CHAHINE CAPITAL
Performance Engineering

2/3/2019

STRATEGY OVERVIEW

Vers une stabilisation de la croissance mondiale ?

Conclusions

Après l'extrême volatilité des marchés de fin 2018, les signaux de stabilisation se sont multipliés. L'indice VIX a reflué substantiellement pour revenir à des niveaux quasi-normaux en ligne avec un puissant rebond des marchés où l'indice MSCI World a bondi de 11.7%. Le spectre d'une récession s'est éloigné pour le moment, sauvé par le retour de la Fed à une politique accommodante et l'espoir d'un arrangement dans la guerre commerciale avec la Chine. La correction de 20% subie par l'indice S&P 500 est sévère et arrive en moyenne une fois tous les 6 ans. Dans un peu plus de la moitié des cas, elle signale une récession. Le marché a forcé la Fed à corriger sa trajectoire et la courbe des taux a pris une allure bizarre : légèrement inversée jusqu'à 5 ans et pentue au-delà. Cela signifie qu'on anticipe des taux stables de la Fed sur plusieurs années, mais cela peut changer si une poussée inflationniste se manifestait. La croissance économique a été robuste en 2018 avec 2.9% avec l'investissement en hausse de 6%. La balance commerciale a pesé négativement, mais la balance courante est marginalement négative de 124Mds$, biaisée par les profits qui s'évaporent en provenance des GAFA et autres.

L'économie mondiale semble se stabiliser à un niveau très honorable de 3.1% en 2019 contre un 3.3% en 2018. La zone Euro poursuit une trajectoire « molle » compensée par l'excellente tenue de l'économie américaine et plusieurs économies émergentes. L'Allemagne souffre particulièrement et la France se relève quelque peu avec la distribution de pouvoir d'achat aux Gilets Jaunes. L'économie américaine continue d'être la locomotive du monde et beaucoup d'indicateurs ont tourné au vert avec un rebond de la confiance des consommateurs, de l'indice PMI des services, une hausse de participation à l'emploi. Les marchés de crédit ont retrouvé leur sérénité avec le reflux des spreads sur les crédits les plus risqués. L'hypothèse d'un no-deal dans le Brexit s'éloigne et le Royaume-Uni pourrait être rattaché à l'UE pour de longues années à cause de l'Irlande du Nord.

Cet environnement a aidé à stabiliser les profits avec une inversion du ratio de révisions Up/Down. Le consensus 2019 est à +3.3% et 4.3% hors Énergie. Notre hypothèse Top Down reste stable à 2.1%. Pour 2020 le consensus est à 11.6% que nous ramenons à 9%. Le P/E sur les 12 mois futurs est à 16.5x et une comparaison avec les années 2000 montre que la hausse des P/E est entièrement imputable à la baisse des taux à 30 ans de 5 à 3%. Notre valorisation du marché donne un objectif de cours de 2699 points pour des taux à 3.09% avec un CAGR de 3.4%. Or ce qui est implicite dans les cours est un CAGR de 4.5% sur 8 ans, justifié par une inflation de 2.2% et un PIB de 2.3%.

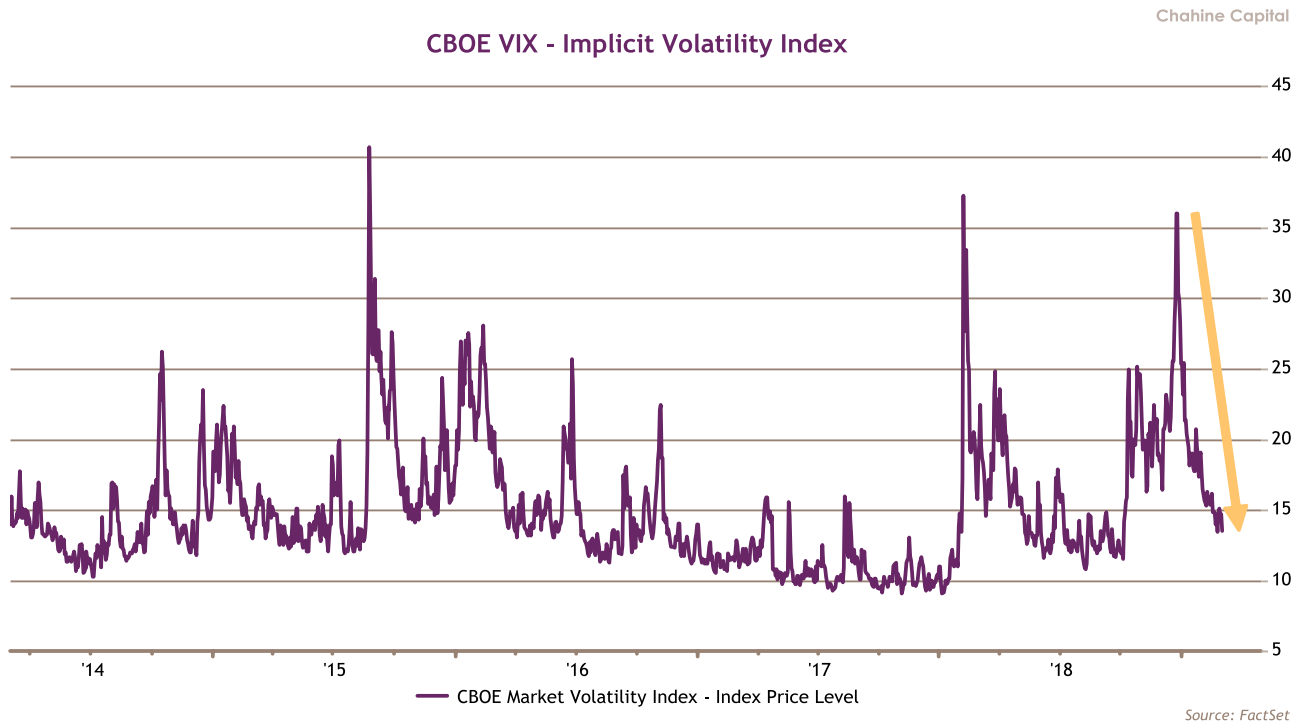
Or les taux de marge sont au plus haut et ont amorcé un recul brutal au 4ème trimestre en normes GAAP avec énormément de dépréciations d'actifs. Le recul est modéré en normes Non-GAAP. Il est peu probable qu'il n'y ait pas un ralentissement sur les 8 prochaines années qui mettrait les profits à mal et justifierait notre CAGR. Mais avoir raison dans deux ans… n'est pas confortable. C'est la raison pour laquelle en matière d'allocation d'actifs ce n'est jamais blanc ou noir, mais se joue à la marge. À titre personnel nous restons sous-pondéré modérément… mais un investisseur avec beaucoup de cash devrait prendre un ticket dans le cadre d'une saine gestion et pour l'Europe les fonds Digital ont l'attrait de combler leur drawdown en ce moment. Si une correction devait avoir lieu, il faut examiner les paramètres du moment pour prendre une décision avec nos valorisations en tête.

Jacques Chahine

Retour au calme des marchés

Après l'extrême volatilité des marchés de fin 2018, les signaux de stabilisation se sont multipliés. L'indice VIX, qui mesure précisément cette volatilité a reflué substantiellement pour revenir à des niveaux quasi normaux. Ce reflux a été accompagné par un rebond puissant des marchés depuis le début de l'année, l'indice S&P 500 effaçant la perte de 4.4% (total return) de 2018 par une hausse de 12.3% depuis le début de l'année. Les marchés mondiaux ont suivi Wall Street, l'indice MSCI World a bondi de 11.7% en $. Le spectre d'une récession, évoqué lors de la sévère correction de 2018, s'est éloigné pour le moment. La situation a été sauvée par le retour de la Fed à une politique accommodante IMPOSÉE par le marché et un calme relatif dans la guerre commerciale avec la Chine. La hantise de Trump étant sa réélection, il a dû lâcher du lest dans sa guerre commerciale au vu des dégâts infligés aux valeurs technologiques par la Chine. Apple a été la victime la plus visible, mais la plupart des groupes opérant dans le hardware et le software ont été impactés.

Recul sensible de la volatilité avec le rebond du marché



Recul du spectre d'une récession

La correction que nous avons vécue s'est traduite par un drawdown de 19.8% sur le S&P 500 et seulement 11 corrections de cette magnitude ou plus ont été observées depuis 1956, soit 1 tous les 6 ans en moyenne. Sur ces 11 corrections, 7 ont été accompagnées de récession et 4 étaient des faux signaux. Une correction significative était celle du flash crash de 1987 qui a vu une correction de 33% ! sans qu'il s'ensuive une récession. On y trouve une similitude avec la situation actuelle, car la Fed à l'époque était en train de monter les taux au pas de charge et les a corrigés substantiellement après la crise. Plusieurs signaux inquiétaient le marché par ailleurs comme le début d'inversion de la courbe des taux qui précède un ralentissement économique.

