



Janvier 2020

2020

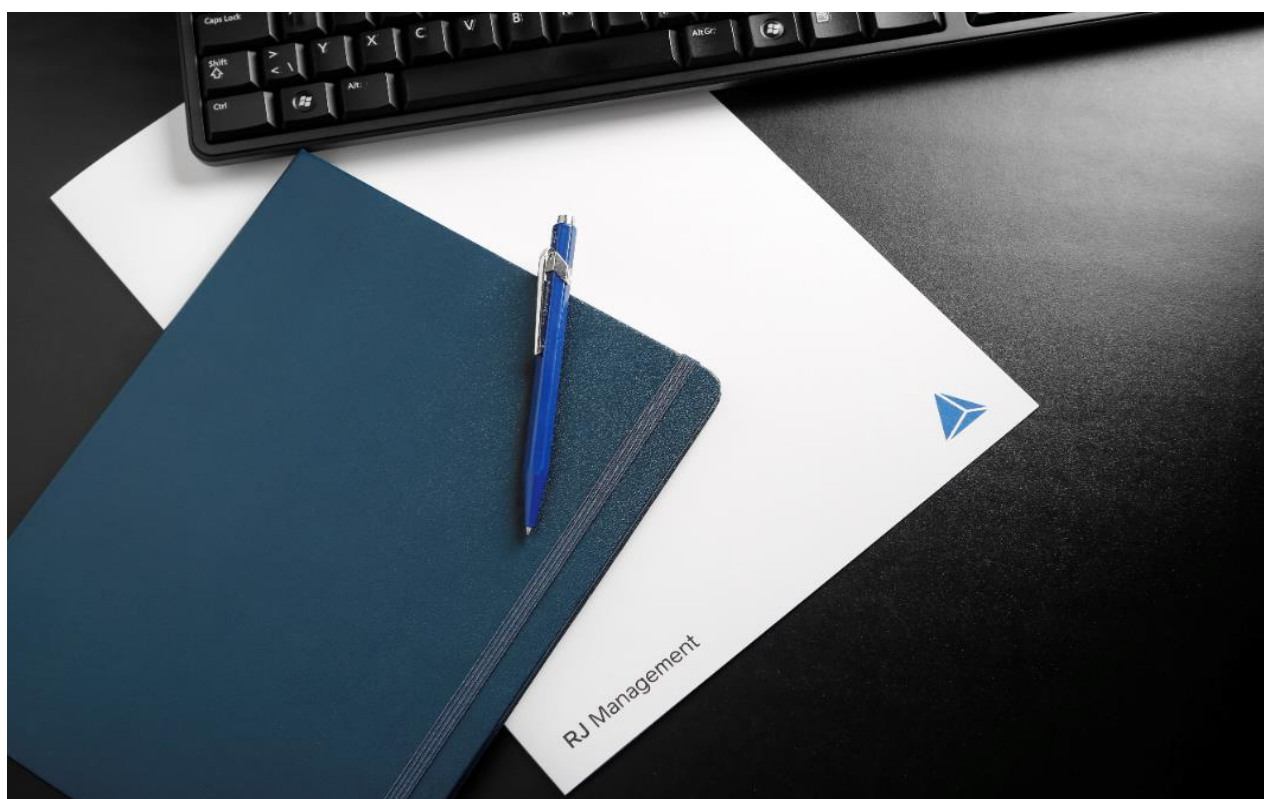
Executive summary

- Une année 2019 exceptionnelle avec une très forte corrélation à la hausse entre les différentes classes d'actifs... à l'opposé de 2018.
- Comme nous l'anticipions, les marchés actions ont très bien performé en fin d'année 2019 malgré les craintes de récession durant le printemps de cette même année.
- Sur les niveaux actuels, nous prenons des profits sur notre exposition action. Les valorisations sont relativement élevées et il n'y a pas de place pour de mauvaises surprises.

