

Un marché US surévalué de 9% selon nos modèles

Conclusions

Le marché américain poursuit une ascension inexorable et a comblé son drawdown à partir du pic du 20 septembre 2018. Il a clôturé la semaine à un nouveau plus haut de 2940 points. Cette hausse est attribuée au virage à 180° de la Fed sur sa politique monétaire redevenue accommodante et un apaisement dans la guerre commerciale avec la Chine. Le taux à 30 ans est passé d'un plus haut de 3.48% à un point bas récent de 2.83%. Notre valorisation du marché a été ajustée en conséquence mais le marché s'est envolé plus vite que nos objectifs de cours, faisant fi des profits anémiques de 2019. Notre dernière estimation du S&P 500 est 2690 points pour une clôture à 2940, soit une surévaluation de 9%. Nous estimons qu'une partie de la hausse est technique : alors que les investisseurs traditionnels affichent des retraits nets de 15Mds\$ depuis le début de l'année, les entreprises ont racheté leurs propres titres à la cadence de 230Mds\$ sur 3 mois, faisant envoler leurs cours et améliorant d'autant leurs bénéfices par action. Le géant Apple par exemple doit publier des bénéfices en retrait de 23% sur T1 mais son bénéfice par action ne baissera que de 12%. Les marchés mondiaux ont suivi Wall Street avec l'indice MSCI World en hausse de 17% depuis le début de l'année et le S&P 500 de 18.2%. L'informatique affiche une hausse époustouflante de 27% alors que les profits sont quasi stables. Le secteur a multiplié ses cours par 5.3 sur 10 ans alors que l'indice les multipliait par 4. Nul ne sait où s'arrêtera la surperformance de l'économie digitale.

Les profits sont nettement en retard sur les cours. Le consensus table sur une hausse moyenne de 1.8% des profits par action en 2019 malgré le rachat de titres au rythme de 3.5% du capital. Les résultats du premier trimestre seront en baisse de 2% sur 1 an avec le secteur énergie à -32%. Les profits du secteur IT sont en baisse de 5%. Les financières, la santé, les industriels et les biens de consommation cycliques tirent leur épingle du jeu. Le deuxième trimestre sera également dans le rouge selon les dernières guidelines des entreprises. Le multiple 2019 du S&P 500 est à 17.7x et celui de 2020 à 15.5x si l'on croit au rebond de 11.4% des profits sur cette année. Notre estimation Top Down retient 9% et 7% pour 2021, pour autant que l'on ne traverse pas une récession. Cette prudence sur les profits se justifie par une croissance mondiale qui s'est effritée à 2.9% ce mois-ci par rapport aux 3.3% de 2018. Les prévisions pour les US sont également prudentes de la part de la Fed et du consensus des économistes à 2.3% pour 2019 et 1.8% en 2020 malgré les bons chiffres du premier trimestre. La hausse de 3.2% masque une très faible croissance de la consommation et une forte hausse de l'investissement à base de constitution de stock. La courbe des taux s'est un peu repentifiée depuis un mois et le 30 ans qui sert à notre modèle s'est tendu de 2.87% à 2.95%. Ce sont ces hypothèses qui nous donnent un objectif de cours de 2794 points fin 2019 et un cours instantané de 2690 points. Le CAGR ressort à 3.4%, en dessous de la croissance potentielle car le modèle intègre une forte probabilité de récession sur les 8 prochaines années. En cas de récession, la correction serait de 18% dans un premier temps pour se stabiliser à -10% ensuite. Cela fait un moment que nous sommes en position de sous pondération sauf une position d'achat fin 2019. Le marché nous a donné tort. Notre philosophie d'une saine gestion consiste à maintenir en permanence une exposition actions et à la faire varier légèrement autour de son benchmark. Nous sommes par exemple exposés à 34% pour un benchmark de 40%. Le niveau actuel de cours nous incite à maintenir la position de sous pondération, mais profiter d'une forte correction pour se repositionner.

Le marché Européen a quasiment atteint nos objectifs de cours et se trouve à son prix. Il est soutenu par des taux incroyablement bas mais il est contrarié par une rentabilité structurelle médiocre de ses sociétés.

Jacques Chahine



Le marché US hausse plus vite que nos objectifs de cours

Le marché américain poursuit une ascension inexorable et a comblé son drawdown à partir du pic du 20 septembre 2018 à 2931 points. Il a clôturé la semaine à un nouveau plus haut de 2940 points. Nous avons attribué cette hausse au virage à 180° de la Fed sur sa politique monétaire redevenue accommodante et à un apaisement dans la guerre commerciale avec la Chine. L'impact de cette politique s'est ressenti sur la courbe des taux jusqu'au 30 ans qui est passé d'un plus haut de 3.48% à un point bas récent de 2.83%. Ce que l'on oublie de mentionner c'est que cette baisse a fait gagner 13% au détenteur de cet emprunt d'État. Nos valorisations du marché ont bien entendu pris acte de cette baisse des taux et nos objectifs de cours ont progressé substantiellement. Malheureusement, le marché s'est envolé bien au delà de nos objectifs ignorant les profits anémiques de 2019 après une année exceptionnelle 2018 portée par une brillante économie et une réforme fiscale qui a gonflé les profits mécaniquement de plus de 10%. Notre dernière estimation du marché *instantanée* situe le S&P 500 à 2 690 points pour une clôture à 2940, soit une surévaluation de 9%. Nous analyserons en détail les hypothèses qui sous tendent ce constat.

Les sociétés acheteuses de dernier ressort de leurs titres

La hausse se fait sans conviction de la part des investisseurs. En effet, le solde net des investissements et retraits depuis le début de l'année est négatif de 15Mds\$ avec -40Mds pour les Sicav classiques. Ce dernier chiffre est compensé par le déport inexorable vers les ETF sur le marché américain. Mais ces chiffres sont minuscules eu égard à la taille du marché de 25.000 Mds\$, cependant ils auraient quand même pu agir négativement. Mais c'est sans compter sur les rachats massifs par les sociétés de leurs propres actions : 230Mds en T4 2018 soit un rythme annualisé de 4.2% ! Sur l'ensemble de 2018, les sociétés du S&P 500 ont racheté en moyenne 3.5% de leurs titres, en forte hausse sur 2017 où ils en avaient racheté 2.4%. Ils ont même fortement accéléré le mouvement en T4 où les cours étaient massacrés. L'amnistie fiscale accordée par Donald Trump aux sociétés qui avaient planqué leurs profits à l'étranger pour les rapatrier à bon compte a donc servi à l'ingénierie financière et non à l'investissement comme l'aurait voulu Mr Trump. Avec ces rachats, les sociétés ont fait coup double : soutenir leurs cours à bon compte et faire remonter mécaniquement leur bénéfice par action. Une partie de ces rachats a servi aux stocks options, qui sont le carburant de tous les grands groupes, et a diffusé un sentiment de richesse chez les cadres moyens et supérieurs.

