



NOVEMBRE 2018

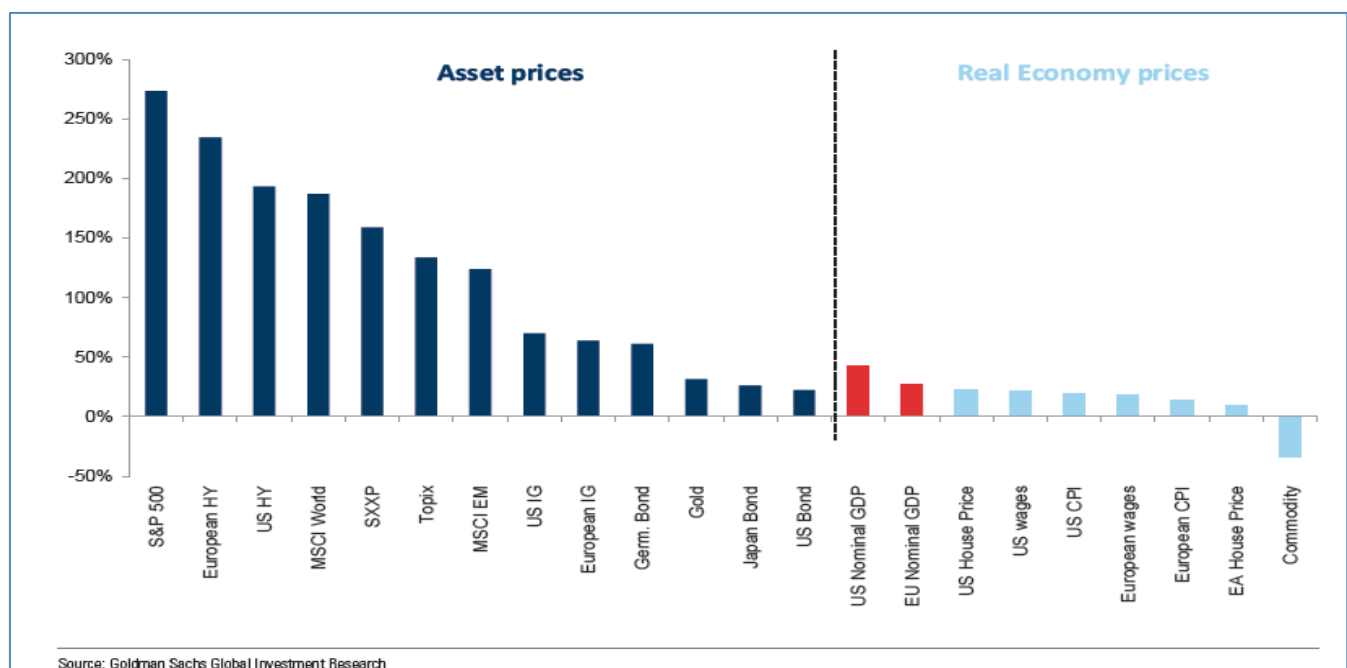
La croissance des grandes zones économiques ralentit. Il faut s'adapter.

Executive summary

- Les résultats des entreprises ont été bons mais les investisseurs s'inquiètent davantage sur le potentiel à venir
- La correction des marchés actions porte les valorisations à des niveaux relativement "fair value"
- Les politiques des banques centrales sont un paramètre essentiel
- Une perspective de croissance plus faible avec un coût de financement plus élevé fait douter

Interview du mois: Rencontre avec Bruno Vanier, gérant /fondateur du fonds GEM Equiry. Nous investissons avec Bruno sur la partie émergente. 2018 est une année difficile mais sa capacité de selection "value" nous semble adaptée.

L'énorme différence « d'inflation » entre les économies de marchés et les économies réelles depuis 2009





NOVEMBRE 2018



Le ralentissement économique fait peur

La hausse des taux d'intérêt ainsi que les dernières publications macroéconomiques font douter les investisseurs. Les marchés actions sont quasi tous dans le rouge.

Les événements politiques inquiètent toujours. Le Brexit et la guerre économique US vs Chine sont les prochaines échéances importantes.

Malgré tout ceci, les bénéfices des entreprises américaines ont connu une croissance de +24% et +10% en europe sur l'année 2018 (vs 2017).