		2019	2018
ACTIONS	S&P500	+28.88%	-6.24%
	Nasdaq 100	+37.96%	-1.04%
	Euro Stoxx 50	+24.78%	-14.34%
	Stoxx600	+23.16%	-13.24%
	SMI	+25.95%	-10.15%
	MSCI Emerging	+15.42%	-16.63%
	MSCI World	+25.19%	-10.44%
	Nikkei	+18.20%	-12.08%
OBLIGATIONS	High Yield US	+12.98%	-1.50%
	Corp US	+17.37%	-3.79%
	High Yield Eur	+9.69%	-3.58%
	Corp Eur	+9.31%	-2.27%
	Emerging	+13.90%	-2.56%
	Oil	+34.46%	-24.80%
	Gold	+18.31%	-1.56%



Janvier 2020

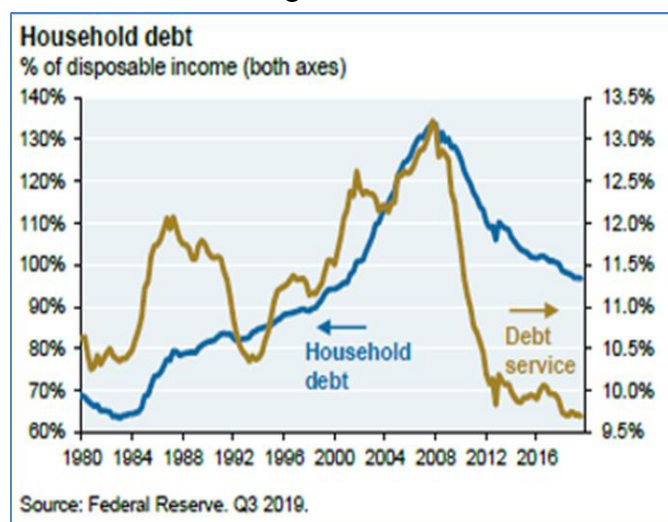


Le consommateur US, toujours en pleine forme

La consommation étant le principal contributeur de la croissance du PIB des US, il est primordial de bien appréhender cette variable. Or on constate que les conditions financières des ménages américains ne cessent de s'améliorer. Leur niveau d'endettement mesuré par rapport à leur revenu est au plus bas depuis la fin des années 2000 (ligne bleue) et le coût de leur dette est historiquement bas. N'oublions pas que ceci est également dû aux très faibles niveaux des taux d'intérêts.

La composante consommation est donc toujours bien orientée pour 2020.

Endettement des ménages US





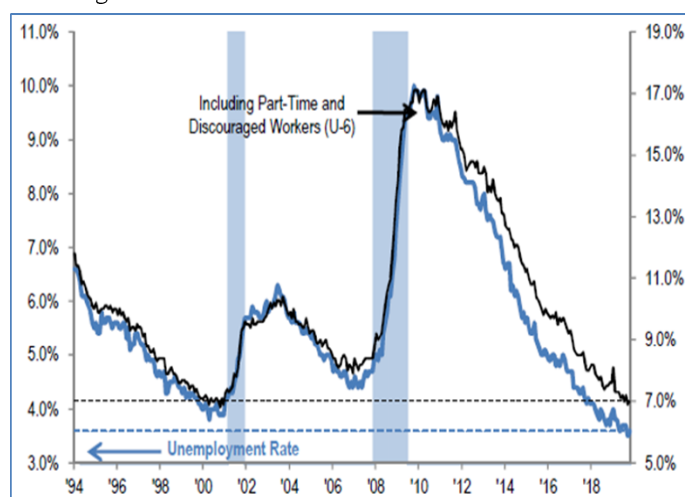
Macroéconomie

Nous avons assisté depuis 2018 et courant 2019 à un ralentissement industriel, mais celui-ci ne s'est absolument pas fait ressentir chez le consommateur.

