres actifs digitaux ont suivi la tendance dans des proportions similaires.

Évolution des marchés à fin février 2024

Equities in Local Currencies								
End of February	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	4.11%	5.17%	4.93%	3.54%	-0.76%	0.93%	4.63%	9.35%
Perf 3 Month	10.37%	11.57%	11.30%	8.43%	-0.57%	5.39%	3.43%	0.57%
Perf YTD	5.30%	6.84%	7.88%	5.09%	-1.00%	2.70%	-0.27%	2.48%

Commodities								
End of February	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	3.18%	2.34%	0.23%	-1.34%	0.12%	-1.92%	-0.38%	-2.50%
Perf 3 Month	3.03%	0.95%	0.39%	0.34%	0.77%	-0.43%	0.77%	-0.29%
Perf YTD	9.23%	8.54%	-0.91%	-0.77%	2.16%	-3.91%	1.28%	-2.81%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of February	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.26%	-1.41%	-1.08%	-2.08%	-2.35%	-1.27%	0.79%	0.38%
Perf 3 Month	1.43%	2.08%	1.88%	1.69%	2.68%	2.15%	4.65%	4.00%
Perf YTD	-2.62%	-1.68%	-1.40%	-2.23%	-4.12%	-1.96%	0.60%	-0.19%

Source : Bloomberg 29/02/24.

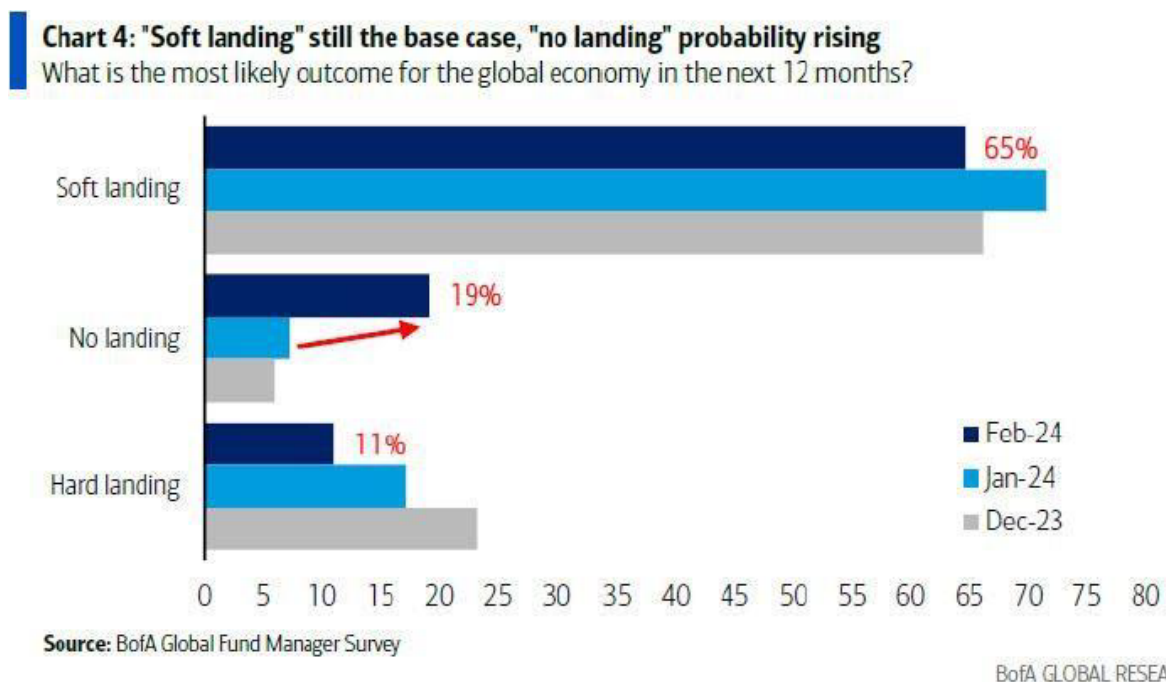
A l'heure où le S&P500 a franchi la barrière des 5000 points pour la première fois de son histoire, il nous semblait judicieux d'énumérer une liste (non exhaustive) d'arguments qui militent en faveur ou en défaveur d'une extension de la hausse des marchés actions.