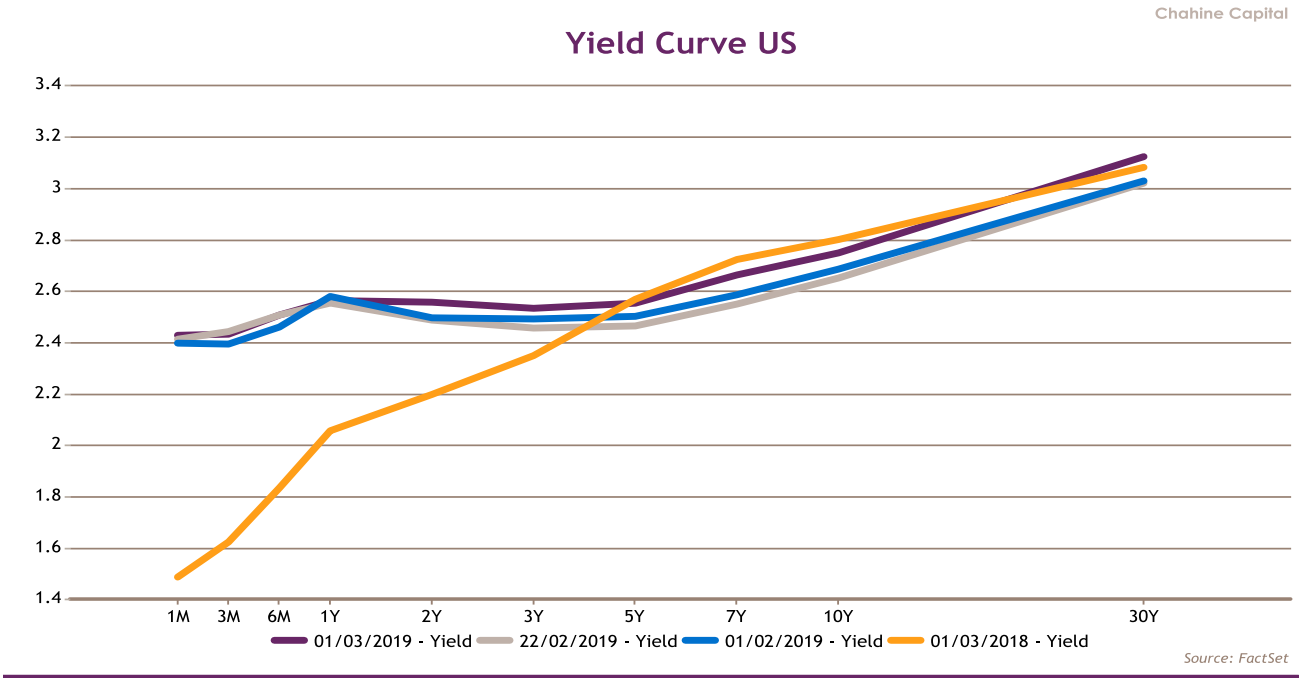
Le spectre d'une récession s'éloigne pour le moment

Drawdown	Date High	Date Low	Date Recovery	Days to recover	Days to bottom	min value	max value	Type
-21.5%	**03/08/1956**	**22/10/1957**	24/09/1958	**337**	445	39.0	49.6	Récession
-28.0%	**12/12/1961**	**26/06/1962**	03/09/1963	**434**	196	52.3	72.6	Correction
-22.2%	**09/02/1966**	**07/10/1966**	04/05/1967	**209**	240	73.2	94.1	Correction
-36.1%	**29/11/1968**	**26/05/1970**	06/03/1972	**650**	543	69.3	108.4	Récession
-48.2%	**11/01/1973**	**03/10/1974**	17/07/1980	**2114**	630	62.3	120.2	Récession
-27.1%	**28/11/1980**	**12/08/1982**	03/11/1982	**83**	622	102.4	140.5	Récession
-33.5%	**25/08/1987**	**04/12/1987**	26/07/1989	**600**	101	223.9	336.8	Correction
-19.9%	**16/07/1990**	**11/10/1990**	13/02/1991	**125**	87	295.5	369.0	Récession
-19.3%	**17/07/1998**	**31/08/1998**	23/11/1998	**84**	45	957.3	1186.8	Correction
-49.2%	**24/03/2000**	**09/10/2002**	30/05/2007	**1694**	929	776.8	1527.5	Récession
-56.8%	**09/10/2007**	**09/03/2009**	28/03/2013	**1480**	517	676.5	1565.2	Récession
-19.8%	**20/09/2018**	**25/12/2018**	--	**--**	96	2351.1	2930.8	???

Une courbe des taux bizarre

La courbe des taux s'est passablement déformée sur un an et affiche une allure bizarre. Légèrement inversée jusqu'à 5 ans et normalement pentue au delà. Cette allure signifie que le marché anticipe du surplace de la Fed sur plusieurs années ! au niveau actuel de 2.5%, ce qui signifie que l'argent va continuer à être facilement accessible et les taux réels seront à peine positifs pour une inflation entre 2 et 2.2%. Un emprunteur de bonne signature pourra obtenir du crédit au taux de LIBOR plus 0.5-1% soit entre 3 et 3.5% sur une moyenne durée. Cela reste largement favorable à l'investissement dans une économie qui a affiché 2.9% de hausse du PIB pour 2018.

La courbe des taux encourage l'investissement



La croissance économique et l'investissement robustes aux US

La croissance du PIB 2018 publié cette semaine confirme bien la vigueur de l'investissement privé qui s'est accru de 6% et qui pèse pour 18% du PIB. La consommation reste également bien orientée et a progressé de 2.6%. Le commerce extérieur reste largement déficitaire et contribue négativement pour 0.2% du PIB, mais la réalité du déficit est très différente.

L'investissement américain reste très vigoureux

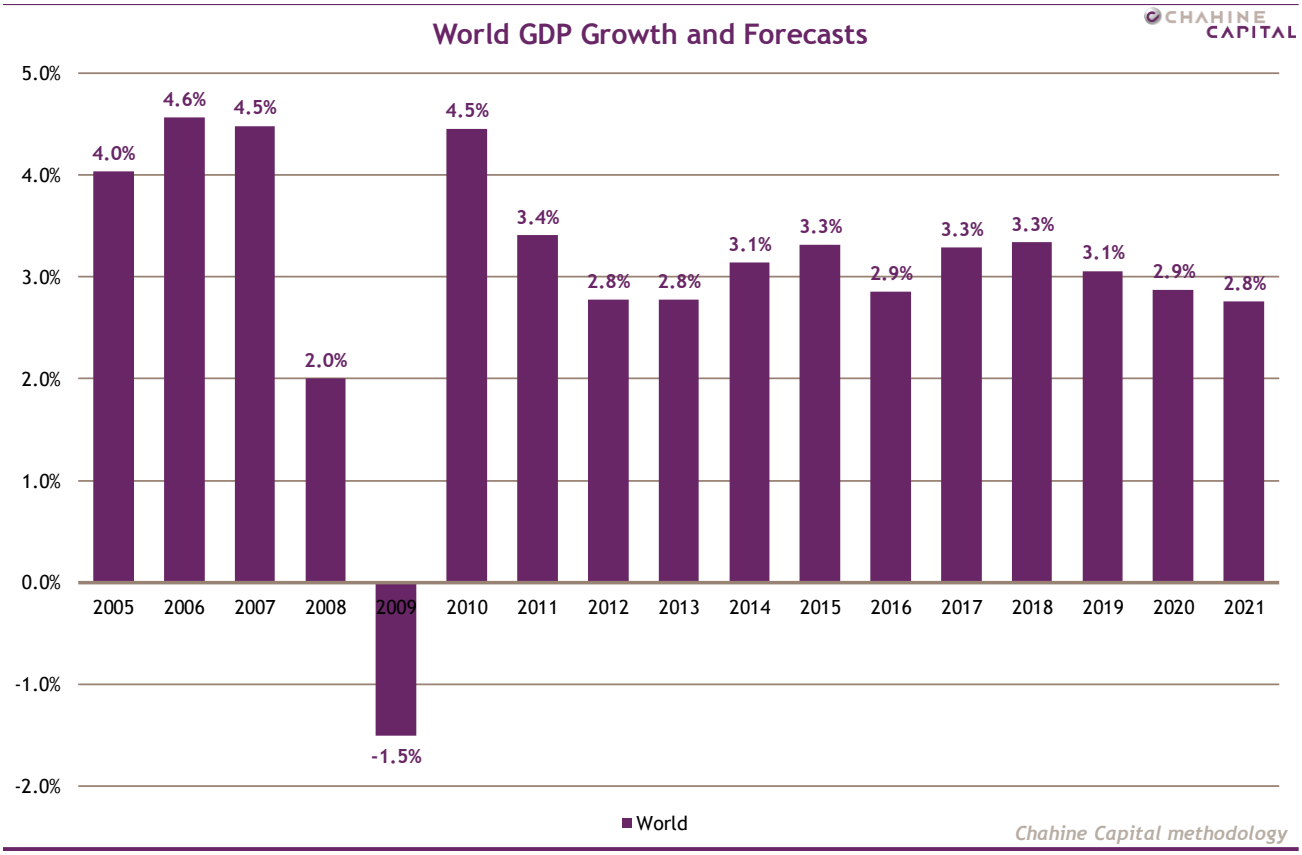
	2 018	2 017	2 016	2 015	2 014
Gross Domestic Product	**2.9**	**2.2**	**1.6**	**2.9**	**2.5**
Personal Consumption Expenditures	2.6	2.5	2.7	3.7	2.9
Government Consumption & Gross Investment	1.5	-0.1	1.4	1.9	-0.9
Net Exports of Goods & Services					
Exports	3.9	3.0	-0.1	0.6	4.3
Imports	4.6	4.6	1.9	5.5	5.1
Gross Private Domestic Investment	6.0	4.8	-1.3	4.8	5.4
Other					
Gross National Product	-	2.3	1.5	2.8	2.5
Disposable Personal Income	2.9	2.6	1.7	4.1	4.0

La balance commerciale négative des États-Unis, pour laquelle Trump fait beaucoup de bruit, est à relativiser. Elle affiche 900Mds$ de déficit en 2018, mais si l'on prend le déficit de la balance courante il n'est que de 124Mds$. Le déficit de la balance courante réintègre la balance des profits et des capitaux qui sont très excédentaires. Et ce chiffre est encore incomplet car les profits des GAFA et autres s'évaporent pour le moment dans la nature. La Chine est capable de mettre la pression sur ces profits, l'Europe reste malheureusement divisée.

