

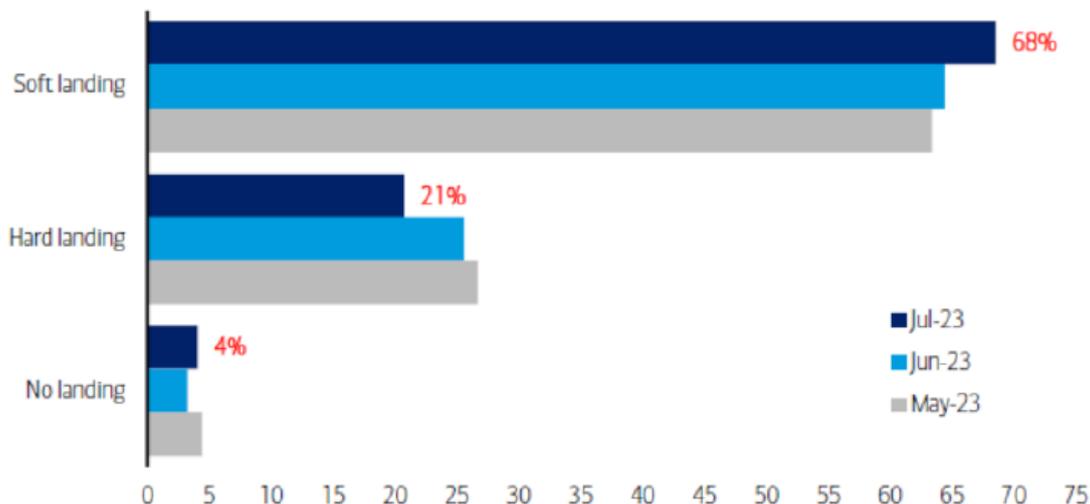
Revue de marchés août 2023



Plus rien ne semble pouvoir arrêter la tendance haussière. Malgré un contexte géopolitique toujours instable et des banques centrales restrictives, les marchés actions étaient une nouvelle fois bien orientés en juillet. La plupart des indices occidentaux se sont appréciés de 2 à 5% ce qui permet à certains d'entre eux d'évoluer au plus haut de l'année et en forte hausse depuis fin 2022. La grande majorité des indices ont récupéré entre 90 et 95% des pertes de l'année dernière et ne sont donc plus qu'à quelques pourcents de leur plus haut historique. D'autres, à l'image de l'Eurostoxx50 se sont même offerts le luxe de franchir cette barrière. En revanche, nous pouvons constater que les petites et moyennes entreprises sous-performent. Le Russel 2000 par exemple a récupéré 80% des pertes de 2022 et doit encore grimper plus de 20% pour évoluer au-dessus de son niveau de novembre 2021. Passablement de maisons de courtage ont revu leurs prévisions sur le cycle économique tout en faisant leur « mea culpa ». En effet, pour la plupart d'entre-elles, à l'image de Goldman Sachs et Morgan Stanley, la probabilité que l'économie américaine (et par ricochet, l'économie mondiale) tombe en récession avant fin 2023 dans un contexte de resserrement monétaire le plus brutal des 40 dernières années était très élevée. Ces dernières semaines, au vu de la résilience du marché du travail et des consommateurs américains, certains économistes ont tourné leur veste et sont devenu plus optimistes sur l'évolution du PIB américain. Même si certains tablent sur une récession en 2024, le consensus s'attend à présent à un atterrissage en douceur (« soft landing »).