Performances des indices 2018





Conditions Economiques

Stress de marché

Les sujets qui inquiètent les investisseurs sont aujourd'hui plus pesants. Un des grands arguments pour les « bear » est l'impact que pourrait avoir une réduction des bilans des banques centrales sur le niveau des actions.

Depuis 2013 la corrélation est évidente, une baisse historique des taux d'intérêt couplée à des achats massifs d'actifs de la part des banques centrales pouvant expliquer cette inflation des actions. Quid du chemin inverse (graph)...

Nous pensons que le niveau des indices est davantage justifié par une croissance des bénéfices



Stress Politiques

Les échéances politiques sont également sources d'inquiétudes pour les investisseurs :

- Les élections midterms américaines : celles-ci sont passées avec finalement un résultat perçu comme favorable par les marchés financiers.
- Brexit : pour rappel le UK quitte le bloc européen le 29 mars 2019 (sauf renégociation de cette date), d'ici là il reste de nombreuses étapes d'approbations.
- Guerre commerciale US vs Chine : les tweets et articles journaliers font monter la pression avec une première échéance lors du prochain G20 de Buenos Aires le 30 novembre.

Il ne serait pas surprenant de voir dans les semaines à venir quelques avancées positives sur ces différents points.



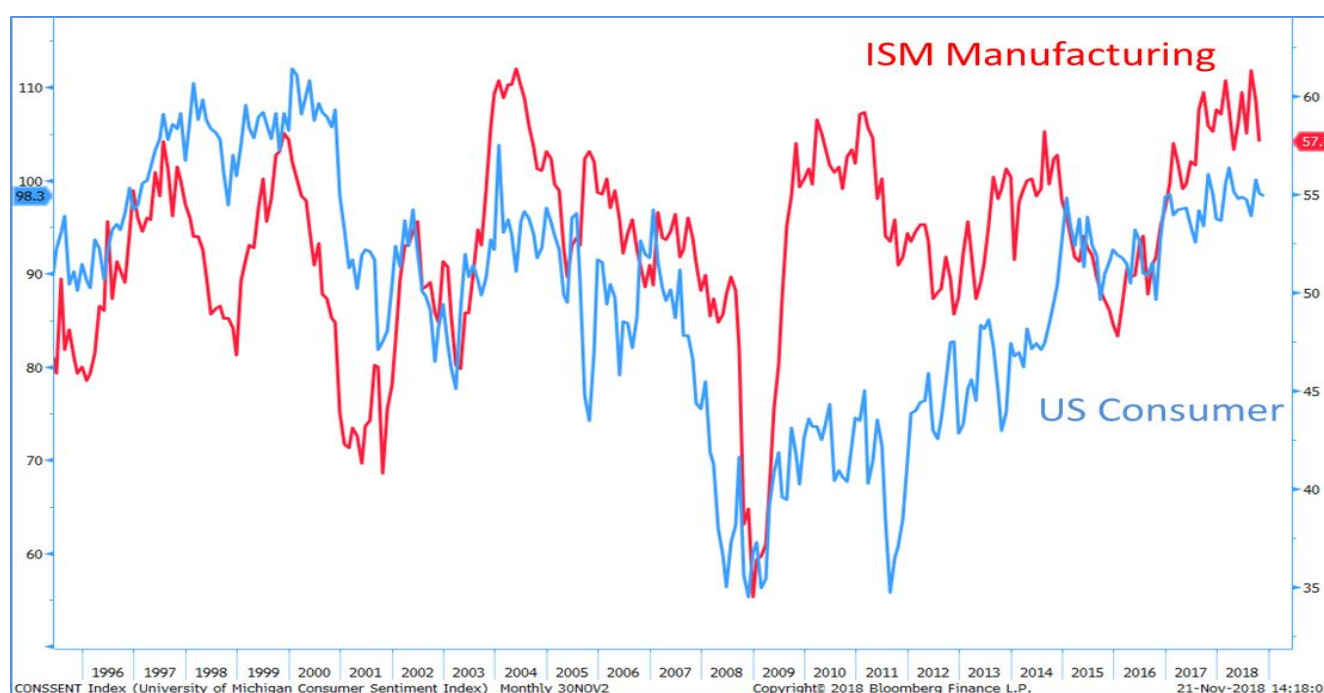


USA

Deux points importants qui retiennent notre attention :

- Le tax cut de l'administration américaine a eu un énorme impact direct sur les entreprises américaines. Cet effet positif s'est également transféré aux consommateurs avec un taux de chômage au plus bas à 3.8%. Dans une phase de ralentissement économique il sera important de voir à quel point ce consommateur pourra soutenir l'économie et faire perdurer le cercle vertueux économique.
- La politique monétaire plus restrictive de la FED a fait passer le taux USD libor 3 mois de 1% en janvier 2017 à 2.65% aujourd'hui. Le renchérissement du coût du crédit va impacter les entreprises américaines largement endettées. A quel point cette variable est elle déjà intégrée dans le prix des actions ET des obligations.