Vers une stabilisation de l'économie mondiale

Les signaux de stabilisation de l'économie se multiplient. Les prévisions de la croissance mondiale restent inchangées depuis deux mois à un niveau très honorable de 3.1% contre un chiffre quasi-définitif de 3.3% en 2018. La zone Euro poursuit une trajectoire « molle » compensée par l'excellente tenue de l'économie américaine et plusieurs économies émergentes. Plusieurs pays de l'Est dans l'Union Européenne se portent très bien comme la Pologne, la Hongrie et les pays Baltes. Le ralentissement en Allemagne a été brutal aux 3ème et 4ème trimestres en raison des vagues dans le commerce mondial. Paradoxalement, la France tire mieux son épingle du jeu et, malgré la crise des gilets jaunes, la croissance du PIB s'établit à 0.3% au 4ème trimestre ; la Banque de France attend un rebond de 0.4% en T1 boosté par la distribution de 10Mds€ de pouvoir d'achat par Macron. L'Italie continue d'être la lanterne rouge flirtant avec la récession pour 2019.

Stabilisation de la croissance mondiale à un niveau honorable

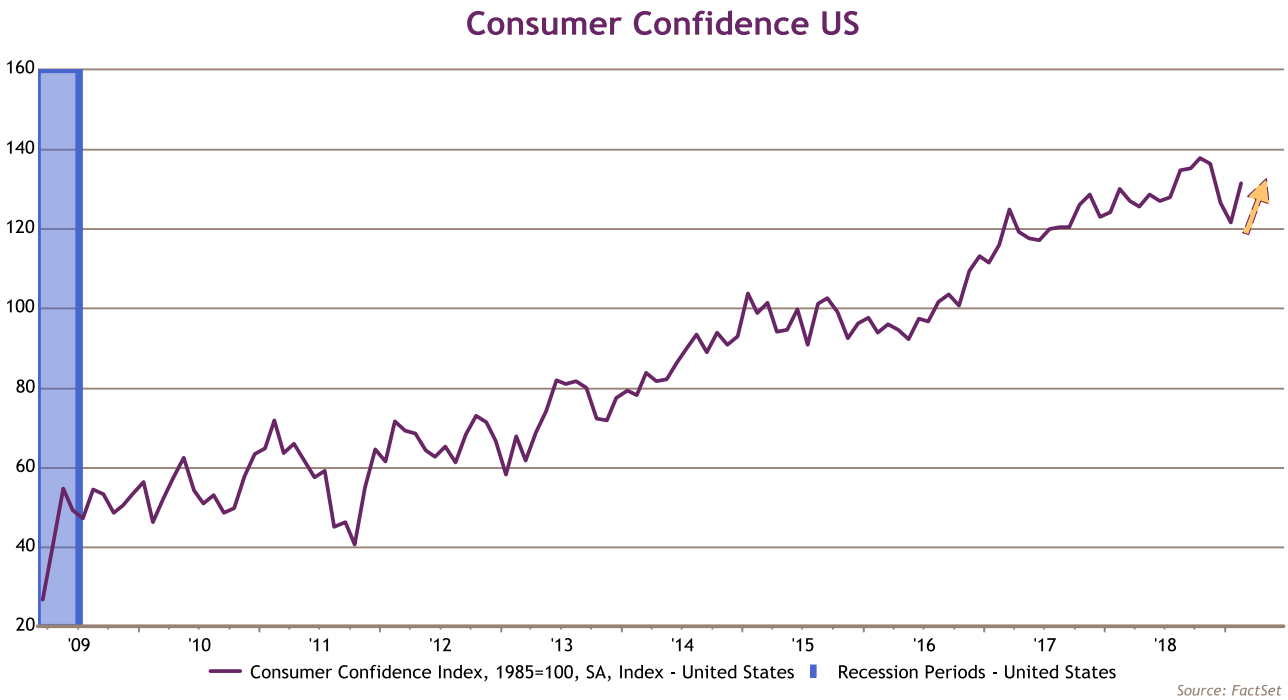


L'Asie continue d'être la locomotive de la croissance mondiale, malgré le ralentissement chinois dont on parle beaucoup. Ce ralentissement se traduit par une croissance prévue de 6.1% en 2019 contre 6.6% en 2018, marquant la volonté du Parti de poursuivre les investissements à un haut niveau. Ailleurs en Asie, les économies sont vibrantes en Inde (+7.2%), Indonésie (5.1%), Malaisie (4.6%), Philippines (6.4%), Vietnam (6.6%). Le Brésil reprend le chemin de la croissance alors que l'Argentine poursuit la récession. L'économie mexicaine est un risque systémique avec une démographie galopante, une croissance économique atone, une forte inflation et une corruption inégalée. La construction du mur le plus solide avec les États-Unis ne résoudra pas le problème.

L'économie américaine continue d'être la locomotive du monde. Après une chute continue de la confiance des consommateurs depuis fin octobre qui coïncide avec la forte correction de Wall Street, le baromètre s'est vivement redressé au mois de février, influencé évidemment par la bonne tenue de Wall Street. L'indicateur très important PMI sur les services a marqué un fort rebond en février alors que l'indice manufacturier s'effritait légèrement tout en restant à un niveau élevé d'expansion. Les services représentent plus de 60% de l'économie. Même dans la zone Euro, l'indice des services a marqué un rebond, tandis que l'indice manufacturier, fortement impacté par le ralentissement allemand, était proche des 50 points marquant une zone neutre.

