

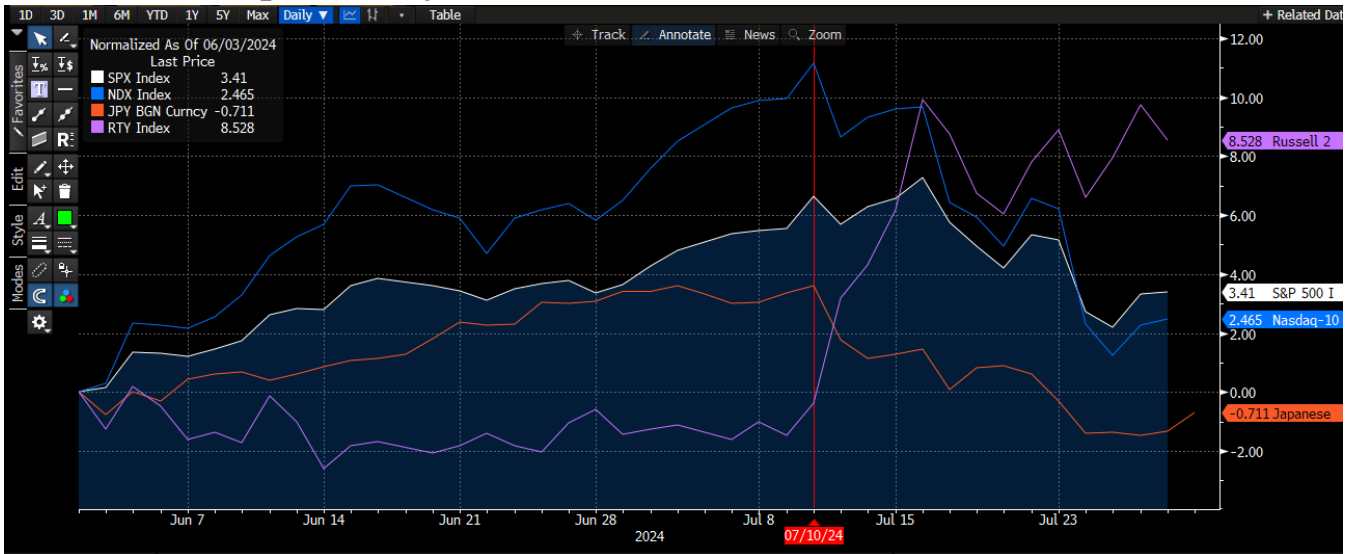
Revue des marchés juillet 2024



Si la variation de la plupart des indices actions était relativement faible en juillet, le mois a tout de même été passablement mouvementé. Après un démarrage en trombe qui a permis au S&P 500 et au Nasdaq 100 de franchir des plus hauts historiques, une rotation sectorielle s'est mise en place. Les investisseurs ont eu tendance à prendre des profits sur les sociétés de croissance et particulièrement sur le secteur de la technologie pour se repositionner sur les « mal-aimés » à savoir les sociétés « *value* » ainsi que les petites et moyennes capitalisations. Cela a permis à l'indice Russell 2000 de s'envoler de plus de 10% et décrocher la palme du meilleur performeur de juillet par rapport à ses pairs. Le Nasdaq 100 a, quant à lui, abandonné 1.6% sur le mois alors que le Dow Jones Industrial, qui regroupe des sociétés plus matures et défensives, s'est adjugé 4.4%. Il est intéressant de constater sur le graphique ci-dessous que la rotation sectorielle a été initiée en même temps qu'un puissant rebond sur le Yen japonais (JPY) suite à une nouvelle intervention massive de la Banque centrale japonaise (BoJ) sur le marché des changes. Cette dernière aurait injecté plus de 22 milliards de dollars en deux jours (après en avoir injecté plus de 60 milliards au printemps) pour soutenir sa devise. Grâce à ses taux très bas depuis plus de trente ans et à une bonne visibilité sur la politique monétaire de sa Banque centrale, le JPY est une devise appréciée par les investisseurs qui utilisent du levier. Depuis de longues années, les fonds spéculatifs ont donc tendance à emprunter du JPY à faible coût pour investir en dollar US (ou dans d'autres devises) dans des sociétés de croissance à fort potentiel. Lorsque la BoJ décide donc de défendre sa devise, cela provoque des dénouements de « *carry trade* » qui pèsent sur les courts des actifs risqués du monde entier. Le rebond de la devise japonaise (+7.2% sur le mois) a logiquement pesé sur le Nikkei 225 (-1.2%) ainsi que sur les principaux indices européens qui ont également cédé entre 1 et 2%.



