



## La Volatilité s'installe Durablement Dans Les Marchés & Rencontre Avec Un Gérant de Convictions sur l'Europe

### Executive summary

- Fort d'une économie américaine solide, les indices US ont atteint de nouveaux records à la fin du mois de septembre
- Une Europe fragilisée qui maintient malgré tout sa trajectoire
- La Fed relève les taux pour la troisième fois de l'année et fait douter les investisseurs
- La volatilité s'installe dans les marchés

*Interview du mois: Rencontre avec Eric Bendahan, gérant du fonds Eleva European Selection . Nous investissons avec Eric pour sa capacité d'analyse, sa performance et sa transparence.*





## Les Marchés Toujours Perturbés par Les Événements Politiques

Au début de l'été, nous constatons des fondamentaux économiques toujours positifs mais la psychologie des investisseurs semblait se focaliser sur les « bad news ». Les problématiques politiques sont toujours nombreuses (Italie / Brexit / Guerre commerciale US vs Chine / élections Brésiliennes) et continuent de secouer les marchés.

La volatilité s'installe et devrait perdurer.

	Perf YTD*	Depuis Juillet 2018
S&P 500	2.05%	0.37%
Nasdaq	6.17%	-1.09%
Euro Stoxx50	-8.41%	-5.49%
Stoxx600	-7.59%	-5.34%
SMI	-7.92%	0.35%
MSCI Emerging	-17.59%	-10.74%
Nikkei	-0.76%	1.28%



# Conditions Economiques

## Une dispersion étonnante

Les marchés actions affichent depuis le début de l'année des performances qui varient fortement selon les zones géographiques. Alors que le S&P est toujours positif (+2.05%\*), les marchés émergents suggèrent une direction opposée (-17.59%\*). Ce niveau de dispersion est historiquement extrêmement élevé et rarement soutenable sur le long terme. Cet écart devrait donc s'ajuster à moyen terme.