Les américains retrouvent un grand moral avec la hausse des marchés

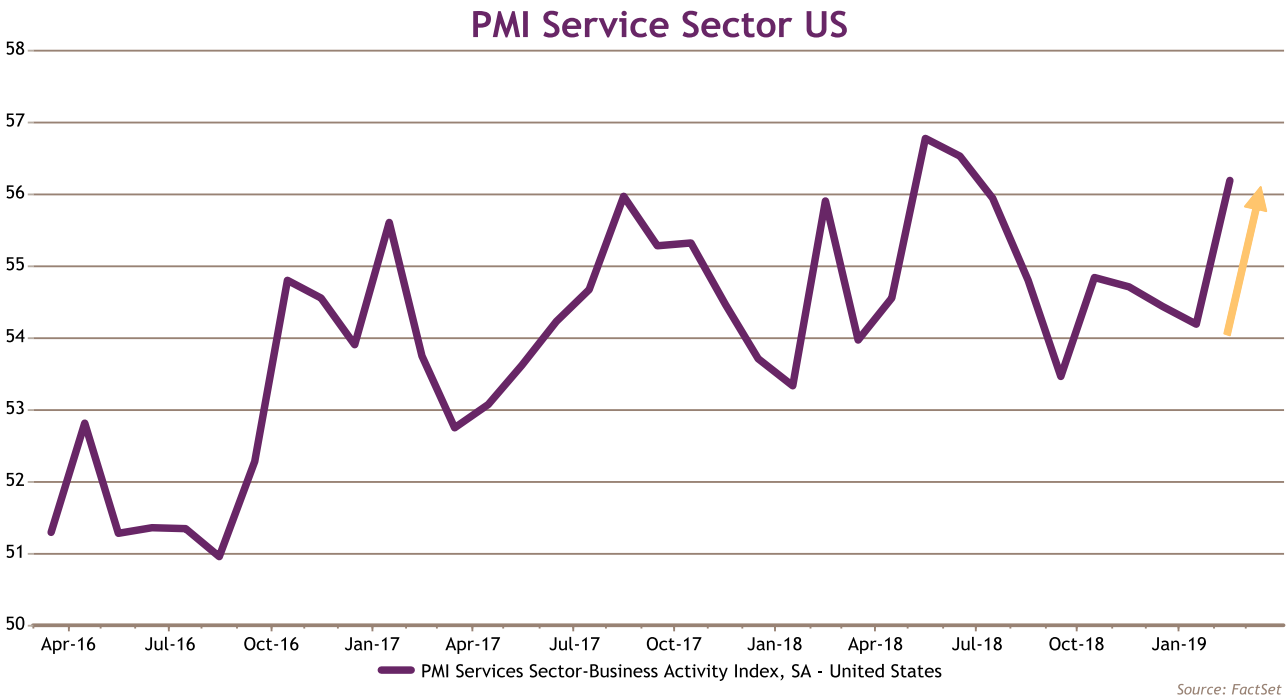
Chahine Capital



Source: FactSet

Maintien à un très haut niveau d'activité dans les services

Chahine Capital



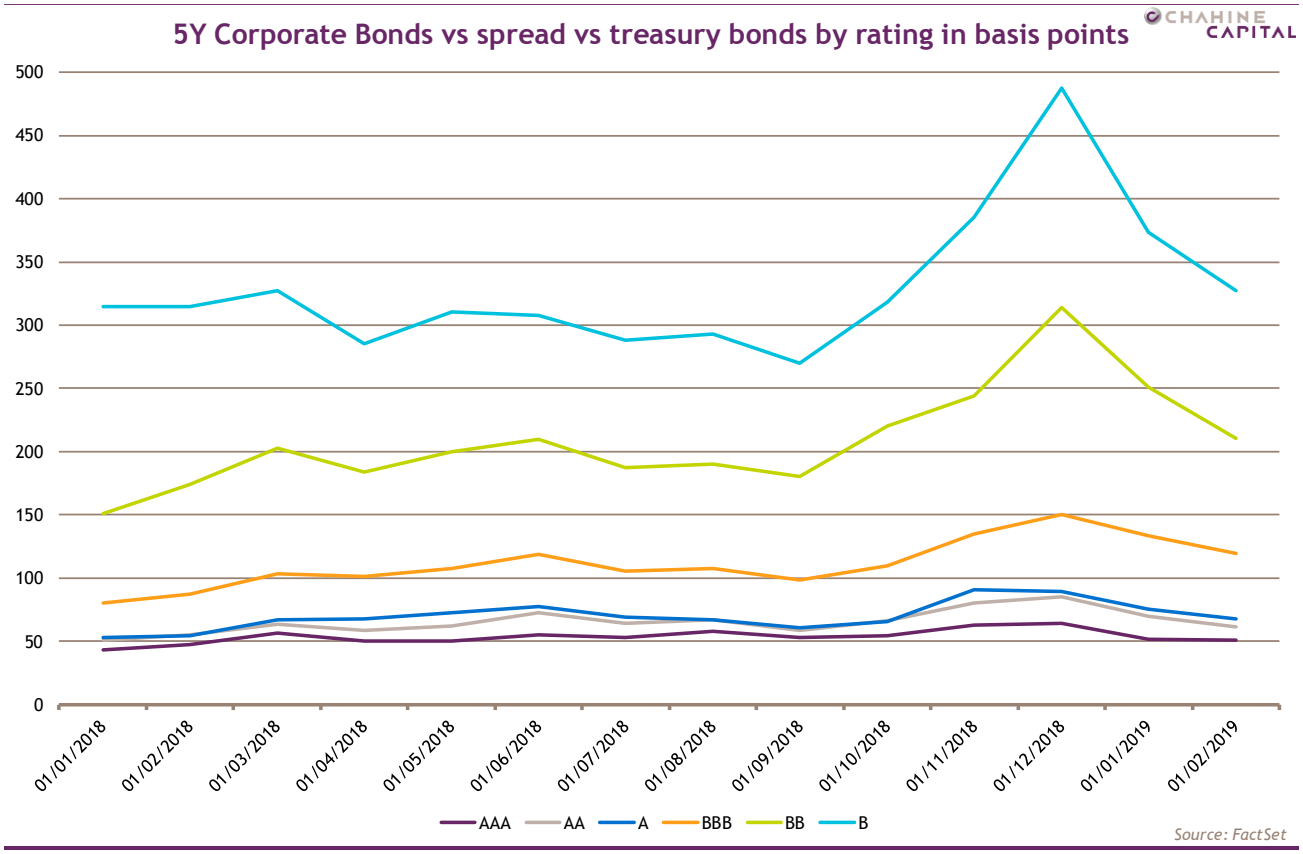
Source: FactSet

On peut énumérer plusieurs autres indicateurs américains bien orientés comme le vibrant marché de l'emploi avec notamment une hausse de taux de participation tellement les emplois sont abondants.

Les marchés semblent également rassurés par l'aspect anxiogène du Brexit qui élimine sérieusement l'hypothèse d'un no-deal avec une forte probabilité que le Royaume-Uni soit rattaché à l'Europe pour de longues années.

Un autre signe de retour de la confiance se trouve dans les marchés des crédits. La crainte d'une récession en fin d'année avait passablement tendu les crédits risqués et les acteurs économiques s'étaient réfugiés dans les emprunts d'État notamment. Le graphique synthétique ci-dessous, développé par notre équipe de recherche, montre la rapidité avec laquelle les crédits risqués perdent de leur valeur à la moindre crainte d'un ralentissement économique. Plus le crédit est risqué, plus le spread va s'envoler. On voit que le crédit noté B le plus risqué qui payait en moyenne 300bps au dessus des Bons du Trésor s'est tendu à 500 bps avec la crise mais est revenu pratiquement à son niveau d'avant la crise. À l'inverse, les crédits notés AAA ont à peine bougé avec la crise.

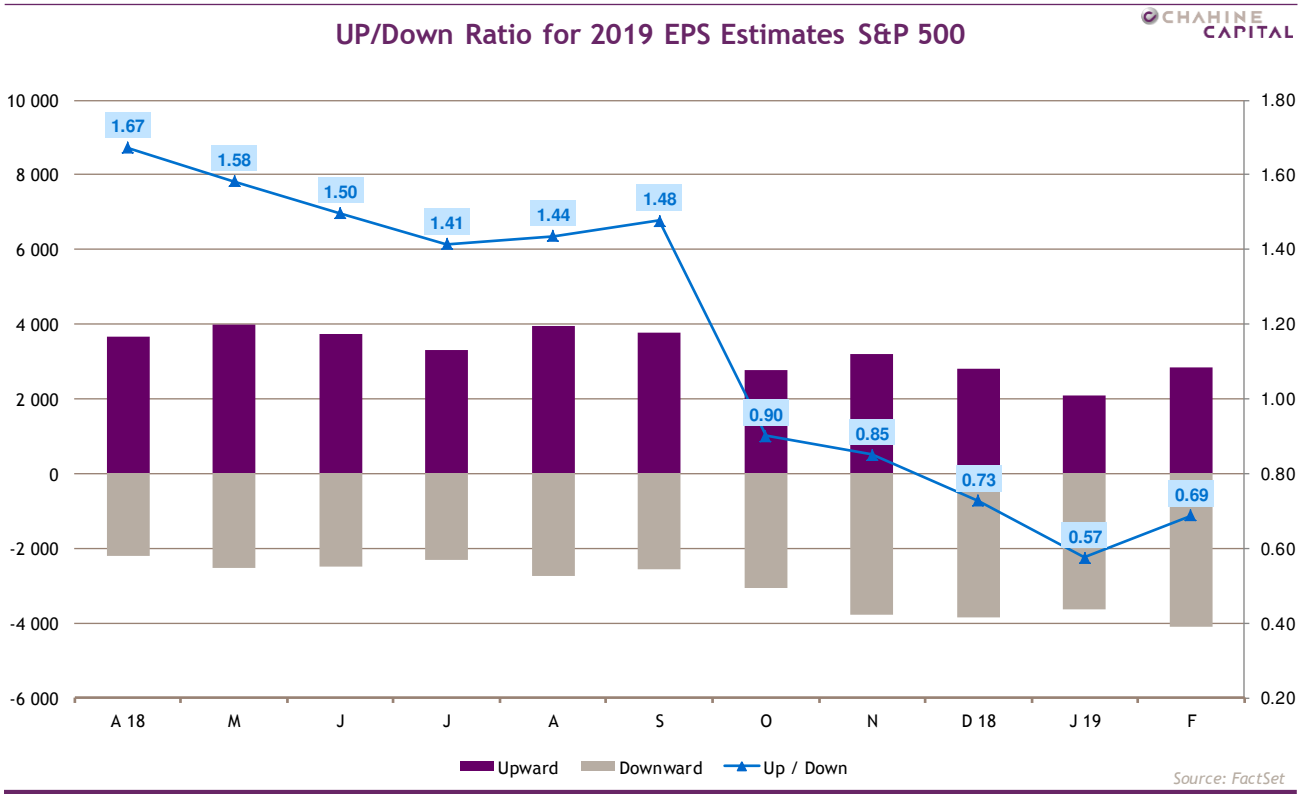
Retour à la normale des risques de crédit



Vers une stabilisation des profits

Cet environnement de stabilisation de l'économie rend également possible la stabilisation des profits attendus par les sociétés américaines qui est le fer de lance de la valorisation avec le niveau des taux d'intérêt. A partir de la crise au mois de novembre, les analystes ont agressivement révisé les profits à la baisse. La parution des résultats du 4ème trimestre a confirmé ces révisions et à fin février, où tous les résultats sont pratiquement connus, le rythme de révisions pour 2019 a ralenti et l'on assiste à l'inversion du ratio Up/Down qui passe de 0.57 à 0.69. Rappelons que dans l'euphorie de 2018 de la réforme fiscale, le ratio avait atteint 1.48 en septembre dernier.

