

Y-a-t-il un risque de revoir le point bas ?

Conclusions

Notre précédente lettre du 21 décembre précisait qu'un indice à 2426 points était déjà un point bas qui intégrait beaucoup de mauvaises nouvelles. Le point bas récent était atteint le 24 décembre à 2351 points pour le S&P 500 constituant une occasion de se positionner selon notre recommandation. Le marché a depuis fait un parcours de +13% à 2665 points et selon nos calculs la « fair value » est de 2641 points dans un scénario probable de simple ralentissement économique. Dans l'hypothèse d'une récession modérée, la valorisation ressort à 2391 points et signifie qu'il est peu probable qu'on retouche le point bas de 2351 points atteint le 24 décembre.

Les paramètres qui sous tendent notre valorisation sont une croissance des bénéfices 2019 stabilisée à 2.1% alors que le consensus est à 5.2% et un rebond de 8% en 2020 pour un consensus à 11.1%. Les taux à 30 ans se sont stabilisés à 3% comme nous le prévoyions. Le CAGR sur 8 ans est à 3.4%, chiffre qui paraît bas, mais tient compte d'un probable recul des marges qui sont à leur plus haut historique. Compte tenu de l'environnement actuel toujours risqué avec un VIX toujours élevé, notre recommandation d'être sous pondéré par rapport à son benchmark reste inchangée. Mais il ne faudra pas hésiter si des baisses irrationnelles avaient lieu à se positionner à nouveau. Ainsi, une heureuse coïncidence nous a permis de détecter le point haut le 28 Septembre et le point bas (pour le moment) le 21 décembre. Nous ne sommes pas malheureusement à l'abri d'un choc exogène qui remette en question nos évaluations.

Le rebond du marché a été motivé par le retour de la Fed à la raison où le marché lui a dicté la politique à suivre en faisant dégringoler les taux à 2 ans d'un plus haut de 3% à un plus bas de 2.38%. Powell déclarait récemment « we are listening sensitively to the message that markets are sending about downside risks » Le taux actuel à 2.63% laisse anticiper une hausse en 2019 et une hausse en 2020. La réduction du bilan est également abordée avec prudence. La Chine et les US sont condamnés à trouver un compromis car la première voit son économie ralentir et la deuxième ses sociétés souffrir dans leurs PROFITS comme l'annonce Apple. Trump tient à une bourse en forme pour sa réélection.

La croissance mondiale continue de s'effriter avec l'ensemble des zones revues à la baisse. Le consensus prévoit une hausse de 3.1% en 2019 contre 3.4% en 2018. La baisse du baril pourrait aider à stabiliser ces prévisions. Les signes de ralentissement sont perceptibles sur le marché automobile qui plonge depuis l'été dernier en Chine et en Europe. Les indicateurs économiques comme la confiance des consommateurs américains, les indices PMI en Eurozone et aux US marquent le pas. Et pour couronner le tout, l'inconnu du Brexit peut créer un choc. Les parutions des résultats américains soulignent les révisions en baisse notamment dans l'énergie mais également dans le secteur IT. La croissance des profits en T1 est ramenée à 0% et un petit chiffre en T2 et T3, pour une moyenne de 5.2% sur l'année que nous ramenons à 2.1%.

Les marchés mondiaux ont fortement rebondi de 6.1% en 2019 effaçant quasiment la baisse de 6.9% en 2018. Le compartiment petites et moyennes capi a rebondi de 8.6% après la très forte correction de 2018.

En zone euro, les profits continuent malheureusement d'être revus à la baisse pour 2018 et pourraient s'approcher du 0% et 2019 est également fortement revu à la baisse. Les taux longs restent incroyablement bas mais n'arrivent pas à faire décoller l'économie. Le marché n'est pas cher mais n'arrive pas à attirer les investisseurs.

Jacques Chahine



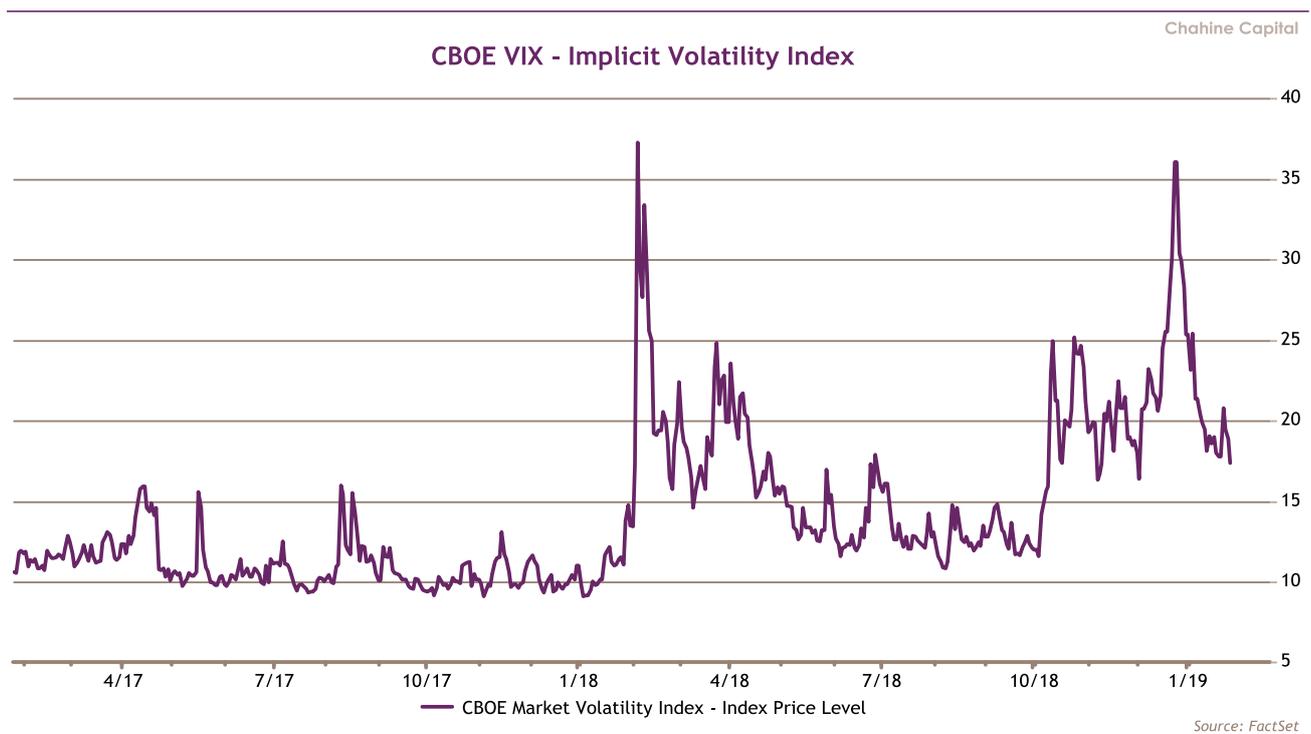
On est à 13% au dessus du point bas de 2351 points

Notre dernière lettre datée du week-end du 21 décembre était consacrée à essayer de trouver quel pouvait être le bottom du marché dans un environnement de frayeur extrême, où l'indice VIX était à 30%. La problématique était de savoir si on s'orientait vers une récession modérée ou un simple ralentissement économique ce qui donnait des valorisations tout à fait différentes du marché. Le S&P 500 clôturait ce jour à 2417 points. Notre évaluation du marché se situait à 2426 points dans l'hypothèse du pire scénario, sachant que le marché pouvait exagérer si une telle récession se matérialisait. Le pire n'étant jamais certain, nous avions préconisé de

« Commencer à se positionner sur le marché si on est SOUS-PONDÉRÉ, rester à l'abri si on est neutre ou surpondéré. »

Une occasion en or s'est présentée le lundi 24 décembre où nos lecteurs francophones avaient notre lettre vers 15h alors que Wall Street se réveillait avec la « gueule de bois », une volatilité qui grimpait à 36% et un indice S&P 500 qui clôturait à 2351 points. Cette opportunité a très vite disparu, l'indice rebondissant à 2468 points à l'ouverture du marché après Noël, ce qui restait attractif car il était proche d'une valorisation de récession modérée. Les choses sont allées très vite ensuite, et la clôture de vendredi dernier était déjà à 2665 points, soit un rebond de 13% du point bas !

