

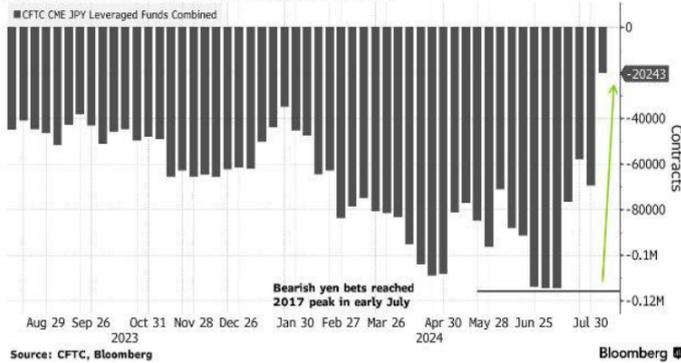
Revue des marchés août 2024



Les vacances d'été n'ont pas été de tout repos pour les « bulls ». Le mois d'août (qui fait statistiquement partie des plus mauvais mois de l'année avec le mois de septembre) a démarré sur les chapeaux de roue avec une forte baisse des indices actions et une hausse de la volatilité. Cette correction brutale a été principalement initiée par deux facteurs. Tout d'abord, des chiffres de l'emploi plus faibles que prévu. Ceux-ci pourraient remettre en question le scénario « soft landing » que la grande majorité des investisseurs anticipent. À ce moment-là, la forte révision des créations d'emploi publiées par le bureau de statistique (BLS) sur laquelle nous reviendrons plus bas n'avait pas encore été dévoilée. La deuxième raison, qui nous semble être la principale, vient des dénouements de « carry trade » que nous avons évoqué le mois dernier. Pour rappel, de nombreux fonds spéculatifs ont, depuis des années, eu tendance à emprunter dans des devises à faible taux d'intérêt (comme le yen japonais) pour investir dans des devises qui offrent des rendements plus élevés (comme le dollar américain), ce qui permet d'encaisser un gain sur le différentiel de rendement. Ces investissements peuvent également se faire dans diverses classes d'actifs comme les actions ou les obligations. La Banque centrale japonaise (BoJ) a récemment durci sa politique monétaire ce qui a provoqué une forte hausse du yen. Beaucoup d'investisseurs occidentaux ont été forcés de couvrir leurs positions à découvert sur la devise japonaise et par conséquent de vendre leurs investissements en dollar américain. Alors qu'il s'était déjà apprécié de 6.8% durant le mois de juillet, le yen a accentué ses gains de plus de 6% entre le jeudi 1^{er} et le lundi 5 août. Ce mouvement a provoqué un « sell-off » sur l'indice Nikkei225 qui regroupe les principales actions japonaises (-18.5%) et fait souffler un vent de panique sur les indices mondiaux le temps de quelques heures. Comme souvent dans ces moments-là, les ventes forcées des spéculateurs qui utilisent du levier ont accentué le mouvement baissier et fait grimper la volatilité en flèche. Après ce « nettoyage éclair », les investisseurs ont rapidement repris leurs esprits, ce qui a permis à la plupart des indices de terminer le mois en légère hausse, sauf pour le Nikkei qui a tout de même abandonné 1.1%, un moindre mal après sa baisse historique durant les premiers jours du mois. Cet épisode est un cas d'école parfait des conséquences d'un emballement déclenché par des « stop loss » et des appels de marge lorsque qu'un trade très populaire s'inverse.



Traders Slash Yen Shorts Amid Carry Trade Unwind Boost to yen sentiment is fifth-biggest on record



The yen carry trade has been a major driver of yen depreciation



Ces dénouements de « carry trade » ont eu un impact sur toutes les classes d'actifs, ainsi que sur les devises. Le Dollar Index a cédé plus de 2% sur le mois pour se rapprocher de son support des 100, soit son niveau le plus bas de l'année. Sans surprise, les devises « refuges » à l'image du franc suisse ont été recherchées alors que le métal jaune a prolongé son ascension (+2.3%) pour atteindre un nouveau plus haut historique (2'531 dollars par once). Le reste des matières premières subit encore les conséquences d'une économie chinoise qui tourne au ralenti. Même le pétrole continue sa dégringolade (-2.5%) malgré un contexte géopolitique toujours aussi tendu.