### Performances 2018



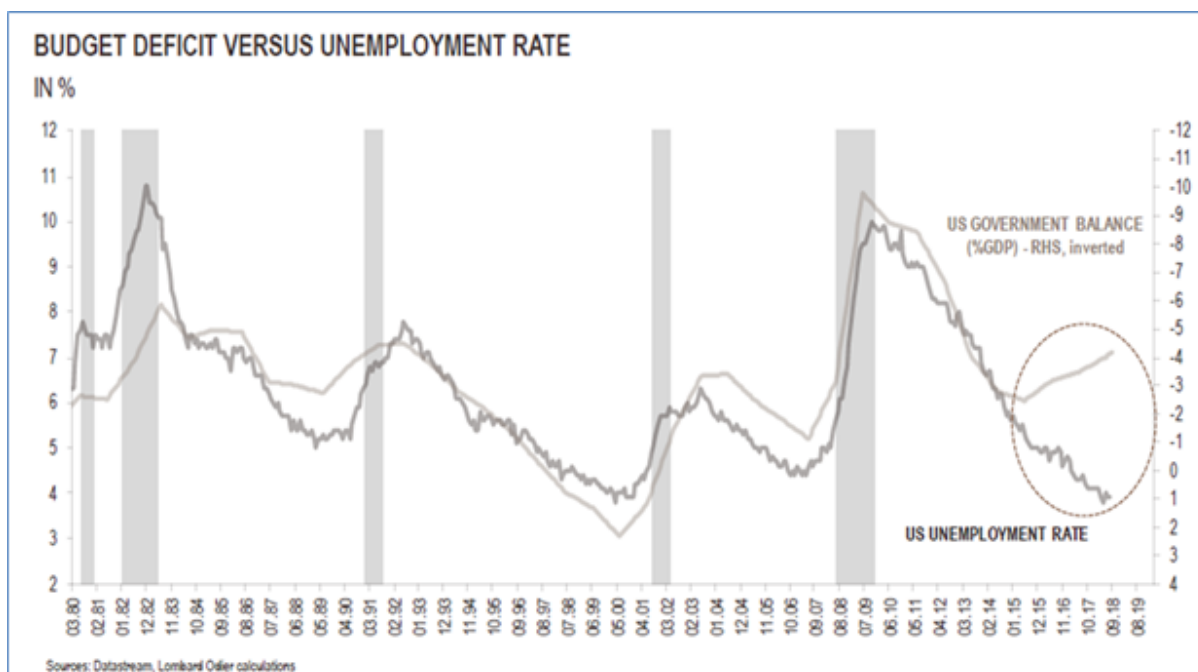
\* Au 11.10.2018



## Make America Great Again

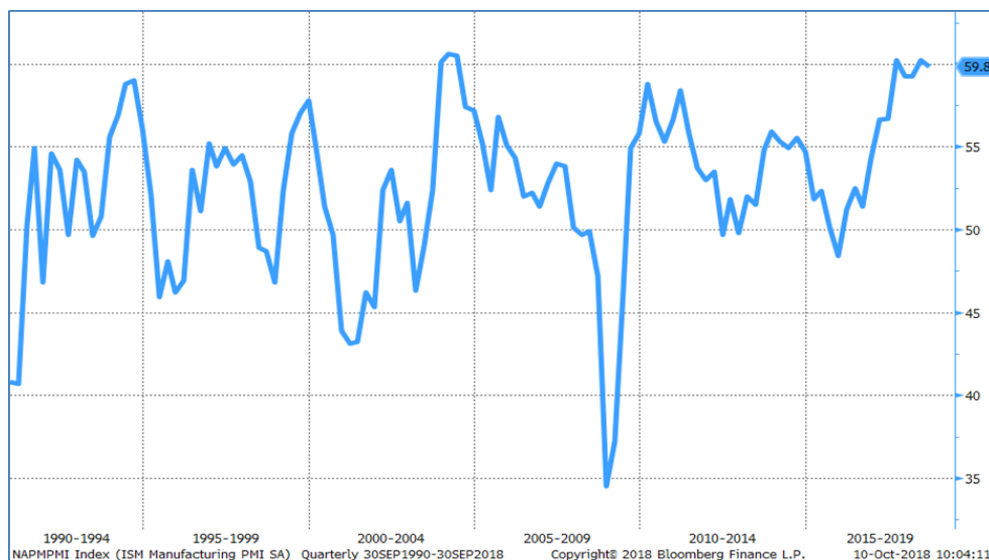
On remarque aussi cette surperformance des marchés actions américains dans les indicateurs économiques du pays. Le gouvernement américain continue d'investir et augmente son déficit alors que l'économie est déjà dans une situation remarquable, comme l'indique son taux de chômage à 3.8% !

### Courbe du chômage et du déficit du gouvernement US



Cette politique, dans une économie déjà très porteuse, ne fait qu'amplifier les effets favorables (à court terme). Du côté consommateur on vient de voir un taux de chômage sur des niveaux historiquement bas. Du côté des entreprises l'optimisme des chefs d'entreprises est également sur des niveaux records :