Recul sensible de la volatilité avec le rebond du marché

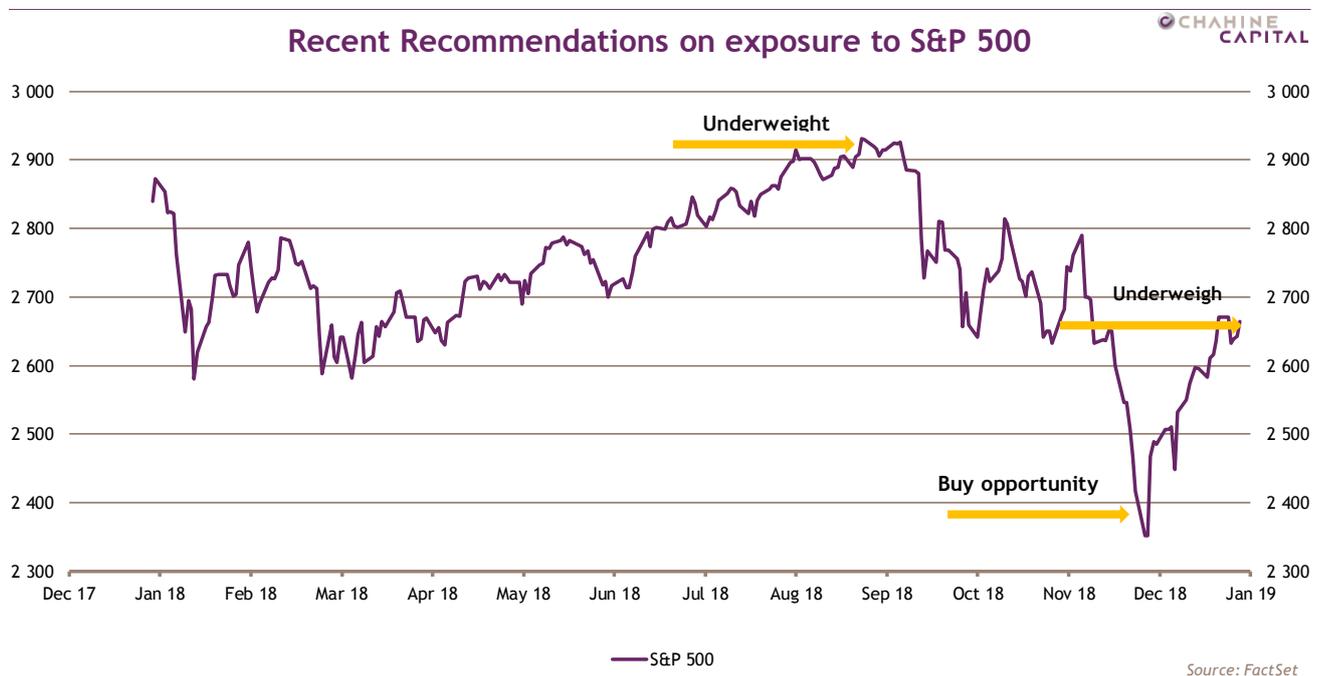


Dans un marché dominé par la frayeur et l'irrationnel, il est difficile de prédire où peut être le point bas. Notre modèle quantitatif trouvait bien le 21 décembre que le cours du marché intégrait les pires nouvelles avec une récession des profits 2019 à -8.4% concomitante avec une récession économique modérée. Tout ce qui était en-dessous de notre valeur à la casse de 2426 points relevait de l'irrationnel et était une opportunité d'achat. La concomitance de notre évaluation avec le point bas du marché a bénéficié d'un heu-



reux hasard de timing de même que notre signal du top du marché dans notre lettre du 29 septembre où on est passé d'une exposition neutre à une sous-pondération par rapport au benchmark.

Y-aura-t-il un autre plus bas ?



Un nouveau point bas à 2391 points dans le pire scénario

Comme chacun le sait, il est impossible de faire du market timing et en prendre avantage pour faire du trading. Toute la recherche faite par nos ingénieurs quantitatifs dans ce domaine n'a pas donné de résultats probants. Nous essayons avec beaucoup d'humilité de capter plutôt les grands cycles, ce qui explique les très rares changements d'opinion que nous exprimons. Même là-dessus, nous ne sommes pas à l'abri d'une mauvaise appréciation des fondamentaux et surtout de la survenance d'évènements exogènes qui remettent en question tout le processus d'évaluation. Ainsi, la problématique actuelle est de savoir si le point bas touché le 24 décembre à 2351 restera le point bas dans 6 mois et quelles sont les chances que le marché poursuive sa recovery.

Dans notre modélisation de ce mois, nous avons écarté l'hypothèse d'une récession modérée pour retenir un ralentissement économique qui est aujourd'hui indiscutable et dont les signaux sont envoyés tous les jours, que ce soit en Europe, au Japon, en Chine et avec même un effritement aux États-Unis. Globalement cela reste limité, la croissance mondiale a été révisée de 0.2% du plus haut et prévue à 3.1% en 2019 contre 3.4% en 2018. Dans un scénario de ralentissement, les profits des sociétés du S&P 500 devraient se stabiliser à +2.1% en 2019 pour rebondir de 9% en 2020. Notre estimation pour 2019 était de 4.5% le mois dernier et le mouvement de révisions des résultats s'est accéléré pour le consensus (en raison des pétrolières) comme le montre le graphique ci-dessous. Les parutions de résultats trimestriels en cours ont permis de mieux cadrer ces projections.

En ce qui concerne les taux à 30 ans utilisés par notre modèle, ils se sont stabilisés à 3% comme nous l'avions anticipé, alors qu'ils avaient grimpé à 3.5% au plus haut de la crise. Compte tenu de ces



paramètres, la valorisation instantanée du S&P 500 ressort à 2641 points pour une clôture vendredi dernier de 2665. Autant dire que le marché a atteint selon nous sa « fair value ». Le CAGR sur 8 ans ressort à 3.4%, marquant un ralentissement du PIB et de l'inflation et le fait que le marché accorde beaucoup plus de poids aux résultats négatifs de 2019 qu'à un rebond à terme.

Par ailleurs nous continuons à modéliser un scénario de récession modérée auquel cas les profits 2019 seraient en baisse de 8.6% avec un rebond de 8% en 2020. Le cours d'équilibre serait dans ce cas de 2393 points, pour des taux à 30 ans qui vont baisser à 2.75%. Cela reste plus élevé que le point bas de 2351 points atteint le 24 décembre, mais la peur de la récession donnera une exagération qui peut faire baisser cette estimation de 10% soit un point bas théorique de 2154 points.

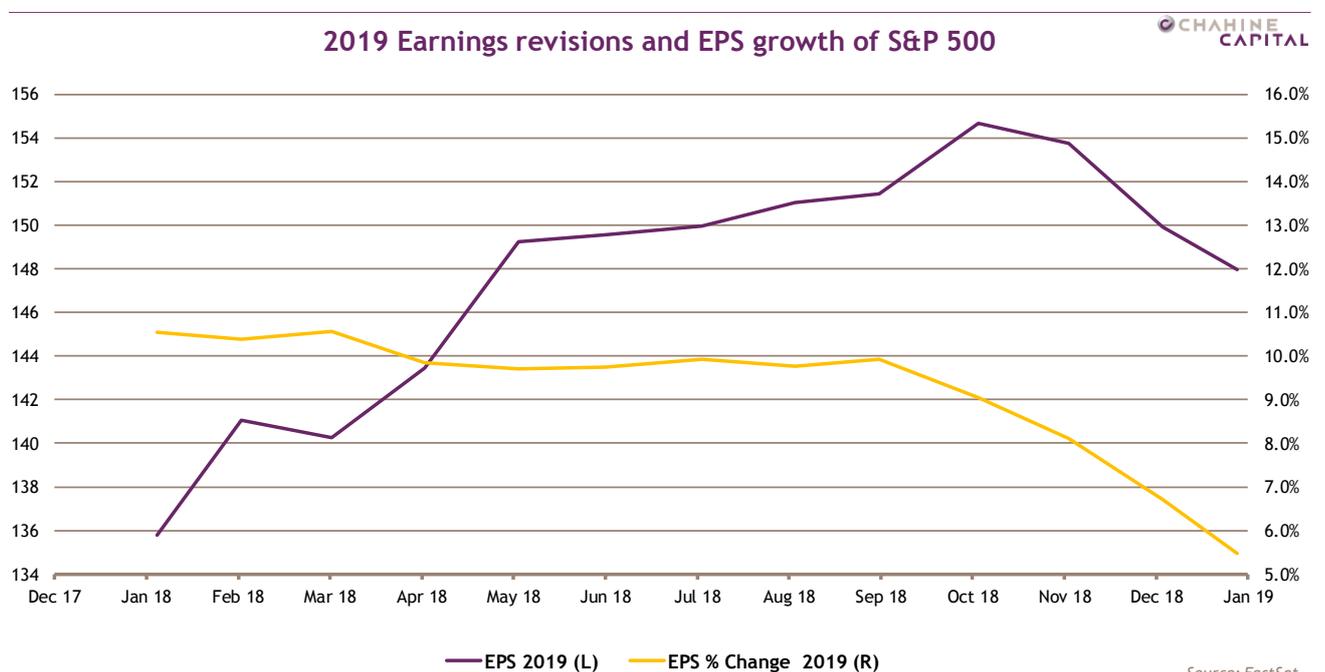
Nous restons sous-pondérés au cours actuel

Malgré un certain retour au calme sur les marchés, la volatilité reste encore élevée à 17%, donc les marchés restent dangereux. Au cours actuel, le ratio de Sharpe Risk/Reward n'est pas attractif sachant que l'on est proche du cours d'équilibre. Nous recommandons par conséquent de rester sous-pondéré par rapport à son benchmark sauf pour ceux qui ont pu réaliser quelques achats à bon compte vers la fin de l'année dernière.