Chart 8: ...but a “soft landing” the most likely global outcome

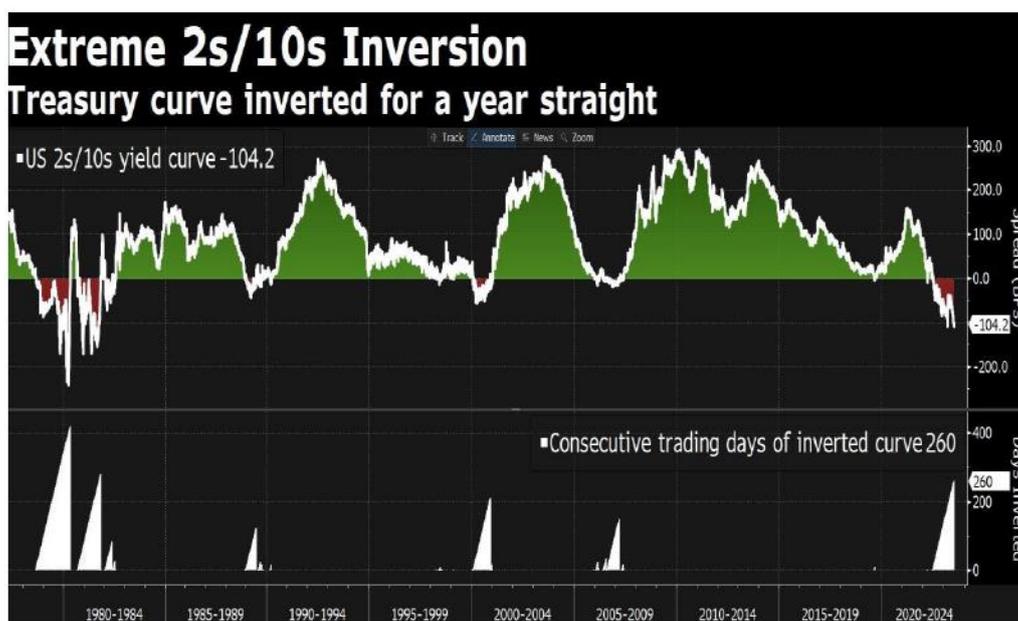
What is the most likely outcome for the global economy in the next 12 months?



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Du côté des taux d'intérêt, la tendance demeure haussière. Après avoir flirté avec le niveau des 5%, le rendement américain à 2 ans a terminé proche de ses plus hauts alors que le taux à 10 ans a oscillé autour des 4%. Le différentiel entre ces 2 rendements évolue toujours à des niveaux historiques de -100 points de base. Plus de 95% de la courbe des taux américaine est actuellement inversée. Si le niveau des taux nominaux est inférieur en Europe, la tendance est la même, ce qui n'est pas une surprise étant donné que les banques centrales de ces deux zones appliquent des politiques monétaires similaires. Ceci maintient inévitablement la pression sur l'ensemble du marché obligataire, qui contrairement aux actions, est loin d'avoir récupéré ses pertes de 2022.



Même si la tendance demeure à la baisse depuis le début de l'année, la plupart des matières premières s'offrent un rebond depuis le début de l'été. Le Bloomberg Commodity Index s'est apprécié de plus de 10% depuis ses plus bas du mois de mai principalement grâce à une forte reprise du pétrole. La volonté du gouvernement américain de reconstituer ses stocks et les récentes annonces de réduction de production par l'OPEC ont permis à l'or noir de trouver un point d'inflexion pour rebondir sur son support des 66\$. Il est difficile de dire à ce stade si ce rebond pourra être durable, mais avec des perspectives économiques moins sombres aux Etats-Unis et un gouvernement chinois soucieux de relancer son économie, les arguments ne manquent pas pour que le pétrole retourne dans une fourchette de prix entre 90 et 100\$ par baril et ce, malgré les investissements colossaux attendus ces prochaines années pour financer la transition énergétique. La décision de la Russie de sortir de l'accord avec l'Ukraine sur l'exportation des céréales en direction des pays africains via la Mer Noire a apporté de la volatilité sur les grains. À la suite de cette annonce, les contrats à terme sur le blé et le maïs ont rapidement progressé de près de 20% pour finalement, retourner à la case départ quelques jours après. Pour rappel, c'est entre autres cet accord qui avait permis à l'indice des prix alimentaires (FAO Food Price Index) de se dégonfler après une forte hausse entre juin 2020 et mars 2022. Cet indice est souvent utilisé comme indicateur de famine dans le monde et particulièrement dans les pays africains. Le métal jaune était également bien orienté en juillet (+2.38%) mais peine à trouver, pour le moment, la force nécessaire pour casser sa résistance des 2000-2050\$ par once. La consolidation que subissent les matières premières depuis le début de l'année ne remet pas en question la tendance séculaire sur ce segment. Nous restons convaincus que la transition énergétique drainera une forte demande durant la prochaine décennie et maintiendra une pression haussière notamment sur les prix des métaux. L'Or ainsi que le Cuivre et le Lithium font partie de nos favoris.