Commençons par les **arguments positifs** :

Les fondamentaux

Nous le disions en introduction, le scénario macroéconomique actuel (Goldilocks) est propice aux marchés actions. Les derniers chiffres de la croissance américaine confirment la vigueur de l'économie. La plupart des salariés sont parvenus à maintenir leur pouvoir d'achat en mettant la pression sur leurs employeurs afin d'obtenir des augmentations de salaire, ce qui s'est vérifié dans de nombreuses industries. Malgré cela, la plupart des entreprises ont publié d'excellents résultats pour le quatrième trimestre ainsi que pour toute l'année 2023. Dans l'ensemble, les perspectives (guidance) sont encourageantes pour 2024 et selon les directeurs financiers des entreprises, la visibilité sur la marche des affaires est bonne. Grâce à l'innovation et à l'implémentation progressive de l'intelligence artificielle (IA) qui améliore la productivité, les grandes entreprises ont réussi à défendre et préserver leurs marges bénéficiaires et ce, malgré les impacts négatifs liés à l'inflation. Cette tendance devrait se prolonger durant les prochains trimestres ce qui est plutôt rassurant.



La valorisation

La définition d'une tendance haussière est une série de pics et de creux plus élevés que les précédents. Les investisseurs ont souvent tendance à ressentir de l'inquiétude lorsqu'un marché évolue au plus haut historique...la peur de l'inconnu peut-être. Pourtant, lorsqu'un nouveau plus haut historique est soutenu par des fondamentaux solides et une économie en expansion (ce qui est le cas aujourd'hui), il ne devrait pas y avoir de quoi s'inquiéter. Le risque principal est qu'une atmosphère euphorique s'installe sur les marchés et que cette dernière provoque la formation d'une bulle de valorisation. Même si, comme nous allons le démontrer ci-dessous, la plupart des bourses (et particulièrement les actions américaines) ne sont pas « bon marché », il ne s'agit pas d'une bulle de valorisation, du moins, pour le moment. Les indicateurs utilisés depuis plus de 40 ans par le célèbre Ray Dalio, fondateur du fonds spéculatif Bridgewater, semblent confirmer cette hypothèse.



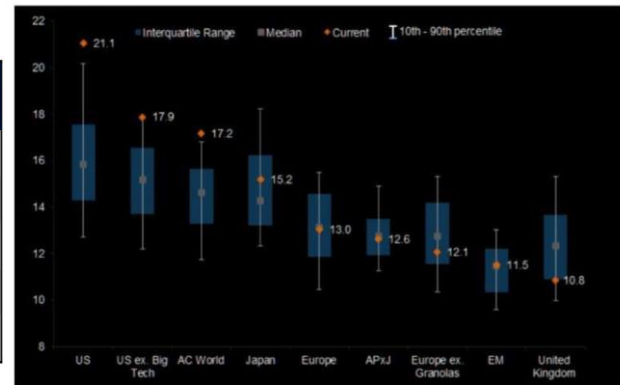
Current Conditions Compared to Previous Bubbles

	Roaring 1920s	Dot-Com Bubble	2007	Jan 22 Total Market	Jan 22 Emerging Tech	Today: Total Market	Today: Mag-7
1 Prices are high relative to traditional measures	Bubble	Bubble	No Bubble	Somewhat Frothy	Frothy	Frothy	Frothy
2 Prices are discounting unsustainable conditions	Bubble	Bubble	No Bubble	No Bubble	Frothy	Somewhat Frothy	Frothy
3 New buyers have entered the market	Bubble	Bubble	Frothy	Frothy	Bubble	Somewhat Frothy	Somewhat Frothy
4 There is broad bullish sentiment	Bubble	Bubble	Frothy	No Bubble	Frothy	No Bubble	Frothy
5 Purchases are being financed by high leverage	Bubble	Bubble	Bubble	Somewhat Frothy	Bubble	No Bubble	No Bubble
6 Buyers/ businesses have made extended forward purchases	Frothy	Bubble	Bubble	No Bubble	Somewhat Frothy	No Bubble	Frothy

New All-time High	Additional Gain Beyond New High	Time From New High to Eventual Peak (# of Trading Days)
Aug. 2020	42%	347
Mar. 2013	116%	1735
May 2007	2%	92
Jul 1989	352%	2709
Nov 1982	137%	1215

Source: Bloomberg, Edward Jones. Price return of the S&P 500 Index.