Du côté des taux d'intérêt, la tendance a plutôt été à la baisse. L'inflation qui pointe en direction de l'objectif des banques centrales de 2% ainsi qu'un ralentissement économique qui semble, lentement mais sûrement, se mettre en place ont incité les investisseurs à accumuler des obligations en dollar US tout comme en euro. Le rendement américain à 2 ans s'est contracté de 38 points de base sur le mois alors que le rendement à 10 ans a cédé 19 points de base pour revenir sur l'important support des 3.8%. Cette correction représente le quatrième mois consécutif de contraction des rendements. Ce mouvement a contribué à une repentification de la courbe et a ramené proche de l'équilibre le différentiel entre ces deux rendements alors qu'il évolue en territoire négatif depuis juillet 2022. Même tendance sur le vieux continent mais dans des proportions plus faibles avec un rendement allemand à 10 ans qui s'est légèrement contracté et qui a oscillé durant tout le mois dans une fourchette étroite entre 2.20 et 2.30%.

Évolution des marchés à fin août 2024

End of August	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	2.51%	2.28%	1.75%	1.32%	3.04%	0.97%	1.40%	-3.51%
Perf 3 Month	6.27%	7.03%	-0.52%	-4.53%	0.71%	3.63%	4.86%	-7.22%
Perf YTD	15.53%	18.42%	9.65%	1.16%	12.87%	11.66%	7.44%	-3.20%

End of August	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-5.60%	-2.38%	2.28%	0.11%	-2.01%	0.54%	0.06%	1.24%
Perf 3 Month	-4.47%	-3.46%	7.56%	-8.02%	-1.81%	5.65%	1.18%	4.25%
Perf YTD	2.65%	2.28%	21.35%	7.90%	-0.09%	-3.57%	3.01%	-1.08%

End of August	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	2.37%	1.44%	0.44%	1.42%	0.13%	2.01%	2.17%	2.10%
Perf 3 Month	5.34%	4.79%	2.83%	5.66%	5.16%	4.72%	4.59%	4.64%
Perf YTD	1.86%	3.07%	1.24%	2.71%	-2.21%	3.32%	7.49%	6.29%

Source : Bloomberg 31/08/24

Sur le plan politique et géopolitique, les foyers de risque pour les marchés financiers demeurent actifs et nous incitent à maintenir un œil attentif sur leur développement. Après une parenthèse olympique enchantée, la situation politique ne s'est pas vraiment améliorée en France avec un Président Macron qui n'a toujours pas nommé de Premier ministre à ce jour. Du côté des Etats-Unis, les résultats des sondages demeurent serrés entre Mme Harris et Mr. Trump. Nous avons appris que la candidate démocrate a choisi M. Tim Walz comme colistier. L'actuel gouverneur du Minnesota et ancien professeur est considéré comme progressiste. Ceci pourrait être un handicap pour aller récupérer des voix chez les électeurs républicains qui hésitent encore à voter pour M. Trump. Les américains attendent avec impatience le débat télévisé entre les deux candidats agendé au 9 septembre qui devrait très certainement influencer le résultat final le 5 novembre.

Nous n'avons malheureusement pu constater aucune bonne nouvelle du côté des conflits armés, au contraire même. Au Moyen-Orient, les pourparlers de cessez-le-feu sont au point mort et même pire, le conflit commence à s'étendre au-delà des frontières libanaises. Le Hezbollah a récemment lancé une attaque de drones en représailles du raid israélien de fin juillet qui avait causé la mort d'un Commandant du mouvement islamiste armé. Cette offensive a été déjouée par l'armée israélienne, mais nous pouvons constater que les risques que le conflit s'étende dans la région sont en augmentation. Si l'Iran et les Etats-Unis devaient prendre directement part aux affrontements, cela pourrait avoir des conséquences catastrophiques pour le monde entier.

