



Octobre 2020

Ce rebond actions est-il soutenable ?

Executive summary

- La crise du COVID a infligé un choc massif à nos économies mondiales.
- Nos institutions financières et gouvernementales ont été extrêmement rapides dans leurs réponses à cette crise sanitaire. Les banques centrales ont fait fonctionner la planche à billets entraînant une « explosion » de leurs bilans mais ceci a permis d'inonder les marchés financiers de liquidités. De leur côté, les Etats ont mis en place des stimulus fiscaux dépassant aisément plus de 10% du PIB de leurs pays respectifs.
- Sur les marchés financiers, quelques secteurs ont profité de cette situation alors que la majorité de la cote souffre toujours malgré les plans de relance significatifs.
- D'importantes échéances et challenges sont aujourd'hui devant nous, il nous semble important de bien comprendre leurs potentiels impacts.
- La variable sociale prend un poids grandissant et nous devons impérativement en tenir compte.

ACTIONS	Performances 2020*
S&P500	2.09%
Nasdaq 100	21.63%
Stoxx 600	-12.73%
Cac 40	-19.16%
SMI	-2.93%
MSCI Emerging	-4.98%
Nikkei	-0.61%

* performances au 28 Septembre 2020

OBLIGATIONS	Performances 2020*
High Yield US	-1.83%
Inv Grade US	6.94%
High Yield EUR	-4.75%
Inv Grade EUR	0.06%
Emerging	2.27%

Matières Prem	Performances 2020*
Pétrole	-37.1%
Or	22.8%



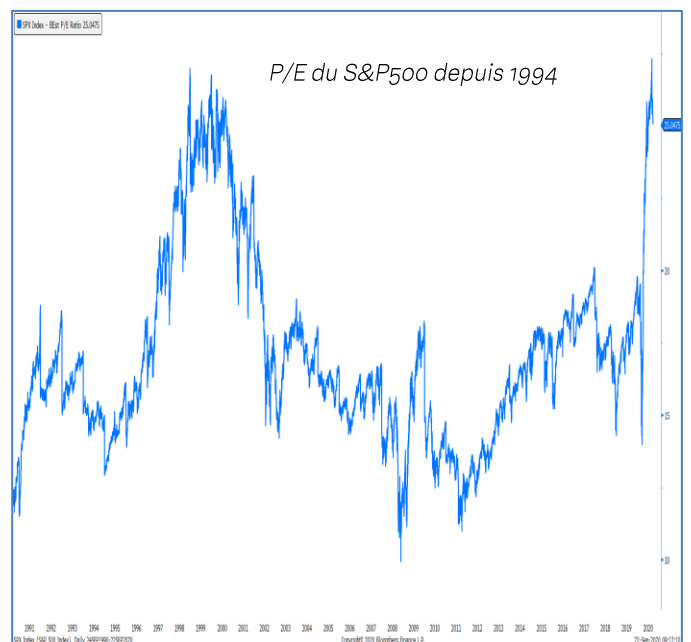
Octobre 2020



Winners vs Losers

Les grandes valeurs technologiques US ont littéralement décollé depuis les points bas de mars, laissant loin derrière la moyenne de la cote. A lui seul, le titre Amazon avec un poids moyen de 4% et une performance annuelle de +59%, explique plus de 60% de la performance du S&P500. Le niveau de valorisation du S&P500 (mesuré par son P/E) atteint un plus haut historique depuis la bulle des années 2000.

L'inflation financière est évidente, mais ce scénario d'expansion des multiples est-il soutenable et quelles sont ses faiblesses ?



