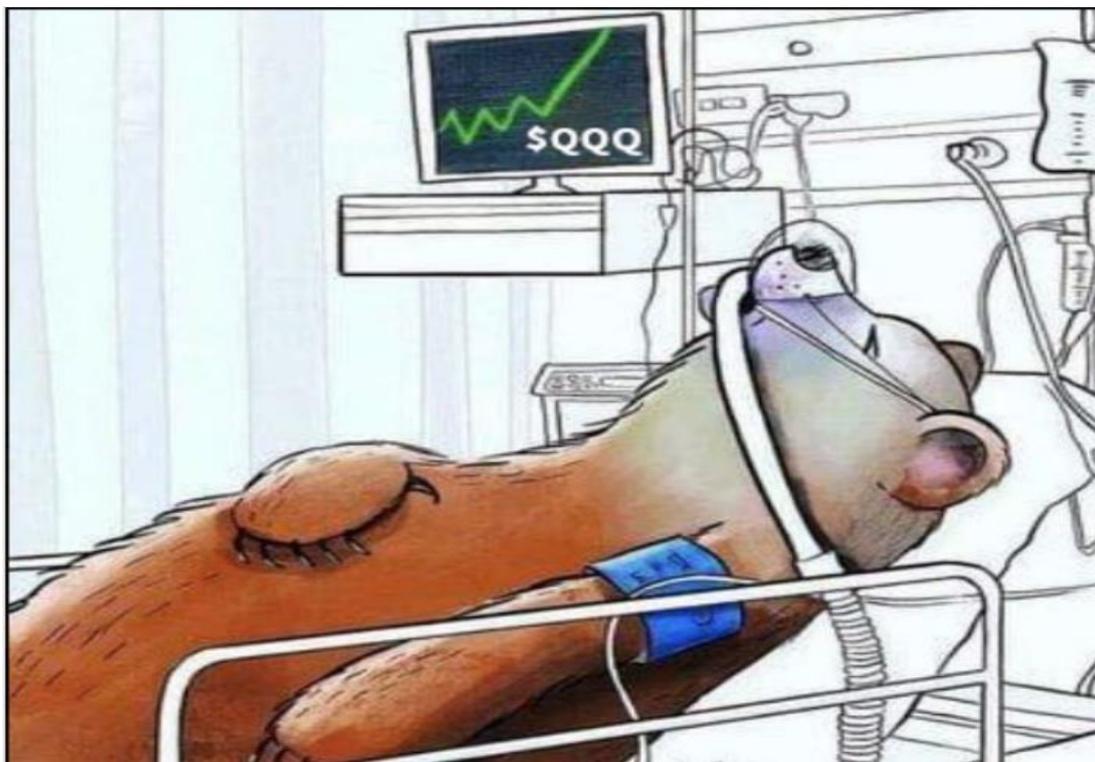


## Revue des marchés décembre 2023



Quel mois de novembre ! Le moins que l'on puisse dire, c'est que les investisseurs ont regardé le verre à moitié plein et interprété positivement les statistiques économiques publiées récemment. L'augmentation révisée du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis pour le troisième trimestre, accompagnée d'une baisse de l'inflation en Allemagne plus rapide qu'anticipée, a contribué à renforcer l'optimisme ambiant. Le scénario « Goldilocks » caractérisé par une baisse constante et graduelle de l'inflation qui entraîne à son tour une réduction des taux d'intérêt a suscité l'euphorie des investisseurs. De plus, comme cela s'est vérifié entre le « Black Friday » et le « Cyber Monday », la consommation des ménages ne faiblit pas et malgré les déficits publics abyssaux, les dépenses gouvernementales demeurent soutenues. Ce cocktail de bonnes nouvelles vient alimenter le scénario d'un « soft landing » et a provoqué un short squeeze sur les actions dont plusieurs « ours » se souviendront. La plupart des indices occidentaux se sont adjugé entre 7 et 10% sur le mois. Même le Nikkei qui regroupe les principales actions japonaises a participé à la fête en s'adjugeant 8.5% alors que le Yen s'est renforcé. Pour un pays fortement dépendant de ses exportations comme le Japon, il est peu banal de constater une hausse des actions en même temps que sa devise s'apprécie mais cela peut se produire sur une courte période, d'autant plus que la devise nippone est en baisse de plus de 11% contre le billet vert depuis le début de l'année. La Banque du Japon (BoJ) étant devenue moins accommodante, nous pouvons imaginer que le Yen reprendra du poil de la bête l'année prochaine, ce qui pourrait peser sur les actions du pays du soleil levant, c'est du moins ce que plusieurs stratégies attendent. Pour notre part, notre exposition aux actions japonaises est relativement faible et nous la conservons pour le moment.