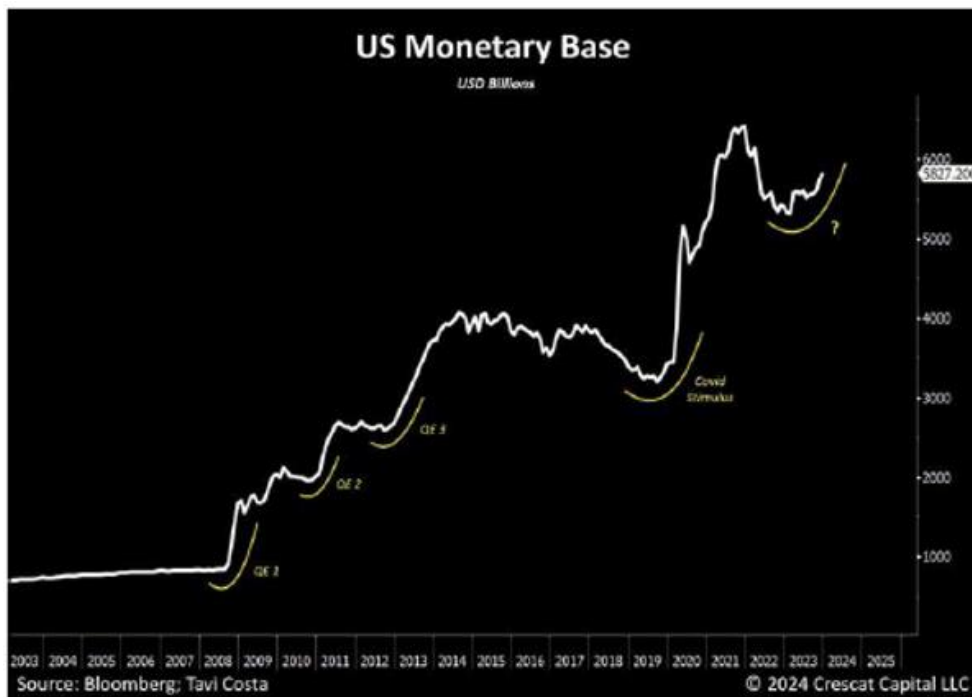
World valuations



Source: FactSet

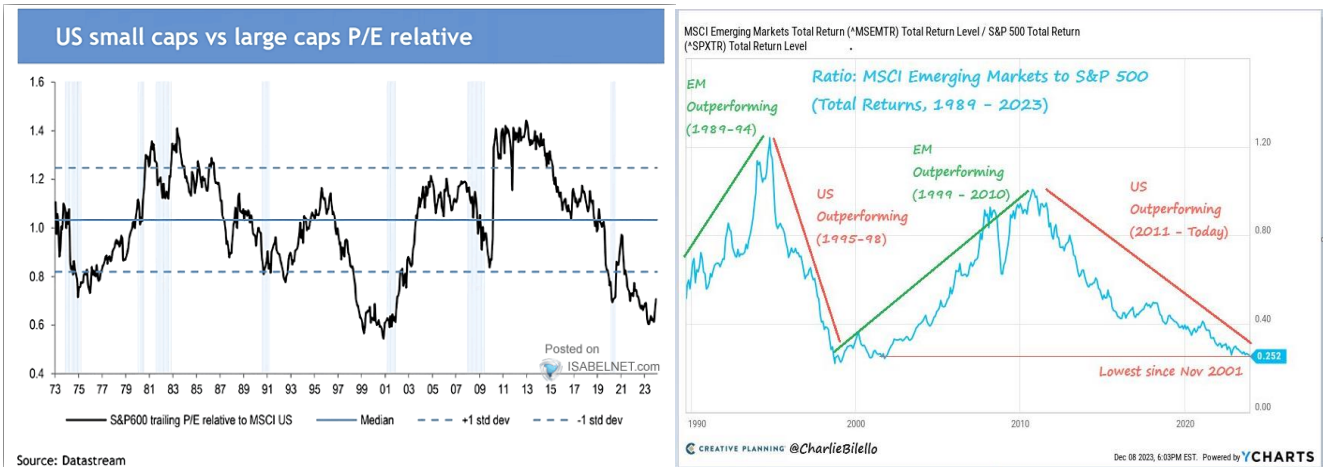
Les banques centrales

Depuis la grande crise financière de 2008 (GFC) ces dernières ont démontré leur réactivité et leur interventionnisme lorsque cela était nécessaire. Avant cette crise qui avait provoqué la faillite des institutions de renom comme Lehman Brothers et de Bear Stearns pour ne citer qu'elles, les banques centrales laissaient le marché trouver son équilibre. A présent et ce depuis plus de quinze ans, les banquiers centraux ont tendance à intervenir plus rapidement et plus massivement en venant se substituer aux investisseurs lorsque ces derniers disparaissent. La Banque centrale japonaise (BoJ) qui détient plus de la moitié des emprunts gouvernementaux japonais et qui est actionnaire d'une grande partie des sociétés qui composent le Nikkei 225 en est le bon exemple. Nous pouvons donc imaginer que ces dernières injecteront des liquidités et baisseront les taux lorsque des signes concrets de ralentissement se manifesteront.



La participation à la hausse

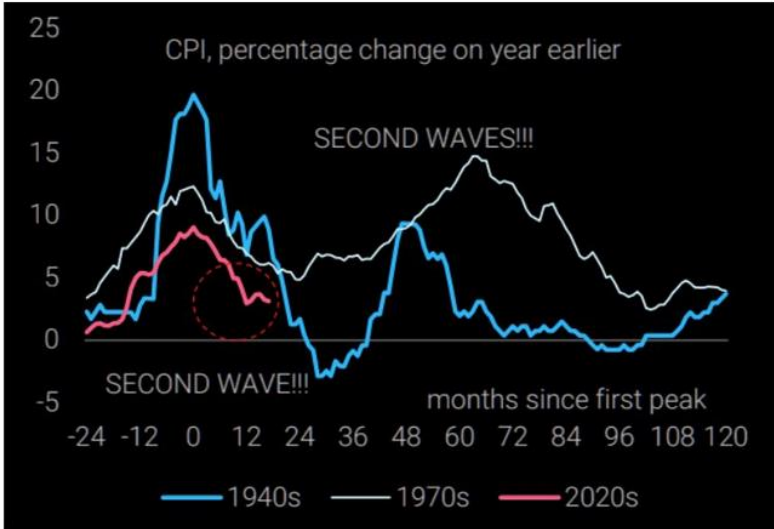