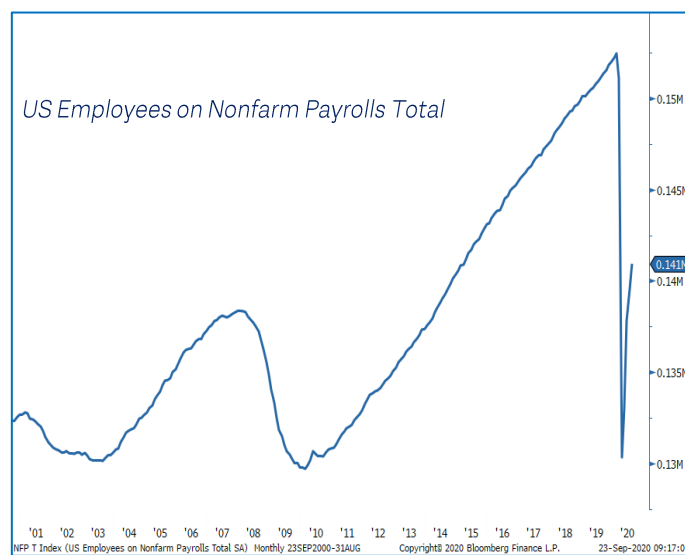
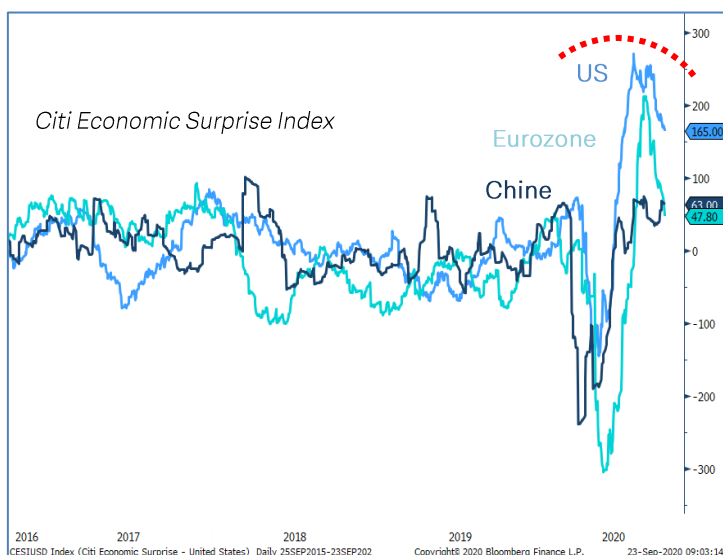


Facteurs Macro et Micro économiques

Depuis les points bas de mars/avril les marchés ont tous rebondi. Nous exposons ci-dessous plusieurs facteurs pouvant fragiliser ce rebond et/ou remettre en cause l'hégémonie de certains secteurs.

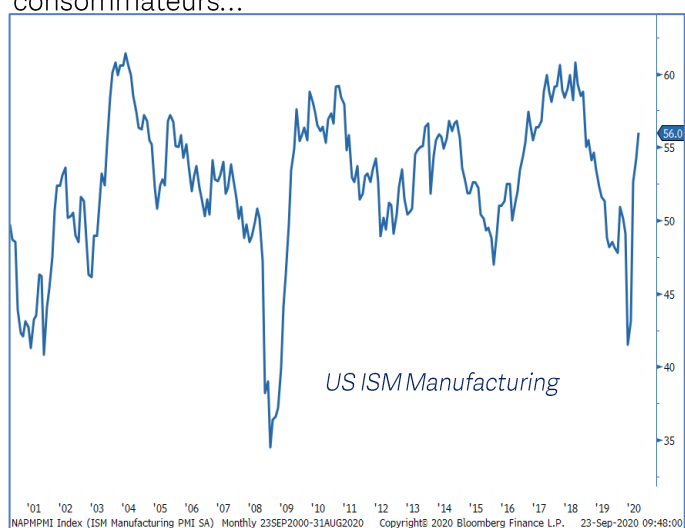
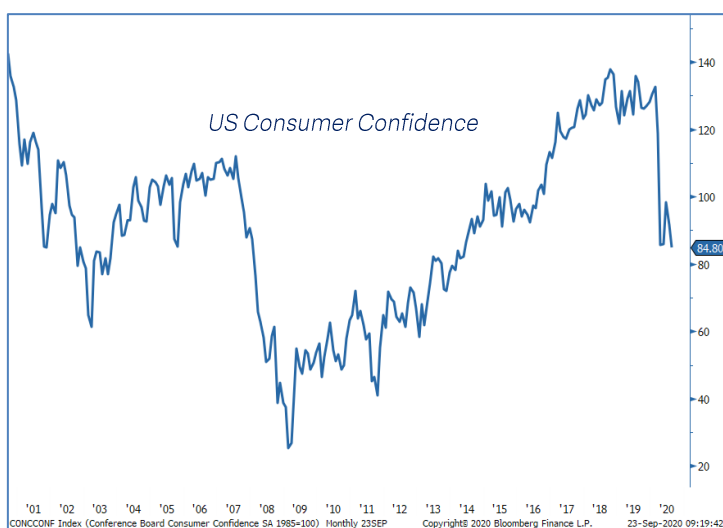
Les réponses à la crise sanitaire des autorités financières et politiques ont été unanimes. Les Etats sont venus en aide aux entreprises et consommateurs en augmentant massivement leurs endettements, ceux-ci étant financés quasi exclusivement par les banques centrales i.e une monétisation de la dette. Cette injection de cash est venue atténuer l'impact négatif sur nos économies mises à l'arrêt forcé. Une fois la « machine repartie », les marchés ont anticipé à juste titre un scénario de « recovery en V ». Mais après quelques mois, celui-ci semble plus fragile aujourd'hui :