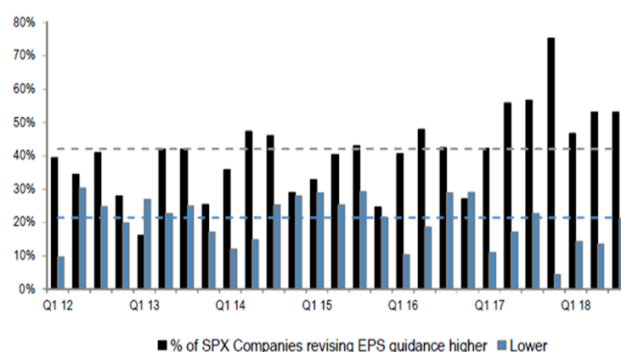
La dernière statistique ISM sur le sentiment des entrepreneurs a montré une certaine faiblesse alors que le moral des consommateurs est toujours très positif.



Les entreprises du S&P500 ont publié leurs résultats pour le Q3 2018 avec plus de 24% de croissance sur leurs bénéfices. On peut attribuer une partie importante de ceci au tax cut. Mais il est également important de retenir que plus de 50% de ces mêmes entreprises ont révisé à la hausse leurs prévisions pour les trimestres à venir.

Les carnets de commandes semblent donc toujours bien orientés.

Figure 2: % of S&P500 companies guiding EPS higher/lower



Source: J.P. Morgan, Bloomberg

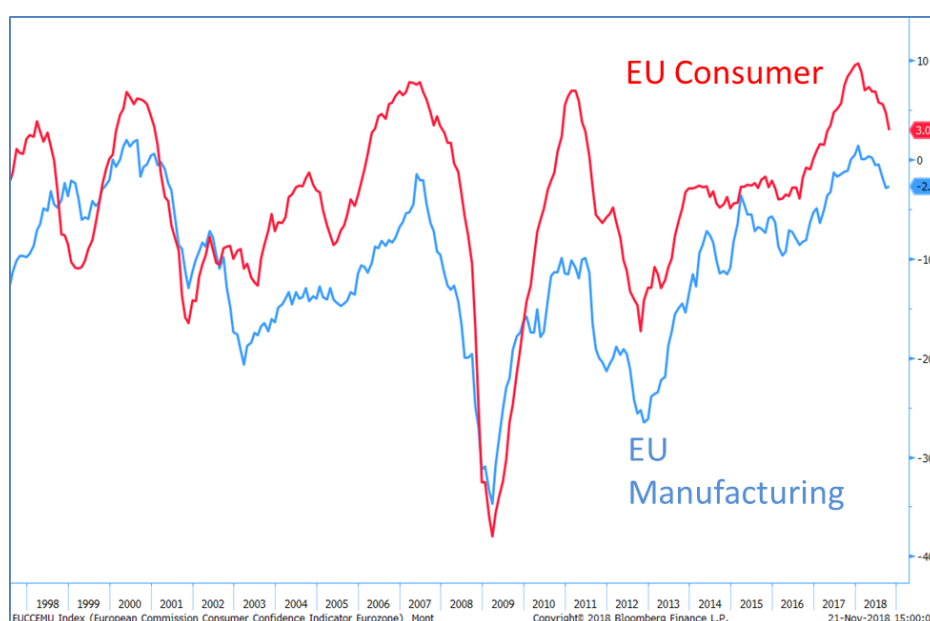


EUROPE

Le ralentissement est clairement visible :

La croissance économique annuelle de la zone était à +2.8% en septembre 2017 et elle est aujourd'hui à +1.7%. Ce constat traduit une baisse de confiance aussi bien du côté des entreprises que des consommateurs. Les différentes problématiques politiques en sont pour partie responsables, mais les freins structurels de l'Europe ne permettent pas à l'économie de bénéficier pleinement du cadre offert par la BCE avec des taux d'intérêt toujours négatifs (-0.40%)