Les marchés mondiaux ont suivi la tendance

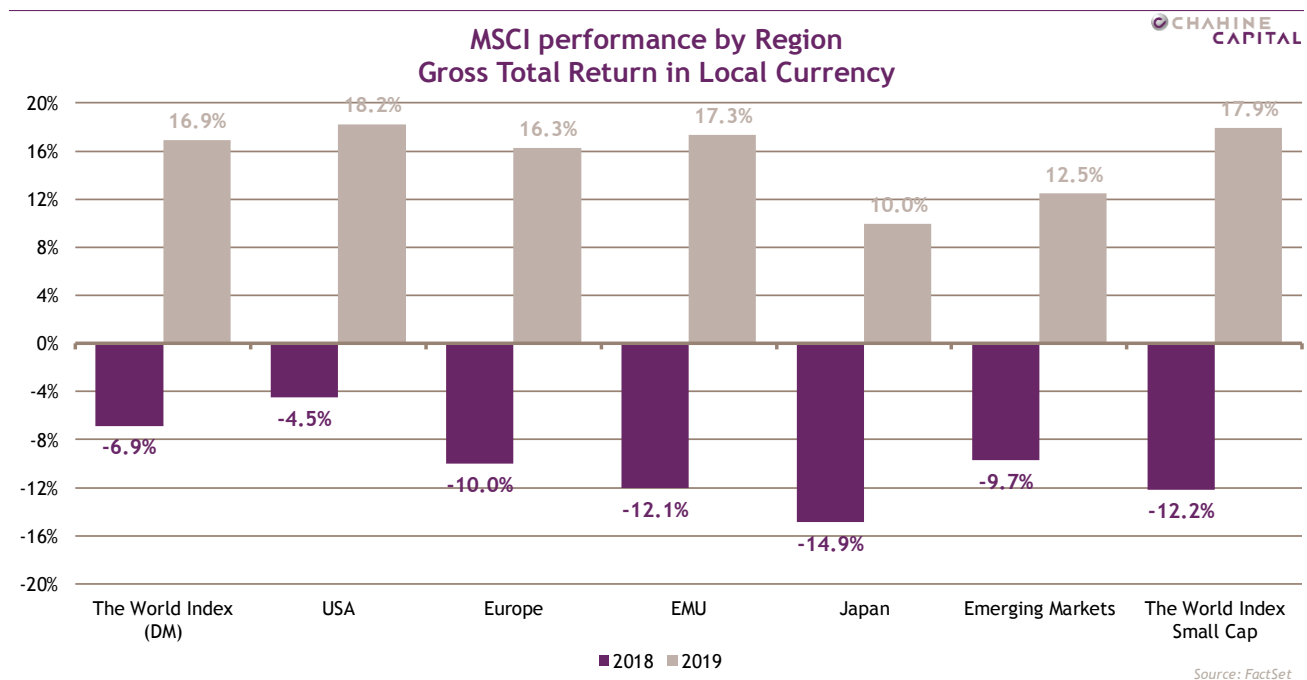
Les marchés mondiaux ont suivi la tendance américaine, eux aussi soutenus par des taux extrêmement bas voire négatifs dans la zone Euro. L'indice MSCI World est en progression de 16.9% depuis le début de l'année en incluant le dividende complet. Le marché américain fait encore mieux avec 18.2%, faisant complètement oublier la débâcle de 2018. La zone Euro rattrape les pertes de 2018 mais l'indice n'a pas encore retrouvé ses plus haut. Les marchés émergents et le Japon ont progressé nettement moins que la moyenne alors que les petites et moyennes capitalisations font un bon rattrapage sur une mauvaise année 2018.

Par secteur, l'informatique affiche des performances époustouflantes de 27% et le secteur continue de surperformer très largement le marché malgré des profits très faibles pour 2019. Depuis le rebond après la crise financière de 2008, le secteur a surperformé largement l'indice S&P 500 avec l'accélération de la transformation digitale. Sur 10 ans, les cours ont été multipliés par 5.3x contre 4x pour l'indice général. S'il est difficile de dire si ce sera le cas dans les 10 prochaines années, il nous semble que l'existence des géants comme les GAFAM sera un frein à l'innovation et des lois anti trust risquent de favoriser la concurrence.

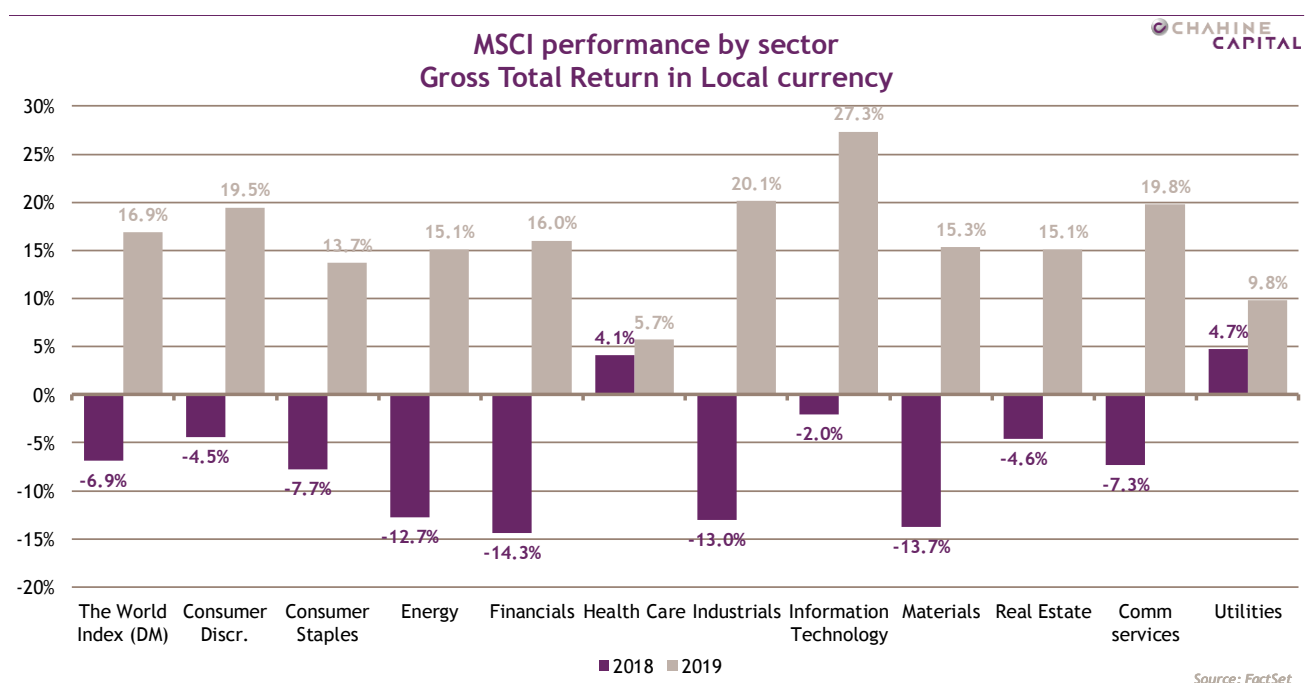


Le secteur industriel a le vent en poupe. Malgré ses déboires, Boeing progresse de 19% et Airbus de 44%. GE retrouve des ailes, Honeywell, United Technologies, Lockheed Martin, les groupes de chemins de fer ainsi que notre Vinci. Cela témoigne du dynamisme de l'économie américaine et de ses sociétés exportatrices.