Inversion du ratio Hausses/Baisses des profits 2019



Nous donnons ci-dessous les principaux ratios de l'indice S&P 500 qui représente 59% de la capitalisation mondiale des marchés développés. Le consensus du marché pour les profits 2019 n'a pas cessé d'être revu à la baisse passant d'une estimation de 10% à 3.3% ce mois-ci. Nos propres estimations avaient largement anticipé ce chiffre et notre estimation s'est stabilisée à une hausse de 2.1%. Il est possible que ce chiffre soit revu à la hausse en raison des hausses récentes du baril qui vont impacter positivement le secteur de l'énergie qui a été responsable en bonne partie des révisions de résultats. Le marché anticipe d'ailleurs ces révisions puisque le secteur affiche une des plus fortes hausses depuis le début de l'année. Sans le secteur de l'énergie, le consensus attend une hausse de 4.3% des profits. La meilleure hausse des cours revient au secteur industriel qui affiche également une des plus fortes progressions des profits avec 10%, mené par Boeing, les compagnies aériennes et des industriels purs comme Caterpillar ou Deere.

Le secteur financier affiche des très gros profits, 34Mds$! pour JP Morgan mais le P/E le plus bas de tous les secteurs à 11.8x 2019. Le secteur IT n'est pas flamboyant pour 2019 avec une hausse limitée à 1.3% et un P/E de 18.1x supérieur au marché. L'année 2019 est impactée par la guerre commerciale avec la Chine et les grosses sociétés comme Apple, Micron, Western Digital, Applied Materials, NVIDIA, Lam Research, Texas Instruments, Seagate Technology affichent des reculs de leurs profits. À l'inverse, des sociétés moins dépendantes de la Chine comme Microsoft, Cisco, Visa, Mastercard voient leurs profits atteindre des records. Le secteur de consommation cyclique inclut le géant Amazon et a très bien résisté à la correction. En dehors d'Amazon, on trouve Nike, Booking.com, Starbucks qui affichent des croissances à deux chiffres. Beaucoup de sociétés classées dans le secteur IT auparavant se sont retrouvées dans le nouveau secteur Communication Services où l'on retrouve Netflix et Google. Face à l'énorme succès de Netflix, les médias traditionnels et les studios ont du mal à suivre. Netflix a révolutionné la façon de consommer les divertissements où le consommateur peut choisir ce qu'il veut consommer et non ce qu'on veut lui donner à manger avec une pub interminable à la clé. Signalons que dans ce secteur, Facebook fait face à plusieurs problèmes et à une certaine lassitude des jeunes utilisateurs. Le sous-secteur des Télécoms reste peu appétissant aux États-Unis et partout dans le monde.

3.3% de hausse des profits en 2019, 4.3% hors Energie

	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	Msci world	2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018	2019	Fiscal 20	Fiscal 19
S&P 500	58.7%	11.9%	-6.2%	15.1 x	16.9 x	11.6%	3.3%	21.8%	2.07%	-0.5%	-0.7%
S&P 500 ex Energy	55.6%	11.7%	-5.2%	15.1 x	16.8 x	10.7%	4.3%	18.9%	1.99%	-0.5%	-0.6%
Consumer Discr.	6.1%	12.0%	0.7%	18.2 x	20.6 x	13.4%	7.3%	18.1%	1.41%	-0.4%	0.2%
Consumer Staples	4.6%	7.0%	-11.3%	17.1 x	18.4 x	7.3%	2.5%	12.2%	3.13%	-1.6%	-1.7%
Energy	3.1%	15.2%	-20.2%	14.7 x	19.0 x	28.9%	-13.2%	105.6%	3.43%	-0.5%	-3.4%
Financials	7.5%	11.5%	-14.8%	10.8 x	11.8 x	9.8%	7.9%	28.2%	2.30%	-0.3%	-0.5%
Health Care	8.6%	7.2%	4.6%	14.7 x	16.2 x	10.0%	4.5%	13.9%	1.74%	-0.7%	-0.8%
Industrials	5.7%	18.2%	-15.0%	14.4 x	16.0 x	11.8%	10.2%	18.3%	1.99%	0.0%	-0.5%
IT	12.0%	14.8%	1.9%	16.2 x	18.1 x	11.6%	1.3%	19.3%	1.63%	-0.7%	-0.4%
Materials	1.5%	8.5%	-16.3%	14.0 x	15.8 x	13.0%	-2.6%	28.3%	2.28%	-1.9%	-1.7%
Real Estate	1.7%	11.5%	-5.6%	38.9 x	42.7 x	9.7%	-18.2%	14.6%	3.44%	-0.4%	-2.1%
Comm Services	6.0%	11.8%	-7.8%	15.9 x	17.7 x	11.5%	4.1%	18.6%	1.47%	0.1%	-0.5%
Utilities	1.8%	7.8%	0.6%	17.3 x	18.2 x	5.3%	-0.8%	10.1%	3.48%	-0.3%	-0.3%
Russell 2000	6.0%	17.8%	-12.3%	19.7 x	24.5 x	24.7%	12.3%	33.7%	1.58%	-3.4%	-4.3%
NASDAQ Composite Index	27.6%	14.5%	-3.9%	19.0 x	22.2 x	17.2%	3.4%	22.7%	1.18%	-1.8%	-2.0%
NASDAQ-100 Index	19.7%	13.0%	-1.0%	17.7 x	20.2 x	14.4%	3.7%	20.1%	1.15%	-1.1%	-1.3%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 01/03/2019

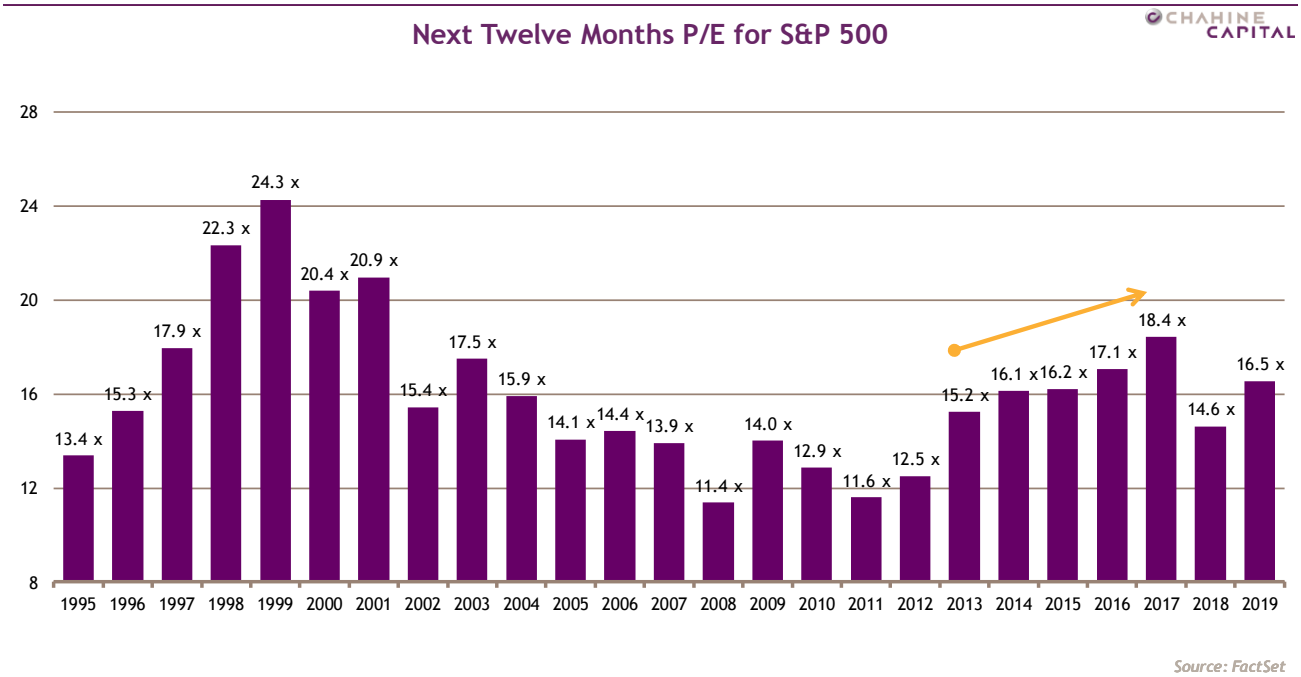
On remarquera que l'indice Russell 2000 des petites capitalisations a fortement rebondi en bourse après de piètres performances en 2018. C'est un secteur dont les profits croissent plus vite que les grosses capi (33% en 2018) et 12% attendus en 2019 mais peu probables en raison des révisions à la baisse.

Cette analyse montre que même si globalement les profits seront faibles en 2019, il existe des secteurs et des sociétés qui ont encore un fort potentiel de croissance. C'est pourquoi les analystes pensent qu'après la pause de 2019, les profits vont croître de 11.6% en 2020, chiffre qui nous paraît trop optimiste. Une hausse de 9% nous paraît plus plausible.