L'indicateur aggloméré Citi Surprise Index nous montre bien l'effet positif depuis les creux de mars sur les variables économiques des 3 zones. Mais il pointe également vers un ralentissement à venir. Depuis les années 2000, l'économie US a créé plus de 153 millions d'emplois mais la situation actuelle a fait chuter ce chiffre à 130 millions fin avril. Depuis, nous avons retrouvé un niveau de 141 millions d'emplois mais il y a toujours 12 millions de chômeurs supplémentaires par rapport à la situation pré-COVID.



Très concrètement, la situation difficile de l'emploi pèse sur le moral des consommateurs et la statistique de confiance pointe vers le « sud ». Cette variable est d'autant plus importante que les dépenses des consommateurs US représentent plus de 70% de la croissance de leur économie :

Du côté de l'offre on constate un rebond important dans la confiance des entreprises. Celui-ci reflète l'impact positif des très importants stimulus fiscaux représentant à ce jour, déjà plus de 15% du PIB US. Mais à terme, ces aides devront être supplantées par une demande naturelle provenant des consommateurs...



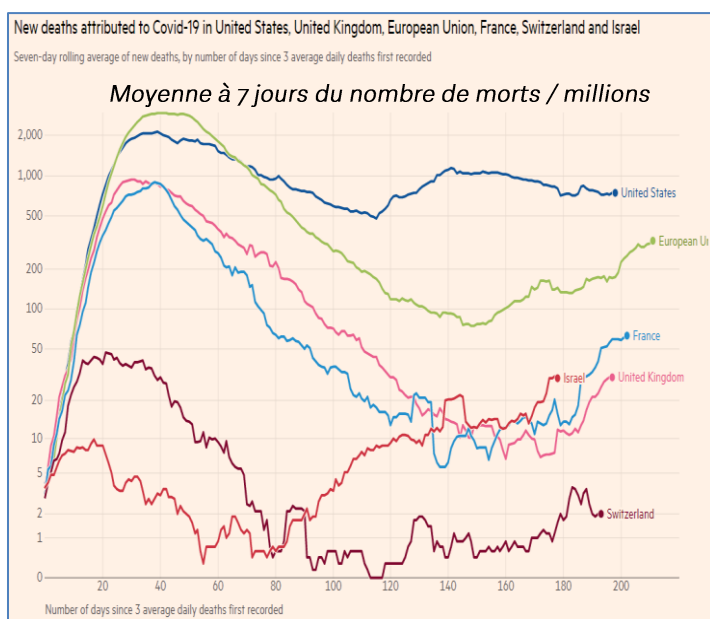


Covid, Credits et Elections

D'autres facteurs pourraient perturber une hausse continue des actions ou être un frein à la croissance de leurs bénéfices.

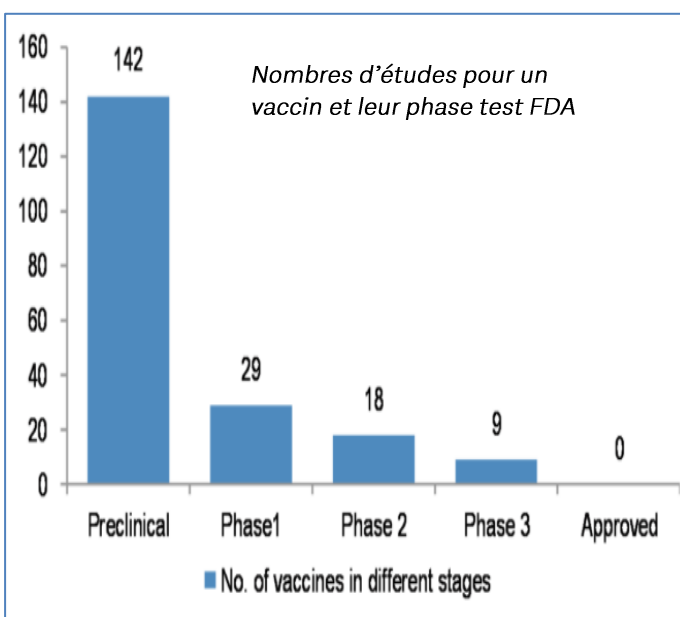
1. COVID, une situation dangereuse

La forte croissance du nombre de cas peut trouver des explications diverses. Malheureusement le nombre de décès n'a qu'une seule explication, le degré de gravité de cette pandémie. Or celui-ci augmente sensiblement en Europe et l'on peut craindre de nouvelles mesures de confinement.