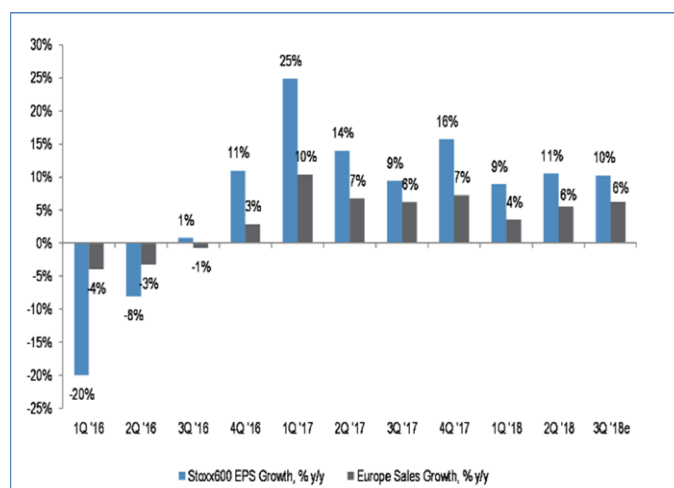
Les deux indicateurs de confiance pour les consommateurs et entreprises européennes sont en baisse depuis mi 2018.



Dans ce contexte difficile, les entreprises européennes (indice Stoxx600) affichent tout de même une croissance annuelle de leurs bénéfices de +10% et de +6% de leur ventes (graph ci-dessous).

La marché de l'exportation permet aux entreprises européennes de tirer profit d'un contexte mondial (et surtout US) plus prospère. Une devise faible couplée à un taux de financement proche de 0% leur offrent toujours un avantage concurrentiel non négligeable.

Nous pensons que la BCE va garder son taux directeur à -0.4%, ce qui devrait continuer à soutenir les entreprises européennes malgré un environnement politique plus complexe.





Classes d'actifs

Obligations

Le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt oblige toujours les investisseurs à maintenir des durations courtes. Que ce soit pour des EUR ou CHF, les placements obligataires ne sont toujours pas intéressants. En USD par contre, les nouvelles émissions en USD sont clairement attrayantes.

Comparatif de coupons entre EUR et USD pour des émissions obligataires récentes.

Actions

La distinction est très forte entre les US, l'Europe et la zone émergente.

Avec d'excellents résultats trimestriels, les **actions US** sont les plus chères (16.1X les bénéfices). Une rotation sectorielle s'est opérée ces dernières semaines en défaveur des FANG. **En Europe**, au vu des problématiques politiques il faut toujours favoriser la qualité plutôt que les projections de croissance.

La zone émergente a énormément souffert avec une économie chinoise qui inquiète. Les valorisations des indices émergents sont très basses (10X les bénéfices) et les autorités chinoises se mobilisent pour soutenir la croissance.

Alternatifs

Les stratégies alternatives ont connu un bon début d'année mais les mois de septembre et octobre ont fait passer un grand nombre de hedge funds dans le rouge.

Malgré cela, l'environnement plus volatile et les banques centrales plus actives devraient offrir un cadre propice pour ces actifs.

Emissions récentes en USD

Emetteur	Rating	Maturité	Coupon
VW	BBB+	2Y	3.875%
TAKEDA	A+	2Y	3.80%
GM	BBB	3Y	4.20%

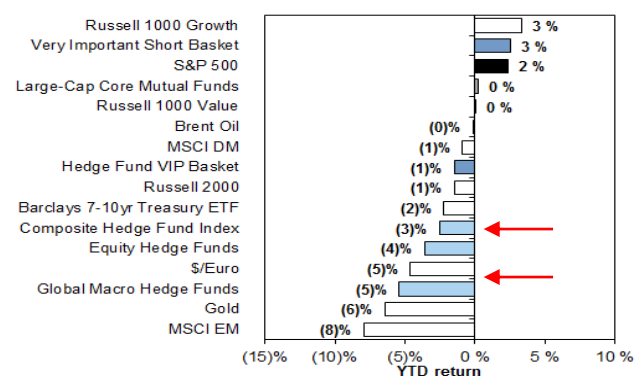
En EUR

Emetteur	Rating	Maturité	Coupon
VW	BBB+	2Y	0.25%
ALLERGAN	BBB-	5Y	1.50%
COCA	BBB+	9Y	1.50%

