



JANVIER 2019

La FED mène le bal...

Executive summary

- L'économie mondiale ralentit mais la correction des marchés financiers durant le dernier trimestre 2018 surprend par son ampleur. Presque aucune classe d'actifs n'a généré de la performance en 2018...
- Les valorisations des sociétés corrigent nettement alors que la récession n'est pas visible
- Les politiques des banques centrales vont être un paramètre essentiel en 2019
- Une perspective de croissance plus faible avec un coût de financement plus élevé inquiète toujours

L'année 2018 a été très complexe pour la gestion de portefeuille. Même en 2008 nous avions des poches d'actifs offrant des performances positives. Ce n'est pas le cas en 2018 !

MARKETS IN THE RED, 2008–2018

Calendar Year Total Return for 17 Asset Classes

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
10-Year UST	MSCI EM	REITS	10-Year UST	MSCI China	Russell 2000	REITS	MSCI Japan	Commodities	MSCI China	2-Year UST
2-Year UST	MSCI China	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	REITS	Russell 2000	MSCI EM	U.S. HY
U.S. Agg Bond	Global HY	Commodities	EM HC Sov	Global HY	MSCI Japan	10-Year UST	10-Year UST	U.S. HY	MSCI Europe	U.S. Agg Bond
EM LC Debt	U.S. HY	MSCI EM	U.S. IG	REITS	MSCI Europe	MSCI China	EM HC Sov	Global HY	MSCI Japan	10-Year UST
U.S. IG	Commodities	MSCI Japan	U.S. Agg Bond	MSCI EM	U.S. HY	U.S. IG	S&P 500	S&P 500	S&P 500	REITS
Inflation Bonds	MSCI Europe	U.S. HY	REITS	EM HC Sov	Global HY	EM HC Sov	2-Year UST	MSCI EM	Russell 2000	U.S. IG
EM HC Sov	EM HC Sov	S&P 500	U.S. HY	Russell 2000	MSCI China	U.S. Agg Bond	U.S. Agg Bond	EM HC Sov	EM LC Debt	S&P 500
U.S. HY	REITS	Global HY	Global HY	S&P 500	REITS	Russell 2000	U.S. IG	REITS	Global HY	Global HY
Global HY	Russell 2000	EM LC Debt	S&P 500	U.S. HY	2-Year UST	Inflation Bonds	MSCI Europe	U.S. IG	EM HC Sov	Inflation Bonds
Commodities	S&P 500	EM HC Sov	2-Year UST	EM LC Debt	U.S. IG	U.S. HY	Global HY	EM LC Debt	REITS	EM HC Sov
MSCI Japan	U.S. IG	10-Year UST	EM LC Debt	U.S. IG	U.S. Agg Bond	2-Year UST	Russell 2000	Inflation Bonds	Inflation Bonds	EM LC Debt
Russell 2000	EM LC Debt	U.S. IG	Russell 2000	Inflation Bonds	MSCI EM	Global HY	U.S. HY	MSCI Japan	Commodities	Commodities
S&P 500	Inflation Bonds	U.S. Agg Bond	Commodities	MSCI Japan	Inflation Bonds	MSCI EM	Inflation Bonds	U.S. Agg Bond	U.S. HY	Russell 2000
REITS	MSCI Japan	MSCI China	MSCI Europe	U.S. Agg Bond	EM LC Debt	EM LC Debt	MSCI China	MSCI China	U.S. IG	MSCI Japan
MSCI Europe	U.S. Agg Bond	MSCI Europe	MSCI Japan	10-Year UST	10-Year UST	MSCI Japan	EM LC Debt	2-Year UST	U.S. Agg Bond	MSCI Europe
MSCI China	2-Year UST	Inflation Bonds	MSCI EM	Commodities	EM HC Sov	MSCI Europe	MSCI EM	10-Year UST	10-Year UST	MSCI EM
MSCI EM	10-Year UST	2-Year UST	MSCI China	2-Year UST	Commodities	Commodities	Commodities	MSCI Europe	2-Year UST	MSCI China

Source: Bloomberg. Data as of December 30, 2018. Markets are ranked top to bottom on calendar-year total return.

