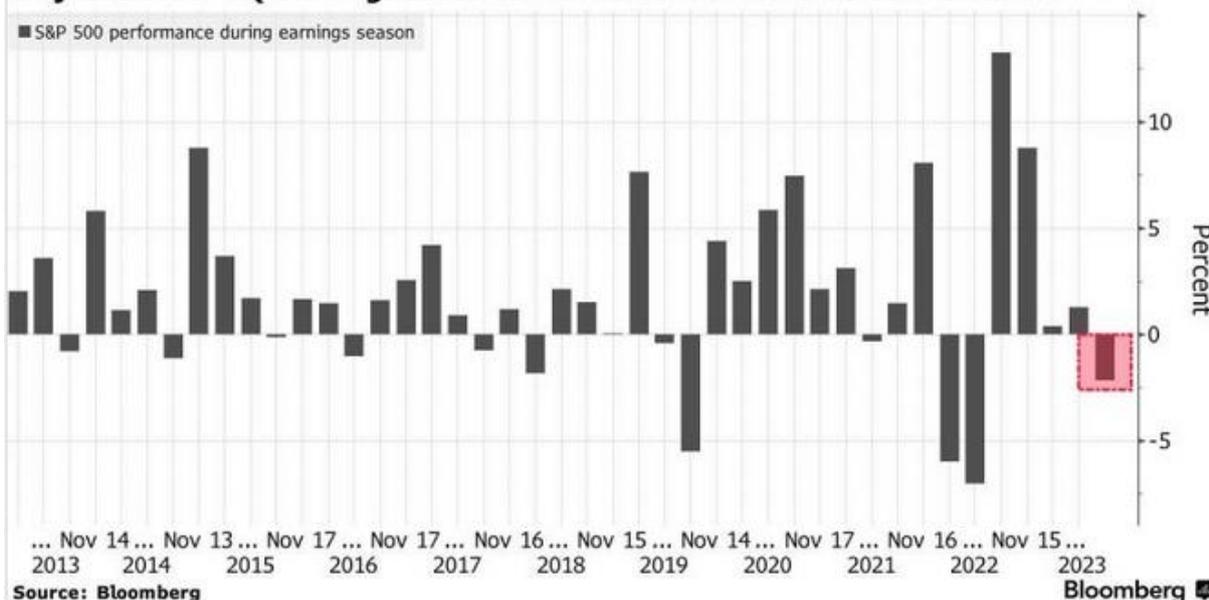


Les marchés actions ont marqué le pas au mois d'août. Même si l'on peut identifier plusieurs raisons qui ont incité les investisseurs à la prudence, il semblerait que la publication des résultats du 2^{ème} trimestre soit une des raisons principales de cette consolidation. En effet, malgré le fait que dans l'ensemble les bénéfices étaient de bonne facture dans le contexte actuel, les sanctions ont été sévères pour les entreprises qui ont déçu et en particulier pour celles qui n'ont pas relevé ou confirmé les attentes pour la fin de l'année. Après le fort rebond des actions initié à l'automne 2022, les investisseurs se montrent désormais plus exigeants et n'acceptent les niveaux de valorisation actuels que s'ils sont accompagnés d'une guidance solide. Les inquiétudes quant à l'état de santé du marché immobilier chinois ainsi que ses données statistiques en demi-teinte ont également apporté leur dose de perplexité auprès des investisseurs qui, rappelons-le, misaient beaucoup sur la réouverture de l'économie chinoise afin d'éviter une récession mondiale. La baisse mensuelle des indices actions demeure somme toute relativement contenue. A l'exception du Shanghai Shenzhen CSI300, qui regroupe les valeurs chinoises domestiques, qui a reculé de plus de 6% et est donc repassé en territoire négatif depuis le début de l'année, les principaux indices mondiaux ont cédé entre 1.5% et 4%. L'indice Eurostoxx50 fait d'ailleurs partie des cancre sur le mois en raison de quelques sociétés technologiques dont les résultats n'ont pas convaincu les investisseurs à l'image de Adyen (-54.3%) ou Infineon (-17.5%). Logiquement, les secteurs les plus défensifs à l'image de la consommation de base et de la santé ont mieux résisté en affichant des variations minimales.