Valorisation des indices actions

Country	Index	P/E 12mth Fwd
Austria	ATX	10.7
Belgium	BEL 20	13.4
Denmark	Denmark KFX	17.0
Finland	MSCI Finland	15.4
France	CAC 40	12.3
Germany	DAX	11.6
Greece	MSCI Greece	58.0
Ireland	MSCI Ireland	13.5
Italy	MSCI Italy	9.8
Netherlands	AEX	12.9
Norway	MSCI Norway	12.4
Portugal	MSCI Portugal	14.4
Spain	IBEX 35	11.3
Sweden	OMX	14.2
Switzerland	SMI	15.0
United Kingdom	FTSE 100	11.8
EMU	MSCI EMU	12.3
Europe ex UK	MSCI Europe ex UK	13.2
Europe	MSCI Europe	12.9
United States	S&P 500	16.1
Japan	Topix	12.5
Emerging Market	MSCI EM	10.0
Global	MSCI AC World	13.6

Exhibit 7 : Equity hedge funds have returned -4% YTD
as of November 15, 2018





Fin de cycle ...

Après une année 2017 très faste aussi bien du côté macro économique que du côté des marchés financiers, l'année 2018 nous rappelle l'importance des politiques monétaires et leurs impacts.

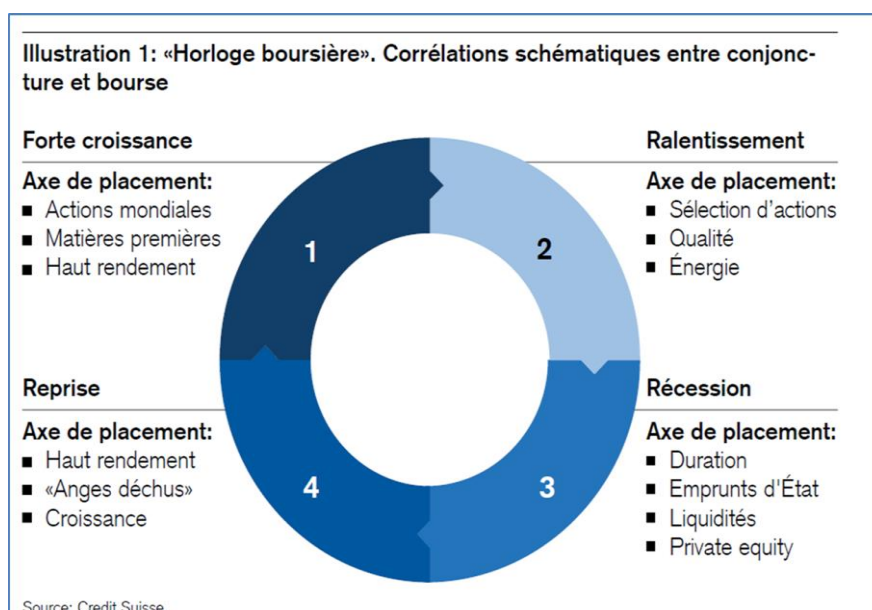
Avec +24% de croissance de leurs bénéfices, il semble difficile pour les entreprises US de tenir ce rythme pour 2019. Il faudra donc s'attendre à un ralentissement accompagné d'une politique monétaire plus restrictive. Nous pensons que c'est ce dernier point qui explique une partie importante de la baisse de ces dernières semaines.

Les pressions inflationnistes sont toujours visibles avec des coûts de financements à la hausse. De plus, l'environnement de croissance économique a été jusqu'à aujourd'hui très divergent entre les US et le reste du monde.

La correction actuelle semble toutefois avoir pris en compte une grande partie de ces différentes variables. Les niveaux de valorisation sont aujourd'hui relativement faibles (US 16x, EU 12.1x , EM 10x) et nous ne pensons pas qu'une récession soit à venir.

Dès lors il est compliqué d'envisager un bear market sur les marchés. La correction des actions devrait trouver rapidement un bottom pour se stabiliser et peut être rebondir en fin d'année. Ceci coïncidera certainement avec des avancées politiques qui pourraient redonner confiance aux investisseurs.

Nous pensons également qu'après une longue période de forte croissance (surtout pour la tech), nous passons aujourd'hui dans une phase de ralentissement (phase 2 du graph) dans laquelle il faut favoriser la qualité.





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
rjmanagement.ch

 **RJ Management**