Performances depuis début juin 2024



Source : Bloomberg, Weisshorn

Le rebond des « *small&mid caps* » peut également s'expliquer par les anticipations de baisse de taux aux Etats-Unis. Comme nous l'avons évoqué ces derniers mois, les phases de resserrement monétaire ont tendance à plus fortement pénaliser les PME qui peinent à trouver des banques ou des investisseurs disposés à financer leurs dépenses d'investissement. Lorsqu'elles empruntent, elles doivent donc payer une prime plus ou moins importante par rapport aux taux gouvernementaux. Lorsque ces derniers montent, cela provoque un double effet négatif pour ces entreprises. Par contre, en période d'assouplissement monétaire, comme cela est déjà le cas en Europe et dans la plupart des régions du monde (la FED ne devrait pas tarder à également initier un cycle de baisse de taux), les perspectives de financement des petites capitalisations s'éclaircissent et les investisseurs ont tendance à revenir sur ce segment. À notre avis, il est trop tôt pour crier victoire pour cette thématique, mais nous pensons que le pire est probablement derrière et envisageons de prochainement augmenter cette allocation dans nos portefeuilles. L'indice FTSE 100, qui regroupe les principales valeurs britanniques, s'est adjugé 1.4% dans un contexte politique en mouvance. Après la décision de Rishi Sunak de convoquer des élections législatives anticipées, la probabilité que les Conservateurs perdent le pouvoir au parlement était élevée et il n'y a effectivement pas eu de surprise. Le parti Travailliste, mené par son homme fort Keir Starmer, a remporté les élections et lui ouvert les portes du 10 Downing Street. Même si l'économie britannique se porte relativement bien et que l'inflation est revenue à son objectif, la période « d'hyperinflation » que le pays a subi, les divers déboires politiques ainsi que les scandales de l'ère Boris Johnson ont bouté le parti Conservateur hors du pouvoir après quatorze ans. Keir Starmer va concentrer son mandat sur la reprise économique et compte réchauffer les relations entre la Grande-Bretagne et l'Union Européenne. Il semble déterminé à se lancer dans des réformes sensibles comme la nationalisation des chemins de fer et la lutte contre l'immigration. Cela pourrait déclencher une nouvelle dynamique dans ce pays qui digère encore les conséquences du Brexit.

Évolution des marchés à fin juillet 2024

End of July	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.70%	1.13%	-0.43%	0.70%	1.11%	2.70%	-0.14%	-0.57%
Perf 3 Month	8.06%	9.66%	-0.98%	-5.68%	1.94%	9.38%	3.71%	-4.50%
Perf YTD	12.70%	15.78%	7.77%	-0.15%	9.53%	10.59%	5.96%	0.32%

End of July	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-4.45%	-6.58%	5.19%	-3.90%	-1.04%	6.18%	0.63%	1.28%
Perf 3 Month	-4.91%	-8.13%	7.06%	-7.67%	-1.48%	3.61%	1.39%	3.16%
Perf YTD	8.74%	4.78%	18.64%	7.78%	1.96%	-4.09%	2.95%	-2.29%

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	2.76%	2.34%	2.04%	2.90%	2.98%	2.38%	1.96%	1.85%
Perf 3 Month	4.26%	5.06%	2.43%	6.08%	4.09%	4.53%	3.89%	4.26%
Perf YTD	-0.49%	1.61%	0.80%	1.27%	-2.33%	1.29%	5.20%	4.11%