Il est intéressant de constater que les sociétés non profitables ont fortement surperformé les indices le mois dernier, ce qui illustre parfaitement les couvertures de positions à découvert dans un « bear market » rallye. En effet, l'indice Goldman Sachs des sociétés technologiques non-profitables a bondi de plus de 18% en novembre, soit près du double des autres indices. Les investisseurs semblent donc s'être rués sur des titres fortement survendu dans l'optique de faire un profit à court terme, une attitude qui s'apparente plus à de la spéculation qu'à de l'investissement.

Du côté des taux d'intérêt, la baisse s'est prolongée sur toute la courbe. Le rendement américain à 10 ans est passé de 4.93% à 4.27% soit une contraction mensuelle peu habituelle de plus de 65 points de base. Même tendance pour son homologue allemand qui a abandonné 40 points de base pour revenir à 2.40%. Ce fort mouvement baissier a fait replonger le différentiel de taux entre le rendement à 2 ans et celui à 10 ans. Les spreads de crédit sont restés relativement stables. Du côté des matières premières, malgré le fait que la Russie et l'Arabie Saoudite maintiennent leur réduction de production, le pétrole a baissé de 6.25% après une baisse déjà marquée de plus de 10% au mois d'octobre. Inversement, l'or qui se rapproche de son plus haut historique du mois d'août 2020 a tiré son épingle du jeu en s'adjugeant 2.65% et en clôturant au-dessus de sa résistance des 2000 dollars par once. Dans un environnement moins propice pour le billet vert, le métal jaune devrait continuer à être recherché ces prochains mois, d'autant plus que diverses banques centrales à l'image de la PBOC continuent d'en accumuler dans leurs réserves.

### Évolution des marchés à fin novembre 2023

Equities in Local Currencies								
End of November	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	9.21%	8.92%	7.91%	6.17%	11.54%	4.46%	7.86%	-2.14%
Perf 3 Month	1.26%	1.33%	1.99%	-0.08%	5.81%	-2.44%	0.69%	-7.15%
Perf YTD	16.17%	18.97%	15.52%	12.93%	22.23%	1.16%	3.21%	-9.70%

Commodities								
End of November	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-6.25%	-5.24%	2.65%	4.36%	-2.88%	-0.59%	0.91%	1.04%
Perf 3 Month	-9.17%	-4.64%	4.96%	0.50%	-0.41%	-2.20%	-0.80%	0.52%
Perf YTD	-5.36%	-3.59%	11.64%	1.10%	-1.68%	-12.99%	2.65%	3.84%

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of November	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	5.04%	4.53%	2.72%	4.54%	6.16%	5.50%	5.36%	5.30%
Perf 3 Month	0.76%	0.26%	0.98%	-0.65%	-0.77%	1.48%	2.70%	1.38%
Perf YTD	1.50%	1.64%	3.74%	-0.44%	0.75%	4.84%	9.63%	4.69%

Source : Bloomberg 30/11/23.