JANVIER 2019

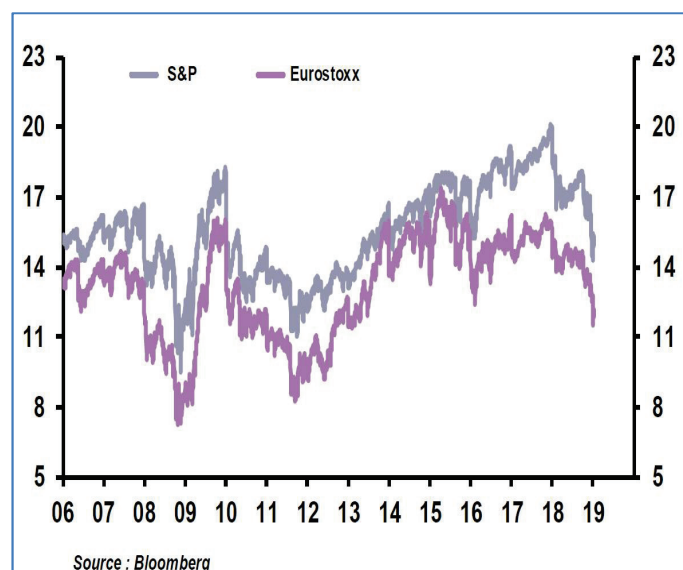


Le « derating » des actions a été important

Les derniers chiffres de croissance économique mondiale montrent un ralentissement. Les investisseurs actions ont largement anticipé ces mauvaises nouvelles. La baisse des marchés actions mondiaux a été très rapide, faisant chuter les valorisations (P/E). En janvier 2018, le S&P500 se payait 20 fois les bénéfices, en janvier 2019 celui se traite à moins de 16 fois.

Historiquement, une correction de cette ampleur et sur une période aussi courte n'intervient qu'en cas de récession.