Source : Bloomberg 31/07/24

Les rendements des obligations ont eu tendance à baisser sur l'ensemble de la courbe des deux côtés de l'Atlantique. Les taux courts ont baissé plus fortement que les taux longs, ce qui a provoqué une légère repentification des courbes. Du côté américain, le rendement à 10 ans a baissé de 36 points de base à 4.03% alors que le rendement à 2 ans s'est contracté de 50 points de base. Même topo pour le rendement à 2 ans allemand qui est revenu à 2.53%, soit sur les niveaux de février 2024. Il est intéressant de relever que même si le différentiel entre le rendement à 2 ans et à 10 ans américain est toujours négatif, celui entre le rendement à 2 ans et à 30 ans est repassé en territoire positif (+4 points de base).

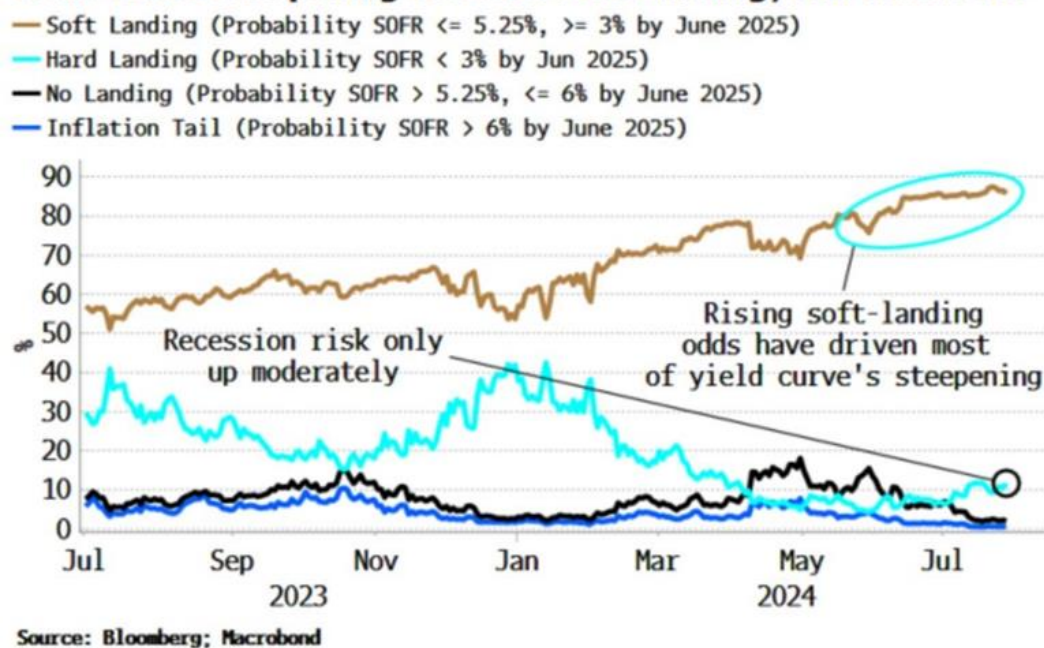
Cette contraction des rendements a eu lieu dans un environnement économique mi-figue, mi-raisin. Si plusieurs indicateurs avancés (à l'image des PMIs) nous indiquent que le ralentissement est bien en place, la première estimation de la croissance du PIB américain pour le deuxième trimestre s'est affichée nettement au-dessus des attentes à 2.8% contre 2% attendu. À noter tout de même que la consommation des ménages a eu tendance à ralentir et que les effets de base des stocks ont quelque peu gonflé ce chiffre. Il faut également retenir que la croissance du PIB est plutôt un indicateur retardé (sauf si l'on prend en considération l'estimation de la FED d'Atlanta (GDPNOW) qui évolue à 2.5% et qui intègre des indicateurs avancés dans son calcul).