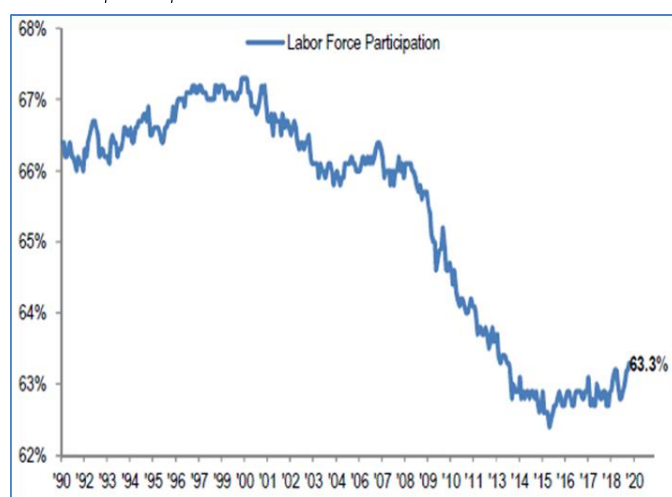
Les différentes tensions internationales (US vs Chine) ont largement contribué à ternir le moral des entrepreneurs et leurs plans d'investissements. Ces craintes s'estompent pour 2020 et nous devrions voir une économie américaine rebondir.

Un des éléments essentiels qui explique la bonne tenue de la consommation est la baisse continue du chômage et même pour la population la plus durement touchée (temps partiel et chômeurs de longue durée). Un point capital dans le fait que ce faible taux de chômage n'entraîne pas encore d'inflation est l'augmentation sensible du taux de participation. Une population importante qui ne travaillait pas et ne cherchait plus d'emploi est à nouveau embauchée. Malgré un chômage bas, cette nouvelle « ressource de mains d'œuvre » limite la hausse des salaires.

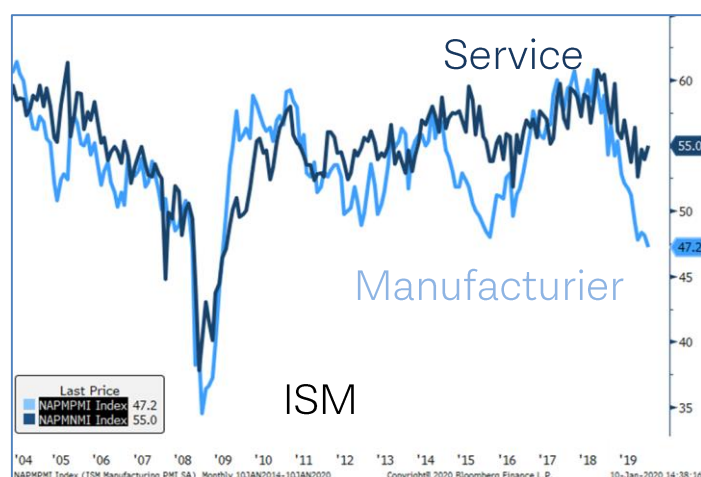
Chômage US



Taux de participation



Comme le montre l'indicateur avancé ISM, aussi bien les secteurs manufacturiers que liés aux services sont touchés par un ralentissement d'activité depuis la fin 2018.



Indicateur ISM

Cette baisse d'activité des entreprises s'est constatée « finalement » sur les bénéfices de ces mêmes entreprises. Aussi bien aux US que dans le reste du monde, l'année 2019 a vu une baisse / stagnation des bénéfices par rapport à 2018.



Croissance annuelle des bénéfices



Scénario sur les marchés financiers pour 2020

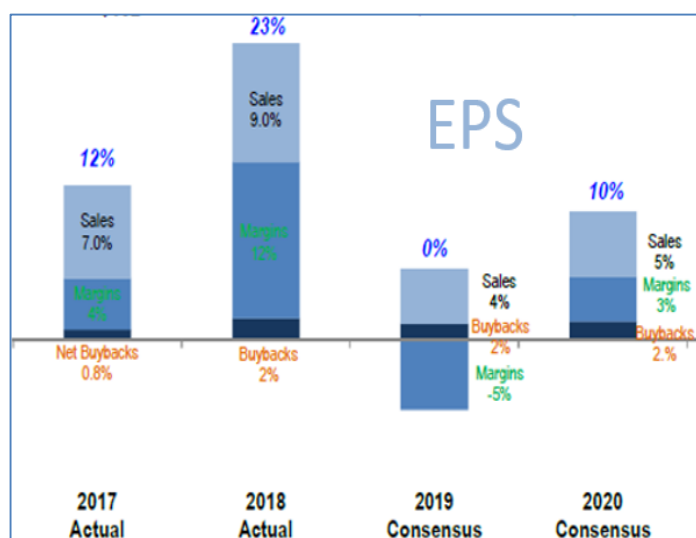
Les marchés anticipent une belle reprise économique