Plus de deux ans se sont écoulés depuis l'invasion russe en Ukraine et ses conséquences sur l'approvisionnement énergétique que nous connaissons. Le mois d'août sera certainement à marquer d'une pierre blanche dans les dates importantes de l'évolution du conflit. L'Ukraine, qui s'efforçait jusqu'à présent à se défendre et à repousser l'envahisseur semble être passée à l'offensive. Début août, l'armée ukrainienne a mené une incursion surprise sur le territoire russe dans la région de Kursk et prétend y contrôler plus de mille km². Le Président Zelensky est resté très discret sur les raisons de cette opération. Les spécialistes militaires pensent que l'objectif est de faire diversion et de disperser les troupes russes.



Ce territoire pourrait également être utilisé comme « monnaie d'échange » dans des potentiels pourparlers de cessez-le-feu. Cet événement marque très probablement un tournant dans ce conflit qui s'enlise depuis plusieurs années et dont l'issue semble difficile à prévoir.

Si les plus optimistes pensent que cette offensive pourrait augmenter les chances de mettre un terme au conflit, il ne faut pas négliger le dégât d'image qu'elle provoque pour le Président Poutine et les conséquences (nucléaire ?) qui pourraient en découler. Nous l'avons répété à plusieurs reprises, nous devons tenir compte et intégrer ces conflits armés dans nos scénarios mais ils ne doivent pas avoir un poids prépondérant dans la construction de nos portefeuilles.



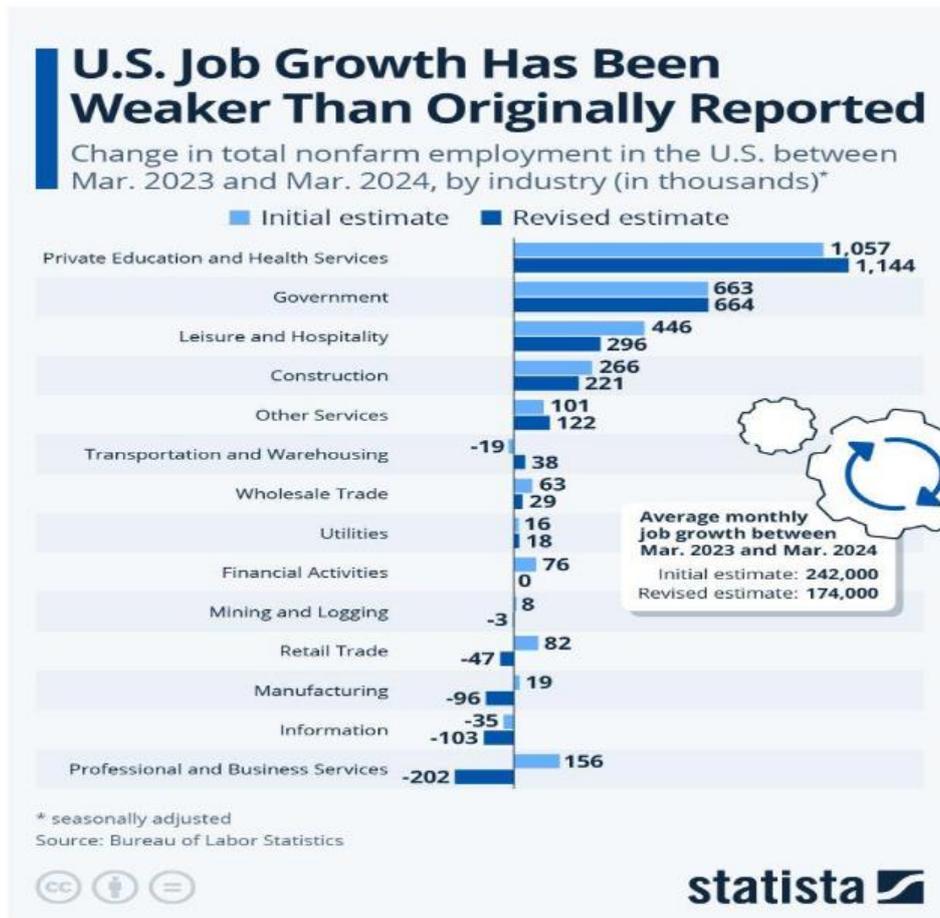
Nous évoquions plus haut une importante révision des statistiques de création d'emplois. Tous les mois, le BLS (Bureau of Labor Statistics) publie diverses statistiques, dont le nombre d'emplois créés aux Etats-Unis, qui sont suivies de près par les investisseurs et la Banque centrale américaine. En effet, avec l'indice de prix PCE (« Personal Consumer Expenditure ») qui reflète l'évolution de l'inflation américaine, le nombre de création d'emplois représente une des statistiques les plus importantes pour la FED et sa politique monétaire qui en découle. Il s'avère que le chiffre publié mensuellement est une estimation. En effet, au vu de la quantité de données à récolter, il est difficile d'avoir un chiffre précis dans un laps de temps aussi court. Une fois par année au mois d'août, le BLS publie la révision annualisée des statistiques mensuelles publiées entre avril de l'année précédente et mars de l'année en cours, dans notre cas, entre avril 2023 et mars 2024. Cette révision demeure habituellement marginale et oscille entre 100'000 et 200'000 emplois créés en plus ou en moins durant les douze mois sous observation. Le 21 août, le BLS a annoncé qu'il y avait réellement 818'000 emplois en moins qui avaient