Malgré la récente correction des rendements, les problèmes liés à la hausse des taux d'intérêt ne vont pas disparaître comme par magie l'année prochaine. Même si jusqu'à présent les spreads de crédit sont demeurés stables étant donné que la plupart des entreprises endettées n'ont pas encore eu besoin de se refinancer aux nouvelles conditions, il serait utopique de considérer cette situation comme acquise. Pour rappel, dans un environnement où la liquidité se faisait rare, le secteur des banques commerciales américaines a vécu une période de stress extrême ce printemps alors qu'un fleuron bancaire suisse disparaissait. A cette époque, le rendement américain à 10 ans oscillait autour des 3.50% et la rapidité de la hausse des taux avait mis au tapis la Silicon Valley Bank, la Signature Bank et la First Republic Bank. Aujourd'hui, même si ce même rendement est dans une tendance baissière, il évolue autour des 4.30%, soit 80 points de base au-dessus du niveau du mois de mars et ce constat prévaut pour l'ensemble de la courbe. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, il semblerait que les bilans de certaines banques commerciales ne se sont pas réellement améliorés depuis. Avec le niveau historiquement élevé des taux hypothécaires et sur les cartes de crédit, les taux de défaillance sont en augmentation. Même si la plupart des banques génèrent actuellement d'importants revenus grâce au différentiel de taux d'intérêt, ces dernières vont probablement devoir augmenter leurs provisions de potentielles pertes sur débiteurs, ce qui risque de fragiliser leur bilan. Signalons tout de même que ce problème concerne surtout les Etats-Unis. La situation du crédit en Europe est moins inquiétante même si cette dernière ne doit pas être ignorée.

### Unrealized Gains (Losses) on Investment Securities



Source: FDIC.

Note: Insured Call Report filers only. Unrealized losses on securities solely reflect the difference between the market value as of quarter end and the book value of non-equity securities.

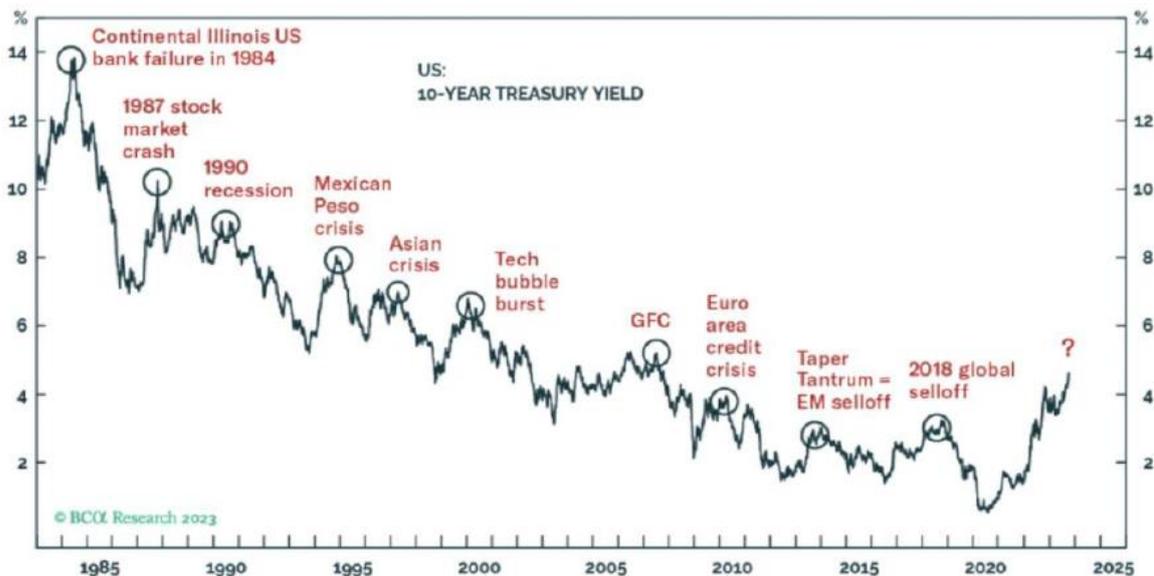
Source : The Kobeissi Letter



Les plus optimistes diront qu'en cas de nouvelle panique sur le secteur bancaire, les banques centrales réagiront rapidement (comme elles l'ont fait ce printemps) et viendront à la rescousse des établissements en difficulté afin d'éviter que les épargnants subissent des pertes et qu'un éventuel effet domino ne se propage sur tout le secteur. Cette théorie est probable, mais est-ce que ce rétropédalage suffira ?