Nous mettrons à jour ces évaluations tous les mois au fil des nouvelles données disponibles, avec notamment la poursuite des publications des résultats trimestriels et l'évolution de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis. Mais les évaluations que nous donnons peuvent aider en cours de mois à se positionner chaque fois que des situations irrationnelles peuvent se présenter.

Les objectifs de cours que nous donnons sont instantanés. Dans notre matrice d'évaluation nous donnons les objectifs de cours fin d'année qui sont en moyenne supérieurs de 3.5% et il faut tenir compte d'un dividende de 2.2% qui vient augmenter le rendement.

Accélération des révisions des bénéfiques 2019 due au pétrole





Nous résumons ci-dessous les évaluations que nous avons faites et les recommandations au niveau de l'exposition. Comme nous l'avons souligné à plusieurs reprises, nous ne donnons pas d'outil de trading mais une aide à la gestion patrimoniale sur longue période. Il n'est donc pas question d'être exposé ou non-exposé au marché, mais d'une correction « à la marge » d'une exposition sur longue période. Comme le dit si bien Warren Buffet, les actions (américaines en tout cas) restent le meilleur placement sur longue période. Une gestion privée qui a un benchmark d'exposition actions de 40% peut le faire évoluer par exemple entre 30 et 50% selon les opportunités.

Fair value du S&P 500 selon le modèle Chahine Capital

Date	Scenario	Index Value	Instant Fair Value	Opinion
24/08/18	Overvaluation	2 875	2 748	Benchmark exposure
28/09/18	Overvaluation	2 914	2 633	Underweight from Benchmark
26/10/18	Overvaluation	2 659	2 557	Underweight from Benchmark
23/11/18	Slowdown	2 633	2 478	Underweight from Benchmark
21/12/18	Slowdown	2 417	2 547	Underweight from Benchmark
21/12/18	Mild recession	2 417	2 426	Take position if underweight
24/12/18	Market Bottom	2 351	2 426	Buy opportunity
25/01/19	Slowdown	2 665	2 641	Underweight from Benchmark

Retour de la Fed à la raison

Le fort rebond du marché de son plus bas a été facilité par le retour de la Fed à plus de souplesse et quelques nouvelles encourageantes sur la résolution de la crise commerciale entre les États-Unis et la Chine. Il a fallu attendre le discours de Powell le 10 janvier au Club Économique de Washington pour voir un retour à la raison de la Fed sur les deux points : 1) La cadence des hausses des taux en 2019 et 2) La réduction du bilan de la Fed.

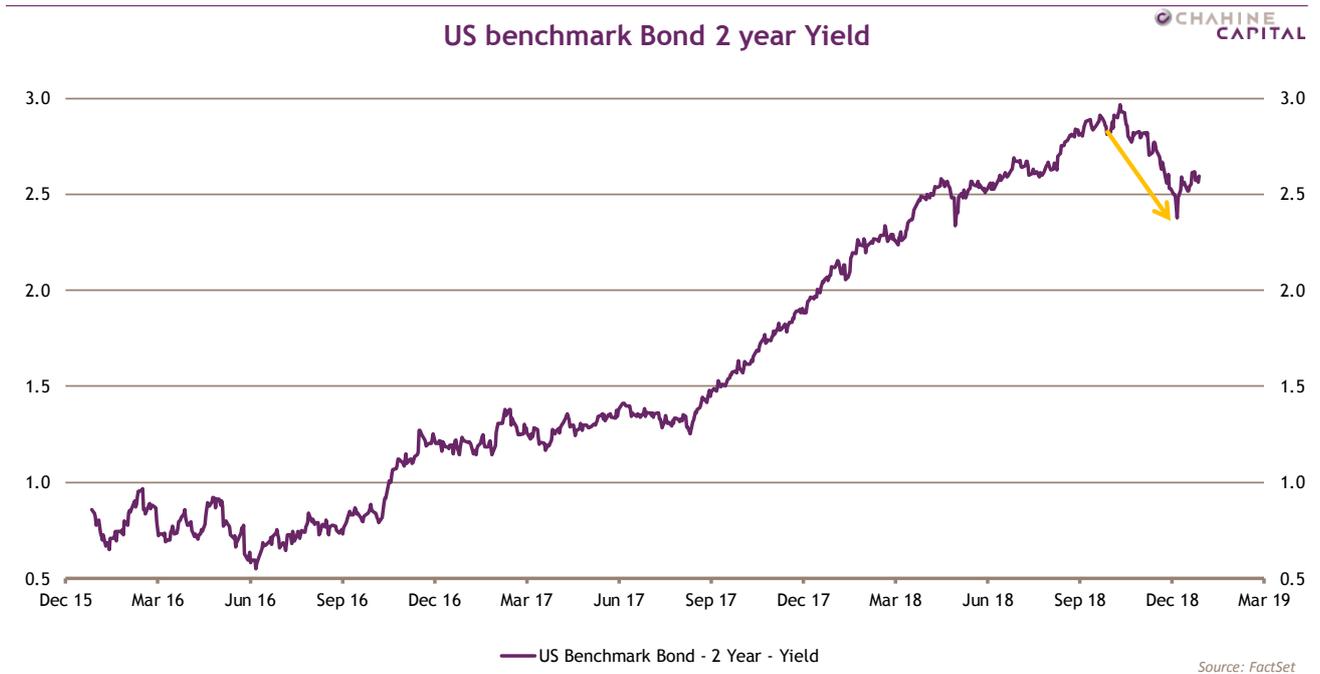
Powell a déclaré “ listening sensitively to the message that markets are sending about downside risks”.

Il a tellement entendu le marché en désarroi que celui-ci avait largement anticipé son retour à la raison. La courbe des taux à 2 ans, qui induit les prochaines hausses de taux de la Fed a rétrogradé en vitesse à partir du 8 novembre lorsque ce taux avait atteint quasiment 3%. Un tel chiffre impliquait au moins 2 à 3 hausses de taux en 2019 comme le laissait entendre la Fed auparavant. L'effondrement du marché a fait reculer ce taux à un plus bas de 2.38% le 3 janvier qui impliquait un immobilisme total en 2019 et 2020, sachant que le milieu de la fourchette du taux d'intervention était pile à 2.38%. On est remonté depuis à 2.63%, soit 25bps de plus que le taux d'intervention. Cela sous-tend une hausse fin 2019 par exemple et une hausse en 2020.

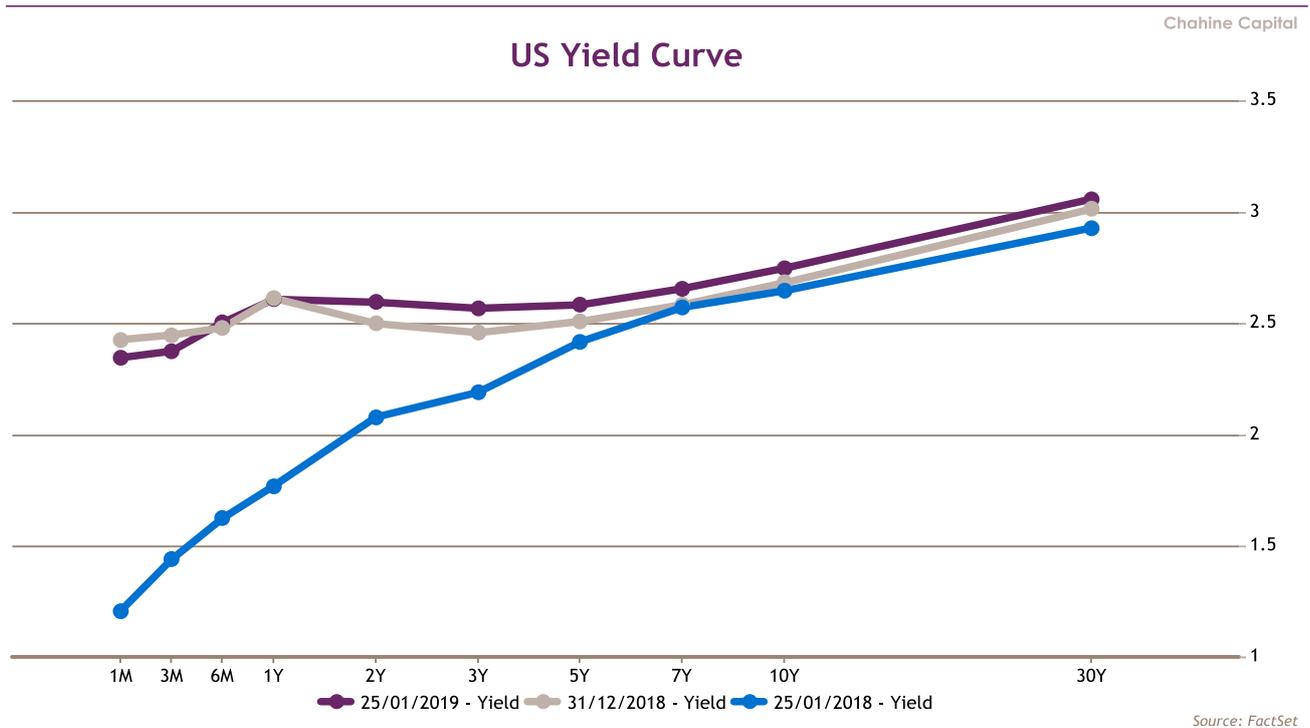
On peut dire ainsi que ce n'est pas la Fed qui dicte sa politique, mais c'est le marché qui a dicté la politique que la Fed doit suivre si elle veut conserver une certaine sérénité sur les actions. La Fed a par ailleurs dû quelque peu reculer sur sa politique de réduction de la taille du bilan qui était soi-disant en pilotage automatique. Il va certes continuer à réduire son bilan, mais il ne sait plus très bien de quel montant.