Très belles performances en 2019



La technologie en tête des performances





On remarquera les bons scores du secteur de la communication où est classé Netflix et Facebook et les biens de consommation durables où se trouve Amazon. Le secteur financier peine à rattraper son retard de l'année dernière. Le secteur de la santé est affecté par les initiatives politiques pour bâtir une sécurité sociale aux USA, qui mettrait à mal tous les laboratoires qui pratiquent des prix 3 à 4 fois supérieurs à ce qu'ils sont à l'étranger.

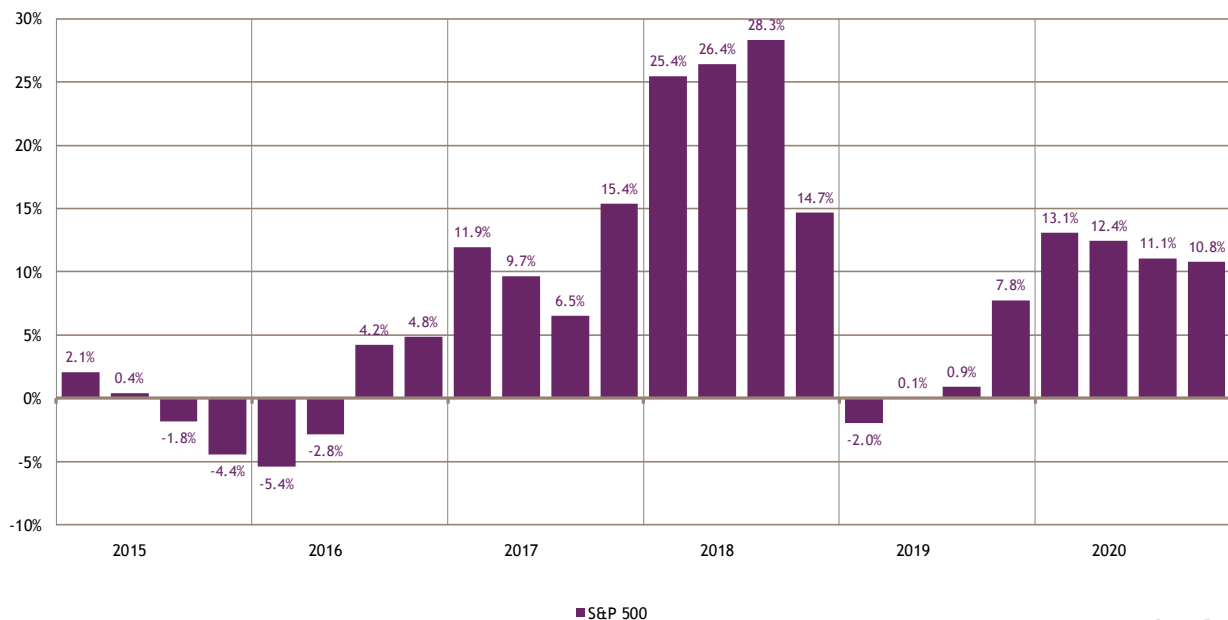
Les profits en retard sur les cours

La hausse du marché américain a été soutenue en priorité par la baisse des taux et son accélération grâce au rachat de leurs titres par les sociétés qui se poursuit intensivement en T1 selon nos derniers chiffres. Les profits en revanche ne seront pas au rendez vous pour 2019. Le consensus table sur une hausse moyenne de 1.8% des bénéfices *par action* pour 2019 et tenant compte de 3.5% de titres en moins, les profits seraient en baisse cette année.

Des profits et des cours gonflés par les rachats de titres

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE
CAPITAL



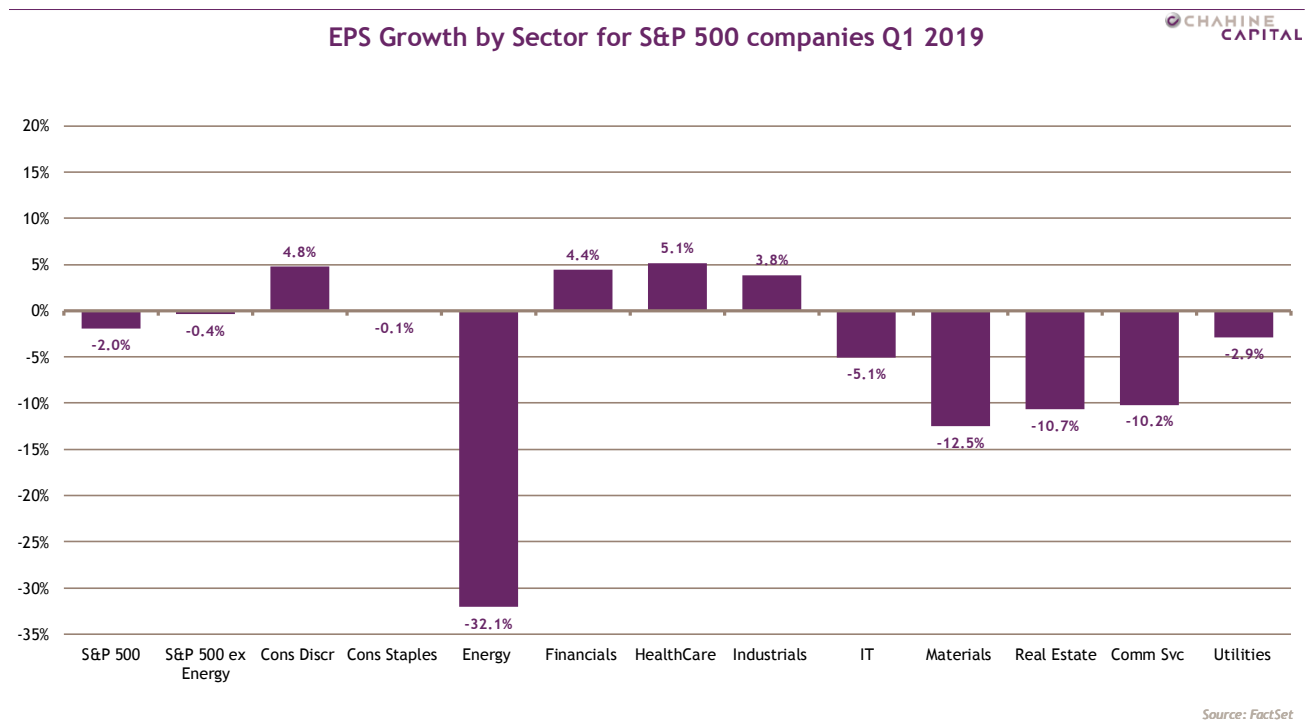
Les résultats du premier trimestre sont en baisse de 2%, avec le secteur énergie en chute de 32% compte tenu du prix du baril en T1. Excluant le pétrole, les profits sont à peu près égaux. Le secteur IT, qui a flambé en bourse, est dans le rouge avec Apple dont les profits sont prévus de plonger de 3.2Mds et 23% de moins qu'en T1. Mais son bénéfice par action ne baissera que de 12% grâce au rachat massif de ses actions. En 3 ans, son nombre d'actions a diminué de 17%. Beaucoup d'autres sociétés affichent des résultats en forte baisse comme Micron, Western Digital, Nvidia, Applied Materials, Qualcomm, Oracle, Seagate... Malgré ces baisses de profits, leurs cours sont en hausse entre 30 et 50%. Les sociétés qui ont surpris positivement incluent Microsoft et Visa.

