



How Far Can We Go ...

Executive summary

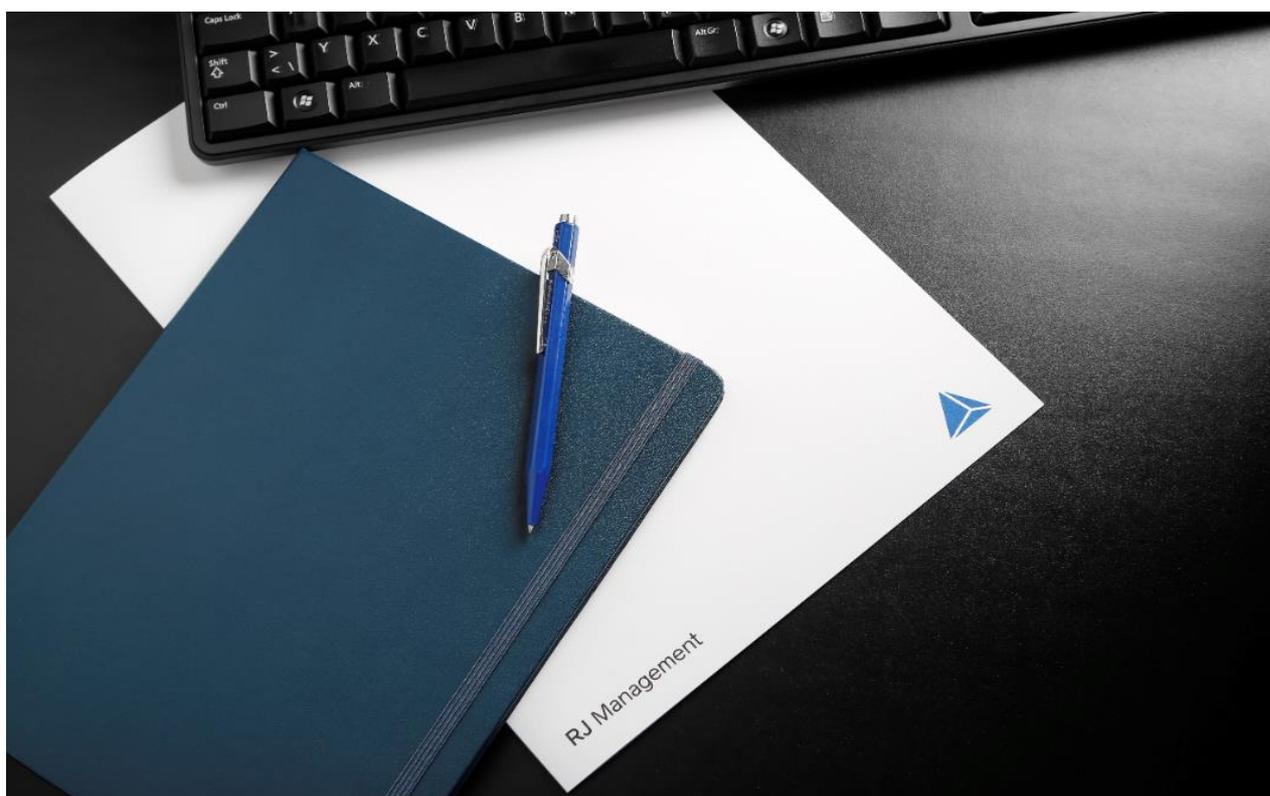
- Une pandémie qui atteint des économies largement matures après plus de 10 années de croissance
- Un crash des bourses excessivement rapide qui traduit des liquidités déjà surabondantes dans les marchés financiers depuis la dernière grande crise de 2009.
- Une récession économique forte qui a déjà fait plus de 35 millions de chômeurs aux US
- En réponse, les banques centrales ont poussé les investisseurs à se ruier sur les actions « tech » et les obligations, forcé les banques à prêter et permis à toutes les entreprises de tailles plus importantes (bonnes et mauvaises) d'émettre des obligations très facilement
- Dans ce contexte nous pensons qu'il est important de faire preuve d'humilité, de préférer rater des opportunités plutôt que de courir après des trend hasardeux. Cependant, il y a également des évidences comme nos positions sur l'or ou des thématiques telles que la digitalisation de nos économies.