Le fait qu’une bonne partie du marché ne participe pas à la hausse est un sujet qui a été longuement exposé ces derniers mois. Le poids des dix plus grosses sociétés de l’indice S&P500 atteint des niveaux records. Toute l’attention se concentre sur les géants de la tech qui, il est vrai, empochent la plus grande partie du gâteau (entendre « des parts de marché »). Les petites et moyennes entreprises sont actuellement délaissées. Les investisseurs craignent que ces entreprises, qui ont souvent des bilans avec plus de levier financier que les grandes capitalisations, subissent de plein fouet la hausse des taux et connaissent des problèmes de refinancement de leur dette. Cette inquiétude est par ailleurs légitime. Et si ces sociétés de plus petites tailles venaient à nouveau à susciter l’intérêt des investisseurs et rattraper leur retard ? Cet argument est certes hypothétique, mais dans le cas où les taux d’intérêt devaient baisser comme le consensus le pense, cette hypothèse pourrait se matérialiser et entraîner les indices vers de nouveaux sommets. Cet argument peut également valoir au sujet des marchés émergents. A quelques exceptions près, la plupart des marchés émergents ont subi la force du dollar US ces dernières années et bénéficient de valorisations faibles. Un regain d’intérêt pour ces marchés pourrait accentuer la dynamique positive sur les actions.