Si l'or s'est plutôt bien comporté (+2.8%) et s'est même offert le luxe d'évoluer à son plus haut historique (2483\$ par once) durant le mois, les autres matières premières étaient sous pression. Les déboires économiques que la Chine traverse actuellement ne sont pas anodins à ces piètres performances. En effet, si la communauté financière s'impatiente d'assister à un redémarrage de l'économie chinoise, les statistiques économiques publiées récemment ne pointent pas dans la bonne direction. La banque centrale (PBoC) a une nouvelle fois baissé ses taux, mais comme nous le disions en fin d'année dernière, ces interventions homéopathiques ne sont pas suffisantes pour provoquer un électrochoc nécessaire pour que le pays se remette sur les rails d'une croissance soutenue et durable. Le marché des actions chinoises qui avait initié un fort et prometteur rebond en février de cette année semble s'estomper et donne l'impression d'un faux départ.



Les actifs digitaux ont évolué de manière dispersée le mois dernier. L'Ethereum, en recul de 2.5%, n'a pas vraiment profité (pour l'instant) du feu vert de la SEC qui autorise désormais l'émission d'ETF sur cet actif. Quant au Bitcoin (+7.5%), il semble avoir été invité à participer, malgré lui, à la campagne présidentielle américaine. Le candidat Trump, qui était totalement contre l'utilisation de la monnaie digitale jusqu'en 2023, semble avoir compris qu'il y avait des voix à aller chercher dans la communauté crypto. Lors de ses récentes interventions dans le cadre de sa campagne présidentielle, Mr. Trump a multiplié des allusions positives à l'égard du Bitcoin. Il a même donné un discours dans le cadre de la conférence Bitcoin à Nashville où il a laissé entendre qu'il était favorable à ce que les Etats-Unis constituent des réserves stratégiques de Bitcoin et que le pays devienne la capitale du monde des cryptos. Du côté Démocrates, la prise de position est plus sceptique pour le moment. Nous l'avons évoqué à plusieurs reprises ces dernières années, les investisseurs vont devoir composer avec les actifs digitaux qui se démocratisent et s'immiscent de plus en plus dans le quotidien des individus et cela ne peut que s'accélérer si les candidats à l'élection présidentielle américaine en font un argument de campagne.

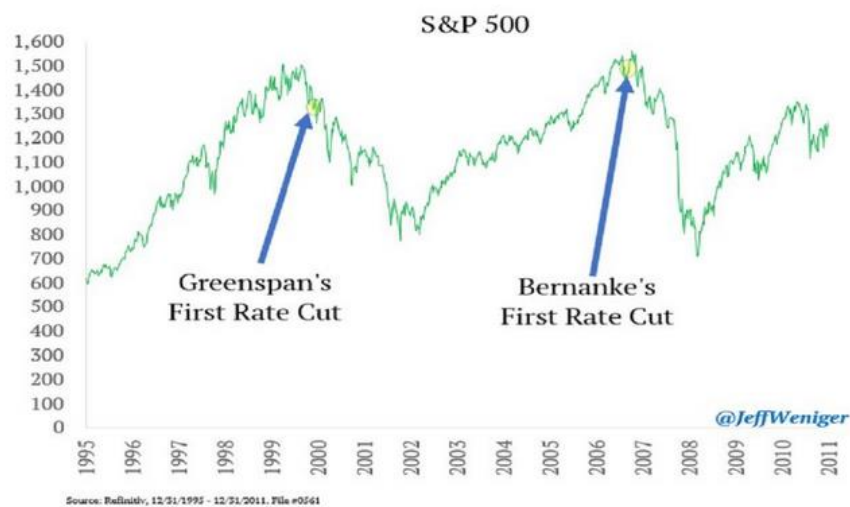
Yield Curve Steepening Reflects Soft Landing, Not Recession