| ACTIONS | Performances 2020* |
|---------------|--------------------|
| S&P500 | -7.2% |
| Nasdaq 100 | 3.52% |
| Stoxx 600 | -16.08% |
| Cac 40 | -21.57% |
| SMI | -8.2% |
| MSCI Emerging | -16.87% |
| Nikkei | -9.46% |

* performances au 27 Mai 2020

| OBLIGATIONS | Performances 2020* |
|----------------|--------------------|
| High Yield US | -4.63% |
| Inv Grade US | 3.05% |
| High Yield EUR | -8.93% |
| Inv Grade EUR | -3.47% |
| Emerging | -3.29% |

| Matières Prem | Performances 2020* |
|---------------|--------------------|
| Pétrole | -46% |
| Or | 12.6% |

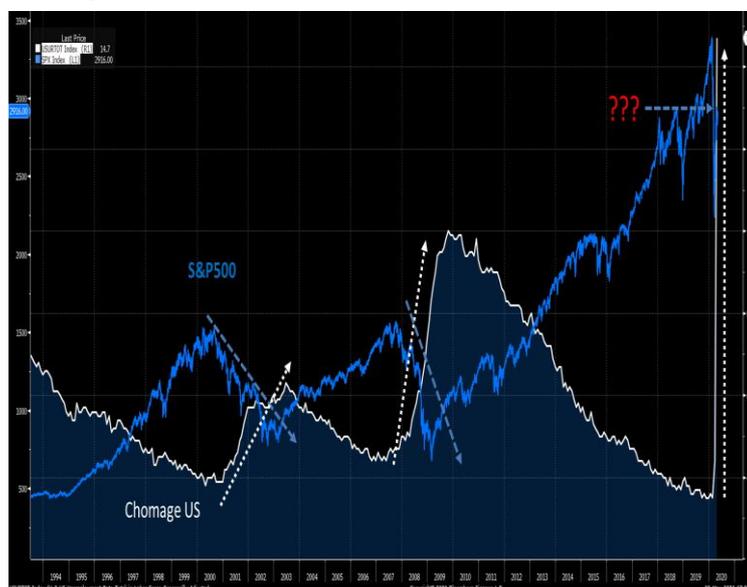


Une forte dichotomie

Le chômage est une variable économique qui offre peu d'information sur l'avenir mais reflète avant tout des décisions passées et actuelles des employeurs. Néanmoins on constate historiquement une très forte relation entre hausse du chômage et baisse des actions. Ceci traduit évidemment un contexte de récession économique avec tous ces effets, tels que chute de la confiance des consommateurs, baisse des investissements des entreprises et fortes corrections des attentes de bénéfices de la part des investisseurs.

La très forte hausse du chômage surprend par son ampleur mais le marché action ne semble pour l'heure pas préoccupé par cette variable.

Chômage US et S&P500 depuis 1993





Macroéconomie

Nos économies sont mises à l'arrêt avec une vague de dispersion semblable à celle du virus, d'Est vers l'Ouest. Même si le comportement des agents économiques peut différer en fonction des provenances géographiques, il nous semble important d'observer la reprise de la consommation en Asie afin de se faire une opinion sur la vitesse de rebond de l'activité économique dans le reste du monde.

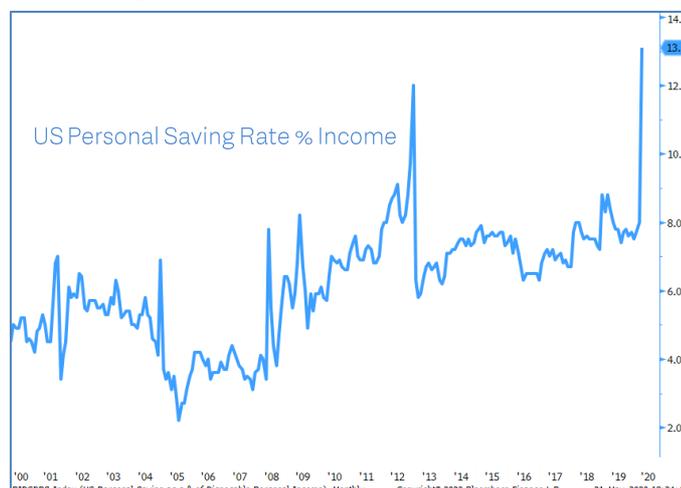
Les réponses des autorités financières et politiques ont été unanimes. Les états sont venus en aide aux entreprises et consommateurs en augmentant massivement leurs endettements, ceux-ci étant financés quasi exclusivement par les banques centrales i.e une monétisation de la dette.