Les moins optimistes voient cela d'un autre œil et brandissent un autre argument. Par le passé, chaque phase de forte hausse de taux a provoqué un dérèglement dans un segment de l'économie qui s'est souvent soldé par une récession et une profonde correction des marchés. Du point de vue de ces derniers, il semble donc peu probable que la hausse de taux de plus de 500 points de base entre juin 2022 et octobre 2023 opéré par la FED ne provoque pas d'accident dans une poche ou l'autre de l'économie. Anticiper un « soft landing » est donc utopique à leurs yeux, ils tablent plutôt sur une récession plus profonde.

A Rise In Bond Yields Typically Ends With A Financial Accident

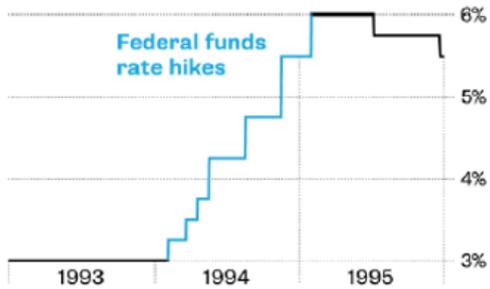


Les cibles préférées du camp des moins optimistes se situent du côté du marché de l'immobilier (qui a d'ailleurs déjà été dans l'épicentre de la grande crise financière de 2008) ou encore les différents crédits à la consommation à travers les cartes de crédit ou les crédits auto. N'oublions pas les entreprises qui, pour certaines d'entre elles, sont également fortement endettées.

Dans l'histoire des cycles de resserrement monétaire, La FED a réussi une seule fois à piloter un soft landing après une forte hausse de taux. Entre 1994 et 1995, sous l'ère Greenspan à la tête de la banque centrale, les taux directeurs sont montés de 3% à 6% en l'espace de quelques mois. Durant cette période, l'économie américaine a ralenti sans entrer en récession et le taux de chômage est resté relativement stable. La statistique parle en faveur des pessimistes car ce succès demeure tout de même exceptionnel dans l'histoire de l'économie américaine. C'est donc bien sur ce sujet que demeure toute l'incertitude pour l'année prochaine et que beaucoup de questions demeurent, pour le moment, ouvertes. Même si nous n'assisterons probablement pas à l'épilogue de ce chapitre l'année prochaine, 2024 devrait tout de même nous apporter quelques éléments de réponse.

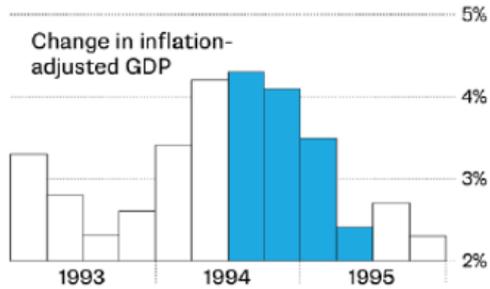


**Fed doubled short-term interest rates ...**

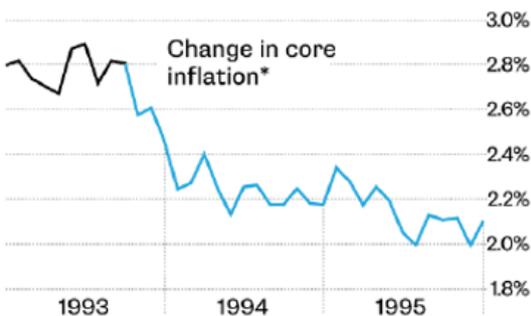


Sources: U.S. Federal Reserve; Commerce Department

**... which slowed U.S. growth ...**



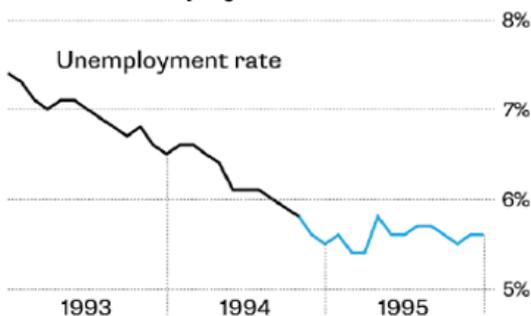
**... and caused inflation to fall ...**