Le marché a dicté la politique de la Fed



Les taux de la Fed semblent se stabiliser autour de 2.5% sur cinq ans



La courbe des taux prend une allure bizarre, aplatie jusqu'à 5 ans et pentue au-delà, qui peut refléter un ralentissement passager de l'économie (et non une récession) suivi d'une reprise normale. C'est un scénario plutôt positif pour les marchés actions.



La Chine et les US condamnés à trouver un compromis

Concernant la guerre commerciale avec la Chine, il paraît très compliqué de trouver une issue satisfaisante à toutes les demandes américaines en matière de réformes structurelles sur la protection de la propriété intellectuelle, le transfert forcé de technologie, l'obligation d'un parrain chinois pour investir, les cyber-attaques et les barrières tarifaires et non-tarifaires comme les quotas ou les licences. Ce n'est pas seulement les américains qui souffrent de ces barrières mais l'ensemble des partenaires commerciaux de la Chine, attirés par l'appât du gain à court terme.

La guerre commerciale qui dure depuis un an a déjà coûté beaucoup aux chinois d'abord mais elle a maintenant débordé pour impacter les grands groupes américains à l'image d'Apple qui a été le premier à révéler l'impact sur ses profits. Ce n'est pas le seul et une foule d'autres sociétés vont se dévoiler au fur et à mesure. Si les chinois souffrent d'un impact sur leurs ventes, les américains souffrent d'un impact sur leurs PROFITS, et cela est très douloureux en bourse. Et Trump, qui a envie d'être réélu, regarde très attentivement les cours de bourse et a pu constater qu'à chaque espoir de trouver un compromis, la bourse montait immédiatement. Début juillet nous titrions « *La guerre commerciale s'arrêtera si Wall Street souffre* ». Nous restons persuadés que cela tient toujours et que les souffrances commencent à vraiment voir le jour avec la sévère correction que nous avons vue.

Du côté Chinois, les souffrances sont également visibles depuis plus longtemps, mais le gouvernement communiste n'a que faire de la bourse et n'a pas de lobbies sur le dos. La bourse chinoise a dévissé de 30% de son plus haut sans qu'il y ait eu panique. En revanche, le ralentissement de l'économie est plus inquiétant pour les autorités qui ont pris des mesures d'assouplissement monétaire pour assurer la réalisation des objectifs fixés par le Parti. Les analystes qui s'inquiétaient du « fort » ralentissement n'ont pas regardé les chiffres de près. Le Parti a fixé la hausse du PIB à 6.2% en 2019 contre 6.6% en 2018 et 6% en 2020. Le consensus des économistes est strictement identique aux chiffres fixés par le Parti. Il est normal qu'une économie qui arrive à plus de maturité ne puisse pas conserver indéfiniment un tel rythme de croissance. La part énorme des investissements dans le PIB est amenée à se réduire graduellement au fur et à mesure que les infrastructures se développent et c'est la consommation qui est en train de prendre le relais depuis quelques années. Les statistiques officielles indiquent que la consommation était responsable des $\frac{3}{4}$ de la hausse de 6.6% du PIB en 2018, alors qu'elle représente 53% du PIB.

Le dialogue entre les deux pays n'est pas rompu et se poursuit à haut niveau. La date du 1^{er} mars indique la fin de la trêve et les deux nations ont un intérêt commun à trouver un accord à minima en essayant de résoudre les problèmes structurels sur un calendrier très long. Nous partageons l'attitude américaine selon laquelle la Chine ne peut pas continuer indéfiniment à berner le reste de la planète et Trump ferait bien de trouver des alliés en Europe, notamment pour augmenter la pression sur les chinois. Le marché restera volatile d'ici-là au gré des nouvelles d'une solution et des dommages infligés aux sociétés par ce bras de fer.

La baisse du baril pourrait aider la croissance 2019

La croissance mondiale (en devises et non en parité de pouvoir d'achat) est prévue à 3.1% selon notre recalcul à partir des chiffres par pays. C'est un recul de 0.3% par rapport à l'année dernière. Ce recul est général dans toutes les zones géographiques et notamment aux USA. Malheureusement, ce chiffre sera amené à être revu à la baisse compte tenu des constants ajustements apportés. Cette tendance pourrait s'inverser quelque peu si les guerres commerciales trouvaient une issue et par ailleurs si l'impact du faible prix du baril pouvait se maintenir. En effet, la plupart des économies développées hors US sont des importateurs nets de pétrole. Rien qu'en Europe, l'économie pourrait être de 50Mds \$ si le cours actuel se main-

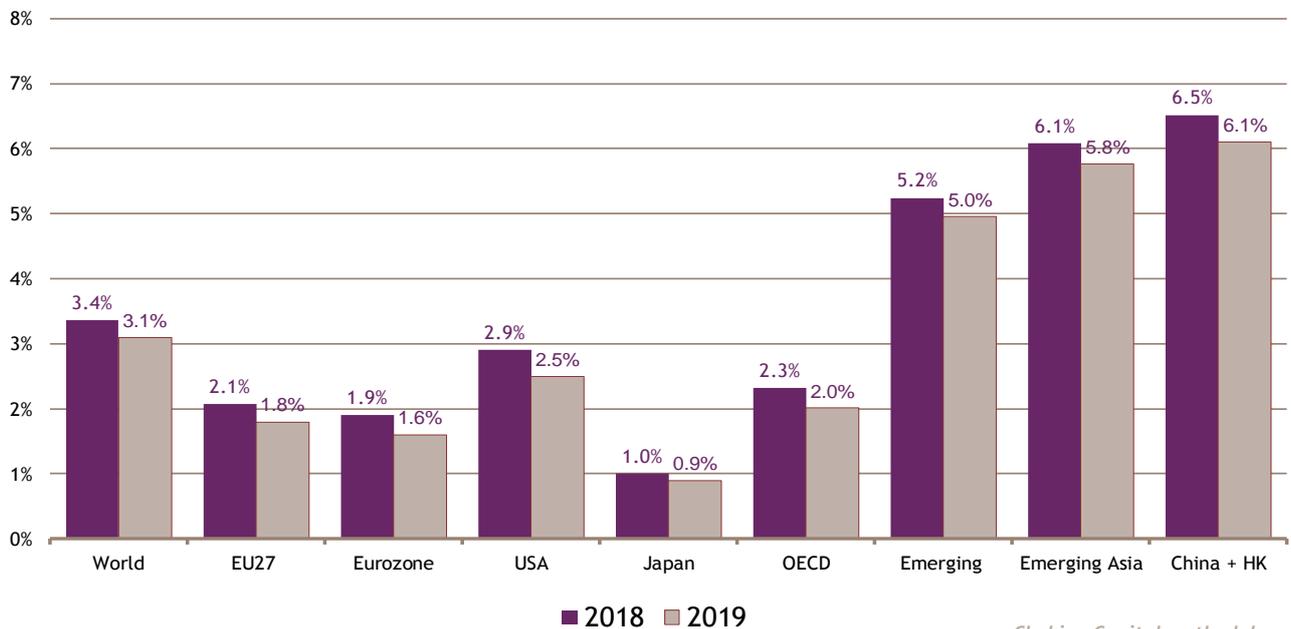


tenait et donnerait un incrément de 0.3% du PIB. Les politiques monétaires restent toujours accommodantes partout et les US reviennent à une politique monétaire plus mesurée.