Le léger rebond de l'économie américaine ne devrait pas engendrer de grands mouvements sur les économies réelles, cependant du côté des marchés financiers les attentes sont élevées et il n'y a pas de place pour décevoir.

1. Croissance des bénéfices

En 2018 le S&P500 affiche -6.24% alors que les entreprises de ce même indice engendrent +23% de croissance de bénéfices. En 2019 c'est l'inverse, +28.8% pour le S&P500 et des croissances de bénéfices nulles.

Le marché anticipe 2020 et le consensus attend +10% de croissance des bénéfices



Croissance des bénéfices (EPS) pour le S&P500

2. Soutien des politiques monétaires

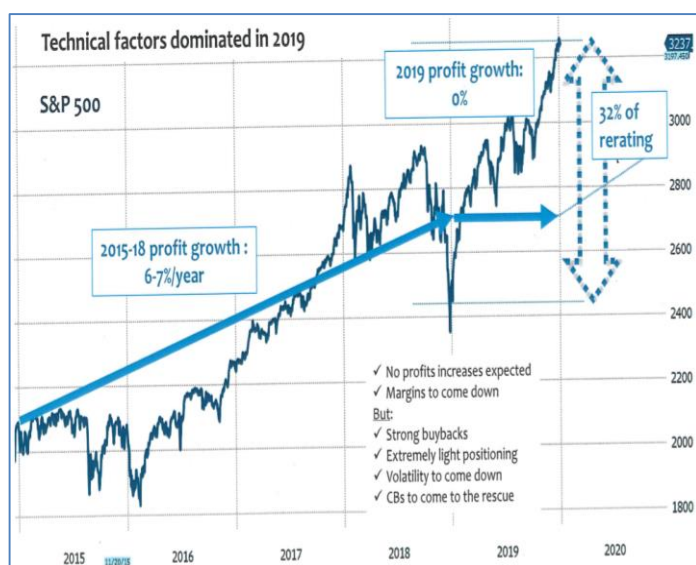
Les banques centrales n'ont pas attendu pour réagir et durant 2019 elles ont massivement baissé leur taux d'intérêt et/ou renouvelé leurs programmes d'injections de liquidité (ligne bleue). Historiquement ceci engendre un rebond de l'activité manufacturière, ce qui est positif.



Banques Centrales et activité industrielle

3. Expansion des multiples sur les actions

Les marchés actions ont performé depuis 2015 en corrélation avec une économie réelle qui procurait une belle croissance des bénéfices des entreprises. Ce n'est pas le cas en 2019, mais le S&P affiche tout de même +28.8%



RJ Management

S&P500 et bénéfices

4. Valorisation déjà élevée

La croissance des multiples de 2019, porte le ratio PE du S&P500 à 19X les bénéfices, soit 2.5X plus haut que sa moyenne historique sur 10 ans. Les marchés actions sont chèrement valorisés, il n'y a pas de place pour décevoir, les entreprises doivent délivrer le scénario attendu, soit +10% de croissance des bénéfices pour 2020.