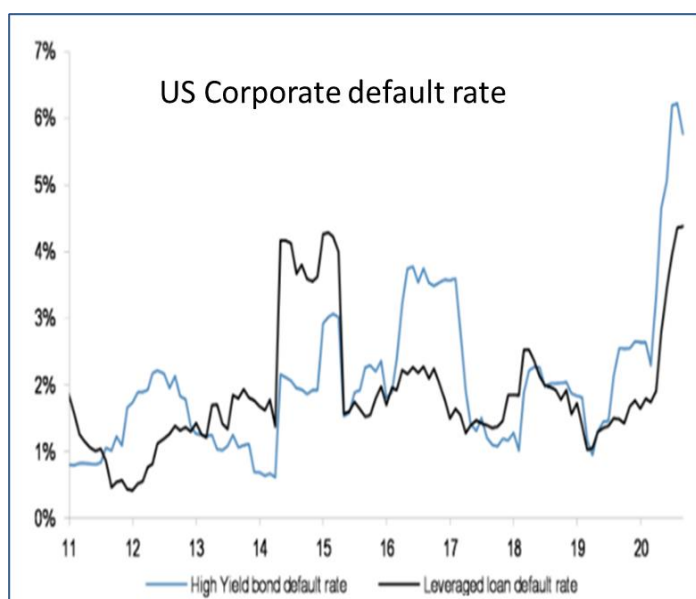
2. Un vaccin oui mais...

De nombreuses études ont été lancées, à ce stade 9 sont en phase 3 et cette phase d'approbation finale est très restrictive. SANOFI a rappelé récemment qu'un vaccin est envisageable seulement pour 2021 et nécessitera 2 doses. Se posera ensuite la question de la production pour répondre à une pandémie mondiale...



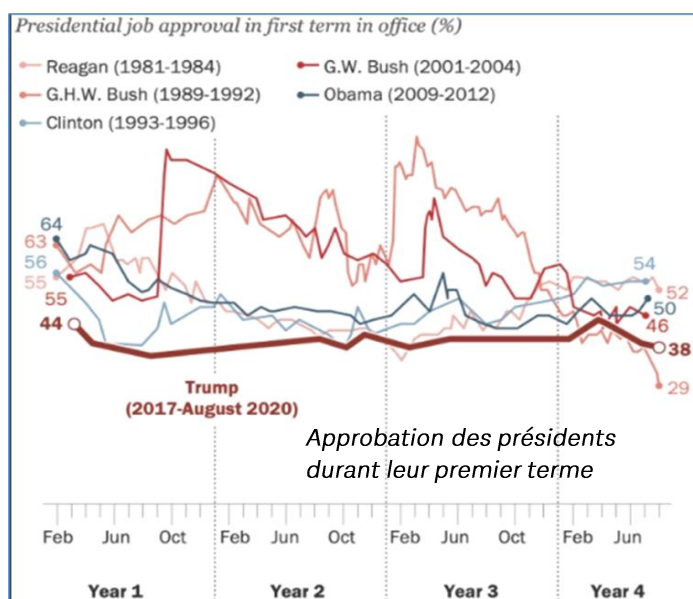
3. Dettes d'entreprises

Les entreprises sont entrées dans cette crise déjà largement endettées. Elles en sortent encore plus fragilisées car elles ont contracté de nouveaux prêts qu'il va falloir rembourser. Malgré toutes ces aides, le taux de défauts monte en flèche sur le segment le plus fragile aux US (High Yield et les Leveraged Loan).



4. Elections US

Les sondages sont aujourd'hui en faveur du candidat Biden. Cependant, il est important de noter que le camp Trump a toujours offert un solide soutien au président durant son mandat pourtant très chahuté.





Classes d'actifs

Obligations

Les programmes d'interventions des Banques Centrales ont créé un accès quasi illimité au crédit via le marché obligataire.