Des P/E élevés justifiés par la baisse historique des taux

L'analyse historique du P/E de l'indice S&P 500 montre qu'il avait atteint des sommets fin 2017 et tout le long de 2018. Avec la correction de fin d'année, il est retombé à 14.6x les résultats des 12 prochains mois, i.e. ceux de 2019. Il est actuellement à 16.5x la moyenne pondérée entre 10 mois de 2019 et 2 mois de 2010. Les périodes entre 2013 et 2017 correspondent au même cycle qu'entre 2004 et 2007 et on voit un fort accroissement du P/E entre ces deux périodes, qui inquiète beaucoup de stratèges. Ce qui est omis la plupart du temps est que les taux longs à 30 ans qui servent à capitaliser les flux futurs des profits ne sont plus du tout les mêmes. Ils se situaient à 5% dans les années 2000 et ont évolué en-dessous de 3% sur la période récente. Une obligation 30 ans se serait appréciée de 39% avec un tel changement de taux. Il est plus donc logique que les cash-flows à l'infini d'une action aient une valeur actuarielle présente, donc un P/E supérieur de ces 39% en supposant les cash-flow futurs identiques. C'est la raison pour laquelle le fondement de notre modèle de Prime de Risque est la combinaison entre les cash-flows futurs et un taux d'actualisation qui est en l'occurrence le taux à 30 ans plus une Prime de Risque constante de 3%.

Le P/E a fortement rebondi depuis le début d'année

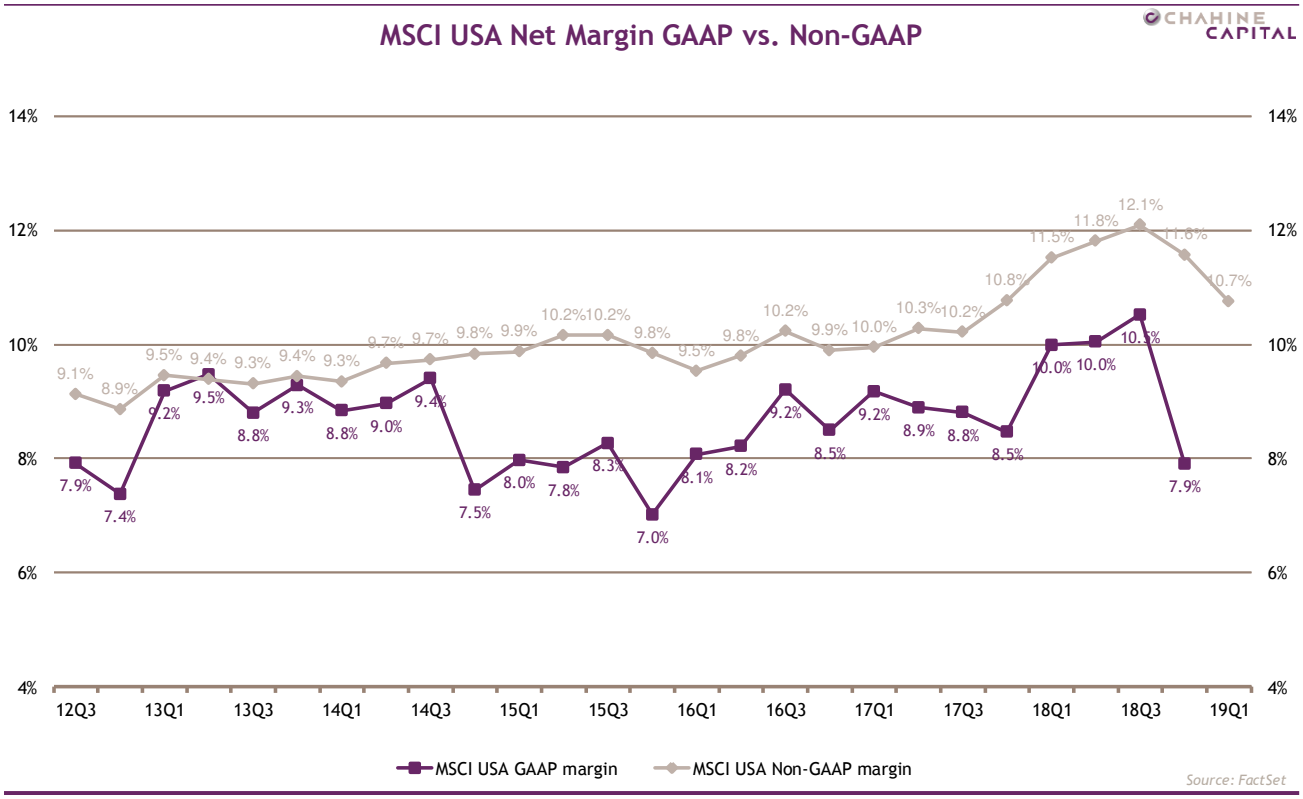


Source: FactSet

La détermination des cash-flows futurs est l'un des aspects complexes du modèle qui part des prévisions sur les deux ans du consensus qui est ajusté par l'examen des révisions, l'environnement macro-économique et les taux. Un des paramètres pris en compte est le taux de marge atteint par les sociétés qui ne peut pas croître indéfiniment. C'est l'un des constats que nous faisons depuis quelque temps où cette marge a battu le record historique, grâce aux profits très **GRAS** réalisés par l'arrivée des sociétés de la nouvelle économie. Un taux de marge qui se stabilise signifie que les profits vont progresser comme l'économie en moyenne, soit entre 3 et 5% par an entre inflation et croissance en volume. Notre compilation « toute chaude » des résultats du 4ème trimestre est assez instructive, avec un énorme fossé entre les marges GAAP comptables et Non-GAAP dont les analystes et les entreprises ont tendance à user et abuser. Entre le 3ème et 4ème trimestre la marge a baissé de 10.5% à 7.9% ! Nous avons cru à l'erreur d'abord, mais examen fait cela suit bien les règles. Par exemple, Heinz a jeté à la poubelle beaucoup de Goodwill qui ne valait plus rien avec une perte non-cash de 6Mds$. Berkshire qui est le principal actionnaire a pris sa quote part. Mais ce dernier a déprécié ses investissements en raison de la chute des marchés comme Apple et affiche la bagatelle de 25Mds$ de pertes comptables contre 32Mds de profits l'année dernière à cause de la réforme fiscale. Pfizer a perdu comptablement de l'argent au 4ème trimestre toujours par l'effet de dépréciation de certains actifs. Allergan a perdu 4.3Mds$ pour les mêmes raisons. Ces données comptables, assez violentes, montrent néanmoins la volonté des sociétés américaines d'assainir constamment leur bilan, ce qui est moins le cas de ce côté de l'Atlantique. Le graphique illustre bien la montée réelle des profits et des marges en raison de la réforme fiscale.

Les marges Non-GAAP, qui excluent les exceptionnels, sont montées au ciel mais le 4ème trimestre a marqué un point d'inflexion et le consensus prévoit un recul en 2019.

Beaucoup d'assainissements de bilans en fin d'année



Pas de récession à moyen terme implicite dans les cours

Nous accordons énormément d'attention à la valorisation du marché américain pour mieux comprendre ce qui est implicite dans les cours. Ce mois-ci, les taux à 30 ans se sont légèrement tendus à 3.09% et c'est la seule modification faite à notre modèle, les autres paramètres étant restés quasiment les mêmes. À 3.09%, le marché est valorisé à 2700 points fin 2019 et à 2744 pour un taux à 3%. Les CAGR sur 8 ans sont inchangés à 3.4%. Or pour justifier le cours actuel de 2804 points, il faut un CAGR de 4.5%. C'est là le nœud du problème. Le 3.4% de notre modèle suppose qu'il y a quelque part sur 8 ans une récession ou un ralentissement qui pourrait donner une croissance négative des profits ne serait-ce que sur un an, et justifie largement notre chiffre. Le CAGR retenu par le marché de 4.5% suppose une économie qui, par exemple, va connaître 2.2% ou 2.3% d'inflation et 2.2 ou 2.3% de croissance du PIB dans un environnement où les marges resteraient stables. C'est possible mais est-ce très probable ? L'autre hypothèse est que le marché ne sait rien de ce qui va se passer dans un an ou deux, encore moins dans 8 ans et perçoit actuellement une inflation à 2.2% et un PIB à 2.5% pour 2019 et cela lui suffit ! Le tableau ci-dessous montre par ailleurs la grande sensibilité aux taux longs. Avec des taux à 3.5%, l'indice se situe à 2492 points.

Dans l'hypothèse d'une récession modérée, l'indice pourrait rechuter à 2519 points pour des taux à 2.75%, niveau proche du point bas de 2351 points atteint le 24 décembre.