Le nouveau secteur de la communication qui englobe les télécoms est en baisse de 10%. Facebook qui a surpris positivement affiche des profits en chute de 1.9Mds\$ sur 1 an et Google et Disney qui doivent pu-



blier dans la semaine sont prévus en baisse. Netflix a quelque peu déçu et tous les opérateurs veulent maintenant le concurrencer comme Amazon Prime, Hulu ou le nouveau service qu'Apple veut lancer.

Beaucoup de secteurs subissent un mauvais trimestre

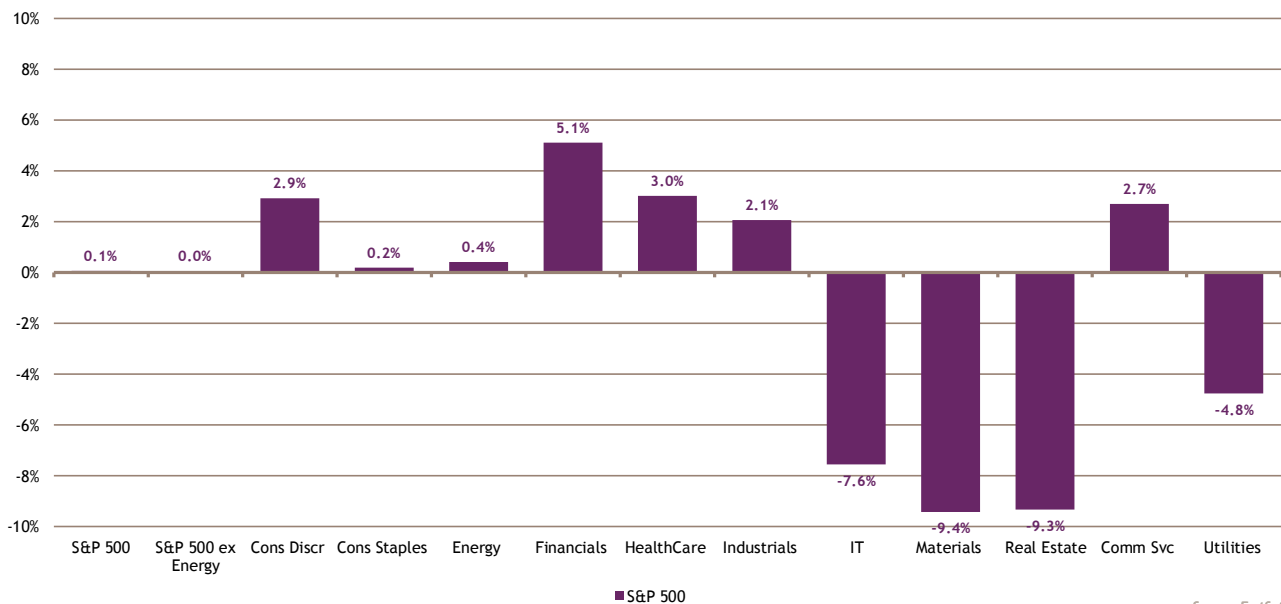


Le secteur des biens de consommation cycliques voit un ralentissement dans le secteur tourisme loisirs et grands magasins, le tout en faveur d'Amazon qui continue de s'accaparer des parts de marché. Malgré une courbe des taux défavorable, le secteur financier tire son épingle du jeu.

Pas d'amélioration au deuxième trimestre



EPS Growth by Sector for S&P 500 companies Q2 2019

CHAHINE
CAPITAL

La croissance des résultats au deuxième trimestre, qui a été pas mal cadrée avec les récentes parutions sera également nulle avec le secteur IT toujours dans le rouge. Les banques sont en revanche relativement confiantes. A la liste s'ajoute Boeing avec ses déboires sur son dernier avion 737 Max. Il y a plus de sociétés en hausse qu'en baisse, mais l'intensité des baisses est supérieure. Les résultats ont été révisés de 0.7% à la baisse et 2.5% si l'on se base exclusivement sur les parutions.

Nous donnons ci-dessous les principaux ratios de l'indice S&P 500 qui reste le marché directeur quoique l'on fasse. Il représente 59% de la capitalisation du MSCI World. Le P/E 2019 est à 17.7x les résultats et 2020 est à 15.5x si l'on croit au consensus de hausse des bénéfices de 11.4%. Le secteur énergie a été très volatile au gré des variations du pétrole ces dernières années. Les révisions sont aujourd'hui orientées à la hausse. Le secteur financier a connu une hausse exceptionnelle des profits en 2018 suite à la réforme fiscale et de la réglementation. Il est en bonne position pour 2019 tant qu'il n'y a pas de crise financière. Les banques américaines sont nettement mieux armées que les banques européennes.

Des P/E élevés justifiés par les taux bas



	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	S&P500	2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018	2019	Fiscal 20	Fiscal 19
S&P 500	100.0%	17.2%	-6.2%	15.9 x	17.7 x	11.4%	3.2%	21.7%	1.98%	-0.3%	-0.2%
S&P 500 ex Energy	94.9%	17.3%	-5.2%	16.0 x	17.7 x	10.6%	4.0%	18.8%	1.90%	-0.5%	-0.4%
Consumer Discr.	10.8%	22.5%	0.7%	20.0 x	22.6 x	13.0%	7.0%	18.2%	1.30%	-0.3%	-0.1%
Consumer Staples	7.8%	12.3%	-11.3%	18.2 x	19.5 x	6.9%	1.5%	12.1%	2.97%	-1.5%	-1.1%
Energy	5.1%	15.6%	-20.2%	14.5 x	18.2 x	26.1%	-9.4%	105.5%	3.43%	2.9%	4.8%
Financials	12.7%	16.2%	-14.8%	11.3 x	12.3 x	8.9%	7.9%	28.3%	2.21%	-0.8%	0.0%
Health Care	13.4%	2.8%	4.6%	14.1 x	15.5 x	10.0%	5.8%	12.8%	1.83%	0.3%	0.3%
Industrials	9.5%	20.5%	-15.0%	14.8 x	16.8 x	13.5%	6.2%	19.3%	1.96%	-1.3%	-2.8%
IT	21.5%	26.7%	1.9%	17.9 x	20.0 x	11.7%	1.2%	19.4%	1.49%	0.0%	-0.2%
Materials	2.5%	12.9%	-16.3%	15.5 x	17.3 x	11.0%	-7.3%	28.7%	2.21%	-6.5%	-4.9%
Real Estate	2.9%	15.8%	-5.6%	40.4 x	43.7 x	8.2%	-17.7%	15.4%	3.32%	-0.2%	1.4%
Comm Services	10.7%	22.4%	-7.8%	17.3 x	19.3 x	11.9%	4.7%	18.5%	1.34%	0.8%	0.5%
Utilities	3.1%	10.3%	0.6%	17.7 x	18.7 x	5.7%	0.8%	7.9%	3.38%	0.3%	-0.2%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 26/04/2019

Les hypothèses retenues dans notre modèle de valorisation

Les résultats de 2019 semblent être bien intégrés par le marché mais nous sommes perplexes devant le consensus de 2020 qui attend un rebond substantiel des profits de 11.4% et 10.6% hors énergie. Déjà ces chiffres sont lentement revus à la baisse alors que les prévisions du PIB américain pour 2020 sont molles : 1.8% pour un PIB mondial prévu en léger recul. Ces chiffres sont en ligne avec les prévisions de la Fed.