### ISM\* depuis 1990

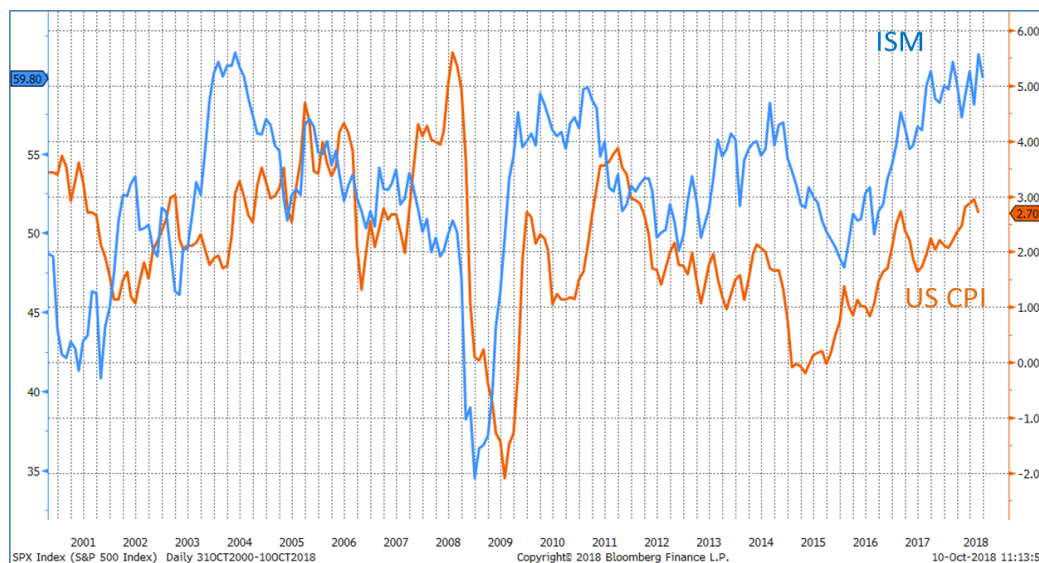


\*ISM : enquête mensuelle auprès de 300 entreprises portant sur leurs nouvelles commandes, production, emploi etc...



Lorsque les consommateurs dépensent davantage et que les entreprises investissent, il y a de l'inflation. Mais plus important encore, on constate de l'inflation sur les prix mais également sur les salaires, à l'image d'Amazon qui a annoncé une augmentation du salaire horaire minimum de ses employés à USD 15 (vs. USD 12).

### Inflation des prix US et croissance du salaire horaire moyen



Ces graphiques illustrent un contexte positif pour l'économie américaine, mais il est important d'anticiper la variable qui fera ralentir ou dérailler le scénario actuel. Les taux d'intérêts seront certainement cet élément.







Les 10 dernières années, avec une politique monétaire extrêmement accommodante, ont offert des taux de financement proches de 0%.

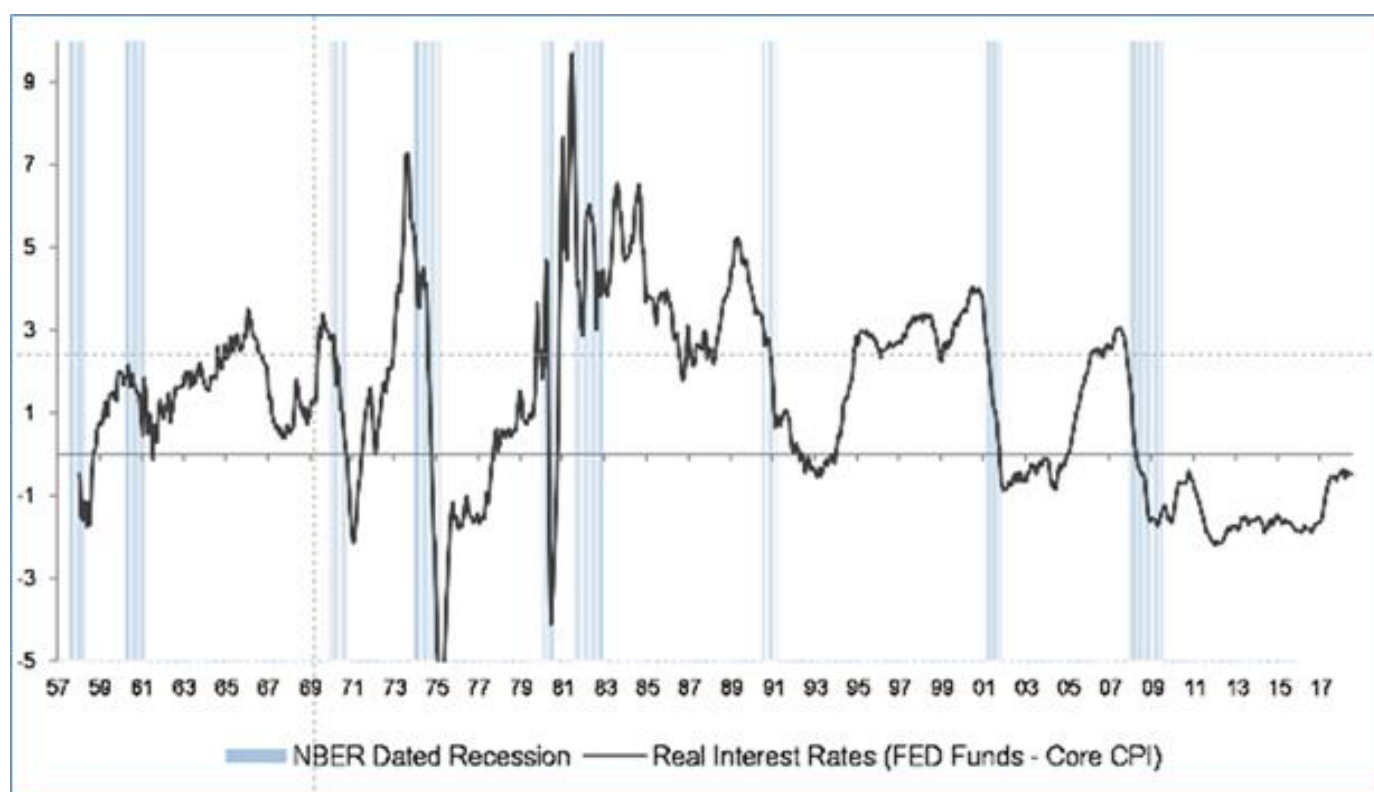
Au regard de la situation positive actuelle, la FED doit ajuster son taux directeur. Il y a 12 mois celui-ci se trouvait à 1.25%, aujourd'hui à 2.25% et le marché anticipe encore 1% de hausse d'ici à la fin de l'année 2019.