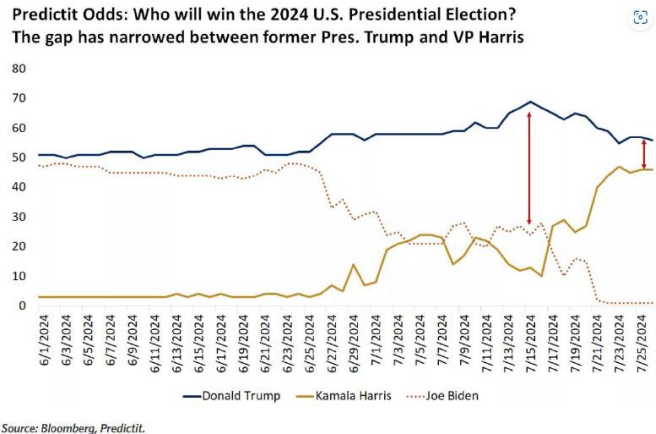
La banque centrale britannique (BoE) est « enfin » entrée dans le club des banques centrales qui assouplissent leur politique monétaire. Suite à un vote très serré (5 voix pour une baisse contre 4 voix pour un statu quo), le comité a décidé de procéder à sa première baisse depuis 2020 pour ramener son taux directeur à 5% (-25 points de base). Même si cette décision n'était pas unanime, elle semble relativement logique au vu de l'évolution économique du pays ces derniers mois. L'inflation britannique est revenue à l'objectif des 2% alors que le marché de l'emploi se détend progressivement. Même tendance pour la Banque centrale canadienne (BoC) qui a baissé ses taux de 25 points de base pour la deuxième fois consécutive. En toute fin de mois, tous les regards des investisseurs étaient donc tournés vers la FED qui se réunissait à son tour.



Si le consensus n'attendait aucun mouvement de taux pour ce meeting, la communauté financière espérait obtenir des informations tangibles sur l'évolution de la politique monétaire américaine et sur le timing de la (probable) future baisse de taux de l'institution. Mr. Powell n'a pas été si clair que le consensus pouvait l'espérer. En effet, s'il a confirmé constater que l'activité économique ralentit et que le marché du travail montre des signes d'une détente progressive, ce dernier a laissé entendre que l'institution continuerait d'observer l'évolution des statistiques (« *data dependency* ») avant de prendre des décisions. Le consensus qui parie sur une première baisse au mois de septembre a été quelque peu déçu et devra donc attendre la réunion annuelle des grands argentiers à Jackson Hole fin août pour espérer y voir plus clair. Comme nous le disions plus haut, le son de cloche est totalement différent du côté de la Banque centrale japonaise (BoJ) qui a décidé de monter ses taux de 15 points de base à 0.25%, ce qui a accentué les dénouements de « *carry trade* » malgré le fait que l'économie japonaise tourne au ralenti.