Les analystes attribuent ce ralentissement à la guerre commerciale provoquée par Trump tous azimuts. S'il veut être réélu, il faudra bien qu'il trouve un terrain d'entente avec la Chine et l'Europe évidemment. Nous estimons que la hausse des profits 2020 sera aux alentours de 9% et de 7% en 2021.

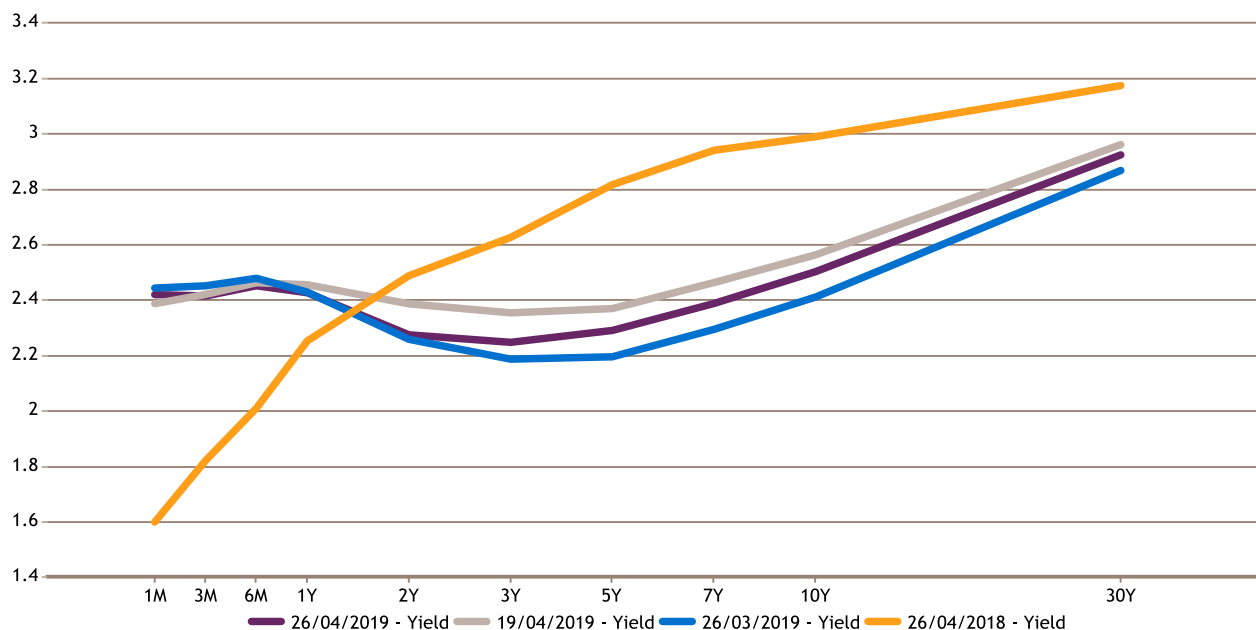
La courbe des taux s'est un peu repentifiée depuis un mois et le 30 ans qui sert à notre modèle s'est tendu de 2.87% à 2.95%.

Légère repentification de la courbe des taux



Chahine Capital

Yield Curve US



En retenant ces hypothèses comme scénario central, l'objectif de cours fin 2019 ressort à 2 794 points (qui tient compte d'une prime de risque de 3% et du dividende) et le cours instantané ressort à 2690 points soit 8.5% en dessous du cours actuel.

Un marché surévalué

S&P 500 - Valuation end 2019 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	2.50%	2.75%	2.95%	3.00%	3.25%
Mild recession: -2.8% in 2019, and 6% in 2020 - CAGR =2%	2 745	2 602	2 498	2 473	2 354
Implied Scenario CAGR 3.9% over 8 years	3 226	3 053	2 926	2 896	2 751
Base scenario: 2.1% in 2019 and 9% in 2020 - CAGR = 3.4%	3 072	2 912	2 794	2 766	2 632
Current Index S&P 500	2 940				

En septembre dernier, nous avons une surévaluation de 11% du marché avant la correction. Il est important de noter que le CAGR sur 8 ans ressort à 3.4% qui reflète une inflation de 1.9% et un PIB de 1.5%. Cela paraît évidemment restrictif, mais sur les 8 prochaines années il est quasi certain qu'il y aura une récession et une baisse substantielle des profits. Le CAGR qui justifie le prix actuel est à 3.8%. L'impact d'une variation de 25 bps sur les taux longs est de 5% sur le marché.

Nous modélisons toujours un scénario de récession ou fort ralentissement, dans lequel les taux longs vont tomber à 2.5%. Le cours instantané si cela arrivait soudainement serait une correction de 18% qui se stabiliserait à 10% avec la baisse des taux. Beaucoup de récessions n'ont pas eu d'impact plus important, sauf si l'on retient la correction du siècle de 2008.



Cela fait un moment que nous sommes en position de sous pondération sauf une position d'achat fin 2019. Le marché nous a donné tort. Nous rappelons notre philosophie selon laquelle une saine gestion ne consiste pas à être investi à 0 ou 100% mais à jouer à la marge par rapport à son benchmark. Notre Benchmark personnel par exemple est à 40% d'exposition actions (toutes catégories), nous sommes actuellement à 34% et l'immobilier direct est notre plus grande pondération. Aux cours actuels, nous ne nous renforçons pas. En revanche un investisseur qui est fortement liquide devrait réfléchir à se fixer un benchmark actions sur la durée et profiter d'une baisse du marché pour prendre position. Psychologiquement, on se fait un programme d'investissement sur 12 mois par exemple pour atteindre un seuil fixé.