été créés sur la période, soit en moyenne, 174'000 emplois par mois et non pas 242'000 comme précédemment publié.

Cerise sur le gâteau, le jour de la publication, le BLS semblait avoir un problème technique et n'a donc pas pu publier le chiffre en temps et en heure. Certaines banques d'investissement qui suivent ces publications de très près et surprises de ne pas voir apparaître le chiffre s'afficher sur leurs écrans ont contacté le BLS par téléphone afin de comprendre ce qu'il se passait. Le BLS a confirmé le problème technique et a pris la liberté de communiquer la révision par téléphone au gré des appels qu'il recevait. Ceci représente une infraction grave à l'équité dans la transmission de l'information. « Peut mieux faire » pour un service rattaché directement au gouvernement américain...

Il ne fait pas de doute que certaines têtes risquent de tomber dans ce département.



Il semblerait donc que l'économie américaine ait créé beaucoup moins d'emplois entre avril 2023 et mars 2024 que ce que la FED pensait. Pourtant, cette dernière s'est plusieurs fois justifiée de ne pas baisser les taux trop rapidement au vu de la force du marché du travail justement...un avis fortement biaisé par cette surestimation. Il est donc légitime de se demander si le marché de l'emploi, ainsi que l'économie américaine dans son ensemble, sont si robustes qu'ils en ont l'air...

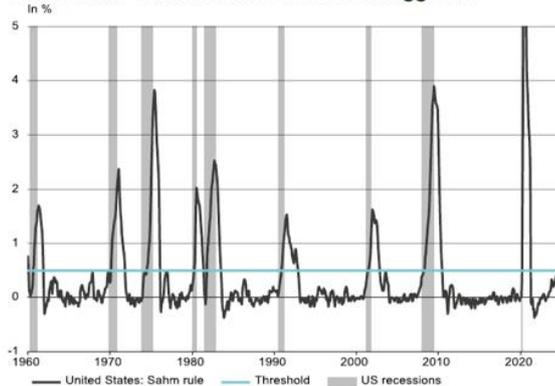
En parallèle de cela, nous avons appris qu'un indicateur avancé de récession a été déclenché. Il est difficile d'imaginer que vous n'avez pas entendu parler de la « Sahm rule », soit la règle de Sahm ces dernières semaines. Les travaux de l'économiste Claudia Sahm ont été mis en évidence par la Réserve Fédérale de St-Louis en 2019.



Selon son étude, lorsque la moyenne mobile à trois mois du taux de chômage américain augmente de plus de 0.5% en l'espace de douze mois, cela indique que l'économie américaine est sur le point d'entrer en récession.