Note: "Core" inflation is the change in personal consumption expenditures minus food and energy

Sources: U.S. Commerce Department; Bureau of Labor Statistics

**... while unemployment leveled off**



**BloombergQuickTake**

La résilience de la consommation des ménages a pris à contre-pied les économistes qui pariaient sur une récession en 2023. Cette dernière, qui représente près de 70% de la contribution au PIB, est restée soutenue grâce à un marché de l'emploi tendu qui a permis à certains syndicats de mettre la pression pour renégocier des salaires plus élevés. Le taux d'épargne historiquement élevé qui provenait de la conséquence des confinements post-Covid constitue également un argument. Ce dernier, mis en rapport au PIB, est passé en zone de contraction aux Etats-Unis ce qui pourrait impacter négativement la consommation l'année prochaine.

Est-ce que cela pourra être compensé par un autre composant de la croissance américaine comme les dépenses gouvernementales ?

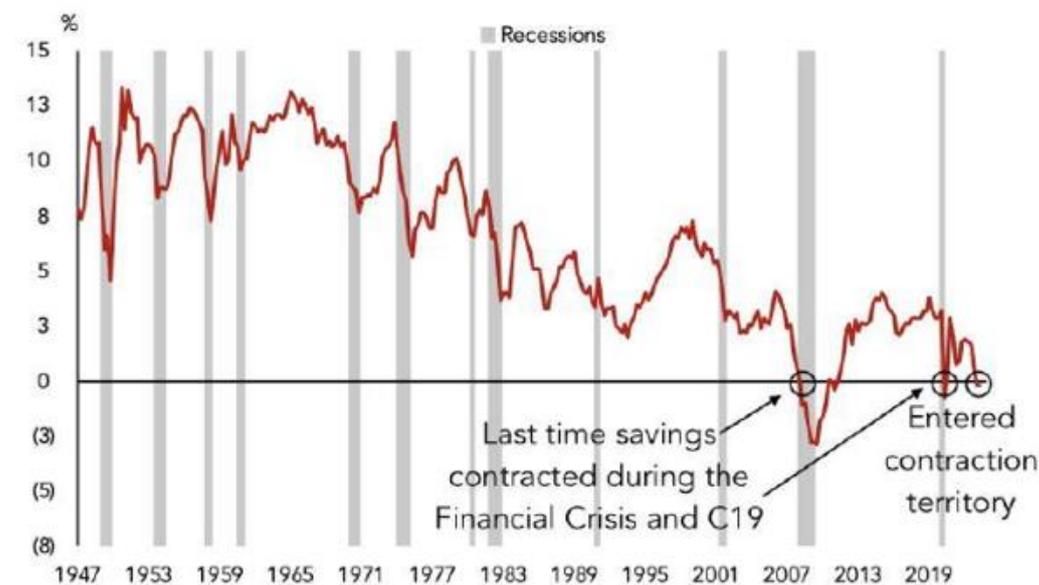
Il est très difficile de répondre clairement à cette question. Le déficit budgétaire américain est colossal et une cure d'amaigrissement du train de vie de l'Etat serait la bienvenue d'autant plus que le coût du service de la dette pour 2024 devrait s'élever à plus de 700 milliards de dollars, soit environ 10% du budget du pays.

D'un autre côté, nous allons entrer dans une année d'élection présidentielle. Le président Biden pourrait être tenté de maintenir un train de vie élevé afin de regagner la confiance des électeurs.