Le constat le plus évident est la forte chute de la consommation mondiale. La reprise Chinoise n'est évidemment pas en « V » avec des chiffres de consommation toujours très négatifs. La reprise mondiale sera molle et la grande question est de savoir ce que feront les consommateurs de l'épargne forcée (taux d'épargne) qu'ils ont accumulé durant ces mois de confinements.

Consommation Chinoise & Européenne

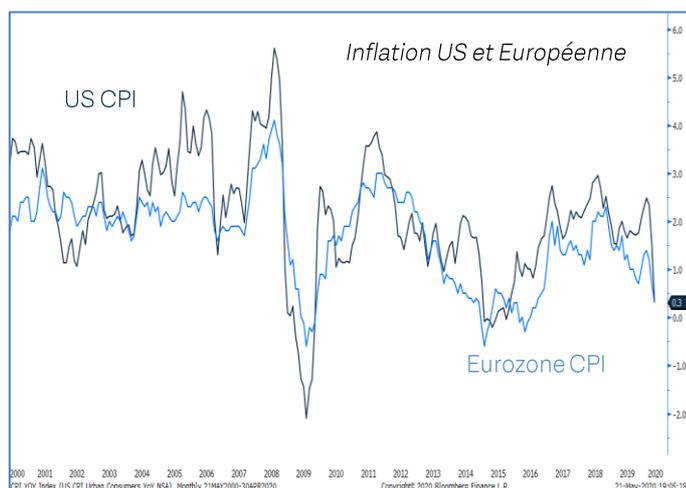
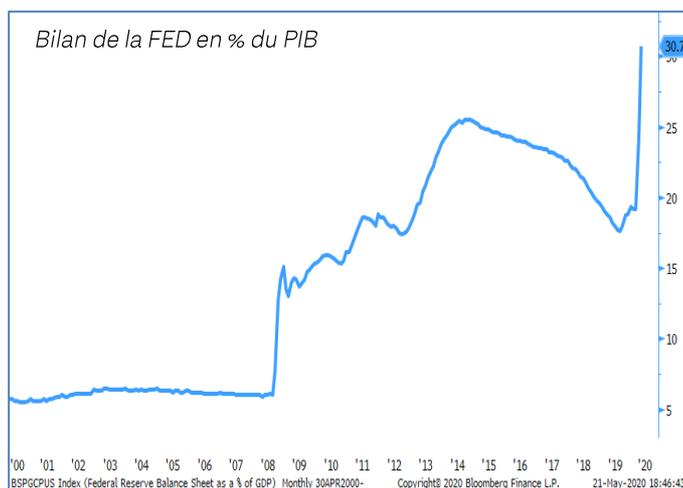


Taux d'épargne US



Les Banques Centrales ne souhaitent pas baisser la taille de leur bilan. Ceci implique qu'une fois les obligations (achetées récemment) arrivant à maturité, les Banques Centrales réinvestiront dans de nouvelles dettes. Un financement garanti à perpétuité qui n'entraîne pas forcément de hausse d'impôts pour financer la dette.

Ce mécanisme de financement des dettes d'Etats par les Banques Centrales n'est pas inflationniste, il suffit d'observer le cas du Japon. Pour rappel, ces dettes n'ont pas besoin d'être remboursées... Les premiers symptômes de cette crise sont déflationnistes, d'autres variables pourront inverser cette tendance à plus long terme.





Marchés financiers

Depuis les interventions massives des Etats et Banques Centrales, les marchés rebondissent.

Après des baisses records aussi bien en terme d'amplitude (S&P 500 -35% / Euro Stoxx -40%) qu'en terme de rapidité (baisse constatée entre le 20 février et le 16 mars 2020), les investisseurs sont attirés par les trillions de dollars injectés.

1. Mr « Tout le monde » entre sur les marchés

Durant cette période de confinement, les investisseurs dit « retail » américains se sont littéralement précipités sur les plateformes de trading afin d'ouvrir de nouveaux comptes et spéculer sur les marchés actions.