Valorisation tendue dans un environnement plus serein

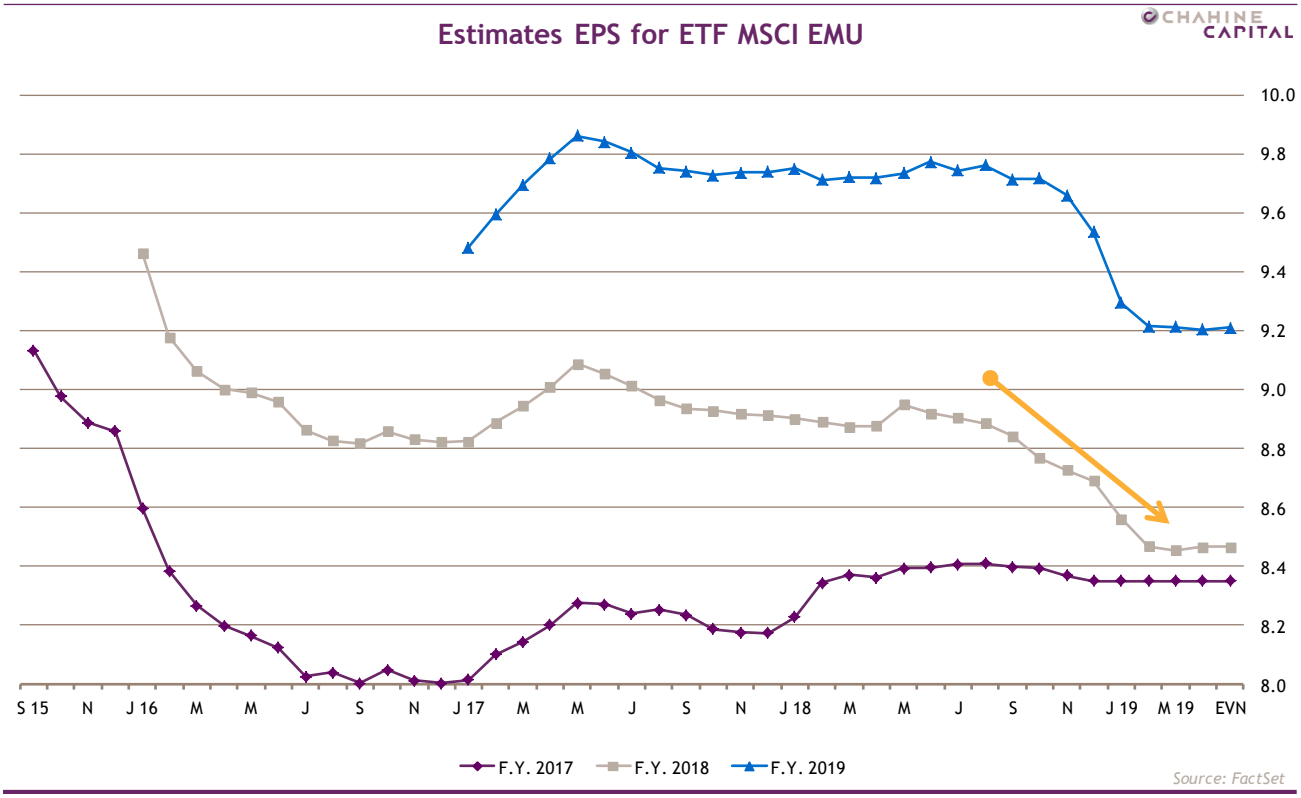
S&P 500 - Valuation end 2019 *CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018*	**30 Years Gvt bonds**				
	2.75%	3.00%	**3.09%**	3.25%	3.50%
Mild recession: -7.1% in 2019, and 8% in 2020 - CAGR =1.6%	2 519	**2 393**	2 350	2 277	2 170
Implied Scenario CAGR 4.5% over 8 years	2 992	2 837	**2 784**	2 695	2 565
Base scenario: 2.1% in 2019 and 9% in 2020 - CAGR = 3.4%	2 895	**2 749**	**2 699**	**2 615**	2 492
Current Index S&P 500			**2 804**		

Nous rappelons notre dernière position de rester sous pondéré par rapport à son benchmark, avec une position d'achat prise dans notre lettre de fin décembre où nous avions estimé le marché à la casse. Quelle stratégie adopter à partir de là est fonction des circonstances de chacun. À titre personnel, nous sommes sous-pondérés encore car nous trouvons des opportunités d'investissement rentables et moins risquées. Nous trouvons le marché surévalué à ces niveaux mais pas de bulle et cela peut durer longtemps. Si une correction devait avoir lieu, il faudra examiner les paramètres du moment pour prendre une décision. Pour un investisseur ayant beaucoup de liquidités, un investissement modéré en actions sur la durée relève d'une gestion saine. Le marché européen peut être couvert par les fonds Digital qui sont en train de combler leur drawdown.

Déception sur les profits en Eurozone

La saison des parutions des résultats 2018 en Europe se poursuit et le moins qu'on puisse dire est que les surprises négatives dépassent largement les surprises positives, avec une hausse attendue de 2% à ce jour et qui poursuit sa baisse. Le marché est peu crédible et rien n'est fait pour implémenter une meilleure transparence. Depuis toujours, les prévisions des bénéfices ne sont pas homogènes et la faute est à rechercher chez les sociétés. Aux États-Unis, les sociétés fournissent toutes une guidance en précisant quel est le bénéfice Non-GAAP qu'elles vont utiliser et tout le monde est aligné dessus et les surprises sont par rapport à ces prévisions. En Europe, il y autant de prévisions différentes qu'il y a d'analystes. Du fait qu'il n'y a pas de parutions trimestrielles, l'occasion de cadrer les résultats est manquée. Les médiocres résultats de 2018 sont en partie dus aux guerres commerciales qui ont particulièrement impacté l'industrie automobile allemande et son secteur exportateur. Les résultats sont en baisse de 8% dans ce pays. Les quelques dossiers vraiment gagnants sont Total, le luxe (dont Ferrari), Airbus et les rares sociétés dans la technologie comme Dassault Systèmes.

Hausse quasi nulle des profits en 2018



Ces résultats décevants sont en ligne avec les incertitudes qui règnent en Europe sur le Brexit, les guerres commerciales et le ralentissement économique qui en découle. La BCE est toujours en train de pomper plus de liquidités mais cela n'a pas l'air de ranimer l'économie, sauf si elle commence à distribuer de l'argent aux Gilets Jaunes en direct où l'on voit l'impact sur la consommation. C'est presque sérieux…

Notre scénario central montre un petit potentiel d'amélioration, mais le problème de la zone est de trouver un second souffle après le Brexit et es prochaines élections européennes pour voir si une intégration fiscale et sociale sur une échéance même de 50 ans ne pourrait pas redonner un sens au vieux continent.

Le potentiel de hausse lié à un réveil de l'Europe

MSCI EMU - Valuation end 2019

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.00%	1.25%	**1.50%**	1.75%	2.00%
Depression scenario: -15% in 2019, and +4% in 2020 - CAGR =-7.6%	**107**	101	95	90	85
Implied Scenario: CAGR -6.0% over 8 years	134	126	**119**	112	107
Base scenario: 3% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -4.6%	137	129	**121**	**115**	**109**
Current Index MSCI EMU			**119**		

Conclusions

Après l'extrême volatilité des marchés de fin 2018, les signaux de stabilisation se sont multipliés. L'indice VIX a reflué substantiellement pour revenir à des niveaux quasi-normaux en ligne avec un puissant rebond des marchés où l'indice MSCI World a bondi de 11.7%. Le spectre d'une récession s'est éloigné pour le moment, sauvé par le retour de la Fed à une politique accommodante et l'espoir d'un arrangement dans la guerre commerciale avec la Chine. La correction de 20% subie par l'indice S&P 500 est sévère et arrive en moyenne une fois tous les 6 ans. Dans un peu plus de la moitié des cas, elle signale une récession. Le marché a forcé la Fed à corriger sa trajectoire et la courbe des taux à pris une allure bizarre : légèrement inversée jusqu'à 5 ans et pentue au-delà. Cela signifie qu'on anticipe des taux stables de la Fed sur plusieurs années, mais cela peut changer si une poussée inflationniste se manifestait. La croissance économique a été robuste en 2018 avec 2.9% avec l'investissement en hausse de 6%. La balance commerciale a pesé négativement, mais la balance courante est marginalement négative de 124Mds$, biaisée par les profits qui s'évaporent en provenance des GAFA et autres.

L'économie mondiale semble se stabiliser à un niveau très honorable de 3.1% en 2019 contre un 3.3% en 2018. . La zone Euro poursuit une trajectoire « molle » compensée par l'excellente tenue de l'économie américaine et plusieurs économies émergentes. L'Allemagne souffre particulièrement et la France se relève quelque peu avec la distribution de pouvoir d'achat aux Gilets Jaunes. L'économie américaine continue d'être la locomotive du monde et beaucoup d'indicateurs ont tourné au vert avec un rebond de la confiance des consommateurs, de l'indice PMI des services, une hausse de participation à l'emploi. Les marchés de crédit ont retrouvé leur sérénité avec le reflux des spreads sur les crédits les plus risqués. L'hypothèse d'un no deal dans le Brexit s'éloigne et le Royaume-Uni pourrait être rattaché à l'UE pour de longues années à cause de l'Irlande du Nord.

