



LETTRE TRIMESTRIELLE GESTION PRIVEE

30 juin 2019

Dans un contexte macroéconomique et géopolitique incertain, les banques centrales ont été à la rescousse du marché actions qui enregistre une très belle performance sur le premier semestre 2019 (l'indice S&P500 progresse de +17,35%, le Stoxx 600 de 14% et le marché français des petites capitalisations boursières, le Cac Small, de +10,80%). Le retour des tensions protectionnistes sur le deuxième trimestre a impacté la conjoncture mondiale et tout particulièrement l'industrie et les dépenses d'investissement.

Aux Etats-Unis, après 3,1% annualisé au T1 en grande partie grâce aux stocks, la croissance du PIB devrait marquer le pas au T2 à 1,5%, à cause du ralentissement manufacturier mondial pesant sur l'industrie américaine. Néanmoins, la vigueur de la consommation des ménages permet d'anticiper la poursuite du cycle de croissance aux Etats-Unis. En effet, la faiblesse de l'inflation soutient le pouvoir d'achat des américains, alors que les salaires sont toujours sur une tendance positive. Dans ce contexte, le marché actions peut compter sur le soutien de la banque centrale américaine qui devrait annoncer fin juillet une baisse de taux de 25 bps à 2,25%.

En Europe, la croissance devrait également se tasser mais dans une moindre mesure (proche de 1,3% en rythme annualisé), ce qui est cohérent avec un PMI composite de 52,1. Le PMI manufacturier est stable depuis quelques mois à son plus faible niveau depuis le T1 2013 avec des commandes industrielles qui baissent de 6% en annualisé. Notons, cependant, la bonne tenue des PMI Services de la Zone Euro avec des ventes de détails bien orientées et un taux de chômage qui continue de baisser à 7,5%.

Au Royaume-Uni, la dégradation de la dynamique de croissance s'est accélérée au T2 et une contraction de l'activité est désormais envisageable. Le PMI composite est passé sous les 50 à 49,7 avec des carnets de commandes en nette dégradation mois après mois. Si le report de la date butoir pour le Brexit pourrait avoir soutenu quelque peu l'investissement au T2, l'approche du 31 octobre va à nouveau dégrader la confiance des ménages. Dans ce contexte, la BoE devrait maintenir ses taux inchangés, en supposant qu'un Brexit sans accord soit évité.

En Chine, le momentum de l'économie ne montre pas de signaux clairs d'amélioration, avec une production industrielle et un investissement fixe toujours moroses. L'investissement immobilier montre des signes d'essoufflement et les dernières enquêtes de confiance ne sont pas très optimistes. Néanmoins, le *status quo* commercial entre la Chine et les Etats-Unis est positif pour la confiance et l'impulsion monétaire à venir des banques centrales devrait permettre un rebond de la croissance d'ici la fin d'année.

VALORISATION DE NOS FONDS (PART A) - AU 28 JUIN 2019

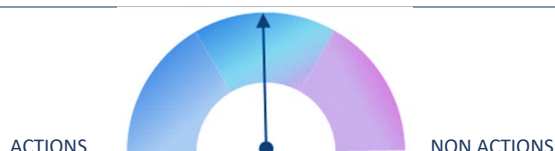
	RJ MICROCAPS	RJ SMALLCAPS	RJ EUROPE FLEX	RJ EUROPE PLUS	RJ CARBON MOMENTUM	RJ DEPLOIEMENT DISCIPLINE
Code ISIN	FR0010544791	FR0011759299	FR0013280211	FR0010178665	FR0013314010	FR0010883017
Capitalisation	Micro	Small	Toutes capi	Large	Large	Diversifié
Exposition risque	4	5	4	5	5	3
VL en €	400.91	235.11	149.68	308.65	149.56	176.09
Perf. 2019	12,6%	11,2%	6,9%	14,8%	12,5%	3,6%
Gérants	L. de FELS / E. FAURE	L. de FELS / E. FAURE	L. de FELS / E. FAURE	B. AUBRUN / S. HASSID	B. AUBRUN / S. HASSID	B. AUBRUN / L. de FELS

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des Fonds sont calculées avec coupons et dividendes réinvestis. Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat des titres qui y sont mentionnés. Il est la propriété de Raymond James Asset Management International (RJAMI). La reproduction ou la distribution en est strictement interdite sans l'autorisation écrite préalable de la société RJAMI.