No Earnings Cheer

Only one other 2Q earnings season since 2012 saw a worse S&P 500 run



L'attention des investisseurs s'est également concentrée sur l'évolution des taux d'intérêts des deux côtés de l'Atlantique. Dans un environnement où l'inflation continue de se résorber mais à un rythme plus faible qu'espéré, la volatilité demeure élevée sur l'ensemble de la courbe. Aux Etats-Unis par exemple, après la forte hausse du mois de juin les rendements consolident sur des niveaux élevés. Si les taux courts sont relativement stables (le rendement US à 2 ans est resté quasiment inchangé autour des 4.85%), les taux longs ont eu tendance à monter avec un rendement à 10 ans qui a aisément franchi la barre psychologique des 4% pour atteindre un plus haut à 4.36% avant de reculer légèrement. Ce niveau constitue un plus haut depuis 16 ans. La courbe des taux américaine demeure toujours inversée et campe en territoire largement négatif (-70 points de base entre le rendement à 10 ans et à 2 ans) mais s'éloigne de son plus bas de -100 points de base. En Europe par contre, les rendements n'ont que très peu évolué, tant sur la partie longue que la partie courte de la courbe. Les récents commentaires des membres de la BCE et en particulier ceux de sa présidente Mme Lagarde, laissent penser que le cycle de hausse de taux de l'institution touche (déjà) à sa fin. Après 2 mois consécutifs de baisse, le billet vert a eu tendance à rebondir en août. Le dollar Index s'est adjugé 1.73%, ce qui a pesé sur les matières premières et en particulier sur l'or (1.27%). Le métal jaune semble, pour le moment, manquer de force pour casser sa résistance des 2000\$ l'once. La plupart des métaux étaient également orientés à la baisse à l'image de l'Argent (-1.23%) et du Cuivre (-5.88%). La faiblesse de la reprise économique chinoise constitue la raison principale de cette pression. De son côté, le pétrole profite des baisses de production de l'OPEP ainsi que de la baisse des stocks stratégiques US pour s'offrir le luxe de conclure un troisième mois consécutif en hausse (+2.2% à 83.63\$ par barils). De plus, la saison des ouragans a débuté, ce qui pourrait continuer à maintenir une pression haussière sur le prix de l'or noir.



Cela faisait « longtemps » que nous ne parlions pas du Gas Naturel. Il y a exactement un an, il ne se passait pas un jour sans que la presse mentionne l'évolution de son prix et les doutes planaient sur le fait que les réserves soient suffisantes pour passer l'hiver au moment où l'Union Européenne multipliait les sanctions à l'encontre de la Russie en représailles de son intervention hostile sur sol ukrainien. Souvenez-vous : les prix du gaz européen s'envolaient à plus de 300 euros le Megawatt/heure (Mwh) en septembre 2022 par crainte de pénurie alors que la Russie fermait les robinets en direction de l'Europe. Finalement, grâce à un hiver doux et à une sensibilisation des ménages et des entreprises, cette pénurie tant redoutée ne s'est heureusement pas matérialisée et les prix sont retournés sous les 30 euros le Mwh. Depuis quelques semaines, des menaces de grève en Australie font ressurgir le spectre de la pénurie. Les prix sont repartis à la hausse avec une forte volatilité, cependant, loin des niveaux extrêmes atteints l'année dernière.



Encore un mot sur les actifs digitaux qui ont connu un mois d'août compliqué avec le Bitcoin et l'Ethereum qui ont cédé près de 11% chacun. Ces derniers continuent malgré tout de « truster » les premières places du classement des performances depuis le début de l'année avec des gains respectifs de 57.6% et 37.8%. Rappelons tout de même qu'en 2022, ces mêmes actifs ont cédé plus de 60%. Il est intéressant de noter que la corrélation avec le S&P500 a eu tendance à diminuer ces derniers mois, ce qui (re)donne un effet de diversification à cette classe d'actif volatile qui peine à trouver sa place tant la pression réglementaire reste élevée. Cependant, la démocratisation de cette dernière devrait continuer à faire son chemin petit à petit. D'ailleurs, la victoire de Grayscale contre la SEC concernant l'émission de son ETF sur le Bitcoin est peut-être un signe avant-coureur d'un relâchement de la pression réglementaire.