Evoquons à présent les **arguments négatifs** et qui militent plutôt en faveur d'une correction des marchés actions :

Un nouveau pic d'inflation

Ce risque existe clairement. Nous l'avons évoqué à plusieurs reprises ces derniers mois, « les effets de deuxième vague » sont à prendre au sérieux. Nous avons d'ailleurs pu constater une baisse de l'inflation moins marquée que prévu, tant en Europe qu'aux Etats-Unis en fin d'année dernière, raison pour laquelle les banques centrales ne se précipitent pas pour baisser les taux. Une accélération durable de l'inflation pourrait provoquer un nouveau durcissement des politiques monétaires et par conséquent des conditions de crédit. Le pouvoir d'achat des consommateurs serait à nouveau sous pression et la demande pour les biens et services s'affaîsserait. De plus, les sociétés les plus endettées risquent de ne pas être en mesure de refinancer leurs dettes « wall of debt ». En conséquence, les taux de défaut monteraient en flèche, même si la plupart de ces sociétés ne représentent pas un risque systémique. En revanche, une potentielle vague de faillite pourrait précipiter les banques dans une situation difficile et cela nécessiterait des recapitalisations...est-ce que les banques centrales viendront à nouveau à la rescousse ? Probablement...



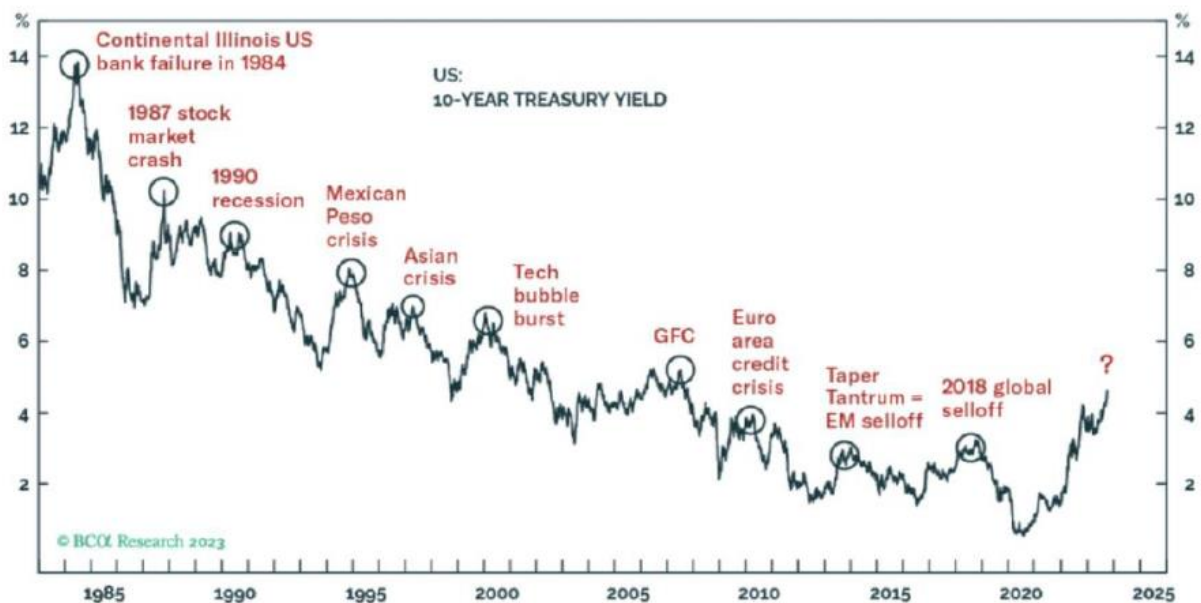
Source: TS Lombard



Les taux d'intérêts

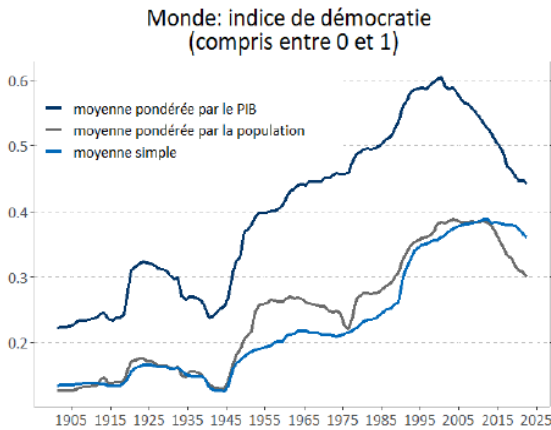
Le cycle de hausse de taux le plus rapide de l'histoire pourrait laisser des traces et provoquer une forte chute des marchés. Mais n'oublions pas que les banques centrales sont beaucoup plus réactives aujourd'hui que par le passé et qu'elles disposent de différents mécanismes pour éviter qu'une situation soit hors de contrôle. Ceci est un bien pour un mal. Les investisseurs ont plutôt eu tendance à apprécier que les banques centrales viennent à la rescousse des marchés financiers ces dernières années, mais comme nous l'avons déjà évoqué par le passé cet interventionnisme devrait nous inquiéter à terme. Il donne de plus en plus de pouvoir aux politiques et nuit au libéralisme...