Baisse générale de la croissance en 2019

2019 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE CAPITAL



Chahine Capital methodology

La croissance appelée à baisser avec la maturité des émergents

World GDP Growth and Forecasts

CHAHINE CAPITAL



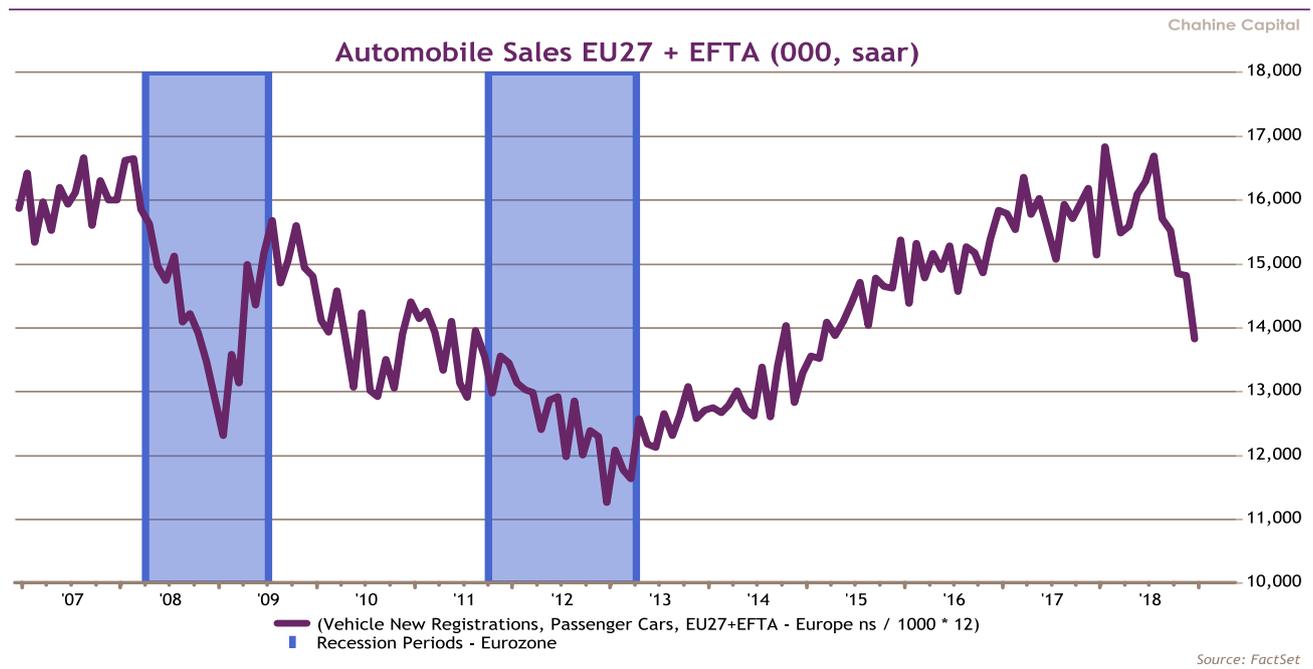
Chahine Capital methodology



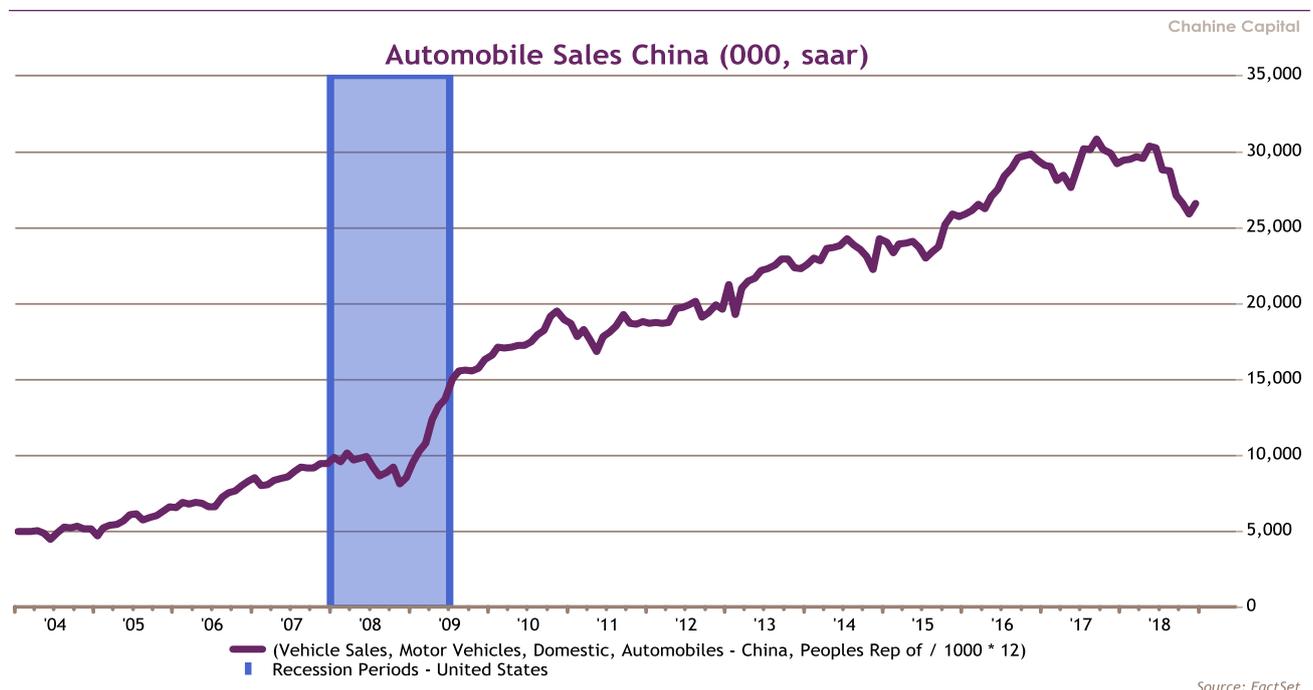
Fort ralentissement de l'automobile depuis l'été

L'industrie automobile a fortement marqué le pas depuis l'été dernier sur le plus gros marché en Chine ainsi qu'en Europe. Pour la Chine, les fabricants seraient heureux si le marché restait stable en 2019. Ce secteur industriel énorme et très important en Europe est en pleine mutation avec le véhicule électrique qui risque de laisser quelques gros perdants et des gros gagnants. Remarquablement, le marché américain est resté stable.

Effondrement du marché automobile depuis l'été



Même constat en Chine





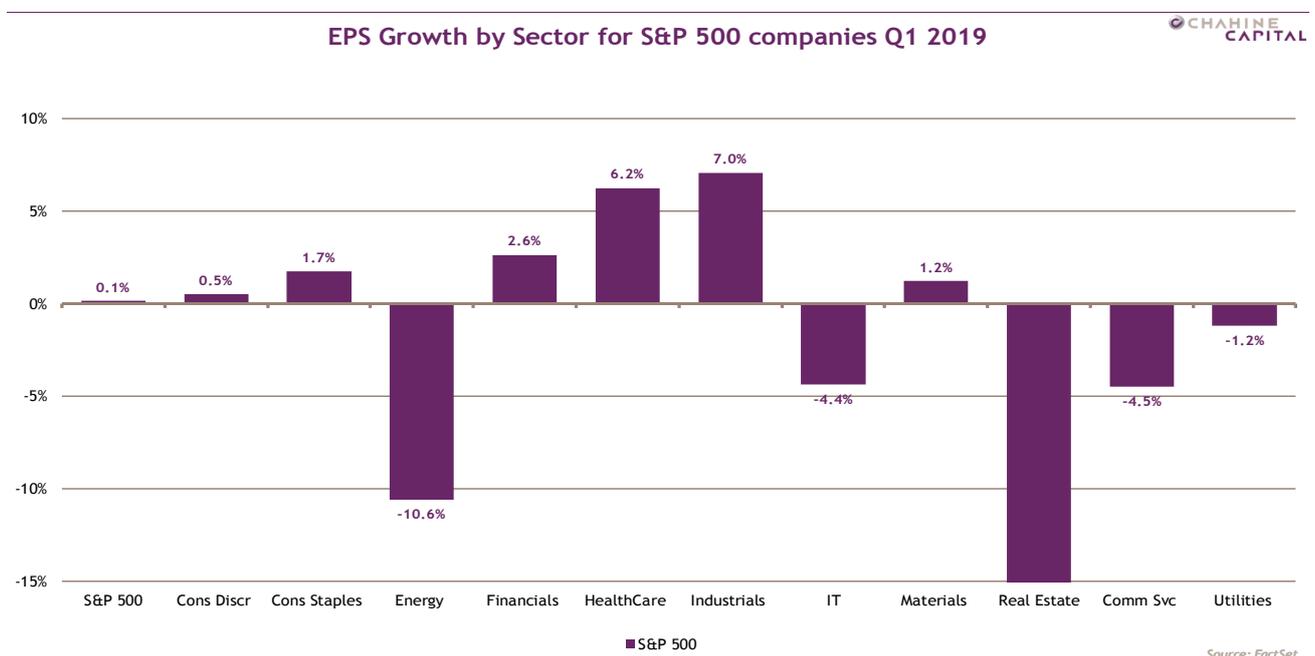
Les récents indicateurs économiques et le Brexit inquiètent