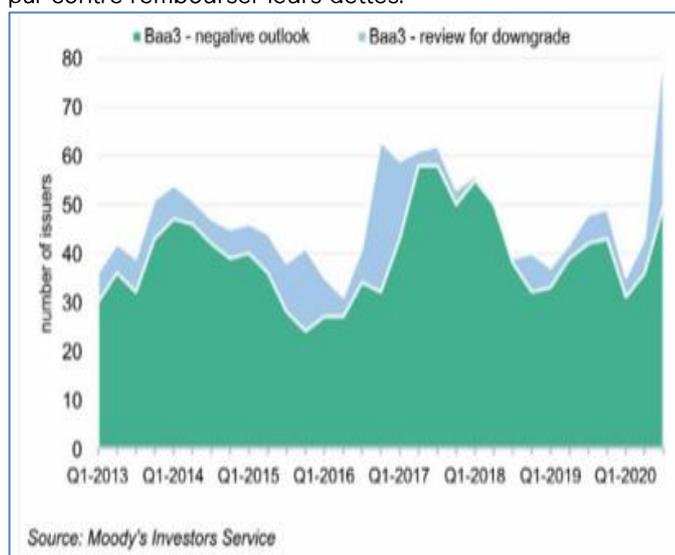
Online brokers see spike in new accounts during coronavirus

| | New accounts Q1 2020 | New accounts Q1 2019 | year-over-year increase |
|----------------|----------------------|----------------------|-------------------------|
| Charles Schwab | 609,000 | 386,000 | 58% |
| TD Ameritrade | 608,000 | 244,000 | 149% |
| Etrade | 363,000 | 135,000 | 169% |

Nombre d'ouvertures de comptes auprès des 3 grands brokers US online

3. Dettes d'entreprises

Les entreprises sont entrées dans cette crise déjà largement endettées. Elles en sortent encore plus fragilisées et nous observons déjà un nombre record de « downgrade » pour des émetteurs Investment Grade qui tombent dans la partie « junk ». Les entreprises devront par contre rembourser leurs dettes.



RJ Management

Analyse Moody's

2. Les gagnants prennent encore plus d'avance

Ce rebond action n'a fait qu'accélérer le grand trend déjà en place depuis quelques années avec les fameux FAAAM. Ces 5 sociétés représentent plus de 20% de la capitalisation boursière des 500 plus importantes entreprises US...



% de la capitalisation boursière du S&P500 pour le TOP 5

4. Dettes & Banques Centrales

Les Etats émettent de la dette qui est ensuite achetée par les Banques Centrales. Il n'y a donc pas aujourd'hui de question à se poser sur le financement de ces dettes. Mais plutôt quels impacts sur les comportements des investisseurs et la capacité de nos monnaies à préserver de la valeur.

| 2020 Supply Projections | | | |
|-------------------------|--------------|------------------------|----------------------------|
| | Net issuance | Central bank purchases | Supply available to public |
| USD, \$bn | 4,152 | 2,522 | 1,630 |
| DEM, €bn | 281 | 207 | 74 |
| FRA, €bn | 183 | 182 | 2 |
| ITA, €bn | 178 | 186 | (8) |
| ESP, €bn | 129 | 108 | 21 |
| GBP, £bn | 335 | 290 | 45 |
| JPY, ¥tn | 48 | 25 | 23 |

Emissions obligataires souveraines et achats des banques centrales



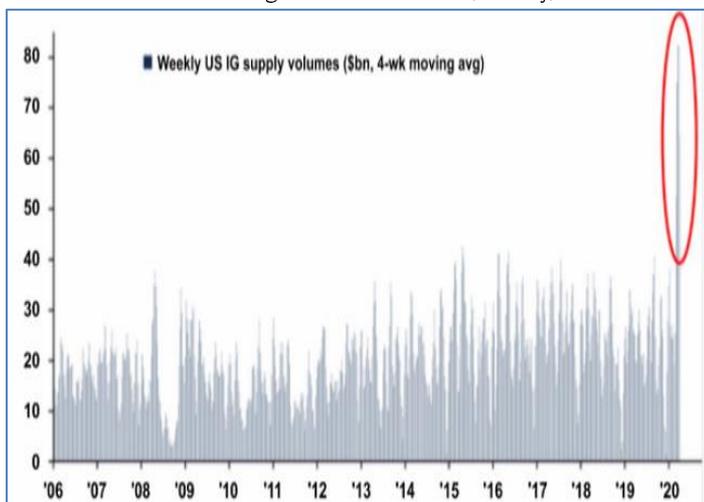
Classes d'actifs

Obligations

Les programmes d'interventions des Banques Centrales ont créé un accès quasi illimité au marché du crédit pour les entreprises de taille importante.