Les volumes de nouvelles émissions sont très importants, et les investisseurs se « ruent » sur les papiers qui offrent le moindre rendement. Malgré l'augmentation sensible du taux de défaut (p.4), le rendement des obligations HY n'a fait que baisser reflétant l'engouement des investisseurs quelque soit le risque. Dès lors nous avons décidé de rester très peu investi sur ce segment et de favoriser la zone émergente, les obligations bancaires et l'immobilier pour trouver un rendement avec un profil de risque plus adapté.

Actions

Depuis fin août le scénario d'un second « lock down » inquiète à nouveau. Ce scénario est positif pour certains secteurs comme le télétravail avec Zoom ou négatif pour le transport avec Boeing.

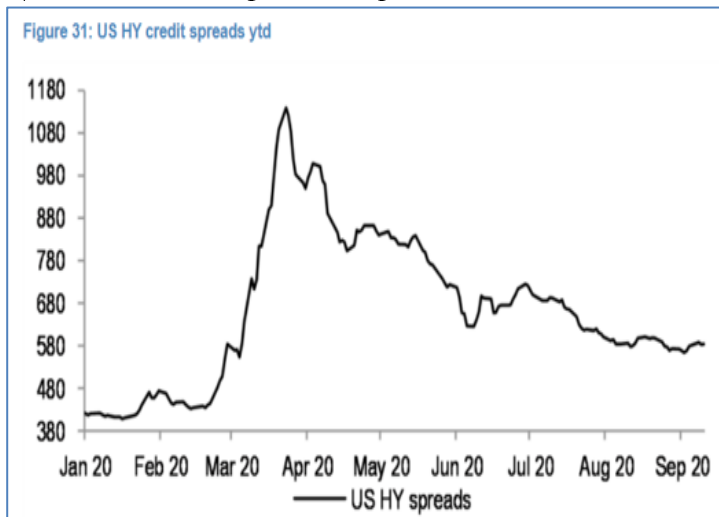
Il est difficile d'avoir un point de vue sur ce virus, par contre il est évident que les cas et décès augmentent. Ces circonstances ainsi que les précédents éléments exposés nous incitent à garder notre exposition actions relativement défensive et à privilégier l'alternatif.

Alternatif

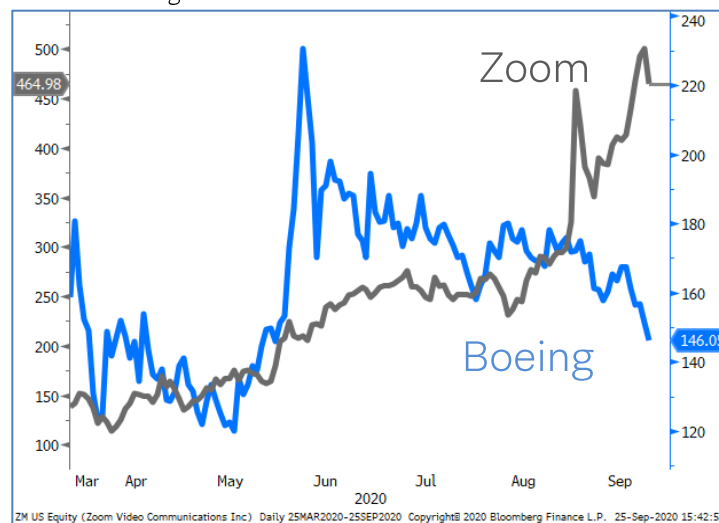
Cette manne de cash en circulation sur les marchés financiers a eu pour effet une augmentation sensible de certains prix mais a surtout imposé un aspect consensuel à ce rebond. Pour preuve, les positions short sur la bourse américaine sont au plus bas depuis 2014.

Dans ce contexte où l'on retrouve une volatilité élevée, et un consensus fort sur la direction, nous favorisons encore davantage les stratégies alternatives. Cette poche d'allocation fonctionne très bien cette année avec en particulier notre sélection de stratégies long/short sur les actions américaines et européennes ou les obligations convertibles.

Spread de crédit du segment US High Yield



Zoom vs Boeing



Short Interest sur le NYSE





Demain est un autre jour

Nous faisons toujours le même constat. Une économie réelle qui survit grâce aux importantes aides mais les dégâts commencent à émerger, comme le démontrent les importants plans sociaux. Et de l'autre côté des marchés financiers qui donnent une autre image (pour certains secteurs).