La correction sévère de la bourse a eu comme effet d'ébranler la confiance des consommateurs américains qui était au plus haut historique et qui a reflué de 136 à 128 points. Confirmant le ralentissement en perspective, les indices ISM américains se sont repliés fortement en décembre mais restent largement au-delà des 50 indiquant la poursuite de l'expansion. À l'inverse, les indices PMI équivalents de l'ISM ont fortement chuté en Eurozone s'approchant à 51 du seuil de la stagnation. Le risque très élevé qui pèse en Europe est celui du Brexit dont nul ne sait comment il va se terminer. Est-ce que Theresa May joue la montre pour forcer le Parlement à approuver son deal en dernière minute ? Ou va-t-on vers une extension des négociations ? Ou vers un nouveau vote ou une nouvelle assemblée ? Il est quand même étrange que face à ces incertitudes le marché soit resté placide ainsi d'ailleurs que la livre dans l'espoir que la Grande-Bretagne reste d'une manière ou d'une autre dans le giron de l'Union Européenne. Il faut s'attendre à des gros rebondissements dans les prochains jours et à une volatilité en conséquence sur les marchés.

Les sociétés révisent T1 2019 suite à leurs annonces de T4

La saison des parutions bat son plein et c'est l'occasion pour les entreprises de donner leurs perspectives pour T1 2019 et l'ensemble de l'année. À ce jour, 28% de la capi du S&P 500 a publié ses résultats et par conséquent des annonces importantes pourraient encore guider le marché. Le 4^{ème} trimestre lui-même est en révision de 5% par rapport à son plus haut et de 2% par rapport aux guidances faites en T3, ce qui est plutôt rare. Il est en hausse de 12% sur 1 an malgré l'impact positif fiscal. Il faut se tourner vers les perspectives de T1 qui font état d'une croissance zéro. Elles sont fortement impactées par l'hécatombe dans les pétrolières qui doivent s'ajuster au nouveau prix du baril. Le secteur de l'immobilier est également très affecté. Pour la première fois, on trouve le secteur IT dans le rouge en raison des révisions sur Apple mais beaucoup d'autres sociétés également impactées par la Chine comme Micron, Intel, Western Digital. Le secteur de la communication est négativement impacté par les télécoms et Facebook. Les deux secteurs en forme sont les industrielles et la santé et accessoirement les biens de consommation courante.

Croissance zéro pour le premier trimestre 2019





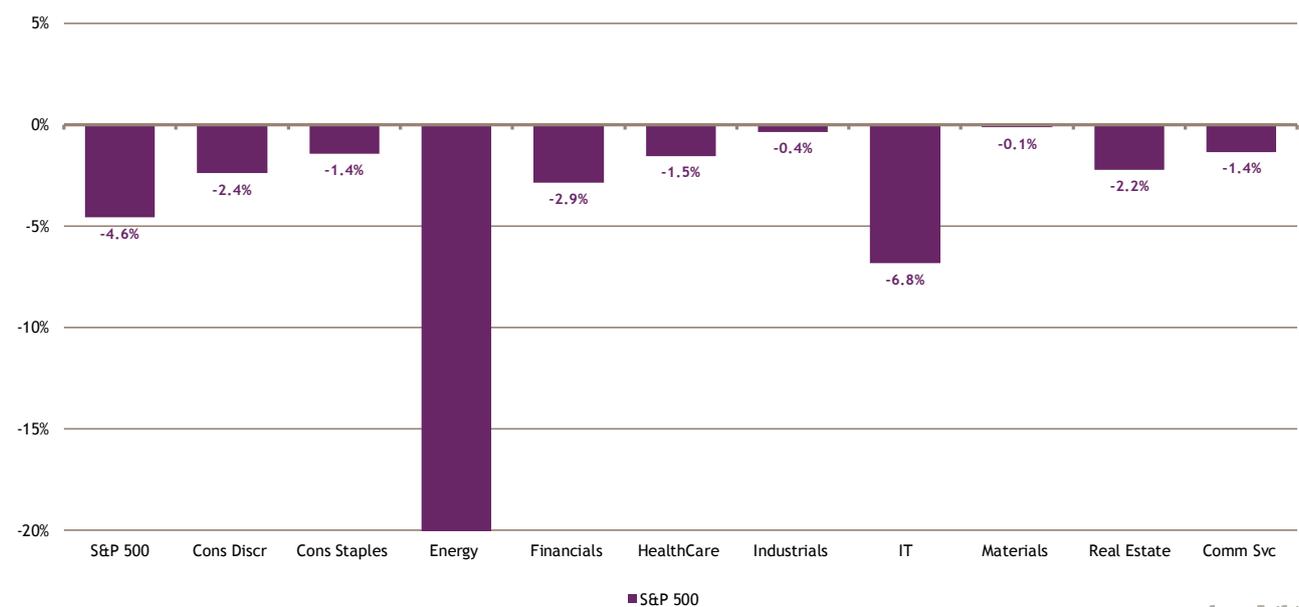
Côté révisions des résultats aucun secteur n'est épargné avec la poursuite de l'ajustement sur les pétrolières et le secteur IT. Les hausses des profits en T2 et T3 2019 sont à un tout petit chiffre et T4 devrait bénéficier de l'effet de base déprimé de T4 2018.

Sur l'ensemble de 2019 le consensus est à 5.2% fortement pénalisé par la baisse de 8% sur l'énergie. Les secteurs porteurs restent les industrielles, la consommation cyclique (Amazon) et la santé.

Tous les secteurs sont revus à la baisse

S&P500 Earnings revisions for Q1 2019 since November

CHAHINE CAPITAL



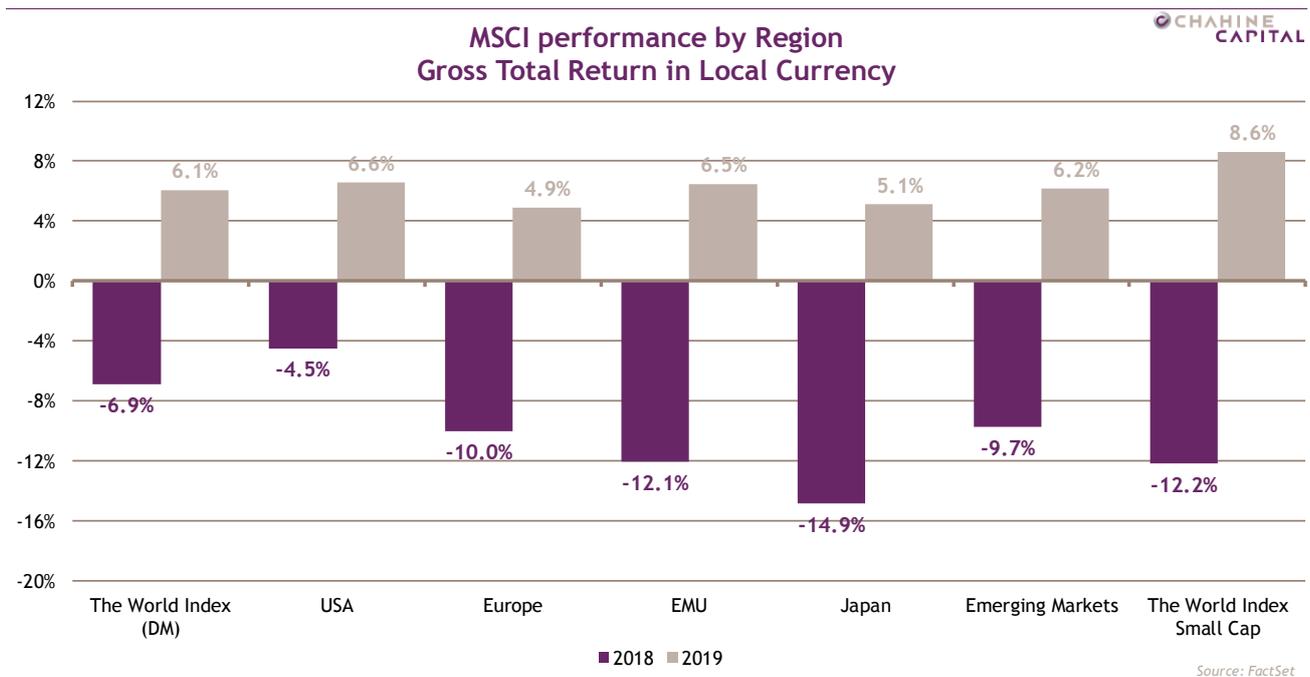
Le rebond 2019 a quasiment effacé les pertes de 2018

La chute des marchés mondiaux développés a été de 6.9% en 2018 tenant compte du dividende brut. Depuis le début de l'année, l'indice a rebondi de 6.1%, effaçant quasiment toute la perte. Mais ce rebond est surtout accentué aux US qui avaient résisté beaucoup mieux en 2018 que les autres marchés avec une baisse limitée à 4.5%, largement effacée avec le rebond de 6.6%. Si les autres marchés rebondissent d'autant, ils partent d'une base très déprimée en 2018 ; la zone euro a par exemple corrigé de 12.1%. Notons que les petites et moyennes capi, massacrées l'année dernière, rebondissent fortement en ce début d'année. Les marchés émergents ont le mieux résisté en monnaie locale, mais sont impactés par la baisse de leurs devises. Le marché japonais reste encore délaissé.