*A quel niveau de taux d'intérêt, le coût de financement viendra-t-il péjorer un grand nombre d'entreprises ? et de ce fait anticiper une baisse de la croissance ou une récession ?*

En observant le taux directeur de la FED corrigé de l'inflation, on s'aperçoit que les taux d'intérêt réels sont toujours négatifs.

En clair, un entrepreneur emprunte de l'argent à un taux plus faible que la croissance des prix de ses produits vendus.

#### Taux d'intérêt réel et périodes de récessions US :



*Pour l'instant, cette situation n'est pas un frein à la croissance future.*

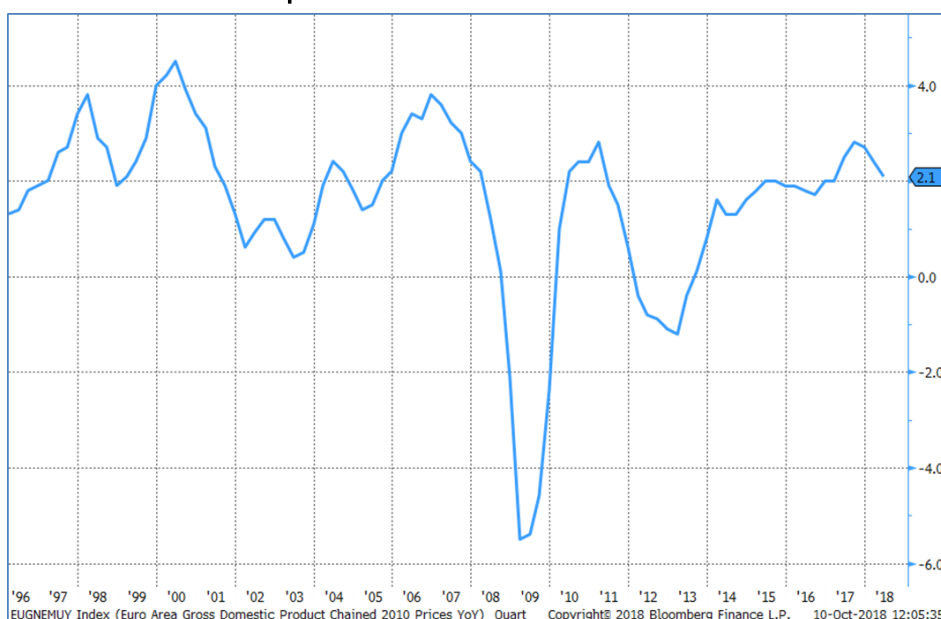


## L'Europe ralentie oui, mais...

Du côté du vieux continent, la sous-performance des marchés actions européens se retrouve également dans les variables de l'économie locale.