Current vs. History	Absolute & Relative Valuation, Median					Curr vs 10yr
	Current	3 Months Ago	5Yr Median	10Yr Median	20Yr Median	
S&P 500						
EV/Sales	2.7x	2.6x	2.4x	2.0x	2.3x	0.6x
EV/EBITDA	13.6x	13.2x	12.8x	10.9x	11.5x	2.7x
P/E (Trailing)	20.7x	19.3x	19.7x	18.1x	18.2x	2.6x
P/E (NTM)	19.0x	17.8x	17.7x	16.5x	16.5x	2.5x
Price to Book	3.5x	3.3x	3.1x	2.7x	2.8x	0.8x
FCF Yield	4.0%	4.2%	4.9%	5.8%	5.3%	-1.8%
International Markets PE (NTM)						
MSCI US	19.4x	18.2x	18.0x	16.7x	16.4x	2.7x
MSCI DM	17.5x	16.4x	16.7x	15.7x	15.6x	1.8x
MSCI EM	13.7x	13.0x	12.5x	12.0x	11.8x	1.8x
MSCI Europe (EMU)	15.2x	14.1x	14.7x	14.0x	13.5x	1.2x
MSCI UK	13.3x	12.8x	14.9x	13.2x	12.3x	0.1x
MSCI Italy	11.4x	10.8x	13.6x	12.0x	11.8x	-0.6x
MSCI Australia	17.0x	16.4x	16.0x	15.3x	15.1x	1.7x
MSCI Hong Kong	14.9x	15.1x	15.9x	16.2x	16.0x	-1.3x
MSCI China	12.6x	12.2x	12.2x	11.3x	12.0x	1.2x
MSCI India	21.6x	18.4x	18.8x	17.7x	17.8x	3.9x

Valorisations des grands indices



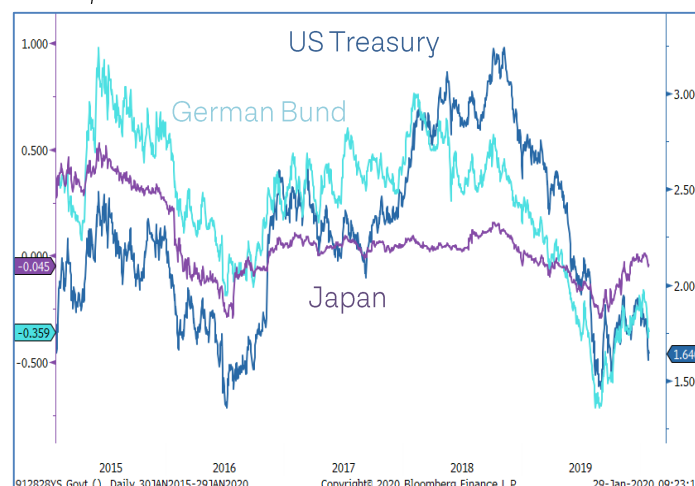
Classes d'actifs

Obligations

Les banques centrales ont été très réactives durant 2019. Le ralentissement industriel et les craintes de récession ont largement participé à faire baisser les taux d'intérêt long terme (10y sur le graphique)

Nous restons toujours très prudents sur le marché obligataire et préservons une duration courte sur nos investissements. L'année 2019 a été une fois de plus excellente pour le fixed income mais gardons à l'esprit que cette classe d'actif est la plus demandée.

Historique des taux souverains à 10 ans



Actions

Les brokers ont des attentes « timides » sur les performances des actions : dans ce tableau les objectifs à fin 2020 pour l'indice S&P500.

Nous avons très bien su profiter des performances actions durant 2019. L'année 2020 est une année électorale importante, mais contrairement à d'autres nous pensons que ce facteur pourrait ne pas être une force de soutien pour les actions... cette année devrait être plus volatile et nous prenons des profits en ce début d'année.

Objectifs sur les actions américaines (S&P 500) des 3 importantes banques US

2020 Forecasts		
	US Equities	Upside
J.P. Morgan	3,400	+6%
Goldman Sachs	3,400	+6%
Morgan Stanley	3,000	-6%

Alternatif

Nous sommes totalement convaincus de l'intérêt des stratégies alternatives dans notre scénario 2020. La forte hausse de +14.2% du S&P500 d'octobre à décembre 2019, s'est faite sans volatilité et donc un trend difficile à capturer pour les hedge funds en général.