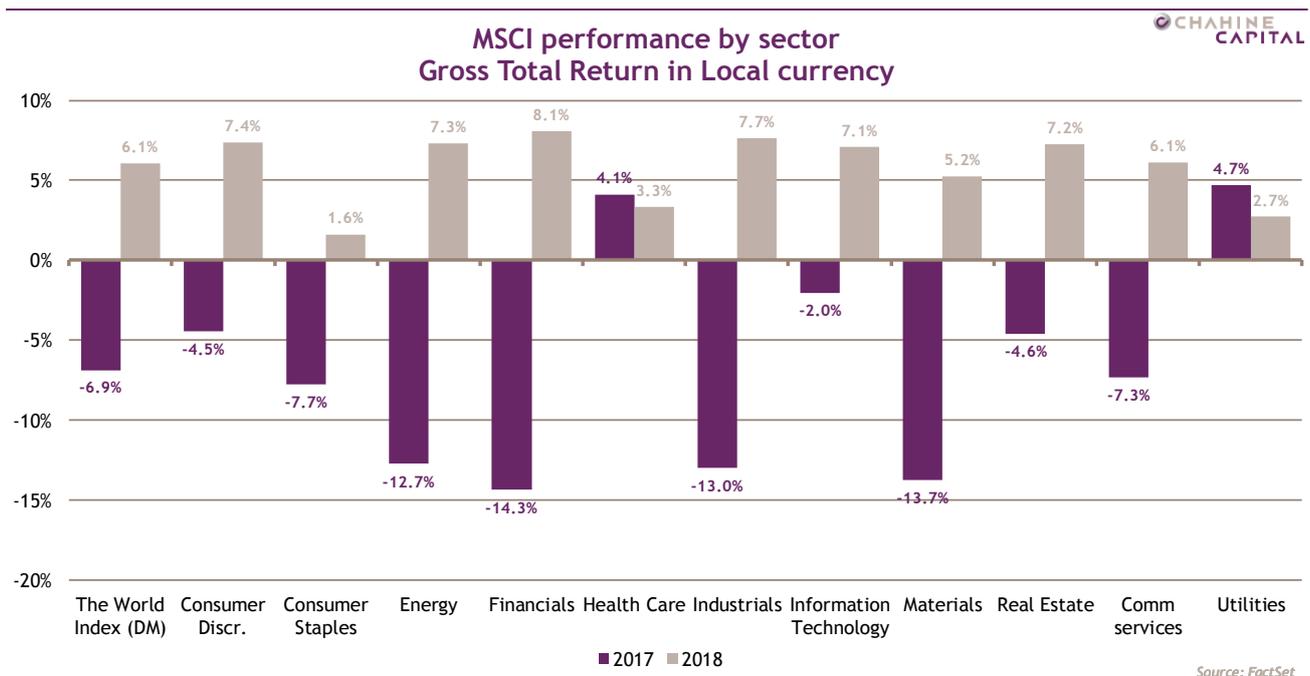
Par secteur, c'est la santé et les utilities qui ont affiché des performances positives en 2018. Plusieurs secteurs ont eu des baisses à deux chiffres dont l'énergie, les financières, les industrielles et les produits de base. Tous ces secteurs affichent un fort rebond à l'exception des produits de base. La bonne tenue des profits du secteur industriel nous semble mériter un peu plus d'attention.



La baisse de 2018 quasiment rattrapée en 2019



Beaucoup de secteurs affichent des pertes à deux chiffres en 2018



Valorisation des marchés

Nous avons analysé en détail au début de notre lettre la valorisation du marché. Notre matrice ci-dessous donne les objectifs de cours à fin 2019 par rapport à une évaluation instantanée que nous avons utilisée plus haut. Notre scénario de base donne un cours de 2744 points pour la fin de l'année pour une clôture à 2642, soit un potentiel de hausse de 3.8% plus le dividende à toucher. En temps normal cela paraît porteur,



mais compte tenu du risque nous estimons que cela n'est pas suffisant pour s'engager plus en avant et rester donc sous-pondéré. Beaucoup d'évènements peuvent survenir dans cet environnement volatile et il peut y avoir des points d'entrée si des baisses excessives sont constatées par rapport aux valorisations que nous donnons. Le scénario d'une récession modérée donnerait un objectif de cours à 2475 points pour des taux à 30 ans qui ne manqueront de baisser à 2.75% voire en dessous. Comme nous sommes en très haut de cycle des profits et des marges, les CAGR à 3.3% nous semblent plausibles compte tenu d'une correction inévitable dans un futur encore difficile à préciser.

Cours instantané du marché à l'équilibre mais risque élevé

S&P 500 - Valuation end 2019

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
Mild recession: -8.6% in 2019, and 8% in 2020 - CAGR =1.4%	2 611	2 475	2 351	2 237	2 133
Implied Scenario CAGR 3.3% over 8 years	2 941	2 785	2 642	2 512	2 392
Base scenario: 2.1% in 2019 and 9% in 2020 - CAGR = 3.4%	3 048	2 889	2 744	2 611	2 488
Current Index S&P 500	2 642				

En zone Euro, le taux moyen pondéré des emprunts à 30 ans a encore légèrement reculé à 1.50%, ce qui est à peine imaginable. La planche à billet de la BCE tourne encore à plein régime mais n'arrive pas à raviver la flamme de la zone qui souffre d'un manque de dynamisme, de la montée du populisme et de son incapacité à faire face aux grands blocs que sont les États-Unis et la Chine. Le risque du Brexit qui est imminent n'est pas fait pour améliorer les perspectives, à moins qu'en désespoir de cause le Royaume Uni soit forcé d'y renoncer à défaut d'alternative. Faute d'un véritable marché unique, la zone affiche un retard énorme dans la nouvelle économie et n'a pas de champion dans ces domaines. Même la puissante industrie allemande de l'automobile risque de succomber face au véhicule « ordinateur avec 4 roues ». Les taux ridiculement bas montrent qu'on a beaucoup de mal à trouver des projets rentables où investir et le secteur de l'immobilier est la seule alternative pour parquer le cash. Ceci étant, le marché est à la casse à 12.6x les résultats 2019 et un dividende attendu de 4.2%.

Malgré la bonne santé de l'économie en 2018, les profits n'arrêtent pas d'être revus à la baisse et sont prévus en hausse de 3.3%. Pour 2019, le consensus prévoit une hausse de 8.3% mais qui se réviserait rapidement vers le bas. Nous l'estimons à 3%. La Grande-Bretagne se porte nettement mieux avec une hausse de 11.4% des profits en 2018 malgré le Brexit. L'objectif de cours fin d'année est à 123 points pour une clôture à 113. Il faut chercher de la valeur en dehors des gros poids lourds bancaires, pétrolières ou pharmaceutiques, ce qui a fait le succès de nos fonds Digital.

Un marché soutenu par des taux très bas

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%	109	102	96	91	86
Implied Scenario: CAGR -6.0% over 8 years	128	120	113	107	102
Base scenario: 3% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -4.6%	139	131	123	116	110
Current Index MSCI EMU	113				



Conclusions

Notre précédente lettre du 21 décembre précisait qu'un indice à 2426 points était déjà un point bas qui intégrait beaucoup de mauvaises nouvelles. Le point bas récent était atteint le 24 décembre à 2351 points pour le S&P 500 constituant une occasion de se positionner selon notre recommandation. Le marché a depuis fait un parcours de +13% à 2665 points et selon nos calculs la « fair value » est de 2641 points dans un scénario probable de simple ralentissement économique. Dans l'hypothèse d'une récession modérée, la valorisation ressort à 2391 points et signifie qu'il est peu probable qu'on retouche le point bas de 2351 points atteint le 24 décembre.