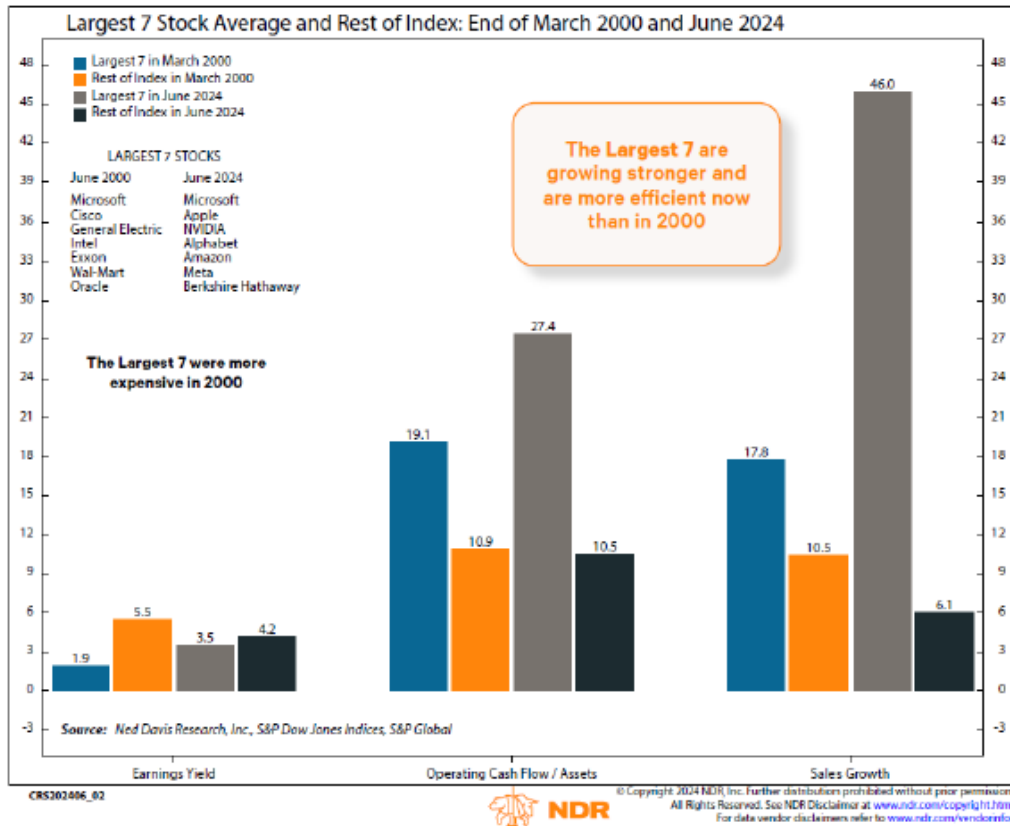
L'actualité a été mouvementée au niveau politique ces dernières semaines. Nous avons évoqué plus haut le changement de Premier Ministre en Grande-Bretagne, la France navigue à vue et sans gouvernement (au moins jusqu'à la fin des Jeux Olympiques) alors que la cote de popularité du gouvernement allemand est au plus bas. Le fait historique s'est produit aux Etats-Unis avec la tentative d'assassinat de Mr. Trump. Aussi bizarre que cela puisse paraître, un homme armé a réussi à se poster sur un toit à 150 mètres de l'ancien président américain lors d'un meeting de campagne en Pennsylvanie et lui tirer dessus pendant son discours. Comme vous l'avez tous lu, plusieurs balles ont été tirées ; une a touché l'oreille droite du candidat à la présidentielle et l'attentat a fait un mort dans le public. Cet évènement a forcé la directrice du « *secret service* » américain (en charge, entre autres, de la protection des candidats à l'élection présidentielle) à démissionner et fait grimper la cote de popularité de Mr. Trump dans les sondages. Cette dernière est vite retombée lorsque, quelques jours après l'attentat, le Président Biden a annoncé son retrait de la course à sa réélection en adoubant son actuelle Vice-Présidente Kamala Harris. Cette dernière a rapidement reçu le soutien des poids lourds du parti à l'image des Clinton et des Obama. Sauf énorme surprise lors de la convention des Démocrates entre le 19 et le 22 août qui désignera le candidat officiel du parti, Mme Harris devrait défier M. Trump en novembre. Vous l'aurez compris, le monde n'est probablement pas au bout de ses surprises dans cette campagne électorale. Nous pouvons déjà affirmer qu'elle demeurera dans les annales.



Les investisseurs les plus sceptiques évoquent régulièrement le fait que les marchés actions évoluent à des niveaux de valorisations élevés. Certes, le S&P 500 traite actuellement à un niveau de PER (Price-Earning Ratio) de 21x alors que le niveau médian historique des vingt dernières années se situe autour des 17x. Sur la base de ce ratio, le marché américain n'est effectivement pas « bon marché ». En approfondissant un peu l'analyse, on se rend compte que c'est une poignée de sociétés qui gonflent ce ratio au niveau de l'indice. Il s'agit des géants de la technologie à l'image d'Alphabet, Microsoft ou encore Nvidia. Si on exclut les 10 sociétés les « plus chères », le PER du S&P500 se situe à 17x. En traversant l'Atlantique, l'indice Stoxx Europe 600 traite également proche de sa moyenne historique, ce qui nous mène à conclure que malgré la récente hausse des marchés actions, la valorisation de l'ensemble de la cote n'est pas pour autant indécente. D'autant plus, que la grande majorité des entreprises qui composent ces indices délivrent, trimestre après trimestre, des résultats d'excellente qualité ainsi que des perspectives encourageantes. Nous évoquions lors de notre précédente lettre que les investisseurs sanctionnaient sévèrement les sociétés qui décevaient au niveau des « *guidances* », ce qui est logique lorsque ces derniers « *pricent* » la perfection. Toujours est-il que dans la grande majorité des cas, les entreprises délivrent ce que les investisseurs attendent d'elles, voire mieux. À ce jour, environ la moitié des sociétés du S&P500 ont publié leurs résultats du 2^{ème} trimestre et force est de constater qu'environ 79% ont reporté au-dessus des attentes. Même si des corrections momentanées ne peuvent pas être évitées, nous demeurons confiants sur les marchés actions tant que la qualité des résultats, qui est typiquement un indicateur de marché haussier, est au rendez-vous.