A Rise In Bond Yields Typically Ends With A Financial Accident

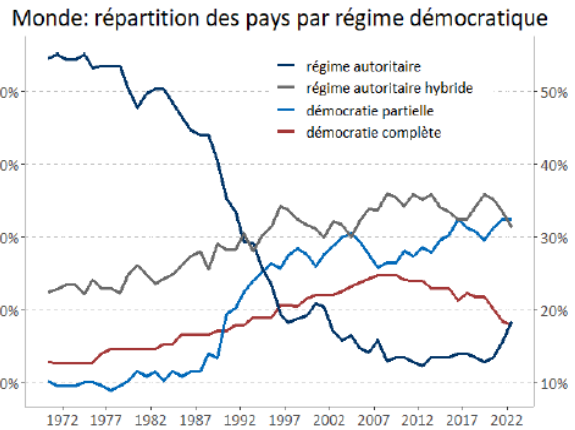


Le contexte politique / géopolitique

Il faut être clair, il n'a jamais été aussi tendu depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. Que ce soit en Ukraine, au Proche Orient ou en Corée, les propos sont belliqueux. Malgré les incertitudes liées à ces conflits armés et en faisant comme d'habitude abstraction du désastre humanitaire, l'impact sur les marchés financiers demeure stable pour le moment. Au vu du degré de tension dans ces régions, des débordements ne peuvent malheureusement pas être exclus. Et si un missile russe arrivait « par erreur » sur le territoire européen ? Et si un missile nord-coréen atteignait le Japon ? Et si l'Iran entrait officiellement en conflit avec Israël ? Et si, et si, et si...Ce ne sont que des suppositions, mais le risque qu'un dérapage se produise est plus élevé que jamais. Cette situation a déjà provoqué des décisions de réarmement en Europe et à travers le monde (cyniquement, cela devrait aider les entreprises industrielles actives dans ce segment...) et cette tendance devrait se prolonger. Dans le même contexte, les prochaines élections américaines prévues en novembre 2024 devraient également apporter leur lot d'incertitudes. En cas de réélection de Donald Trump, nous pourrions imaginer qu'un nouvel ordre mondial se dessine ces prochaines années. Selon ce dernier, une remise en question de l'OTAN n'est pas à exclure.



Source: V-Dem, Les Cahiers verts de l'économie



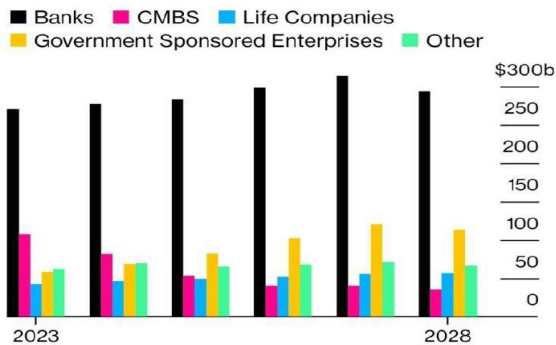
Source: V-Dem, Les Cahiers verts de l'économie

La situation financière des banques commerciales américaines

Nous le savons depuis plus d'une année, les banques régionales américaines subissent de plein fouet la hausse des taux d'intérêts et la contraction du marché immobilier domestique. En Allemagne, la situation n'est pas non plus « au beau fixe ». Nous ne sommes pas sans savoir que certaines ont déjà dû mettre la clé sous la porte ou se faire « reprendre ». Un risque d'effet domino existe, mais comme évoqué précédemment, ce dernier serait probablement rapidement stoppé par les banques centrales.