Et justement, ce signal vient de se « déclencher » avec la statistique du taux de chômage du mois de juillet 2024. Le « taux de réussite » de cet indicateur est assez élevé lors des précédentes récessions que l'économie américaine a traversées. Toujours est-il qu'il est tout de même décrié par passablement d'économistes (et par Claudia Sahm elle-même !). En effet, ce modèle repose sur une hausse du taux de chômage due à une accélération des licenciements et c'est ce qu'il s'est passé historiquement. Actuellement, il y a certes des vagues de licenciements aux Etats-Unis, mais la hausse du taux de chômage est principalement justifiée par un excès d'offre de main d'œuvre et un retour de citoyens qui étaient inactifs sur le marché de l'emploi (principalement des immigrés). De plus, lorsque cet indicateur a été déclenché par le passé et qu'une récession s'en est suivie, le niveau d'endettement des ménages était également en hausse et les investissements en contraction, ce qui n'est pas vraiment le cas pour le moment. Est-ce que « cette fois c'est différent ? ». Peut-être... toujours est-il que cet indicateur vient confirmer que l'économie américaine ralentit et que la FED va devoir adapter sa politique monétaire. Ceci dit, la récente révision à la hausse de la croissance du PIB américain pour le deuxième trimestre confirme que l'activité économique, principalement grâce à la consommation privée, demeure soutenue pour le moment.

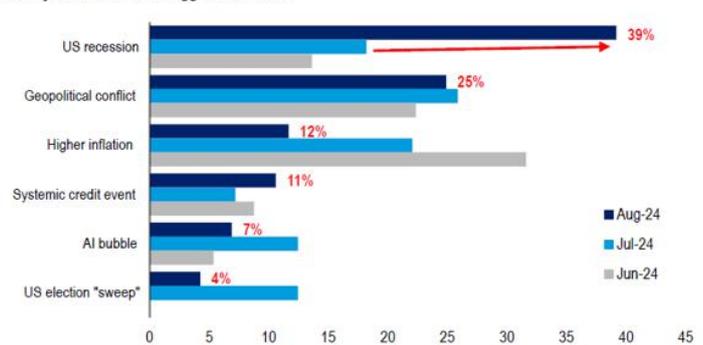
Chart 2: The Sahm rule has now been triggered



Source: LSEG, Vontobel, August 5, 2024.

Chart 9: US recession overtakes geopolitical conflict as the #1 tail risk

What do you consider the biggest "tail risk"?