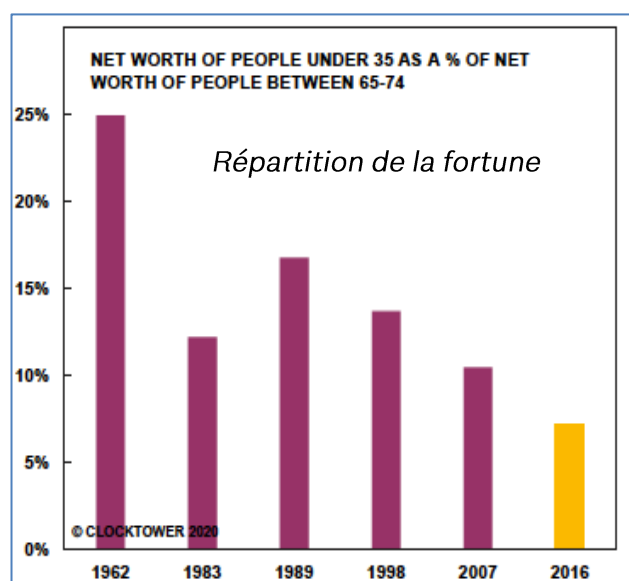
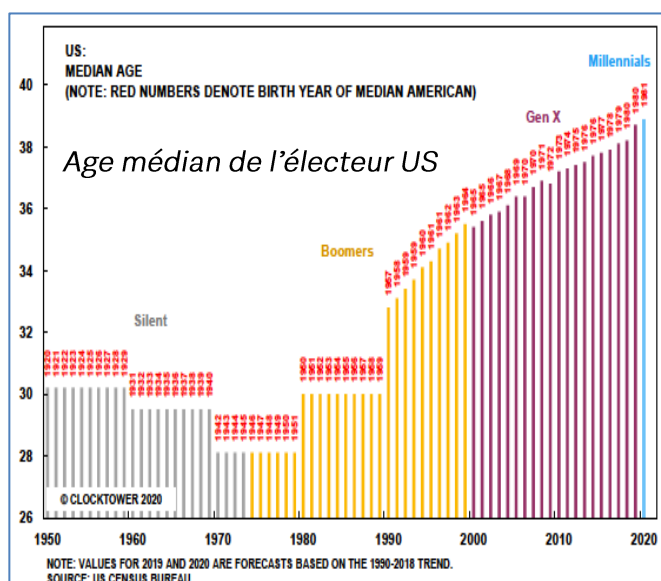
L'expérience difficile de lock-down que nous a imposé quasi mondialement ce virus a également diffusé un sentiment de peur dans les populations. Les chiffres journaliers de cas et de décès sont suivis de près. Dans ce contexte il semble difficile de croire que nos pouvoirs politiques opteront pour une solution très différente en cas de deuxième vague.

Sur les marchés financiers, nous pensons que des bulles très spéculatives vont continuer à se former, reflétant le manque d'opportunité à trouver de bons investissements (i.e l'excès de cash). Celles-ci seront ensuite confrontées brutalement à une réalité différente provenant des situations diverses de nos économies réelles.

D'autre part, les pressions des électeurs ou « de la rue » vont continuer à modifier le paysage politique de nos pays.

Aujourd'hui l'âge médian de l'électorat US est de 39 ans, soit des personnes nées en 1981, ou ce que l'on appelle la population Millenials. Cet électeur consomme, comprend et réagit de manière très différente à celles des élus politiques en place ou de la majorité des candidats de leurs pays. Ce même électeur fait le constat amer que son travail ne lui permet de disposer que d'une toute petite partie de la fortune de la génération de ses parents (< 7%). En d'autres termes, la fameuse inégalité des richesses s'exprime aussi « générationnellement », ce que l'on devrait retrouver dans les urnes.

A ce jour, nous avons traversé l'année relativement correctement pour nos portefeuilles. Nous abordons le dernier trimestre avec peu de convictions pour les indices actions, mais une grande confiance dans les gérants de fonds que nous avons sélectionnés ainsi que nos thématiques. Nous sommes convaincus que cette période est également le renouveau de la gestion dynamique, qui permet de largement surperformer les indices. Au détriment de la quantité, nous optons pour la qualité.



A close-up photograph of a lion's face, looking directly at the camera. The lion's mane is light brown and slightly out of focus. The background is a blurred natural setting.

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**