P/E du S&P500 et Eurostoxx50





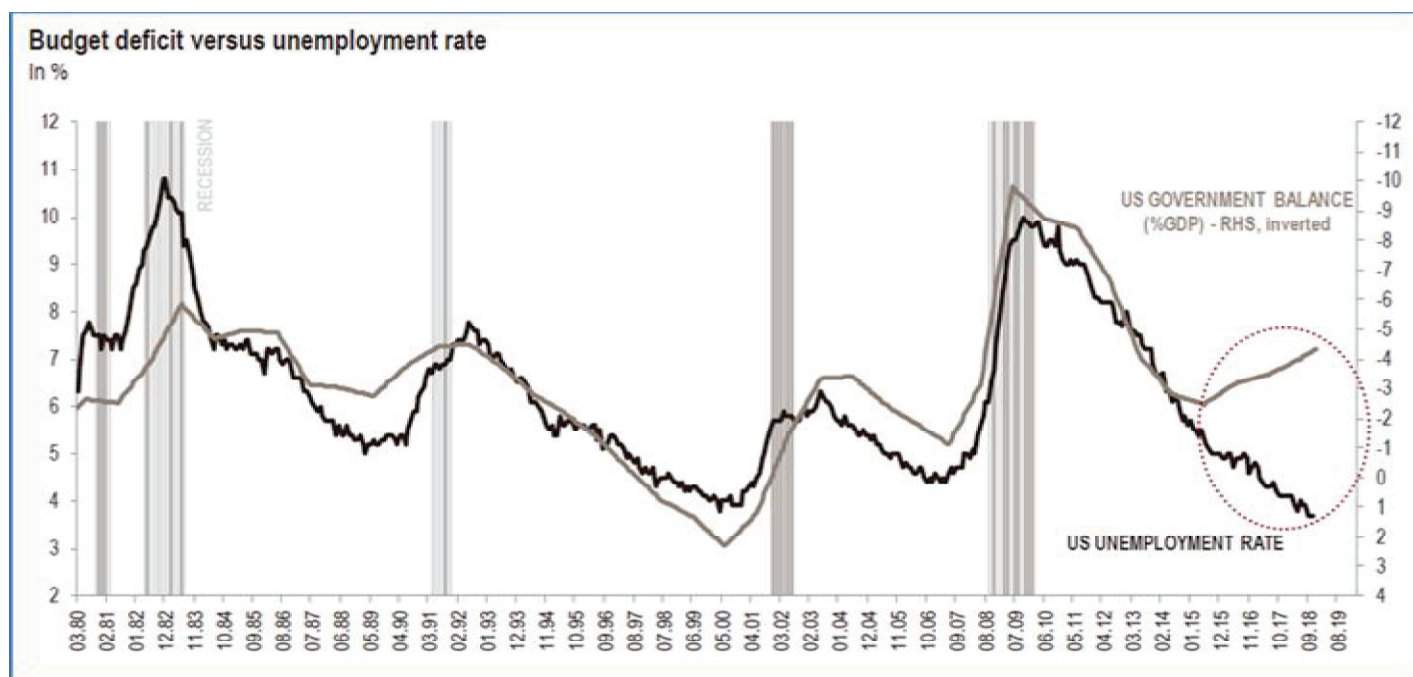
USA

Le chiffre record de 2018 sera impossible à battre, la croissance économique sera inévitablement plus faible en 2019. Mais, à ce stade, une récession n'est pas envisagée...

- La situation financière du consommateur américain continue de s'améliorer : taux de chômage en baisse continue accompagné d'une inflation salariale.
- Les statistiques avancées sur le sentiment des entreprises montrent un ralentissement durant le dernier trimestre 2018. Effet immédiat des tensions géopolitiques internationales (trade, Brexit etc...) et du resserrement monétaire.

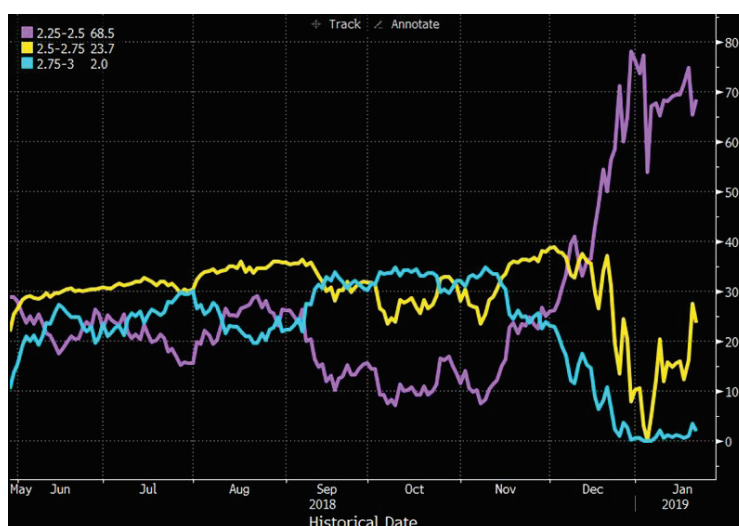
Le taux de chômage est au plus bas, le gouvernement américain affiche une politique historiquement dispendieuse dans cette phase économique.

A noter une phase de récession (barres horizontales) ne s'est jamais produite lorsque le chômage baissait.



Les interprétations des investisseurs obligataires sur la politique monétaire de la FED ont drastiquement changé depuis décembre dernier. Avec quasi 70%, le scénario anticipé le plus probable est un niveau de taux inchangé.

Cette révision permet de stabiliser les marchés actions en offrant un cadre plus propice à l'investissement et à la croissance.





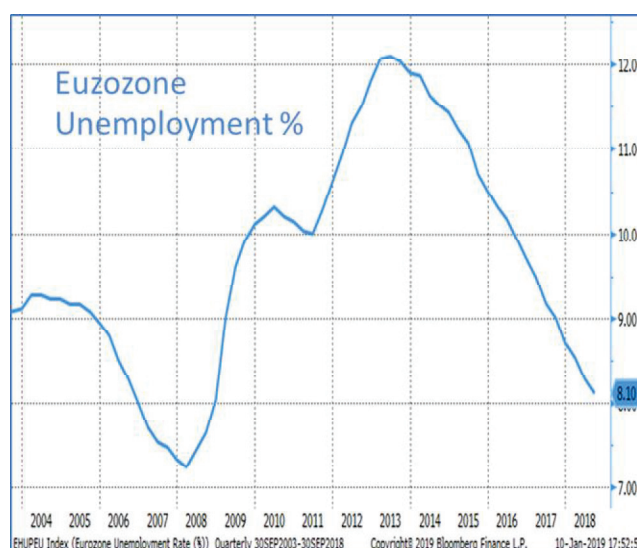
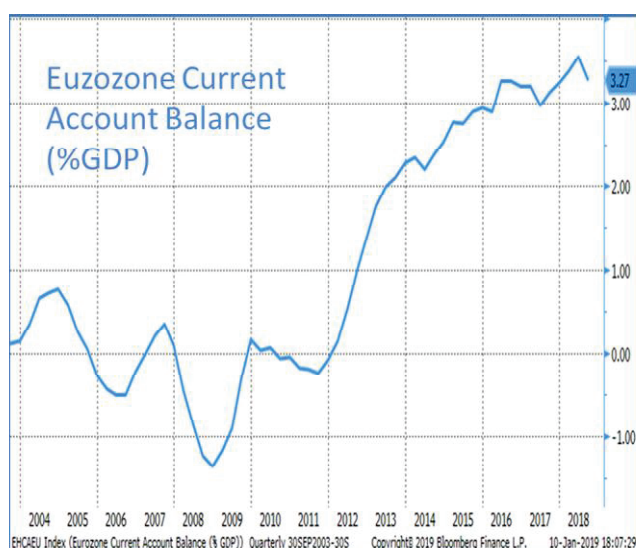
EUROPE