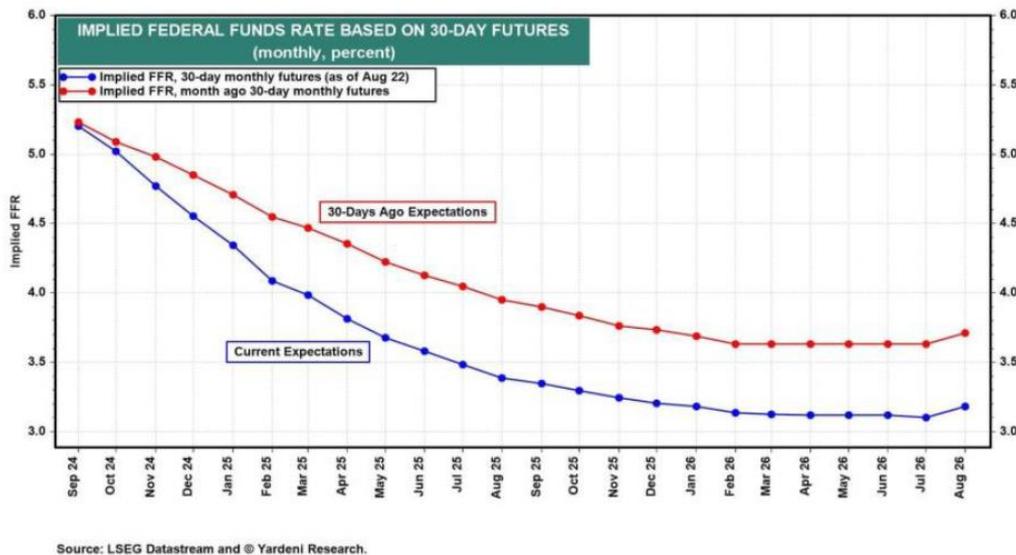
Source: BofA Global Fund Manager Survey

Mr. Powell l'a bien compris et l'a même déclaré de manière assez explicite dans son allocution dans le cadre du rendez-vous annuel de la rentrée estivale à Jackson Hole. Il a confirmé que « le temps était venu d'ajuster la politique monétaire » de l'institution qu'il préside sans pour autant communiquer d'agenda précis. Il faut donc s'attendre à ce que la FED commence à baisser ses taux lors de sa prochaine réunion du 18 septembre mais la « data dependency » demeure pour les potentielles futures interventions. Les spéculations des investisseurs évoquent même une possible baisse de 50 points de base lors de cette réunion qui pourrait supposer que la banque centrale aurait trop tardé à agir et serait « behind the curve ». Alors qu'à l'automne 2023, le consensus attendait sept baisses de taux pour l'année 2024, il n'en anticipait plus que deux en juin de cette année. Au moment où nous écrivons ces lignes, le marché s'attend à quatre interventions d'ici fin décembre, mais comme vous l'aurez compris, cela pourrait encore changer au gré des futures statistiques économiques.

La BCE qui a réduit son taux directeur pour la première fois en juin devrait logiquement réitérer l'opération lors de sa prochaine réunion le 12 septembre.



C'est du moins ce que les dernières statistiques publiées nous incitent à penser et c'est justement la décision qui a été prise par la Riskbank de Suède en baissant ses taux de 3.75% à 3.50% en août. La BNS, qui est déjà intervenue deux fois depuis le début de l'année, pourrait prochainement procéder à sa troisième baisse de taux. Une des seules banques centrales à adopter une politique monétaire restrictive est la BoJ dont le pays évolue dans un cycle économique différent comme évoqué plus haut.



Vous l'aurez compris, le « soft landing » se met en place dans les pays occidentaux. La grande difficulté pour les banques centrales sera d'encadrer ce ralentissement tout en évitant qu'il soit trop profond et ne provoque une récession (« hard landing »).

Est-ce que le fait que la plupart des indices actions évoluent à leur plus haut historique sous-entend que les investisseurs font preuve de trop de complaisance ? Cette question ressort régulièrement depuis quelques temps...En tout cas, les niveaux de valorisations actuels (principalement dans les secteurs de croissance) nous semblent escompter « la perfection », soit aucune mauvaise surprise. Cela s'explique en partie par de bons résultats publiés pour le deuxième trimestre par la plupart des entreprises. L'équilibre actuel sur les marchés pourrait être remis en question au gré des futures statistiques économiques.