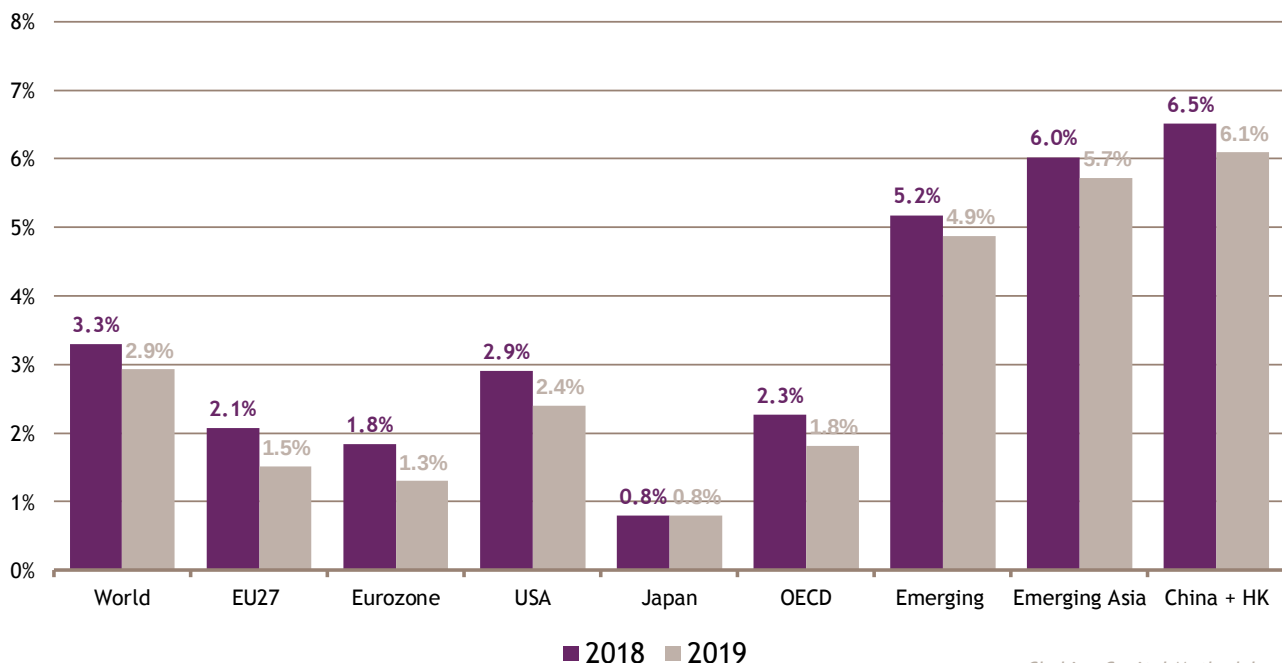
Croissance mondiale en léger recul à 2.9% selon notre modèle

La croissance mondiale 2019 a encore légèrement reculé ce mois-ci à 2.9% sous l'impact de l'Europe et légèrement des États-Unis. Malgré l'affichage d'une très bonne croissance américaine au 1^{er} Trimestre, 2019 ne sera pas impacté. En effet, la hausse de 3.2% annualisée récemment publiée, masque une hausse de 1.2% de la consommation, au lieu de 2.5% en moyenne sur les 4 trimestres précédents. Le rattrapage par l'investissement est en trompe l'œil car il s'agit essentiellement de constitution de stock.

Recul marqué de la croissance dans l'Union européenne

2019 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE
CAPITAL



Chahine Capital Methodology

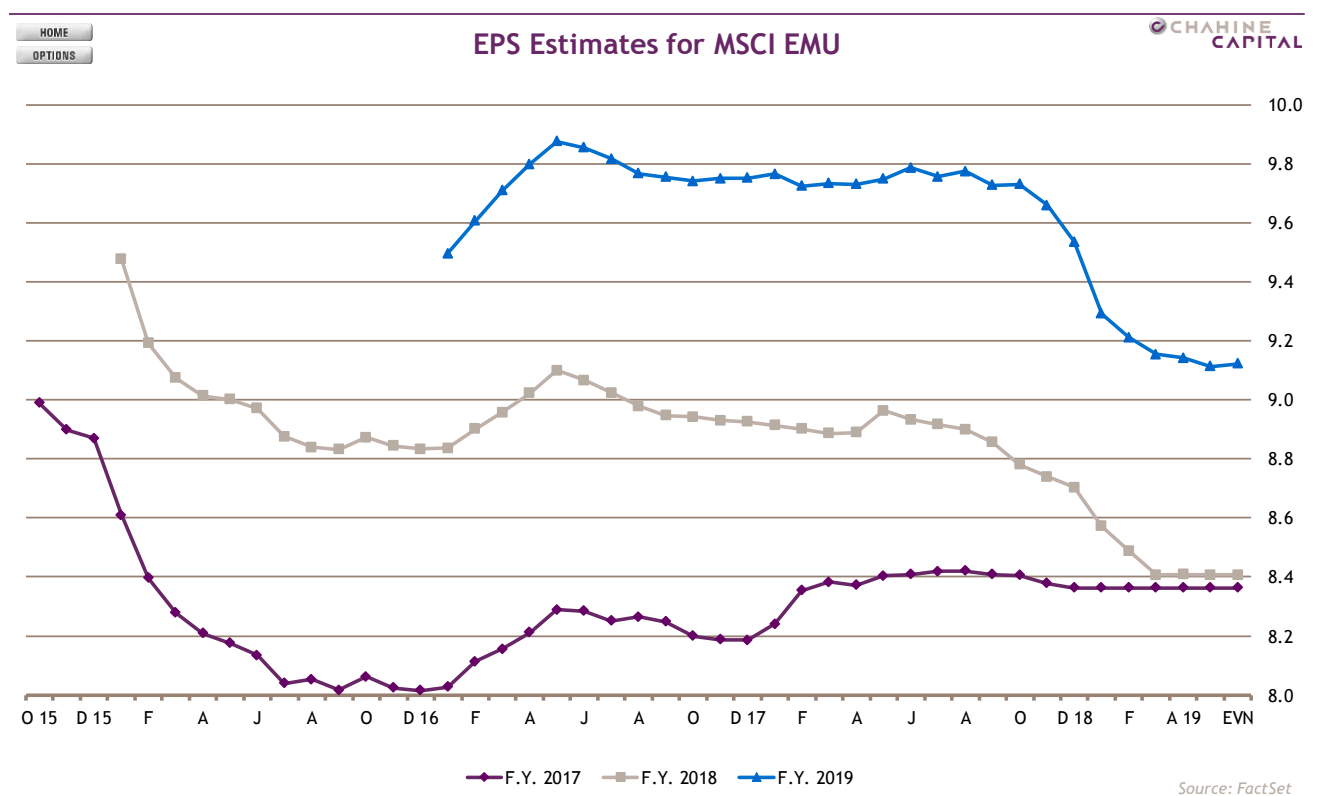
La stabilisation de l'économie au niveau actuel serait une bonne nouvelle dans la mesure où l'environnement des taux reste toujours très favorable. La prochaine attente est celle d'un accord commercial avec la Chine, mais on n'est pas à l'abri d'une mauvaise surprise car les Chinois « promettent tout et ne donnent rien ». L'Europe reste toujours sous l'emprise du Brexit et le moment où l'on verra débarquer des députés européens anglais s'approche. Est-ce que l'Europe va se réveiller après les prochaines élections ? Y aura-t-il un consensus sur la nécessité de faire bloc face à l'hégémonie américaine et chinoise ?



Marché Européen quasiment à son prix

En Europe, les consensus se suivent et se ressemblent. Des prévisions mirobolantes pendant des mois pour 2018 pour finir l'année à l'identique de 2017. On est encore dans la phase mirobolante de 2019 qui entame une pente descendante et on finira l'année avec 3% de hausse seulement selon nos estimations top down. Un investisseur institutionnel américain qui voudrait investir en Eurozone en se couvrant sur la devise bénéficie d'une prime de presque 3%, qui est le spread entre les taux négatifs pour l'Euro et les 2.5% pour le \$. Par exemple, un investisseur américain qui aurait acheté notre fonds Digital Stars Europe dans la classe USD aurait une performance de 20% depuis le début de l'année contre 19% pour un investisseur en €.