Une zone géographique qui a tout pour déplaire, mais...

La croissance économique annuelle de la zone a nettement ralenti depuis 2017. Passant de +2.8% à moins de 1% sur la dernière publication trimestrielle. Plusieurs explications à ceci : les tensions politiques internes à chaque pays, la nouvelle réglementation automobile (WLTP) qui a eu un impact important pour l'Allemagne, le Brexit, etc ...

Pourtant, l'Europe connaît également une baisse continue de son taux de chômage et la situation financière si largement décriée reste excédentaire (balance courante) alors que d'autres pays comme les US sont en territoires négatifs et n'inquiètent pas davantage.

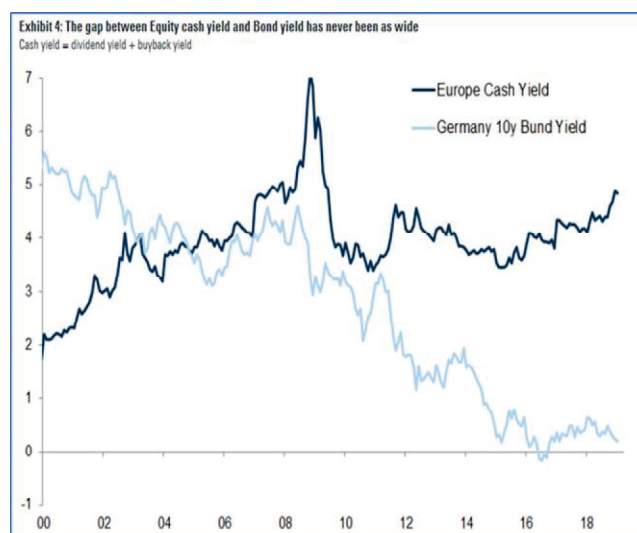
Deux statistiques européennes qui montrent une économie sous un jour plus favorable.



Le très mauvais parcours boursier des indices européens en 2018, traduit une méfiance globale à l'égard des pouvoirs politiques, d'une économie qui ralentit et d'une actualité omniprésente.

La baisse du prix des actions européennes amène aujourd'hui le rendement des entreprises à des niveaux historiquement très élevés. Si l'on tient compte de leur politique de dividendes et des programmes de rachat de titres, l'écart avec une obligation à 10 ans allemande est élevé.

Les conditions économiques difficiles de la zone semblent déjà bien anticipées dans le prix des actions; la prime de risque semble clairement en faveur des actions. (cf graph)



Rendement des actions vs obligations



Classes d'actifs

Obligations

La communication plus conciliante de la FED permet au mouvement de hausse des taux d'intérêts court terme de marquer une pause.

Cette configuration d'accalmie sur les coûts de financement est une opportunité intéressante pour la zone émergente. Après les tensions 2018, celle-ci offre des rendements attractifs (rendement supérieur à 11% sur le véhicule géré par Vontobel que nous avons sélectionné).

Actions

Toutes les économies du globe ralentissent et le spectre de la récession a fait chuter les marchés durant la fin d'année 2018. Les valorisations actuelles sont déjà basses et les annonces de résultats de ce début d'année seront observées avec une grande attention. Nous sommes dans une phase de fin de cycle économique, où les scénarios les plus positifs vont se heurter de plus en plus souvent aux réalités d'une économie mondiale moins vigoureuse.

Il faut préférer les sociétés de qualité avec des bilans sains qui ne seront pas impactés par la hausse des coûts de financement.