Cet environnement a aidé à stabiliser les profits avec une inversion du ratio de révisions Up/Down. Le consensus 2019 est à +3.3% et 4.3% hors Energie. Notre hypothèse Top Down reste stable à 2.1%. Pour 2020 le consensus est à 11.6% que nous ramenons à 9%. Le P/E sur les 12 mois futurs est à 16.5x et une comparaison avec les années 2000 montre que la hausse des P/E est entièrement imputable à la baisse des taux à 30 ans de 5 à 3%. Notre valorisation du marché donne un objectif de cours de 2699 points pour des taux à 3.09% avec un CAGR de 3.4%. Or ce qui est implicite dans les cours est un CAGR de 4.5% sur 8 ans, justifié par une inflation de 2.2% et un PIB de 2.3%.

Or les taux de marge sont au plus haut et ont amorcé un recul brutal au 4ème trimestre en normes GAAP avec énormément de dépréciations d'actifs. Le recul est modéré en normes Non-GAAP. Il est peu probable qu'il n'y ait pas un ralentissement sur les 8 prochaines années qui mettrait les profits à mal et justifierait notre CAGR. Mais avoir raison dans deux ans… n'est pas confortable. C'est la raison pour laquelle en matière d'allocation d'actifs ce n'est jamais blanc ou noir, mais se joue à la marge. À titre personnel nous restons sous-pondéré modérément… mais un investisseur avec beaucoup de cash devrait prendre un ticket dans le cadre d'une saine gestion et pour l'Europe les fonds Digital ont l'attrait de combler leur drawdown en ce moment. Si une correction devait avoir lieu, il faut examiner les paramètres du moment pour prendre une décision avec nos valorisations en tête.

Jacques Chahine

STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 1/3/2019 (in local currency)

	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	MSCI World	2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018	2019	Fiscal 20	Fiscal 19
MSCI The World Index	**100.0%**	**11.3%**	**-10.3%**	**14.1 x**	**15.5 x**	**10.1%**	**4.6%**	**13.1%**	**2.63%**	**-1.3%**	**-1.6%**
MSCI USA	60.4%	12.3%	-6.5%	15.2 x	17.0 x	11.8%	3.3%	22.0%	2.04%	-0.6%	-0.9%
MSCI Japan	8.3%	8.3%	-15.8%	11.5 x	12.0 x	4.7%	1.0%	5.2%	2.67%	-1.9%	-2.0%
MSCI EMU	14.2%	10.8%	-14.5%	11.9 x	13.0 x	9.4%	9.0%	1.2%	3.77%	-0.8%	-0.9%
MSCI Europe	25.9%	10.6%	-13.0%	12.3 x	13.4 x	9.0%	9.2%	6.0%	4.00%	-0.4%	-0.9%
MSCI Europe ex Energy	23.9%	10.8%	-13.7%	12.6 x	13.6 x	8.3%	9.9%	2.8%	3.86%	-0.7%	-1.0%
MSCI Austria	0.1%	13.0%	-26.7%	9.3 x	9.9 x	6.5%	-12.0%	11.4%	4.15%	-0.3%	-0.2%
MSCI Belgium	0.6%	16.4%	-24.9%	14.4 x	15.7 x	8.7%	12.5%	-0.2%	3.32%	-0.5%	-0.5%
MSCI Denmark	0.7%	10.6%	-12.4%	17.2 x	19.6 x	13.7%	2.0%	-1.3%	2.49%	-3.0%	-4.3%
MSCI Finland	0.4%	12.1%	-1.5%	14.7 x	16.6 x	12.7%	8.4%	2.3%	4.58%	0.1%	-0.9%
MSCI France	5.2%	11.3%	-9.7%	12.6 x	13.9 x	10.3%	9.2%	6.0%	3.54%	0.1%	-0.2%
MSCI Germany	3.7%	9.6%	-20.2%	11.1 x	12.1 x	8.7%	10.8%	-7.8%	3.57%	-1.9%	-1.3%
MSCI Great-Britain	6.0%	5.5%	-12.7%	11.5 x	12.5 x	8.6%	3.4%	9.8%	4.95%	-1.0%	-1.3%
MSCI Ireland	0.2%	10.5%	-23.5%	13.6 x	14.6 x	7.8%	-1.0%		2.08%	-1.2%	-1.6%
MSCI Italy	1.0%	12.1%	-15.1%	9.4 x	10.2 x	9.3%	6.5%	18.2%	4.92%	-1.6%	-2.5%
MSCI Netherlands	1.3%	11.9%	-10.9%	13.3 x	14.7 x	10.5%	3.4%	8.1%	3.41%	0.1%	-0.8%
MSCI Norway	0.5%	7.3%	-6.0%	12.2 x	14.2 x	15.8%	1.5%	19.7%	4.66%	-2.0%	-5.6%
MSCI Spain	1.4%	8.2%	-15.0%	10.8 x	11.6 x	7.1%	13.4%	-5.5%	4.76%	-1.0%	-0.5%
MSCI Sweden	1.1%	12.5%	-8.1%	14.3 x	14.5 x	1.4%	32.3%	-6.7%	4.19%	1.0%	-4.2%
MSCI Switzerland	3.2%	12.2%	-10.1%	15.1 x	16.4 x	8.5%	12.1%	25.9%	3.32%	0.1%	-0.7%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.0%	15.1%	-17.5%	11.2 x	12.0 x	6.6%	8.9%	-3.2%	3.47%	-1.9%	-1.7%
MSCI Europe Consumer Staples	3.7%	10.1%	-11.3%	16.0 x	17.3 x	8.4%	10.3%	7.5%	3.24%	1.0%	1.1%
MSCI Europe Energy	2.0%	9.0%	-5.0%	10.2 x	11.7 x	15.3%	3.0%	49.1%	5.67%	2.2%	0.0%
MSCI Europe Financials	4.7%	10.9%	-21.8%	9.3 x	9.9 x	6.8%	12.4%	7.0%	5.39%	-1.4%	-2.1%
MSCI Europe Health Care	3.1%	9.3%	-2.5%	14.8 x	16.2 x	9.6%	2.6%	6.8%	3.15%	0.5%	0.3%
MSCI Europe Industrials	3.5%	12.5%	-15.0%	14.1 x	15.5 x	10.1%	11.5%	2.0%	3.02%	-0.7%	-0.7%
MSCI Europe Information Technology	1.3%	13.5%	-8.2%	16.5 x	19.7 x	19.0%	12.7%	12.4%	1.65%	-0.6%	-1.7%
MSCI Europe Materials	1.8%	14.0%	-16.4%	12.7 x	13.5 x	6.1%	10.7%	0.9%	3.91%	0.1%	-1.0%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	8.7%	-17.5%	13.8 x	13.3 x	-3.8%	-1.8%	-2.5%	4.93%	-2.3%	0.9%
MSCI Europe Communication Service	1.3%	-0.1%	-10.7%	12.3 x	13.5 x	9.6%	6.6%	-4.2%	5.28%	-0.6%	-1.6%
MSCI Europe Utilities	1.2%	7.6%	-1.3%	12.8 x	14.3 x	11.8%	16.9%	-13.8%	5.36%	-0.1%	-0.6%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 01/03/2019

Disclaimer

We do not warrant, endorse or guarantee the completeness, accuracy, integrity, or timeliness of the information provided in this publication. You must evaluate, and bear all risks associated with, the use of any information provided here, including any reliance on the accuracy, completeness, safety or usefulness of such information. This information is published solely for information purposes, and is not to be construed as financial or other advice or as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. Any information expressed herein on this date is subject to change without notice. Any opinions or assertions contained in this information do not represent the opinions or beliefs of the publisher. The publisher or one or more of its employees or writers may have a position in any of the securities discussed herein.

THE INFORMATION PROVIDED TO YOU HEREUNDER IS PROVIDED "AS IS," AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, J.CHAHINE CAPITAL AND ITS AFFILIATES, BUSINESS ASSOCIATES AND SUPPLIERS DISCLAIM ALL WARRANTIES WITH RESPECT TO THE SAME, EXPRESS, IMPLIED AND STATUTORY, INCLUDING WITHOUT LIMITATION ANY IMPLIED WARRANTIES OF MERCHANTABILITY, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE, ACCURANCY, COMPLETENESS, AND NONINFRINGEMENT. TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW,NEITHER DIGITAL ANALYTICS NOR ITS AFFILIATES,NOR THEIR RESPECTIVE OFFICERS, MEMBERS DIRECTORS, PARTNERS, BUSINESS ASSOCIATES OR SUPPLIERS WILL BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, INCIDENTAL, SPECIAL, CONSEQUENTIAL OR PUNITIVE DAMAGES, INCLUDING WITHOUT LIMITATION DAMAGES FOR LOST PROFITS OR REVENUES, GOODWILL, WORK STOPPAGE, SECURITY BREACHES, VIRUSES, COMPUTER FAILURE OR MALFUNCTION, USE, DATA OR OTHER INTANGIBLE LOSSES OR COMMERCIAL DAMAGES, EVEN IF ANY OF SUCH PERSON IS ADVISED OF THE POSSIBLILITY OF SUCH LOSSES, ARISING UNDER OR IN CONNECTION WITH THE INFORMATION PROVIDED HEREIN OR ANY OTHER SUBJECT MATTER HEREOF.

The contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of the Luxemburg and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of Chahine Companies. To obtain reproduction consent, e-mail ***info@chahinecapital.com***.