## Savings are Contracting



Net Saving as a Percentage of Gross National Income



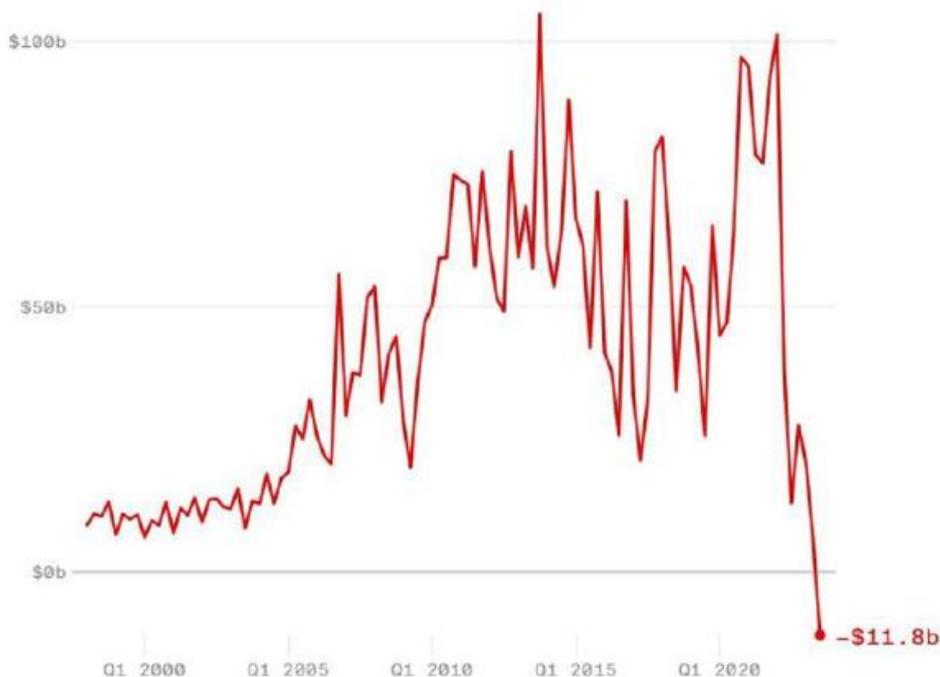
Dates: 1947 Through Q2 2023.

Source: U.S. Bureau of Economic Analysis, Game of Trades.

Après une année 2022 déjà compliquée, 2023 va probablement rester dans les annales comme une « annus horribilis » pour la Chine. La deuxième économie mondiale semble incapable de retrouver sa vigueur d'antan. Les décisions politiques des trois années écoulées ont fragilisé la confiance des investisseurs étrangers. Le surendettement des promoteurs immobiliers a précipité le secteur au bord du gouffre et risque l'implosion à tout moment. Cela exerce une pression importante sur la banque centrale (PBOC) et sur le gouvernement qui doivent trouver des solutions, tant au niveau politique monétaire que budgétaire, dans le but de relancer l'économie. Il y a certes déjà eu plusieurs mesures qui ont été prises comme des baisses de taux ou des injections de liquidités, mais à ce stade, ces interventions à doses homéopathiques demeurent inefficaces. La Chine a besoin d'un puissant électrochoc à l'image du bazooka de Mr. Draghi dans les années 2015 et suivantes en Europe. Il faut absolument que les autorités regagnent la confiance des investisseurs étrangers pour espérer assister à un retour des flux en direction de l'Empire du milieu. Les incertitudes autour des ambitions du parti communiste (PCC) à l'égard de Taïwan ne militent pas en faveur d'un retour de la confiance. La valorisation actuelle des actions chinoises est attrayante, raison pour laquelle nous avons décidé d'accorder le bénéfice du doute aux autorités chinoises en maintenant notre allocation dans nos portefeuilles pour le moment.

## China inbound foreign direct investment

Quarterly; Q1 1998 to Q3 2023



Source : Ian Bremmer

L'année 2023 touche à sa fin et le moins que l'on puisse dire c'est qu'elle aura apporté son lot de surprises. Après un cycle de hausse de taux des plus rapides de l'histoire, la récession largement attendue par le consensus ne s'est pas produite. Cela a donc provoqué des performances surprenantes dans certains segments comme la technologie, mais il fallait être sur les bons « chevaux » pour réellement en profiter. En effet, en dehors des « 7 magnifiques » à savoir Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia, Amazon, Meta et Tesla, le marché américain n'a pas tant brillé. Après des performances fortement négatives sur les obligations en 2022, ces dernières ne se sont que très peu reprises cette année mais nous restons convaincus que cette classe d'actif devrait générer des rendements intéressants ces prochaines années, à commencer par 2024.

Que pouvons-nous donc attendre pour l'année prochaine ?