Évolution des marchés à fin août 2023

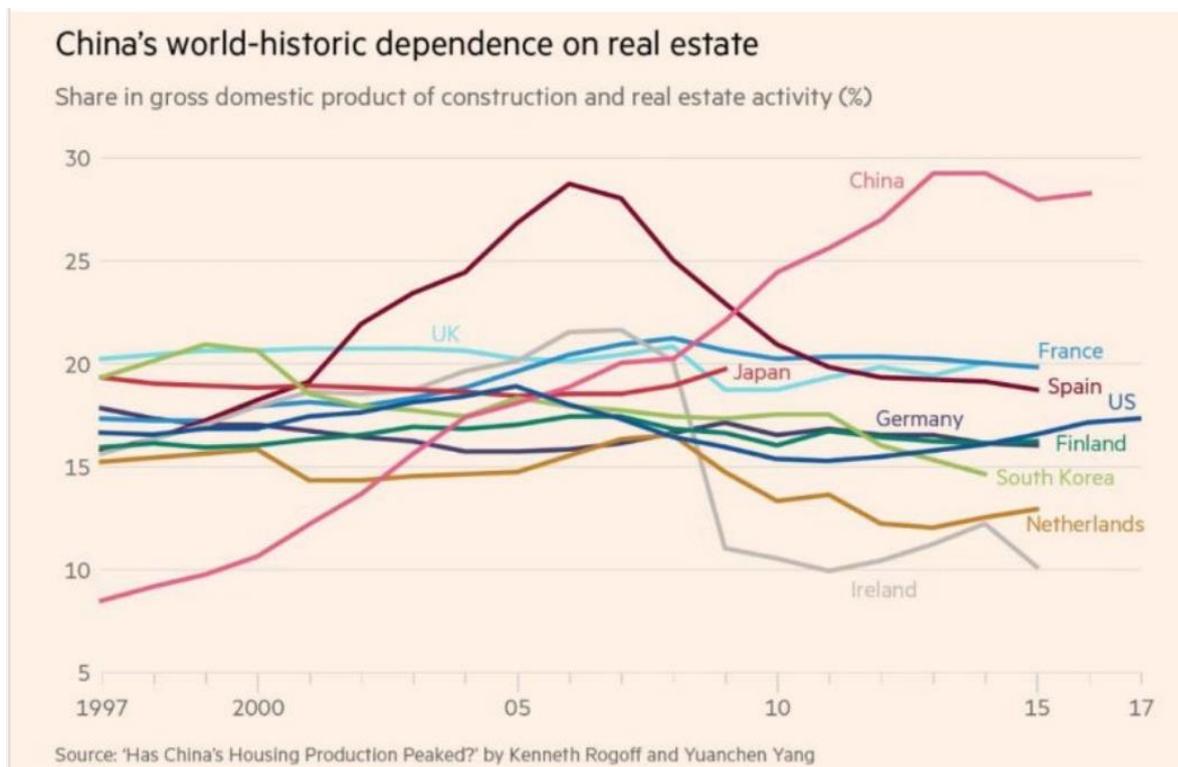
Equities in Local Currencies								
End of August	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	-2.55%	-1.77%	-3.90%	-2.42%	-1.41%	-1.62%	-6.36%	-6.21%
Perf 3 Month	6.62%	7.84%	1.87%	3.07%	5.04%	-0.82%	2.27%	-0.88%
Perf YTD	14.73%	17.40%	13.27%	13.02%	15.52%	3.70%	2.50%	-2.75%

Commodities				Currencies vs EUR				
End of August	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	2.24%	1.52%	-1.27%	-4.63%	1.42%	-0.86%	0.15%	0.10%
Perf 3 Month	22.82%	19.54%	-1.15%	4.12%	-1.42%	-5.62%	0.42%	1.62%
Perf YTD	4.20%	1.11%	6.37%	0.60%	-1.27%	-11.03%	3.48%	3.31%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of August	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.37%	-0.64%	0.30%	-0.74%	0.08%	-0.98%	-0.51%	-1.20%
Perf 3 Month	-0.69%	-1.06%	0.13%	-2.59%	-1.74%	0.70%	4.03%	1.46%
Perf YTD	0.74%	1.37%	2.72%	0.21%	1.53%	3.32%	6.74%	3.26%

Source: Bloomberg 31/08/23.