Almost \$3 Trillion of US CRE Debt Matures Through 2028

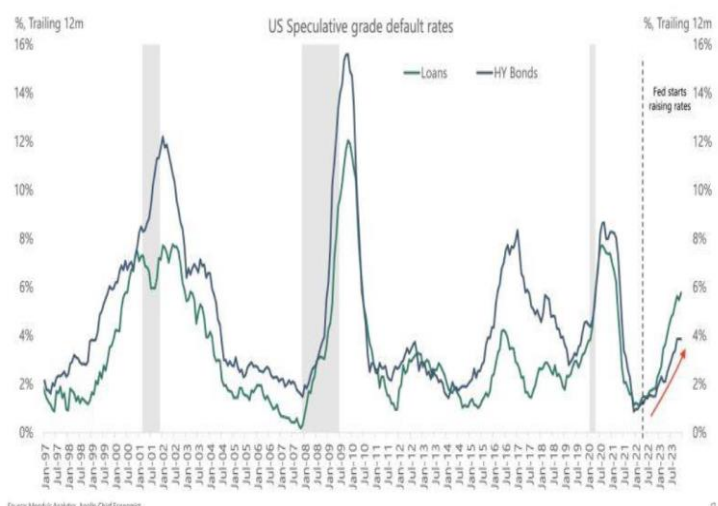
Banks have the biggest exposure to commercial real estate lending



Source: Trepp Inc., Federal Reserve
CRE lending numbers include multifamily. GSE includes Fannie Mae and Freddie Mac.

Bloomberg

A Default Cycle Has Started





Comme vous pouvez vous en douter, il est difficile d’avoir un avis tranché sur le sens dans lequel les marchés actions vont évoluer ces prochains mois. Toujours est-il que les arguments fondamentaux sont plutôt encourageants alors que la confirmation d’hypothétiques événements exogènes (à l’image des conflits armés) pourraient venir enrayer cette dynamique. Nous encourageons donc les investisseurs à être investis et à ne pas parier (spéculer) sur la matérialisation d’un éventuel scénario catastrophe qui risque de se produire. Des protections contre une potentielle baisse pourraient être judicieuses pour les plus défensifs, à condition que ces dernières ne soient pas trop coûteuses. La diversification et l’intégration d’investissements décorrélés dans un portefeuille demeurent les règles d’or. Nous vous souhaitons un bon début de printemps.

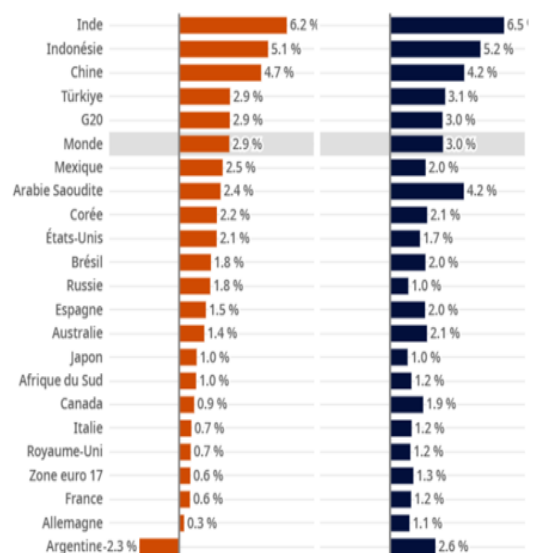
Graphiques bonus

BULL MARKET BEHAVIOR CHECKLIST			
	Bull Market Criteria	Current Reading	Bull Market Behavior?
Weekly New High - New Lows (As % of NYSE + NASDAQ Issues Traded)	Greater Than 0	Greater Than 0 (4 Consecutive Weeks)	Yes
Net New High A/D Line NYSE + NASDAQ	Rising	Rising (20 Days in a Row)	Yes
% of Global Markets Above Their 50-Day Average	Less Than 70%	Greater Than 70% (1 Day in a Row)	Yes
ACWI Long-Term Trend	Rising	Rising (43 Consecutive Weeks)	Yes
S&P 500 200-Day Average (Level vs 10-Days Ago)	Rising	Rising (175 Days in a Row)	Yes
Value Line Geometric Index Long-Term Trend	Rising	Rising (14 Consecutive Weeks)	Yes
(data as of 2/16/2024)			Total: 6/6

Source : Hi Mount Research

Projections de croissance du PIB réel pour 2024 et 2025

Glissement annuel, en %



Source : OCDE

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.