Nous avons sélectionné la stratégie Long/Short Equity Prima depuis plusieurs années. Celle-ci a procuré une bonne performance pour 2019 et devrait offrir encore un très bon profil de risque/rendement pour 2020.

NAV historique de Prima Capital depuis 2010





Politiques monétaires et chocs exogènes

L'économie mondiale est déjà très avancée dans son cycle. Néanmoins, « un cycle ne meurt pas de vieillesse ».

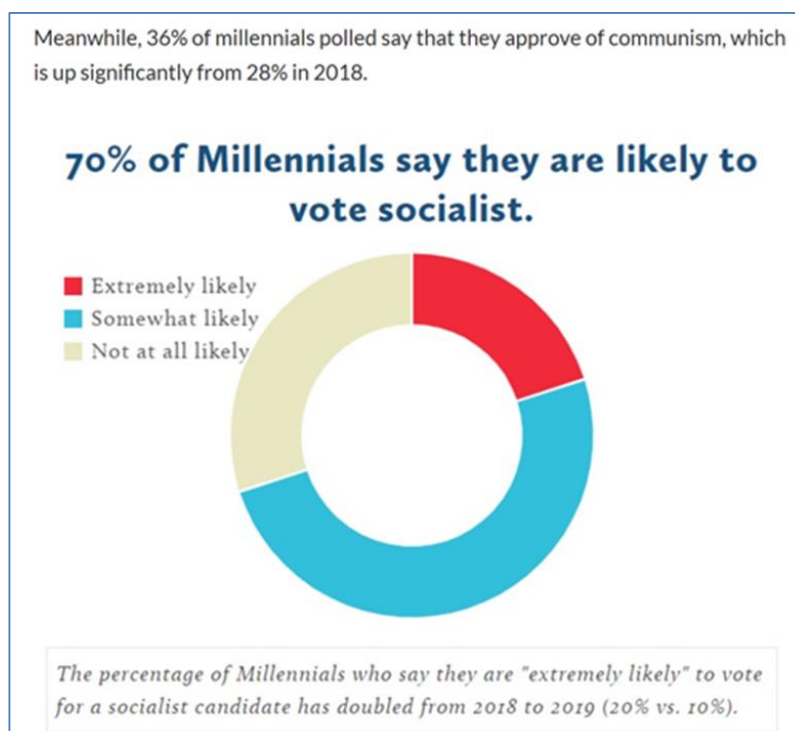
Un facteur clé de retournement des marchés actions est en général lié à l'évolution du crédit. Pour rappel la FED avait augmenté son taux directeur 8 fois le faisant passer de 0.5% à 2.50% entre 2017 et fin 2018. Durant le dernier trimestre 2018, le S&P 500 avait perdu quasi -20%.

Nous pensons que le marché actions est cher mais ce phénomène a été largement amplifié par des politiques monétaires toujours plus accommodantes.

Il faudra donc observer attentivement les problématiques inflationnistes (aujourd'hui quasi inexistantes), et les anticipations des acteurs de marché qui se traduiront sur les taux d'intérêt à long terme (augmentation des taux long terme et pentification des courbes).

En attendant, d'autres chocs exogènes pourront bousculer l'économie mondiale. Pour prendre le plus récent avec le Corona Virus, ce type d'incident peut facilement faire basculer la psychologie des marchés. Pourquoi payer 20 fois les bénéfices annuels d'une entreprise si celle-ci doit faire face à une forte baisse de son chiffre d'affaires dans les mois à venir...

Durant 2019 nous avons ignoré les Cassandre de la récession. Nous étions restés confiants sur le potentiel de revalorisation des actions. Nous abordons l'année 2020 plus prudemment et allons devoir faire preuve d'agilité.



Les populations en âge de voter sont également un facteur de volatilité. Les Millennials US semblent clairement prêts à voter à gauche.

A close-up photograph of a lion's face, showing its eyes, nose, and whiskers. The lion is looking directly at the camera with a calm expression. The background is blurred, suggesting a natural habitat.

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**