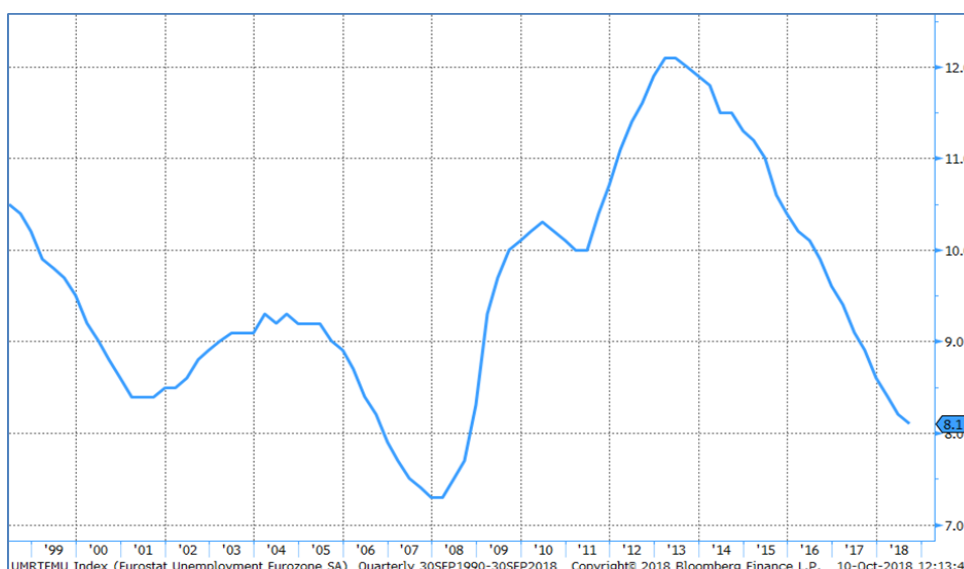
La croissance de la zone EUR était à +2.8% fin 2017, nous sommes aujourd'hui sur un rythme de +2.1%. Le rythme est plus lent effectivement, mais une croissance supérieure à +2% reste un excellent scénario, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous.

**PIB de la zone EUR depuis 1996**



Les conditions du consommateur européen s'améliorent également, avec un taux de chômage en constante baisse à 8.2%. Ce qui est également un niveau historiquement bas.