Today's Largest 7 are cheaper and of higher quality vs. 2000

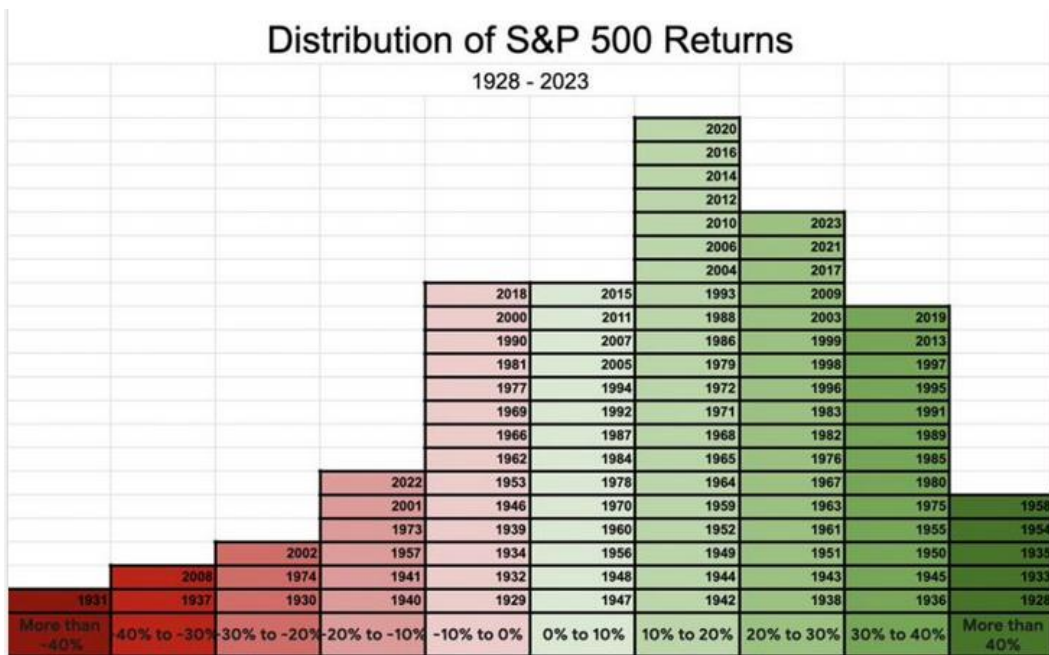


Le contexte géopolitique demeure tendu au Moyen-Orient. Comme nous l'avons répété à plusieurs reprises, nous devons le surveiller et en tenir compte dans nos scénarios, sans pour autant construire nos portefeuilles pour le scénario catastrophe. L'inflation continue de se diriger en direction de l'objectif et l'économie ralentit (enfin) dans la plupart des régions du monde. Nous pouvons donc en déduire que les efforts des banques centrales commencent à porter leurs fruits. Les entreprises demeurent résilientes tant au niveau de la qualité de leur bilan que des marges bénéficiaires. La nouvelle donne pourrait venir des dénouements de « *carry trade* » que nous avons expliqué plus haut. Ces derniers pourraient apporter une forte volatilité sur les marchés ces prochaines semaines. Il faudra donc que les investisseurs suivent de près l'évolution de la politique monétaire de la BoJ qui aura, plus que jamais, un impact sur les actifs occidentaux. Nous aurions tendance à profiter d'acheter des sociétés de qualité à bon prix en cas d'exagération à la baisse.

Nous vous souhaitons un beau mois d'août et de belles vacances à ceux qui auront la chance d'en prendre.



Graphiques Bonus :



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.