Des bénéfices toujours revus à la baisse



Notre scénario central montre un objectif de cours de 126 points contre 125 points à la clôture mais avec des dividendes importants à venir. Le dividende seul couvre quasiment la prime de risque de 3% + les taux longs. Cela reste une énigme pour les actuaires, sauf que le modèle s'obstine à dire que les profits seraient en baisse sur la durée, ce qu'il a évidemment constaté dans le passé. Le bénéfice par action de l'indice n'a toujours pas retrouvé son niveau de 2007 (15% en dessous !).

Le marché proche de notre objectif



MSCI EMU - Valuation end 2019

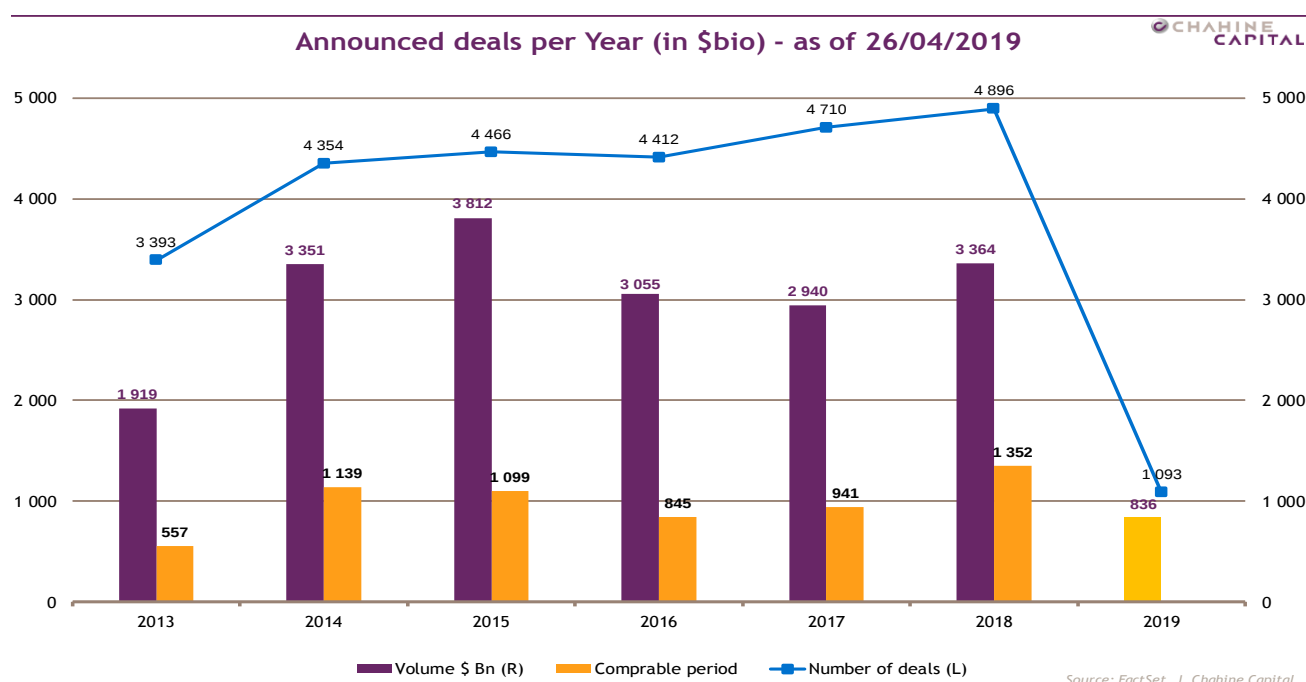
CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.00%	1.25%	1.34%	1.50%	1.75%
Depression scenario: -10% in 2019, and +5% in 2020 - CAGR = -6.8%	114	107	105	101	96
Implied Scenario: CAGR -4.9% over 8 years	136	128	125	120	114
Base scenario: 3% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -4.6%	137	129	126	121	115
Current Index MSCI EMU	125				

Recul des fusions acquisitions à fin avril

L'activité de fusions acquisitions a été soutenue en 2018 à 3.364Mds\$! contre 2940Mds en 2017. Elle a surtout eu lieu sur les premiers mois de l'année où les marchés étaient très soutenus. En revanche sur les 4 premiers mois de 2019 le volume s'est substantiellement contracté par rapport à la même période que l'an dernier passant de 1352Mds à 856Mds. Il est fort possible que la hausse des marchés ait renchéri les acquisitions et fait reculer les initiatives. Les gros deals sont dans l'informatique et la santé où les gros laboratoires acquièrent des sociétés dans la biotechnologie pour enrichir leur catalogue. Malgré le nombre réduit de sociétés pétrolières mondiales, les fusions se poursuivent comme la bataille autour de Anadarko Petroleum. Les taux toujours bas et des sociétés riches en cash à ne savoir qu'en faire devraient poursuivre le mouvement. Il faudra néanmoins surveiller si la concentration est telle que les lois de la concurrence sont bafouées.

La hausse des prix ralentit les fusions acquisitions





Conclusions

Le marché américain poursuit une ascension inexorable et a comblé son drawdown à partir du pic du 20 septembre 2018. Il a clôturé la semaine à un nouveau plus haut de 2940 points. Cette hausse est attribuée au virage à 180° de la Fed sur sa politique monétaire redevenue accommodante et un apaisement dans la guerre commerciale avec la Chine. Le taux à 30 ans est passé d'un plus haut de 3.48% à un point bas récent de 2.83%. Notre valorisation du marché a été ajustée en conséquence mais le marché s'est envolé plus vite que nos objectifs de cours, faisant fi des profits anémiques de 2019. Notre dernière estimation du S&P 500 est 2690 points pour une clôture à 2940, soit une surévaluation de 9%. Nous estimons qu'une partie de la hausse est technique : alors que les investisseurs traditionnels affichent des retraits nets de 15Mds\$ depuis le début de l'année, les entreprises ont racheté leurs propres titres à la cadence de 230Mds\$ sur 3 mois, faisant envoler leurs cours et améliorant d'autant leurs bénéfices par action. Le géant Apple par exemple doit publier des bénéfices en retrait de 23% sur T1 mais son bénéfice par action ne baissera que de 12%. Les marchés mondiaux ont suivi Wall Street avec l'indice MSCI World en hausse de 17% depuis le début de l'année et le S&P 500 de 18.2%. L'informatique affiche une hausse époustouflante de 27% alors que les profits sont quasi stables. Le secteur a multiplié ses cours par 5.3 sur 10 ans alors que l'indice les multipliait par 4. Nul ne sait où s'arrêtera la surperformance de l'économie digitale.