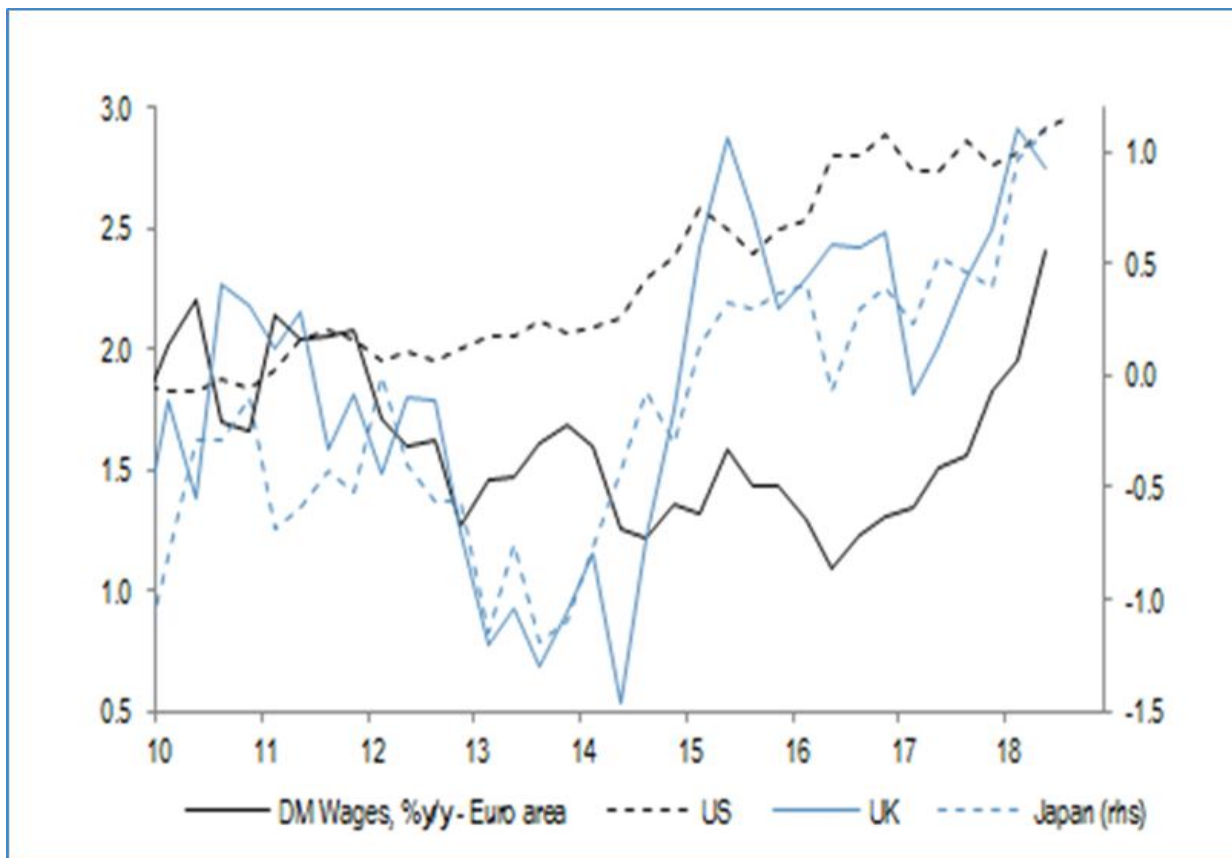
**Taux de chômage de zone EUR depuis 1996**





Comme aux US, nous constatons également dans l'économie européenne une reprise saine de l'inflation des prix à la consommation ET des salaires.

### Evolution des salaires depuis 2010



A la différence des US, les taux d'intérêt fixés par la BCE (Banque Centrale Européenne) restent inchangés à - 0.4%. Pour l'instant le marché n'anticipe pas une potentielle remontée des taux d'intérêts. Les entreprises qui se financent donc en EUR vont bénéficier d'un avantage de plus en plus important.

Pour une même entreprise, emprunter en EUR coûte nettement moins cher qu'en USD.

La société allemande BAYER a racheté cette année Monsanto. Pour financer cette acquisition elle a émis plusieurs emprunts dans différentes devises. Le coupon en EUR est quasi 3 fois moins cher qu'en USD pour une maturité similaire :

Emetteur	Devise	Maturité	Coupon
BAYER	USD	2025	4.25%
BAYER	EUR	2026	1.50%

x 2.8





## Pays émergents, toujours compliqué

Les pays émergents ont connu une année 2017 très prospère avec généralement d'excellentes performances boursières (le MSCI Emerging affichait +34.35%).

2018 est une année plus difficile, l'indice émergent affiche une performance de -17.59% depuis le début de l'année. Ce retournement s'explique par une prise de conscience de la remontée du coût de financement en USD ainsi que d'une forte appréciation du USD.

Ces deux variables ont permis, pendant de nombreuses années aux pays de cette zone, de s'endetter à des taux très faibles et dans une devise de référence qui restait relativement stable par rapport aux devises locales. Le renouvellement de ces dettes dans un environnement de taux plus élevés et avec un USD fort font douter les investisseurs.