Le défi majeur demeure du côté des banques centrales. Ces dernières vont-elles être capables de piloter un atterrissage en douceur ? Si oui, le scénario « Goldilocks » devrait se prolonger et donc permettre aux stratégies d'allocations d'actifs de bien performer comme cela a été le cas au mois de novembre. Dans le cas contraire, nous pourrions assister à un important écartement des spreads de crédit ce qui risque de provoquer une nouvelle correction des marchés actions. Si ce scénario devait se produire, les banques centrales devraient devenir plus accommodantes en baissant leurs taux plus rapidement que prévu tout en injectant des nouvelles liquidités. Dans ce cas de figure, nous aurions tendance à profiter de cette baisse pour accumuler des positions dans des sociétés de qualité.



Il ne faut surtout pas sous-estimer pas le gain en productivité des entreprises grâce à la technologie qui a déjà permis à ces dernières de maintenir des marges bénéficiaires solides malgré les vents contraires liés à la hausse de l'inflation et à la pénurie de main d'œuvre.

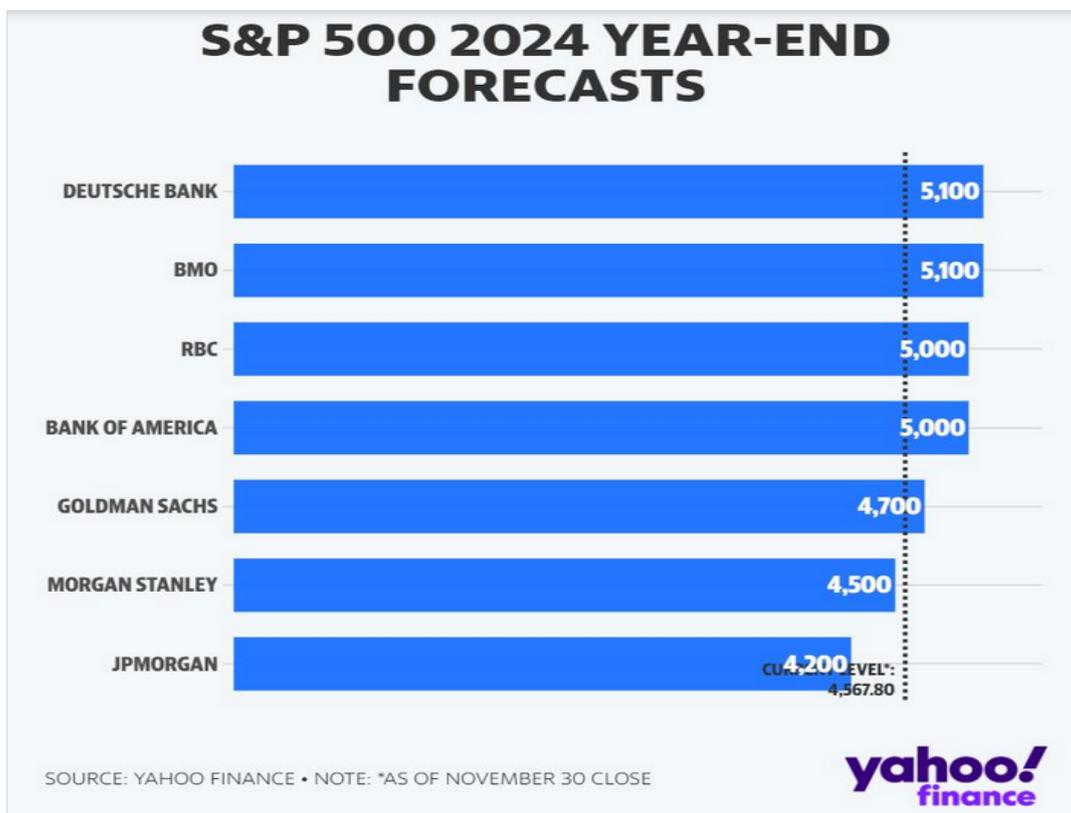
Il faudra bien entendu suivre l'évolution de la géopolitique, mais comme nous l'avons évoqué à plusieurs reprises, cette dernière ne doit pas être mise au centre de nos réflexions. Lors de récentes élections, nous avons pu constater un glissement vers l'extrême droite dans certains pays à l'image de l'Argentine et des Pays-Bas. Plus de 3 milliards de citoyens vont passer aux urnes l'année prochaine à commencer par les taiwanais en janvier. Les résultats vont inévitablement influencer l'attitude de l'Empire du milieu envers Taïwan. L'apothéose électorale devrait avoir lieu en novembre 2024 avec les élections présidentielles américaines et un possible retour de Donald Trump au pouvoir. Ce résultat (et les mois qui vont le précéder) devrait également influencer les mouvements sur les bourses mondiales.