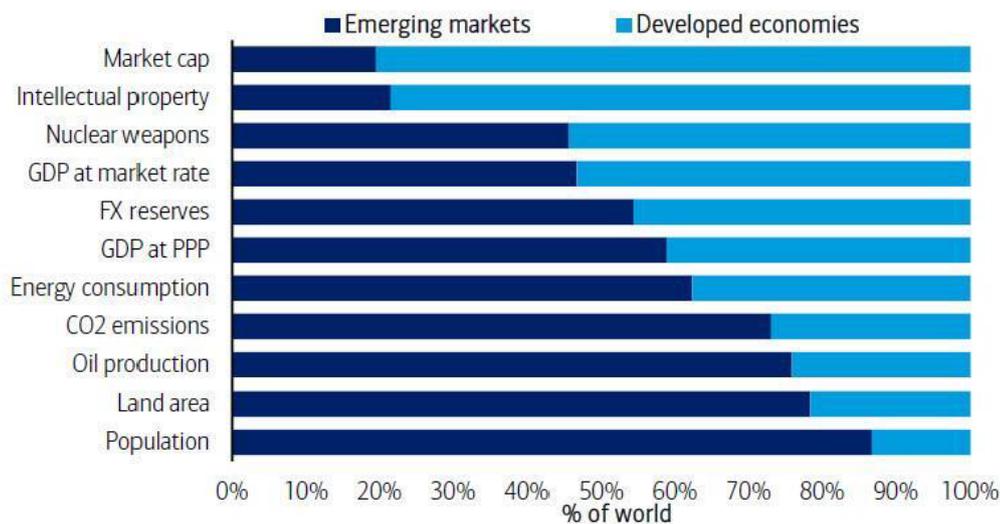
Nous le disions en introduction, la reprise économique chinoise déçoit. Les récentes statistiques publiées en août ne rassurent pas, au contraire. En juillet, les ventes au détail ont augmenté de 2.5% par rapport à l'année précédente alors que le consensus attendait une hausse de 4.5%. Même déception du côté de la production industrielle qui s'est affichée en hausse de 3.7% contre des attentes à hauteur de +4.4%. Les indices des prix à la consommation et à la production connaissent même une décroissance ce qui oblige la banque centrale (PBOC) à multiplier les interventions ciblées pour faciliter l'accès au crédit et dynamiser la demande. Après une baisse de 10 points de base au mois de juin, elle a récemment décidé de baisser une nouvelle fois son taux de référence des emprunts « Loan Prime Rate » à 1 an de 3.55% à 3.45%. Par contre, le même taux à 5 ans est resté inchangé à 4.2%. La banque centrale marche sur des œufs entre la volonté de relancer l'économie et maintenir un environnement propice pour les banques et leur marge de crédit afin d'éviter que la crise immobilière ne se transforme en crise bancaire. Même le gouvernement a mis la main à la pâte pour redynamiser la consommation et soutenir le marché des actions en annonçant une baisse de 50% de la taxe de négoce sur la bourse chinoise. Ce « cadeau » n'avait pas été offert depuis 2008. La fragilité actuelle de la situation économique du pays est la conséquence d'un marché de l'immobilier au bord du gouffre. Après le promoteur Evergrande au printemps 2021, c'est à présent son homologue Country Garden qui se trouve dans l'obligation de restructurer sa dette s'il veut éviter une faillite désastreuse. Force est de constater que la tâche va être ardue pour les autorités chinoises si elles veulent dégonfler la bulle immobilière sans faire craquer son économie. Même si la PBOC peut donner l'impression de ne pas en faire assez, nous pensons que cette dernière, avec le soutien du gouvernement, mettra en œuvre les moyens nécessaires pour maintenir son économie à flot. En revanche, nous pensons que la méthode « helicopter money » que les banques centrales occidentales ont pratiqué n'est pas une option dans l'Empire du Milieu. Les interventions devront être plus ciblées afin d'éviter une crise économique profonde mais sans pour autant dédouaner les responsables de cette débâcle incarnés par les spéculateurs.



L'acronyme BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) n'avait pas été aussi souvent évoqué depuis plus de 15 ans. Ces derniers mois, plusieurs voix se sont élevées de divers dirigeants de pays émergents prônant une « union sacrée » dans le but de réduire leur dépendance aux USA et au billet vert dans les transactions commerciales internationales. Il n'est donc pas surprenant que le dernier sommet des BRICS, qui s'est déroulé au mois d'août en Afrique du Sud et qui a réuni plus de 40 nations invitées, ait retenu toute l'attention de la manne économique. Selon le FMI, ce bloc représente aujourd'hui plus de 32% du PIB mondial (contre environ 17% en 1995), soit plus que le G7 avec ses 30%. De plus, le taux de croissance moyen de ces 5 pays émergents est supérieur à celui du G7, cet écart va donc continuer à se creuser à l'avenir, sans tenir compte des nations qui rejoindront le mouvement. Il faut également signaler qu'aucun pays du bloc n'a condamné l'invasion de l'Ukraine par Moscou alors que les pays du G7 multiplient les sanctions à l'égard de la Russie et ses ressortissants. Il faut donc prendre au sérieux le rapprochement de ces pays qui défendent des intérêts économiques communs. L'Occident va devoir composer avec l'émergence de cette puissance qui croît plus vite tant au niveau économique que démographique. Nous pouvons clairement certifier que l'ordre mondial tel que nous le connaissons actuellement va être bousculé durant les prochaines décennies, même si la coordination entre les pays du BRICS va prendre du temps à se mettre en place.