Évolution des marchés à fin juillet 2023

End of July	Equities in Local Currencies							CSI 300
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	
Perf 1 Month	3.29%	3.11%	1.64%	1.32%	0.51%	0.26%	5.80%	4.48%
Perf 3 Month	8.05%	10.06%	2.57%	0.08%	4.33%	-1.12%	7.15%	-0.36%
Perf YTD	17.74%	19.52%	17.86%	15.82%	17.16%	5.40%	9.47%	3.69%

End of July	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	15.80%	14.23%	2.38%	6.21%	-0.81%	0.62%	0.29%	1.90%
Perf 3 Month	6.54%	7.57%	-1.25%	2.75%	0.20%	-4.09%	2.34%	2.78%
Perf YTD	1.92%	-0.41%	7.73%	5.49%	-2.65%	-10.26%	3.33%	3.21%

End of July	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	0.69%	-0.07%	0.17%	-0.62%	-2.11%	0.90%	1.96%	1.18%
Perf 3 Month	-1.28%	-1.51%	0.20%	-3.29%	-1.79%	-0.20%	3.35%	1.92%
Perf YTD	2.13%	2.02%	2.42%	0.96%	1.45%	4.34%	7.29%	4.52%

Source : Bloomberg 31/07/23.



En plus de la publication des résultats des entreprises pour le 2^{ème} trimestre, qui dans l'ensemble n'a pas produit de mauvaises surprises, ce sont les réunions des banques centrales qui ont retenu l'attention des investisseurs en juillet. Tout d'abord, la FED a, comme largement escompté par le consensus, réhaussé son taux directeur de 0.25% pour atteindre une fourchette de 5.25%-5.50%, niveau le plus élevé depuis 2001. Lors de la conférence de presse qui a suivi l'annonce, son président, Jerome Powell a confirmé que le combat contre l'inflation n'était pas terminé mais que la baisse de cette dernière était encourageante. Il a également annoncé qu'une baisse de taux n'était pas prévue avant 2024 mais que la première pouvait intervenir avant que l'inflation atteigne son objectif de 2%. Les futures publications de statistiques économiques demeurent déterminantes pour définir l'évolution de la politique monétaire (« data dependency »). Le marché a interprété ces commentaires comme relativement « dovish » et pense donc que la fin du cycle de hausse de taux se rapproche lentement mais sûrement. Étant donné que ces annonces étaient largement escomptées, les taux courts ont eu tendance à rester relativement stables après le discours. Le lendemain, le son de cloche était plus ou moins identique de l'autre côté de l'Atlantique. Mme Lagarde a, comme attendu, confirmé la décision de l'institution européenne d'augmenter les taux de 25 points de base pour les porter à 4.25% et a également laissé entendre que les futures actions de la BCE dépendront de l'évolution des statistiques économiques de la zone euro. La Banque du Japon a quant à elle affolé les intervenants qui s'intéressent à son marché. Comme nous l'avons évoqué à plusieurs reprises et contrairement aux banques centrales occidentales, cette dernière adopte une politique monétaire ultra-accommodante et contrôle l'ensemble de la courbe des taux avec une main de fer. A la fin du mois de juillet, son président Mr. Ueda a surpris les investisseurs en annonçant élargir les bornes de fluctuation de ses taux d'intérêts de 0.5% à 1%. Ceci a été interprété comme un début de changement de politique monétaire et a eu tendance à pousser le yen à la hausse. Les espoirs ont été de courte durée car le lendemain, la même banque centrale annonçait un nouveau programme de rachat d'obligations pour un montant de 300 milliards de yens, soit un peu plus de 2 milliards de dollars. Le Nikkei a, comme souvent, réagi à l'inverse de la devise en baissant dans un premier temps pour se reprendre très rapidement. L'indice est en hausse de plus de 27% en monnaie locale depuis le début de l'année alors que la devise japonaise a chuté de 8.5% sur la même période.