Les paramètres qui sous tendent notre valorisation sont une croissance des bénéfices 2019 stabilisée à 2.1% alors que le consensus est à 5.2% et un rebond de 8% en 2020 pour un consensus à 11.1%. Les taux à 30 ans se sont stabilisés à 3% comme nous le prévoyions. Le CAGR sur 8 ans est à 3.4%, chiffre qui paraît bas, mais tient compte d'un probable recul des marges qui sont à leur plus haut historique. Compte tenu de l'environnement actuel toujours risqué avec un VIX toujours élevé, notre recommandation d'être sous pondéré par rapport à son benchmark reste inchangée. Mais il ne faudra pas hésiter si des baisses irrationnelles avaient lieu à se positionner à nouveau. Ainsi, une heureuse coïncidence nous a permis de détecter le point haut le 28 Septembre et le point bas (pour le moment) le 21 décembre. Nous ne sommes pas malheureusement à l'abri d'un choc exogène qui remette en question nos évaluations.

Le rebond du marché a été motivé par le retour de la Fed à la raison où le marché lui a dicté la politique à suivre en faisant dégringoler les taux à 2 ans d'un plus haut de 3% à un plus bas de 2.38%. Powell déclarait récemment « we are listening sensitively to the message that markets are sending about downside risks » Le taux actuel à 2.63% laisse anticiper une hausse en 2019 et une hausse en 2020. La réduction du bilan est également abordée avec prudence. La Chine et les US sont condamnés à trouver un compromis car la première voit son économie ralentir et la deuxième ses sociétés souffrir dans leurs PROFITS comme l'annonce Apple. Trump tient à une bourse en forme pour sa réélection.

La croissance mondiale continue de s'effriter avec l'ensemble des zones revues à la baisse. Le consensus prévoit une hausse de 3.1% en 2019 contre 3.4% en 2018. La baisse du baril pourrait aider à stabiliser ces prévisions. Les signes de ralentissement sont perceptibles sur le marché automobile qui plonge depuis l'été dernier en Chine et en Europe. Les indicateurs économiques comme la confiance des consommateurs américains, les indices PMI en Eurozone et aux US marquent le pas. Et pour couronner le tout, l'inconnu du Brexit peut créer un choc. Les parutions des résultats américains soulignent les révisions en baisse notamment dans l'énergie mais également dans le secteur IT. La croissance des profits en T1 est ramenée à 0% et un petit chiffre en T2 et T3, pour une moyenne de 5.2% sur l'année que nous ramenons à 2.1%.

Les marchés mondiaux ont fortement rebondi de 6.1% en 2019 effaçant quasiment la baisse de 6.9% en 2018. Le compartiment petites et moyennes capi a rebondi de 8.6% après la très forte correction de 2018.

En zone euro, les profits continuent malheureusement d'être revus à la baisse pour 2018 et pourraient s'approcher du 0% et 2019 est également fortement revu à la baisse. Les taux longs restent incroyablement bas mais n'arrivent pas à faire décoller l'économie. Le marché n'est pas cher mais n'arrive pas à attirer les investisseurs.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 25/1/2019 (in local currency)

	Weight vs MSCI World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2019	Revision vs M-2%	
		2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018		Fiscal 20	Fiscal 19
ETF MSCI The World Index	100.0%	6.3%	-10.3%	13.2 x	14.5 x	9.6%	6.0%	13.8%	2.76%	-2.0%	-2.4%
ETF MSCI USA	60.2%	6.6%	-6.6%	14.3 x	15.9 x	11.3%	5.3%	21.5%	2.14%	-3.0%	-3.5%
ETF MSCI Japan	8.4%	5.4%	-15.8%	10.8 x	11.3 x	4.6%	2.5%	7.3%	2.75%	-1.9%	-1.3%
ETF MSCI EMU	14.2%	6.3%	-14.5%	11.3 x	12.3 x	9.1%	8.3%	3.3%	3.95%	-2.9%	-3.3%
ETF MSCI Europe	25.9%	5.7%	-13.0%	11.6 x	12.6 x	8.3%	8.9%	8.1%	4.21%	-1.7%	-2.1%
ETF MSCI Europe ex Energy	23.8%	5.9%	-13.7%	11.8 x	12.8 x	8.0%	9.1%	5.1%	4.06%	-1.5%	-1.2%
ETF MSCI Austria	0.1%	9.1%	-26.7%	8.9 x	9.3 x	5.1%	-8.4%	9.3%	4.35%	-10.3%	-11.2%
ETF MSCI Belgium	0.6%	8.7%	-24.9%	13.1 x	14.5 x	10.2%	10.0%	3.4%	3.52%	-1.0%	-1.6%
ETF MSCI Denmark	0.7%	2.9%	-12.4%	15.5 x	17.3 x	11.3%	3.2%	2.6%	2.78%	-2.0%	-2.1%
ETF MSCI Finland	0.5%	10.5%	-1.5%	14.4 x	15.7 x	9.1%	14.2%	0.9%	4.62%	-1.3%	-1.5%
ETF MSCI France	5.1%	4.0%	-9.7%	11.8 x	12.9 x	9.7%	7.2%	8.7%	3.77%	-3.0%	-3.6%
ETF MSCI Germany	3.8%	7.5%	-20.2%	10.7 x	11.7 x	9.3%	9.7%	-5.4%	3.68%	-3.3%	-3.7%
ETF MSCI Great-Britain	6.0%	1.1%	-12.7%	10.9 x	11.7 x	7.9%	3.9%	11.4%	5.21%	-1.8%	-3.5%
ETF MSCI Ireland	0.2%	5.9%	-23.5%	12.9 x	13.8 x	7.3%	0.6%		2.15%	-8.3%	-6.6%
ETF MSCI Italy	1.1%	7.4%	-15.1%	8.8 x	9.5 x	8.3%	13.3%	14.3%	5.22%	-3.0%	-2.7%
ETF MSCI Netherlands	1.3%	6.4%	-10.9%	12.7 x	13.8 x	8.8%	6.2%	6.7%	3.63%	-1.9%	-2.7%
ETF MSCI Norway	0.5%	4.1%	-6.0%	11.5 x	12.9 x	11.7%	7.2%	20.9%	4.76%	-3.8%	-7.2%
ETF MSCI Spain	1.4%	7.6%	-15.0%	10.6 x	11.4 x	7.8%	6.9%	1.4%	4.80%	-2.1%	-2.0%
ETF MSCI Sweden	1.1%	7.0%	-8.1%	13.6 x	13.2 x	-2.7%	24.2%	3.3%	4.46%	-3.1%	6.3%
ETF MSCI Switzerland	3.2%	6.0%	-10.1%	14.2 x	15.4 x	7.9%	11.9%	27.2%	3.50%	-1.5%	-0.9%
ETF MSCI Europe Consumer Discretio	2.9%	8.3%	-17.5%	10.3 x	11.0 x	6.8%	8.0%	0.0%	3.68%	-2.7%	-2.1%
ETF MSCI Europe Consumer Staples	3.6%	3.0%	-11.3%	15.0 x	16.4 x	8.7%	10.6%	6.2%	3.46%	0.9%	1.2%
ETF MSCI Europe Energy	2.0%	3.9%	-5.0%	9.8 x	10.8 x	10.3%	6.6%	49.0%	5.94%	-3.4%	-9.8%
ETF MSCI Europe Financials	4.8%	8.2%	-21.8%	8.8 x	9.4 x	6.5%	10.6%	11.6%	5.60%	-2.1%	-0.4%
ETF MSCI Europe Health Care	3.0%	2.4%	-2.5%	13.8 x	15.2 x	9.6%	4.6%	5.0%	3.37%	-2.3%	-3.1%
ETF MSCI Europe Industrials	3.4%	7.1%	-15.0%	13.3 x	14.6 x	10.1%	11.5%	3.3%	3.22%	-1.6%	-1.2%
ETF MSCI Europe Information Techno	1.3%	10.6%	-8.2%	15.8 x	18.5 x	16.9%	16.7%	12.5%	1.72%	-1.0%	-2.6%
ETF MSCI Europe Materials	1.8%	7.1%	-16.4%	11.9 x	12.4 x	4.8%	5.0%	8.3%	4.15%	-4.0%	-5.2%
ETF MSCI Europe Real Estate	0.3%	9.4%	-17.5%	13.6 x	13.4 x	-1.2%	7.0%	-11.1%	5.01%	4.0%	5.8%
ETF MSCI Europe Communication Ser	1.4%	-0.3%	-10.7%	12.1 x	13.2 x	8.8%	10.8%	-5.9%	5.29%	-0.3%	-0.4%
ETF MSCI Europe Utilities	1.2%	5.4%	-1.3%	12.6 x	13.9 x	10.4%	5.6%	-3.4%	5.45%	0.4%	-0.3%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 25/01/2019



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, ACCURACY, 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 POSSIBILITY 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.