Chart 2: Nyet Zero

Emerging Markets vs. Developed Markets (% of world)



Source: BofA Global Investment Strategy, World Bank, IMF, CIA World Factbook

BofA GLOBAL RESEARCH

En toute fin du mois d'août s'est tenue la traditionnelle réunion de la rentrée des grands argentiers du monde à Jackson Hole. Cet évènement au cœur des montagnes rocheuses dans l'état américain du Wyoming voit défiler les directeurs des banques centrales les plus puissantes de la planète à l'image la BCE et de la FED. Aucune déclaration choc à signaler. Finalement, autant Mme Lagarde que Mr. Powell nous ont dit ce que l'on connaissait déjà à savoir que les deux institutions feront tout ce qui est nécessaire pour éradiquer la spirale de l'inflation et faire retourner cette dernière à son objectif dans la zone des 2% par année. Ils ont également confirmé que les futures décisions de leur politique monétaire seraient dépendantes des statistiques économiques à venir. Pour rappel, les derniers chiffres publiés font état d'une inflation annuelle de 5,3% en Europe et de 3,2% aux Etats-Unis.

Même si les discours contenaient peu de substance, ils ont eu tendance à rassurer les investisseurs qui considèrent que la fin du cycle des hausses de taux est proche, que ce soit d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique.

S&P 500: cheap or expensive?

Exhibit 12: S&P 500 valuations, where shading means measure is statistically expensive vs. its own history (as of 7/31/23)
S&P 500 valuation metrics

Metric	Current	Average	Avg. ex Tech Bubble	Min	Max	% Above (below) avg	Z-Score	History
Trailing PE	20.9	14.8	14.5	5.2	30.5	40.9%	1.2	1960-present
Trailing GAAP PE	26.2	15.1	14.8	4.2	122.4	73.5%	1.3	1832-present
Forward Consensus PE	20.2	15.7	14.9	9.8	25.1	28.3%	1.3	1986-present
Trailing Normalized PE	23.4	19.0	17.8	9.2	34.5	23.0%	0.9	9/1987-present
Median Forward P/E	17.4	15.5	15.3	10.0	21.9	12.3%	0.8	1986-present
Shiller PE	30.8	17.4	16.8	4.8	44.2	77.2%	1.9	1881-present
P/BV	4.50	2.65	2.48	0.98	5.34	69.6%	1.8	1978-present
EV/EBITDA	14.7	10.5	10.2	6.0	17.1	39.8%	1.8	1986-present
Trailing PEG	3.10	1.66	1.63	1.05	3.24	86.4%	4.2	1986-present
Forward PEG	3.00	1.43	1.40	0.92	3.50	110.3%	4.4	1986-present
P/OCF	16.8	11.2	10.7	5.4	19.3	49.8%	1.7	1986-present
P/FCF	29.8	27.8	25.0	12.9	65.7	7.2%	0.2	1986-present
EV/Sales	2.84	1.97	1.91	0.86	3.40	44.2%	1.5	1986-present
ERP (Market-Based)	584	504	521	136	880	15.8%	-0.4	11/1980-present
Normalized ERP	275	349	395	-143	880	-21.1%	0.3	1987-present
S&P 500 Div. Yld. vs. 10yr Tsy. Yld.	0.39	1.23	1.25	0.17	4.20	-68.6%	1.4	1792-present
S&P 500 in WTI terms	60.3	26.7	24.4	2.7	175.3	126.2%	1.8	1960-present
S&P 500 in Gold terms	2.33	1.64	1.42	0.17	5.48	42.0%	0.6	1968-present
S&P 500 vs. R2000 Fwd. P/E	1.42	1.03	0.98	0.76	1.70	37.4%	2.0	1986-present
S&P 500 Market Cap/GDP	1.43	0.66	0.63	0.22	1.66	117.3%	2.3	1964-present