The Japanese Stock Market's "Margin of Safety" Over Government Bonds Far Exceeds the U.S.				
Country	10-Year Government Bond Yield	Forward P/E Ratio, Equal-Weighted Basket	Earnings Yield (Reciprocal of P/E Ratio)	Earnings Yield Minus Bond Yield
United States	3.85%	20.1	4.98%	1.13%
Japan	0.46%	15.2	6.58%	6.12%

Source: Refinitiv, WisdomTree Digital Portfolio Developer. Bond yields as of 7/20/2023. Forward P/E ratios as of 6/30/2022. Baskets are the S&P 500 and the MSCI Japan Index. File #0536

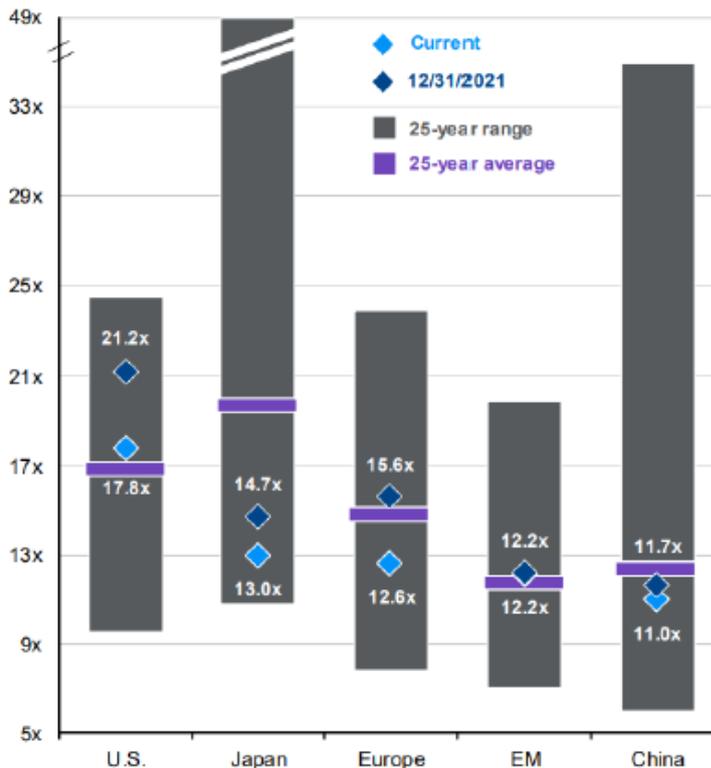
@JeffWeniger



Nous l'avons évoqué lors de nos dernières lettres, l'ampleur de la reprise économique chinoise déçoit depuis la réouverture du pays. Même si la PBOC maintient une politique monétaire accommodante, l'activité économique manque de vigueur et l'indice PMI manufacturier est en zone de contraction (sous les 50) depuis le mois d'avril. Le marché immobilier est au point mort avec des acteurs toujours aussi endettés alors que la consommation domestique stagne. C'est probablement ce qui a incité le Bureau Politique du Comité central du parti communiste chinois (Politburo) à adopter un ton plus accommodant lors du compte-rendu de son dernier sommet. Le gouvernement va initier une vaste opération de stimulus pour redynamiser la croissance du pays. En effet, même si au 2^{ème} trimestre le PIB chinois a crû de 6.3%, l'objectif long terme du gouvernement de 5.5% par année ne peut pas être garanti, surtout si les investissements et la consommation n'accélèrent pas. À ce stade, il n'y a pas grand-chose de concret qui a été annoncé, mais il semblerait que les normes d'accès à la propriété devraient prochainement s'assouplir tout en évitant d'inciter les chinois à la spéculation immobilière. D'autres mesures, plus orientées sur la consommation, devraient être annoncées prochainement. Même si les investisseurs qui s'attendaient à un stimulus fiscal concret sont restés sur leur faim, le marché chinois a profité de ces annonces. L'indice HSCEI s'est adjugé 7.4% sur le mois et affiche enfin une performance positive depuis le début de l'année alors que l'indice CSI300, qui représente plutôt les sociétés domestiques, a engrangé 4.5% en juillet et est en hausse de 3.7% sur les 7 premiers mois de l'année. Ce marché est à la traîne en 2023 par rapport aux indices européens ou américains. Les principes de « prospérité commune » appliqués par Pékin depuis 2021 ont fait fuir de nombreux investisseurs occidentaux. Même si « le parti passe avant tout », il semblerait que, afin d'éviter tout mouvement social, la reprise économique redevienne une priorité pour ce dernier.