Alternatifs

L'important mouvement de baisse sur le dernier trimestre 2018 a une fois de plus démontré la forte corrélation entre les classes d'actifs. Il a donc été difficile de réaliser de la performance en 2018.

Les stratégies long/short actions ont souffert tout comme une partie importante des gérants macro.

Malgré ce constat nous restons largement favorables aux stratégies alternatives, avec une approche diversifiée et sélective.

Caractéristiques du fonds sélectionné sur les dettes d'entreprises émergentes

Données relatives au risque	
	Portfolio
Rendement à l'échéance	11,5
Duration modifiée Ø	4,3
Volatilité*	5,88%
Notation moyenne	BB-
Nombre de positions	113

Le portefeuille du gérant Loomis que nous utilisons sur les US est concentré sur des sociétés qui n'ont quasi pas de dettes.

TOP TEN EQUITY HOLDINGS (%)

Amazon.com Inc	7.7
Visa Inc	6.0
Alphabet Inc	5.3
Oracle Corp	5.2
Facebook Inc	4.9
Alibaba Group Holding Ltd	4.6
Autodesk Inc	4.5
Microsoft Corp	3.6
Regeneron Pharmaceuticals Inc	3.5
Monster Beverage Corp	3.5
Total	48.8

Les sous-indices HFRX représentent la moyenne des performances Hedge Fund par catégorie.

HFRX Index	2018
Global Hedge fund	-6.70%
Equity Hedge Fund	-9.40%
Equity Market Neutral	-3.20%
Event Driven	-11.70%
Macro / CTA	-3.30%
RV Multi-Strategy	-1.20%
Fixed Income Credit	-2.60%



Volatilité, quand tu nous tiens...

2018 marquera certainement l'année des politiques monétaires. Avec quatre hausses de taux, la FED a fait trembler les marchés financiers et son gouverneur a dû finalement adapter sa communication en fin d'année. Historiquement ces phases de hausses de taux d'intérêt s'accompagnent toujours d'une importante augmentation de la volatilité sur les indices actions.

La rapide chute du pétrole est également un élément important. Certes, les niveaux actuels ne semblent pas soutenables pour l'ensemble des producteurs mondiaux, mais cette baisse aura un effet très favorable pour nos économies en 2019. Une baisse de 20 USD sur le prix du baril a généralement un impact de +1% sur le PIB Européen...

Cette baisse du pétrole accompagnée d'un affaiblissement du dollar devrait également bénéficier aux régions émergentes. Les actions EM présentent les valorisations les plus faibles (P/E de l'indice MSCI EM inférieur à 11) avec des perspectives de croissance de bénéfices très bien orientées.

Il est toutefois évident que nous sommes dans une phase de fin de cycle économique. Après les corrections, les rebonds peuvent être d'une amplitude importante. Il est alors primordial de ne pas oublier les causes fondamentales de ces violentes baisses.

Nous sommes constructifs pour 2019. L'environnement économique reste favorable à la croissance et plusieurs surprises politiques pourraient détendre les tensions ambiantes. Néanmoins nous restons vigilants au risque de récession qui pourrait avoir un effet dévastateur sur les actions. C'est pourquoi nous avons gardé une allocation relativement basse durant 2018 et que nous ne l'augmentons pas aujourd'hui.

Les dernières corrections importantes de l'indice Européen Stoxx 600.
Les phases de récessions sont les plus importantes.

Peak	Trough	Magnitude	Length (days)	Comments
07/10/1987	10/11/1987	-34%	34	Bond market krach
17/07/1990	16/01/1991	-25%	183	Recession
02/02/1994	09/03/1995	-18%	400	Mid-cycle slowdown
20/07/1998	08/10/1998	-33%	80	LTCM
06/03/2000	12/03/2003	-60%	1101	Recession, IT bubble bust
01/06/2007	09/03/2009	-61%	647	Recession, debt deflation
17/02/2011	22/09/2011	-26%	217	Public debt crisis
15/04/2015	11/02/2016	-27%	302	Chinese and US HY woes
23/01/2018	03/01/2019	-17%	345	Derating
Average		-33%	368	
Average ex recession		-26%	230	

A close-up photograph of a lion's face, focusing on its eyes, nose, and whiskers. The lion has a light-colored mane and a serious expression. The image is partially obscured by a dark vertical bar on the left and a semi-transparent white rectangle containing the title and list.

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**