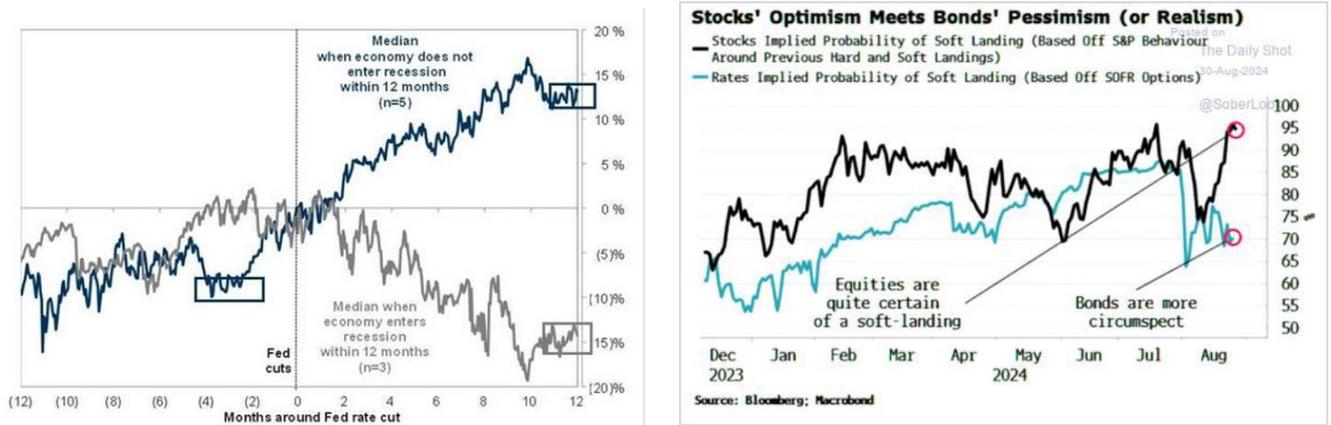
La grande majorité des investisseurs se réjouissent des baisses de taux à venir parce qu'elles vont donner de l'air aux entreprises et aux ménages fortement endettés. Les baisses de taux ont donc tendance à supporter les marchés actions, mais si ces dernières ne parviennent pas à éviter une récession, une correction des indices semble probable. Les niveaux des spreads de crédit actuels ont tendance à nous rassurer et nous laissent justement penser qu'une récession pourra être évitée. En effet, l'écart entre les obligations à haut rendement (High Yield) et les emprunts gouvernementaux oscille autour des 400 points de base alors que par le passé, lorsqu'une récession se profilait, ces derniers évoluaient autour des 800 points de base.

Nous ne voyons donc aucune raison de paniquer mais demeurons tout de même vigilants quant à l'évolution macroéconomique. Les élections présidentielles américaines approchent et pourraient apporter leur lot de « sketches » qui pourrait augmenter la nervosité des investisseurs.

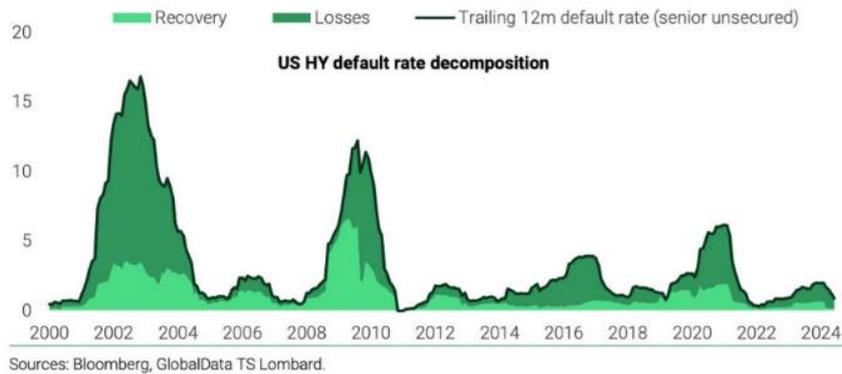
Nous vous souhaitons une belle et douce fin d'été.



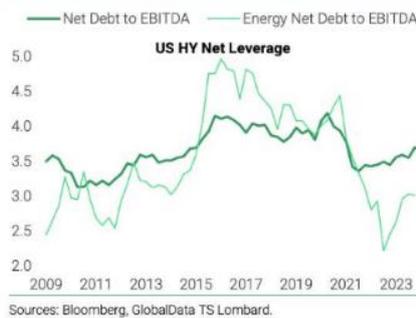
Graphiques Bonus :



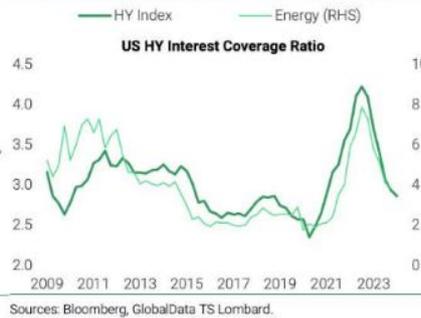
HY defaults are low relative to previous default cycles



Leverage is well below the 10y range



Interest coverage is lower but not worryingly so



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.