Global valuations

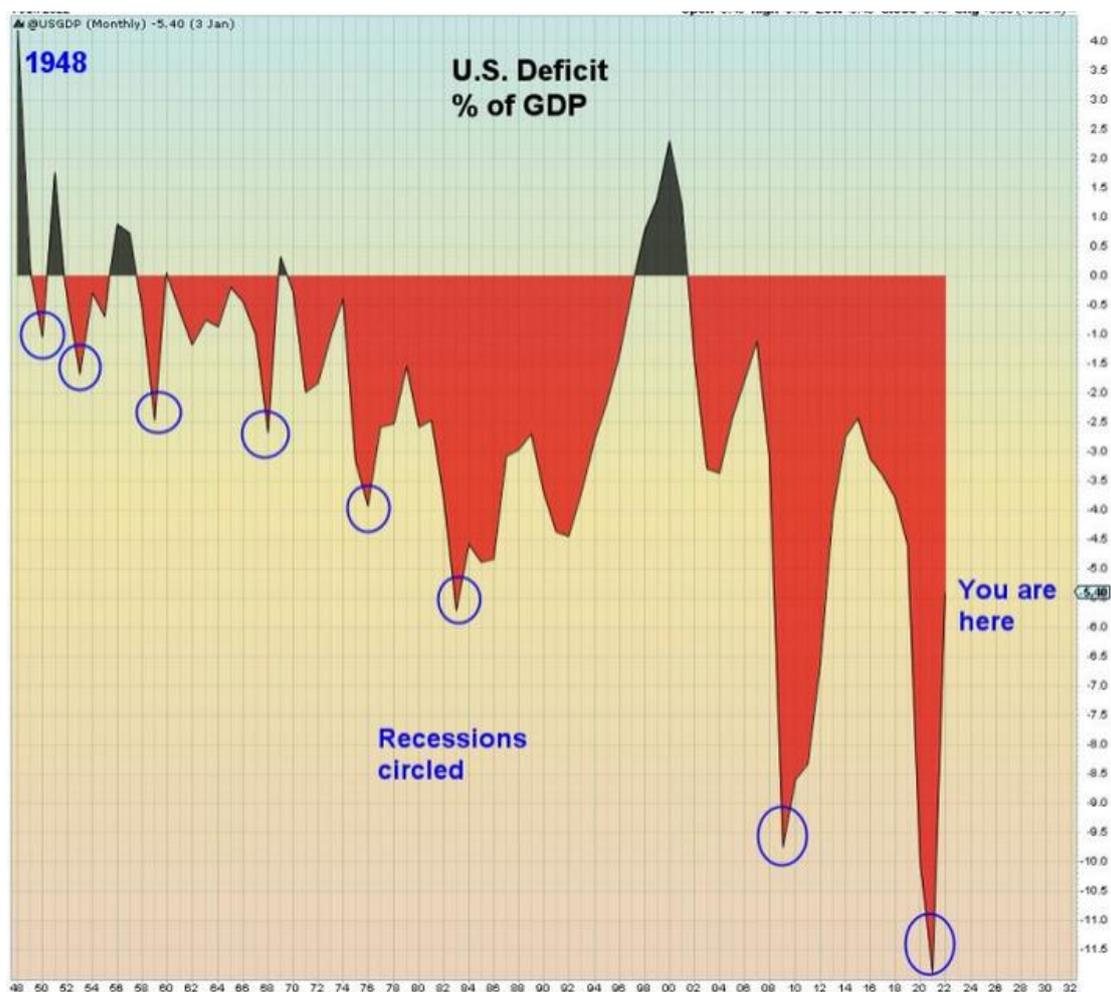
Current and 25-year next 12 months price-to-earnings ratio