Depuis le mois d'avril nous observons un volume de nouvelles émissions obligataires record. Les entreprises sont entrées dans cette crise avec des bilans déjà bien endettés, elles en ressortent avec encore davantage de dettes. Dès lors nous restons prudents sur le fixed income. Après avoir réduit nos expositions high yield, nous ne souhaitons pas pour l'instant les ré augmenter.

Nouvelles émissions obligataires IG en USD (weekly)

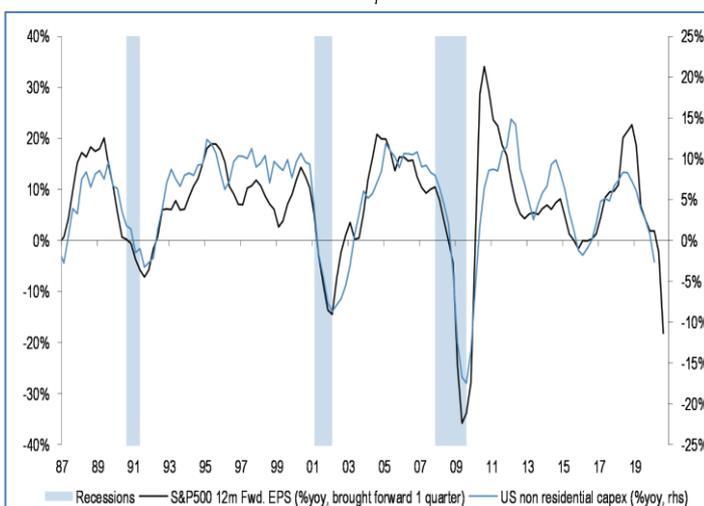


Actions

Les publications de résultats ont sans surprise été très difficiles. Avec un taux de chômage US qui est passé de 3,5% à 14,7% il est fort probable que les prochains trimestres soient également compliqués.

Lorsque les entreprises font moins de profits elles n'ont d'autres choix que de baisser leurs investissements (outils de production, R&D, embauches etc...). Ce cycle est très rarement vertueux. Nous restons donc prudents sur la part action avec néanmoins des choix tactiques sur des thématiques porteuses dans cet environnement.

Croissance des bénéfices et des dépenses d'investissement

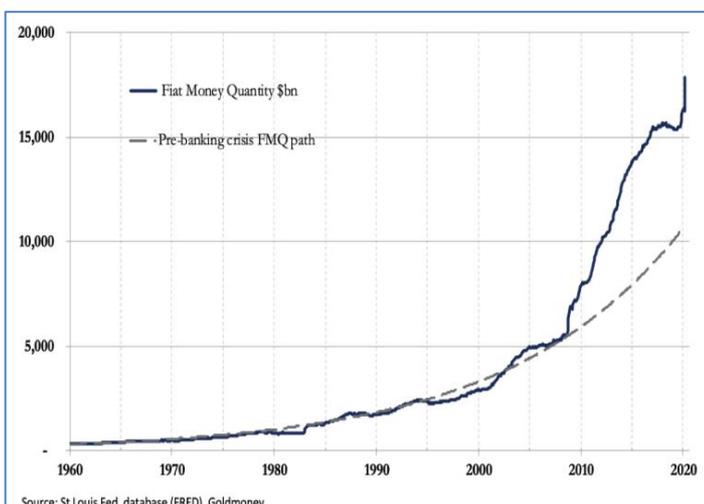


Or

Le mécanisme de financement illimité des dettes souveraines par les Banques Centrales est une application « live » de la théorie économique MMT*. Celle-ci sous-tend qu'il n'y a plus de limite fiscale à la dépense publique, les pays contrôlent l'émission de leur monnaie et il leur est toujours possible de payer une dette par la création de cette monnaie.