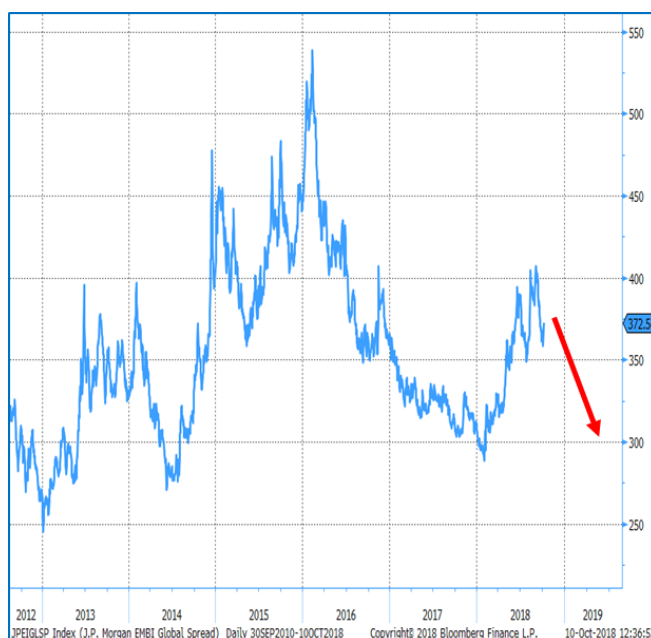
Il faudra donc espérer une baisse du USD, ainsi qu'une baisse des spreads de crédits sur les entreprises émergentes, pour que la situation se stabilise dans la zone émergente.

*Une des régions les plus touchées est la Turquie. En janvier de cette année il fallait 3.82 Lire Turque pour acheter un USD, aujourd'hui il en faut 6.13, soit plus de 60% de baisse...*

**USD contre un panier de devises émergentes**



**Spreads de crédits corporate émergents**





# Un Bon Usage De La Volatilité

L'analyse économique des différentes zones géographiques américaines et européennes est positive. Les grandes variables de croissance semblent toujours bien présentes pour offrir un cadre propice aux entreprises et donc à leurs actionnaires.

Les marchés devront s'adapter à des niveaux de financement plus élevés, dans des économies où l'inflation s'accélère.

La structure du marché du pétrole est également vouée à préserver des niveaux de prix élevés dans un environnement où la croissance mondiale devrait largement soutenir la demande sur le baril.

La variable de taux d'intérêt devrait donc nourrir les craintes des investisseurs à court terme. Ils pourraient remettre en doute la capacité des marchés actions à absorber ce coût supplémentaire.

*Mais il ne faut pas oublier qu'une banque centrale ajuste son taux de refinancement à la hausse lorsque son économie sous-jacente affiche une croissance et inflation en hausse. Nous pensons que c'est une bonne nouvelle à moyen terme.*

Les risques géopolitiques pèsent toujours sur le moral des investisseurs. Néanmoins nous allons profiter de cette forte volatilité ces prochaines semaines (en raison des risques énumérés plus haut) pour augmenter la part action.

Les tensions politiques européennes créent une dispersion importante au sein des indices actions de la zone. Ceci nous conforte encore davantage auprès des gérants actifs que nous avons sélectionnés. Dans ces périodes, leurs capacités d'analyses ainsi que leurs portefeuilles concentrés permettent de se démarquer d'un investissement passif dans les indices.

L'interview de notre gérant sélectionné Eric Bendahan vous permettra de mieux comprendre sa philosophie d'investissement. Ses performances sont remarquables, d'autant plus comparées à son indice de référence (Stoxx600 incluant les dividendes)

## Performances du fond Eleva European Selection vs Stoxx600 Net Return ( au 29.08.2018)

Calendar year performance		
	Fund	Index
2015	11.33%	0.76%
2016	-0.52%	1.73%
2017	16.48%	10.58%
2018	3.03%	0.90%

A close-up, slightly blurred photograph of a lion's face, looking directly at the camera. The lion's mane is visible at the top and sides. The background is out of focus, showing some greenery.

# Wealth Managers for Today's World

- Experienced
- Agile
- Performant
- Transparent

RJ Management SA  
5 Cours de Rive,  
1204 Geneva - Switzerland

+41 22 888 00 50  
[Info@rjmanagement.ch](mailto:Info@rjmanagement.ch)  
[rjmanagement.ch](http://rjmanagement.ch)

 RJ Management