Nous vous proposons quelques graphiques bonus ci-dessous et restons à votre disposition pour approfondir l'un ou l'autre des sujets abordés.

Avant de tourner la page de l'année 2023, nous tenons à remercier chaleureusement tous nos lecteurs et les investisseurs qui nous font confiance depuis des années et vous donnons rendez-vous en 2024 pour de nouvelles aventures palpitantes.

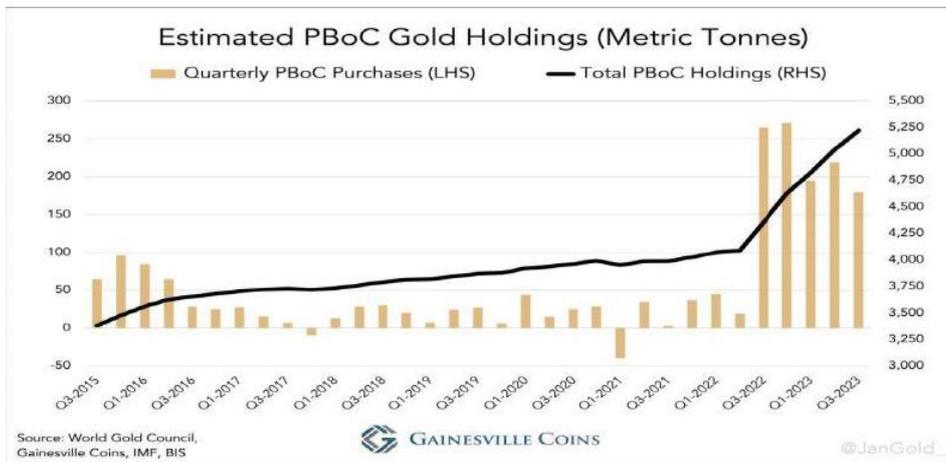
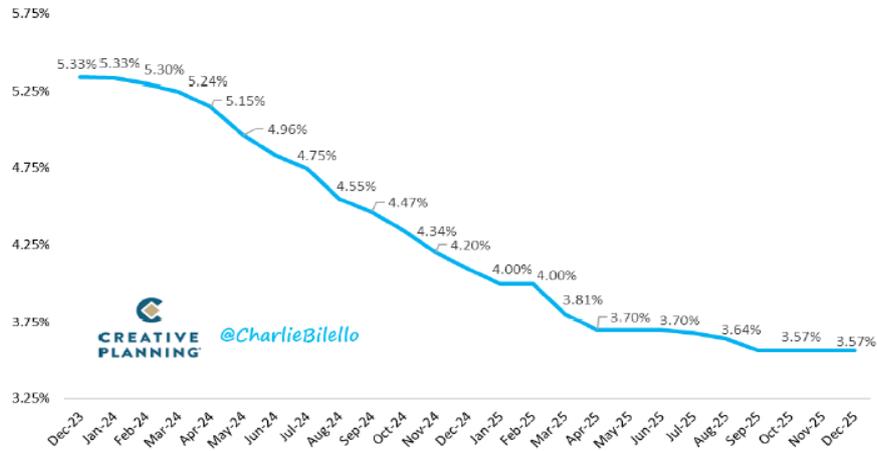
Passez de belles fêtes de fin d'année.

L'équipe Weisshorn Asset Management.





**Market Expectations for Fed Funds Rate**  
(Data via Fed Funds Futures, Dec 2023 - Dec 2025)



**Global elections in 2024**

Countries that will hold general elections next year, along with corresponding dates



**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.