Nous sommes convaincus que dans cette nouvelle ère de l'économie des dépenses publiques, les consommateurs pourraient mettre en doute la valeur de leur monnaie. Dans ce cas, l'or qui n'est pas contrôlé par les banques centrales, devrait continuer son trend haussier. Nous avons entre 7% et 10% d'or dans nos grilles.

Quantité de monnaies fiduciaire en circulation (BLN)



RJ Management

* Modern Monetary Theory, largement reprise par le candidat Sanders



Et ensuite...

Il est aujourd'hui déroutant de voir une économie réelle qui souffre et en parallèle des marchés financiers qui semblent nettement plus optimistes même si les disparités de performances sont importantes.

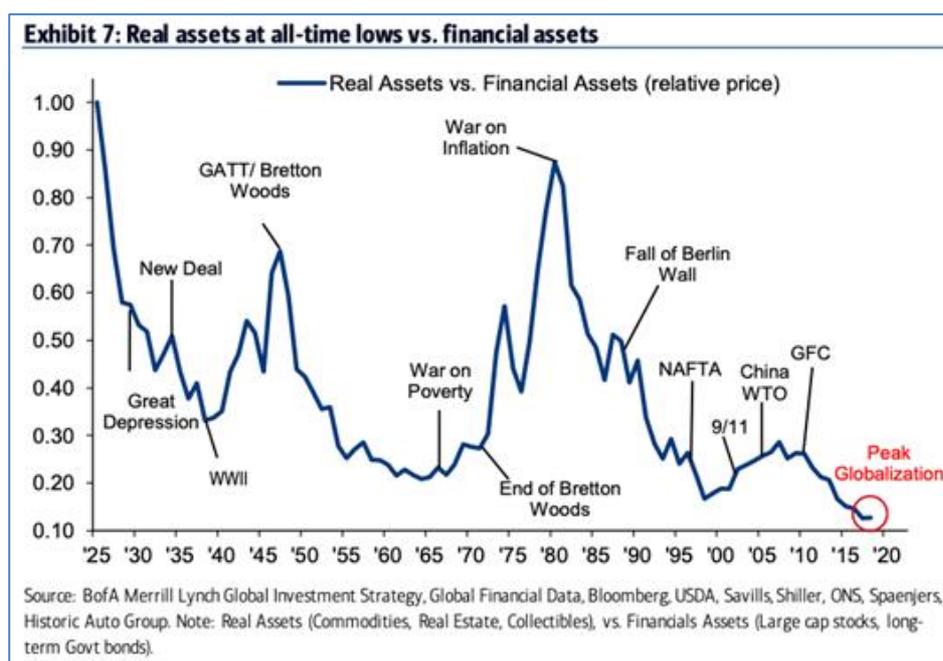
Mais nous retenons qu'il sera difficile de faire croire au mirage des injections de liquidités, sachant que de l'autre côté du spectre, les consommateurs perdent confiance. Nous sommes convaincus que la confiance est au moins aussi productive que le capital ou le travail.

Or aujourd'hui, cette crise sanitaire a poussé les gouvernements du monde entier à adopter des politiques de distanciation sociale (place de travail, voyage, shopping etc...) qui vont à l'encontre de la restauration de cette confiance.

Notre scénario est une reprise timide qui ne sera pas en forme de « V », un chômage qui va continuer d'augmenter, et des marchés financiers qui vont continuer à être inondés de liquidité.

Dans ce contexte, nous pensons que des bulles très spéculatives peuvent se matérialiser (le fameux Fear Of Missing Out) et disparaître tout aussi rapidement, d'où les fortes disparités entre marchés financiers et économies réelles. Ceci va également laisser entrevoir d'importantes pressions politiques afin de rétablir le contrat social autour des fameux 1% les plus riches.

Nous avons su naviguer relativement correctement cette première partie de crise sanitaire et économique. Le chômage, les tensions internationales, les élections US de novembre (etc) ne nous donnent pas aujourd'hui suffisamment de confiance pour réallouer le cash vers les actions, nous restons donc prudents mais cette période a confirmé nos convictions thématiques ainsi que nos choix de gérants.



Actifs réels vs actifs financiers: l'inflation s'est constatée surtout sur les actifs financiers

A close-up photograph of a lion's face, showing its eyes, nose, and whiskers. The image is slightly blurred and has a dark overlay on the left side where the text is placed.

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