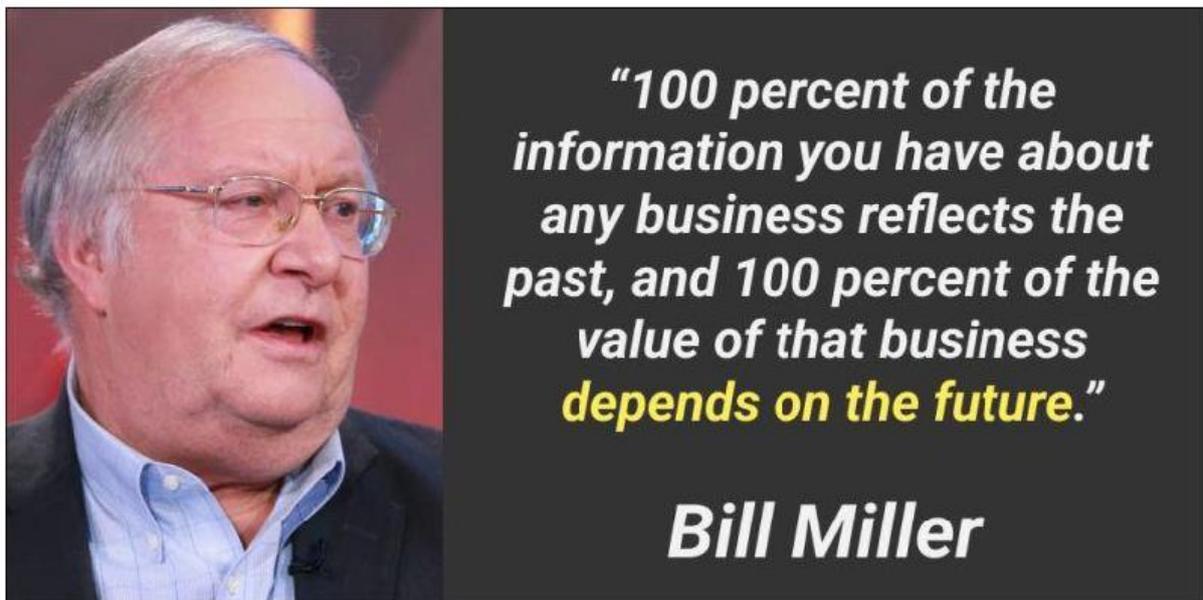
*Above average implied equities are attractive relative to bonds. Note: Trailing P/E based on GAAP EPS from 1960-77, Operating EPS from 1978-87, Pro forma EPS 1988-now. Trailing GAAP P/E based on GAAP P/E for entire series. Market-based ERP based on DDM-implied S&P 500 return less AAA corp bond yield. Normalized ERP based on normalized EPS yield less normalized real risk-free rate.

Source: S&P, Compustat, Bloomberg, FactSet/First Call, BofA US Equity & Quant Strategy

BofA GLOBAL RESEARCH



Le niveau des taux d'intérêts à court terme diminue l'attrait des investissements risqués. Il est logique qu'un investisseur américain s'y prenne à deux fois avant d'acheter une action alors qu'il peut obtenir un rendement sans risque à court terme proche de 5%, d'autant plus que les marchés actions ne sont pas spécialement bon marché. Cela pourrait provoquer une période de volatilité plus élevée sur les actifs risqués. Comme nous le répétons régulièrement, nous pensons que l'élément le plus important pour décider dans quel type d'actif investir est l'horizon-temps. Il est évident qu'à court terme, le marché des actions n'offre peut-être pas le meilleur rapport risque/rendement actuellement. C'est pourquoi nous favorisons la diversification des investissements pour réduire la volatilité du portefeuille tant que possible. Même si l'activité économique ralentit et qu'une récession ne peut pas être exclue en 2024, le potentiel de performance à moyen/long terme reste intact. Les nouvelles technologies vont permettre aux entreprises d'augmenter leur productivité ce qui devrait avoir un impact positif sur les marges bénéficiaires. Nous serions enclins à profiter d'une éventuelle correction pour acheter des actions à bon compte si l'automne devait nous réserver une baisse des indices. Nous vous souhaitons une belle fin d'été.



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.