Les profits sont nettement en retard sur les cours. Le consensus table sur une hausse moyenne de 1.8% des profits par action en 2019 malgré le rachat de titres au rythme de 3.5% du capital. Les résultats du premier trimestre seront en baisse de 2% sur 1 an avec le secteur énergie à -32%. Les profits du secteur IT sont en baisse de 5%. Les financières, la santé, les industriels et les biens de consommation cycliques tirent leur épingle du jeu. Le deuxième trimestre sera également dans le rouge selon les dernières guidelines des entreprises. Le multiple 2019 du S&P 500 est à 17.7x et celui de 2020 à 15.5x si l'on croit au rebond de 11.4% des profits sur cette année. Notre estimation Top Down retient 9% et 7% pour 2021, pour autant que l'on ne traverse pas une récession. Cette prudence sur les profits se justifie par une croissance mondiale qui s'est effritée à 2.9% ce mois-ci par rapport aux 3.3% de 2018. Les prévisions pour les US sont également prudentes de la part de la Fed et du consensus des économistes à 2.3% pour 2019 et 1.8% en 2020 malgré les bons chiffres du premier trimestre. La hausse de 3.2% masque une très faible croissance de la consommation et une forte hausse de l'investissement à base de constitution de stock. La courbe des taux s'est un peu repentifiée depuis un mois et le 30 ans qui sert à notre modèle s'est tendu de 2.87% à 2.95%. Ce sont ces hypothèses qui nous donnent un objectif de cours de 2794 points fin 2019 et un cours instantané de 2690 points. Le CAGR ressort à 3.4%, en dessous de la croissance potentielle car le modèle intègre une forte probabilité de récession sur les 8 prochaines années. En cas de récession, la correction serait de 18% dans un premier temps pour se stabiliser à -10% ensuite. Cela fait un moment que nous sommes en position de sous pondération sauf une position d'achat fin 2019. Le marché nous a donné tort. Notre philosophie d'une saine gestion consiste à maintenir en permanence une exposition actions et à la faire varier légèrement autour de son benchmark. Nous sommes par exemple exposés à 34% pour un benchmark de 40%. Le niveau actuel de cours nous incite à maintenir la position de sous pondération, mais profiter d'une forte correction pour se repositionner.

Le marché Européen a quasiment atteint nos objectifs de cours et se trouve à son prix. Il est soutenu par des taux incroyablement bas mais il est contrarié par une rentabilité structurelle médiocre de ses sociétés.

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 25/04/2019 (in local currency)

Data as of 25/04/19	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
MSCI The World Index	100.0%	15.0%	-10.3%	14.7 x	16.1 x	10.1%	4.2%	12.5%	2.54%	-1.1%	-1.0%
MSCI USA	61.0%	17.1%	-6.5%	15.9 x	17.8 x	11.7%	3.3%	21.8%	1.96%	-0.3%	-0.2%
MSCI Japan	8.1%	8.6%	-15.8%	11.8 x	12.4 x	4.9%	0.3%	3.1%	2.65%	-1.9%	-2.1%
MSCI EMU	14.1%	15.9%	-14.5%	12.5 x	13.7 x	9.6%	8.7%	0.5%	3.60%	-0.6%	-0.8%
MSCI Europe	25.6%	15.2%	-13.0%	12.9 x	14.1 x	9.1%	9.0%	5.5%	3.85%	-0.6%	-0.7%
MSCI Europe ex Energy	23.6%	15.4%	-13.7%	13.2 x	14.3 x	8.4%	9.6%	2.3%	3.71%	-0.7%	-0.8%
MSCI Austria	0.1%	18.8%	-26.7%	9.6 x	10.3 x	7.2%	-9.5%	9.2%	3.97%	1.3%	0.8%
MSCI Belgium	0.6%	20.7%	-24.9%	15.1 x	16.2 x	7.4%	13.2%	-0.5%	3.19%	-1.1%	0.1%
MSCI Denmark	0.7%	12.5%	-12.4%	17.4 x	20.0 x	14.8%	1.3%	-1.1%	2.45%	0.4%	0.1%
MSCI Finland	0.4%	9.5%	-1.5%	14.4 x	16.2 x	12.1%	8.7%	2.4%	4.70%	0.0%	0.2%
MSCI France	5.2%	17.1%	-9.7%	13.3 x	14.7 x	10.4%	8.6%	6.6%	3.37%	0.0%	0.0%
MSCI Germany	3.7%	15.4%	-20.2%	11.8 x	13.0 x	10.0%	10.6%	-9.6%	3.35%	-1.0%	-2.0%
MSCI Great-Britain	5.9%	10.0%	-12.7%	12.0 x	13.1 x	8.3%	3.0%	10.1%	4.77%	-0.2%	-0.2%
MSCI Ireland	0.2%	14.5%	-23.5%	14.2 x	15.3 x	7.6%	-3.3%		1.99%	-0.8%	-0.8%
MSCI Italy	1.0%	17.2%	-15.5%	9.9 x	10.8 x	8.4%	7.0%	14.5%	4.71%	-1.2%	-0.3%
MSCI Netherlands	1.3%	17.5%	-10.9%	14.1 x	15.6 x	10.1%	3.0%	7.8%	3.23%	-1.0%	-0.7%
MSCI Norway	0.5%	8.6%	-6.0%	12.5 x	14.4 x	15.8%	1.1%	19.4%	4.55%	-0.8%	-0.7%
MSCI Spain	1.4%	11.5%	-15.0%	11.2 x	12.0 x	7.0%	12.9%	-5.5%	4.65%	-0.5%	-0.3%
MSCI Sweden	1.1%	20.2%	-8.1%	15.1 x	15.3 x	1.4%	34.4%	-7.2%	3.96%	0.9%	0.8%
MSCI Switzerland	3.1%	15.8%	-10.1%	15.6 x	17.0 x	9.3%	11.8%	25.5%	3.30%	0.3%	-0.4%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.0%	20.6%	-17.5%	11.9 x	12.9 x	8.2%	11.6%	-7.7%	3.30%	-1.0%	-2.4%
MSCI Europe Consumer Staples	3.8%	16.6%	-11.3%	17.0 x	18.4 x	8.2%	10.0%	7.6%	3.06%	-0.6%	-0.4%
MSCI Europe Energy	2.0%	13.2%	-5.0%	10.5 x	12.2 x	16.0%	3.0%	48.9%	5.46%	0.3%	-0.4%
MSCI Europe Financials	4.6%	14.7%	-21.8%	9.7 x	10.3 x	6.9%	11.9%	6.2%	5.20%	-1.3%	-1.4%
MSCI Europe Health Care	2.9%	7.9%	-2.5%	14.5 x	15.8 x	9.1%	5.6%	5.1%	3.27%	0.6%	1.1%
MSCI Europe Industrials	3.5%	20.7%	-15.0%	15.3 x	16.9 x	10.5%	9.0%	2.9%	2.79%	-0.9%	-1.3%
MSCI Europe Information Technology	1.3%	25.7%	-8.2%	18.4 x	21.9 x	19.1%	12.5%	12.2%	1.49%	-0.2%	-0.4%
MSCI Europe Materials	1.8%	18.4%	-16.4%	13.0 x	13.7 x	5.6%	11.9%	1.8%	3.89%	1.3%	1.6%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	12.1%	-17.5%	14.6 x	13.9 x	-4.7%	-15.8%	12.3%	4.73%	-2.1%	0.6%
MSCI Europe Communication Service	1.3%	2.1%	-10.7%	12.9 x	13.9 x	8.3%	5.6%	-4.2%	5.16%	-2.5%	-1.4%
MSCI Europe Utilities	1.2%	9.6%	-1.3%	13.2 x	14.8 x	12.0%	15.0%	-13.6%	5.18%	-1.3%	-1.5%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 25/04/2019



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.