Source : JP Morgan



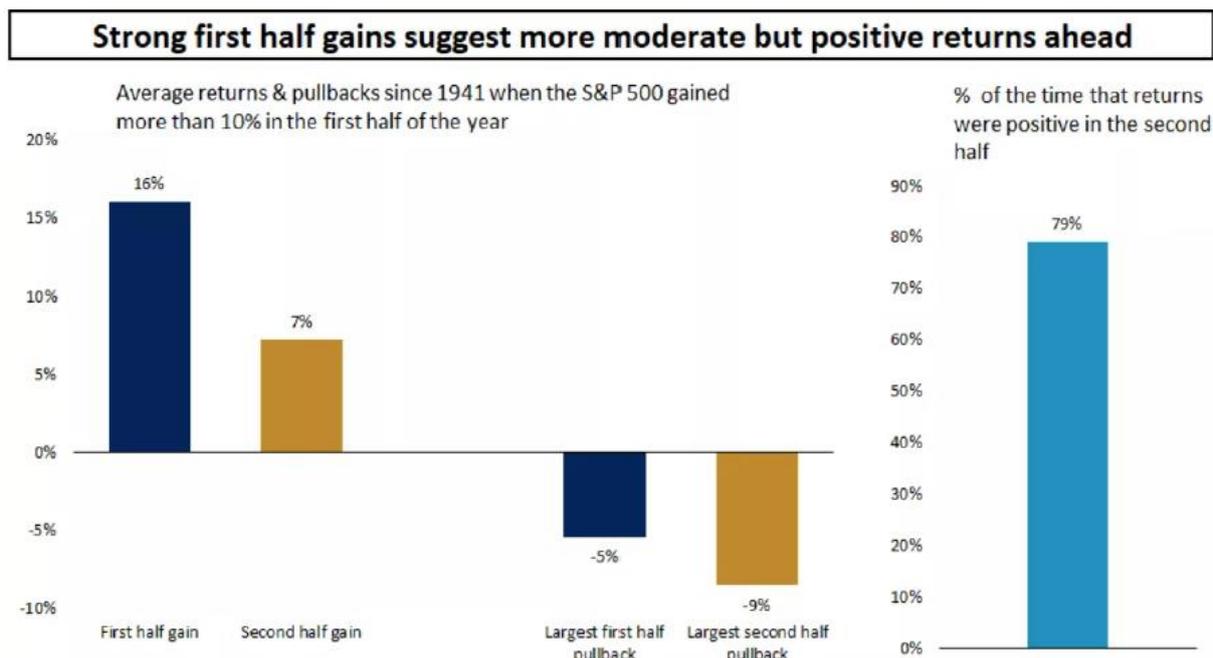
Des rumeurs planaient depuis quelques semaines et finalement la nouvelle est tombée ! Après l'agence de notation S&P en 2011, son homologue, Fitch, a annoncé baisser la note des Etats-Unis de AAA à AA+. Il semblerait que l'accord sur le plafond de la dette finalisé in-extremis au mois de mai n'aura pas suffi pour convaincre les économistes de l'agence de notation à maintenir leur « rating maximal ». Les arguments principaux évoqués sont tout d'abord le déficit qui ne cesse de croître mais également l'érosion de la gouvernance qui a conduit à des conflits politiques répétés qui ont mis le pays en mauvaise posture au cours des deux dernières décennies. Aussi bizarre que cela puisse paraître, lors du « downgrade » par S&P en 2011, le rendement à 10 ans américain avait eu tendance à baisser...en effet, cette décision avait initié une vague de « fly to quality » auprès des investisseurs car la dette américaine demeurait l'une des plus sûres dans le monde. L'indice S&P500 avait rapidement perdu 10%, mais à peine quelques semaines après, les pertes avaient été récupérées. Étant donné que le « downgrade » de Fitch date de quelques heures, il est trop tôt pour tirer des conclusions, mais force est de constater que la réaction des investisseurs demeure plutôt modérée pour le moment. Notons tout de même que la décision a été vivement critiquée, autant par des représentants du gouvernement à l'image de Janet Yellen, que des économistes indépendants. Le principal reproche qui est fait à l'agence de notation est que le timing n'est pas bon à un moment où la situation économique du pays s'améliore... Toujours est-il que depuis la levée du plafond de la dette, les USA ont fait passer cette dernière de 31'400 milliards à plus de 32'500, soit 1'000 milliards de plus en l'espace de quelques semaines. À médier.