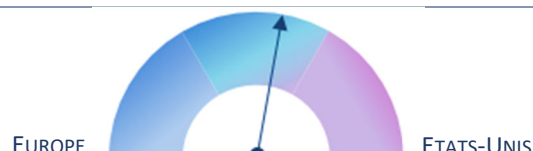


STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

ACTIONS



Les marchés actions viennent d'enregistrer une performance record lors du premier semestre 2019, grâce à des banques centrales toujours plus accommodantes qui continuent de soutenir les indices. Cette impulsion monétaire a permis un fort regain d'intérêt pour les actifs risqués après la forte correction du T4 2018. La BCE dispose de nombreux leviers comme une baisse du taux directeur sur les dépôts, un nouvel assouplissement de la *forward guidance* et enfin une éventuelle reprise du QE. Du côté de la Fed, Jérôme Powell devrait sans surprise baisser les taux directeurs de 25 bps à 2,25% fin juillet. **Nous pensons toujours que le marché actions haussier n'est pas mort, car il n'existe aucun signal fort de « bear market », et excluons toujours une récession américaine à horizon un an.**



Nous restons positifs sur les marchés américains dont la demande domestique est vigoureuse grâce à une forte création d'emplois et une hausse des salaires qui sont sur une tendance positive. La Fed, sous la pression du président Trump, continue de tenir un discours accommodant et devrait baisser ses taux directeurs de 25 bps fin juillet, ce qui devrait soutenir le marché actions américain. **Nous sommes plus confiants sur le marché actions américains dont la résilience liée à sa forte liquidité est un atout de poids. Le momentum devrait se poursuivre, notamment grâce aux programmes de rachats d'actions massifs effectués par les sociétés américaines.**



Les pays émergents ont connu une meilleure orientation ces derniers mois en surperformant les marchés développés et en inversant la tendance des mois précédents. L'appétit pour le risque spécifique émergent qui était très faible ces derniers mois a nettement rebondi sous l'impulsion monétaire américaine et sous le repli du dollar. **Nous pensons qu'il subsiste du potentiel pour les actions émergentes à moyen terme, mais le potentiel est plus réduit à court terme, après la récente surperformance.**



Nous continuons de privilégier les valeurs de croissance dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale. **Néanmoins, un portefeuille plus équilibré devrait voir le jour, si l'économie mondiale rebondit d'ici la fin d'année.**

Dans un environnement de taux bas qui devrait persister, les investisseurs sont à la recherche de valeurs offrant une croissance régulière du chiffre d'affaires, des cash-flow et des dividendes.

OBLIGATIONS



Nous continuons de préférer les obligations souveraines périphériques (Italie, Espagne, Portugal), où les rendements sont encore un minimum attractif, par rapport au Bund qui est revenu en territoire négatif. **Concernant les obligations Corporate (High Yield et Investment Grade), nous poursuivons notre sous-pondération** : le repli des spreads a été généralisé que ce soit sur le crédit HY (-110bp) que sur le IG (-40bp) ne laissant qu'un *upside* limité.



Nous continuons de surpondérer légèrement les Obligations US-10 ans qui offrent encore un rendement attractif proche de 2,1%. Cependant, le rendement/risque devient légèrement moins favorable suite au fort rallye du premier semestre : -70 pbs. Concernant le Crédit corporate, nous restons prudents, car les spreads se sont largement comprimés sur la période considérée avec un recul de -34pb sur le segment Investment Grade et -130 pb sur le segment High Yield.