Force est de constater que depuis le début de l'année, les investisseurs regardent le verre à moitié plein. Ceci peut s'expliquer par le fait que l'année dernière, le degré de pessimisme a atteint son paroxysme. Il y a certes toujours certains foyers de risque à surveiller à l'image du marché immobilier qui subit de plein fouet les récentes hausses de taux. L'inversion de la courbe des taux incite également à la prudence. D'un autre côté, les entreprises tirent relativement bien leur épingle du jeu comme elles l'ont démontré lors du dernier trimestre. Certains segments ont souffert plus que d'autres, mais dans l'ensemble, les résultats étaient de bonne qualité, même si une future pression sur les marges ne peut pas être exclue vu le niveau actuel des taux d'intérêt. Pour les entreprises qui détiennent beaucoup de cash, les taux élevés ont même eu tendance à améliorer les résultats grâce au rendement perçu sur leurs liquidités. Malgré la forte inflation et le cycle de hausse de taux le plus rapide des 40 dernières années, la résilience du marché du travail et des consommateurs a surpris passablement d'intervenants. L'arrivée de l'intelligence artificielle et le gain en productivité que permet cette dernière milite également en faveur d'une orientation positive des marchés. Sachant que la hausse des marchés depuis le début de l'année s'est principalement faite sur des extensions de multiples, nous ne sommes bien entendu pas à l'abri d'une correction au cours des prochains mois, mais à en croire les dirigeants des sociétés cotées, l'horizon semble quelque peu s'éclaircir.

Nous vous souhaitons un beau mois d'août et de belles vacances pour ceux qui ont la chance d'y être.



Mention Légale :

Ces documents sont à la destination exclusive des clients de Weisshorn Asset Management ayant signé un mandat de gestion et ayant exprimé le souhait de recevoir de telles informations et documents (tels que analyses financières, notes de recherches, rapports et commentaires de marchés et/ou factsheets). Ces documents ne peuvent être communiqués à des tierces parties. Les informations et opinions (y compris positions) qu'ils contiennent sont à titre informatif uniquement et ne peuvent être considérés comme une sollicitation, une offre ou une recommandation de vente ou d'achat de valeurs mobilières, d'influencer une transaction ou d'entrer dans une quelconque relation contractuelle. En particuliers, aucune information, document ou opinion (y compris positionnement) indiqué sur ce site Web concernant des services ou produits ne peut constituer ou être considéré comme une offre ou sollicitation de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou tout autre instrument financier dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation est prohibée par la loi ou pour laquelle la personne effectuant une offre ou sollicitation ne possède pas de licence ou autorisation réglementaire à cet effet ou dans laquelle toute offre ou sollicitation contrevient à la réglementation locale. Toute offre et sollicitation ainsi prohibée sera considérée comme nulle et Weisshorn Asset Management ignorera toute communication reçue à ce sujet. Les performances antérieures ne peuvent être considérées comme des indications ou garanties de performances actuelles ou futures, et aucune représentation ou garantie exprimée ou implicite n'est faite concernant de futures performances. Il est conseillé à chaque client de se faire assister par des professionnels afin d'évaluer les opportunités et risques associés à toute opération financière avant d'engager tout investissement ou toute transaction.