

Trump risque d'entraîner une récession sans le vouloir

Conclusions

Trump a réussi l'exploit de se mettre à dos toute la planète avec son « America First ». Il bataille avec la Chine, le Mexique, le Canada, le Japon et compte passer à l'acte avec l'Europe. Il s'est mis à l'écart du monde en dénonçant les accords de Paris sur le climat, en remettant en question l'OTAN, en dénonçant les accords nucléaires avec l'Iran, en soufflant sur les braises pour envenimer le Brexit et casser l'Union Européenne. Nous ne lui donnons pas tort sur le bras de fer entretenu avec la Chine. C'est un pays qui a trompé toute la planète en s'accaparant illégalement ou par contrainte les propriétés intellectuelles pour copier tout ce que l'Occident sait faire. Il a joué la concurrence exacerbée des pays libéraux pour développer sur place une industrie de plus en plus compétitive grâce à une main d'œuvre abondante et peu chère. Il a profité de l'ouverture mondiale pour inonder la planète alors que le marché chinois reste régulé aux mains du parti communiste. Depuis le 6 avril 2017, date à laquelle Trump et Xi se sont donnés 100 jours pour régler le différend, la guerre commerciale fait rage, allant de rebondissement en rebondissement. Elle s'est vivement accélérée en août, chaque pays tirant avec un bazooka plus grand que celui de l'adversaire, la Chine ayant recours à la dévaluation du Yuan. Les négociations piétinent et les marchés financiers vivent entre espoir et désespoir de voir une solution. Chaque nouvelle est suivie d'une vive réaction des marchés, qui réagissent par ailleurs à l'effondrement des taux longs et à l'inversion de la courbe.

Dans cette guérilla qui dure depuis 18 mois le ralentissement mondial se fait sentir. L'automobile allemande par exemple en souffre par ricochet. Les BMW et Mercedes sont exportées des US vers la Chine, sont donc taxées comme produits américains et leur cours en bourse dégringole. La croissance mondiale s'est effritée de 1/10^{ème} de point à 2.8% (en devises). L'Allemagne souffre le plus en zone Euro et sa croissance 2019 est réduite à 0.7%. La croissance US est revue à la baisse pour 2019 et 2020. Singapour, la plate forme du commerce mondial, a vu sa croissance réduite de moitié cette année. Le Brésil s'oriente vers la récession malgré les rodomontades du populiste Bolsonaro. Et l'impact d'un Brexit dur ne semble pas pris en compte. Les chiffres officiels ne montrent pas de ralentissement en Chine, mais le marché automobile s'est littéralement effondré et l'Australie voit ses exportations de matières premières freinées et sa devise au plus bas historique. Les indicateurs avancés PMI manufacturiers s'effondrent aux US et en Europe, alors que les services résistent. Malgré tout, l'économie américaine tourne correctement avec un chômage au plus bas historique et une confiance élevée des consommateurs. Ceci pourrait vite changer si quelques sociétés venaient à licencier afin de faire face à des augmentations de leurs coûts ou baisses de leurs exportations.

La courbe des taux reste une source d'inquiétude des marchés, le 30 ans américain a même touché les 2%. La Fed se dit prête à réagir à un ralentissement économique, mais répond à Trump qu'elle ne peut rien face aux désordres commerciaux. Les taux en zone Euro se sont encore creusés dans le négatif jusqu'à 30 ans en Allemagne ! Du coup, l'or trouve son intérêt comme valeur refuge.

Les profits des sociétés américaines accélèrent leurs révisions à la baisse, 2019 a été revu de +1% à 0% et 2020 entame une révision rapide de 1.5% sur 2 mois. Cela a entraîné une révision substantielle de notre CAGR de 3.2% à 2.1%. En zone Euro, on sera heureux d'avoir des profits stables. La baisse des taux est venue compenser quelque peu la faiblesse des profits et notre objectif de cours ressort à 2951 points, 100 points au-dessus des cours de clôture. C'est un point d'entrée intéressant pour des acteurs peu investis. Le scénario d'une récession mettrait les cours entre 2580 et 2744. Nous préconisons de prévoir un ordre d'achat à partir de 2744. Nous maintenons une opinion de pondération en-dessous de son benchmark (35% au lieu de 40% dans notre cas).

Jacques Chahine



Marchés financiers entre espoir et désespoir

Trump a réussi l'exploit de se mettre à dos toute la planète avec son « America First ». Il a remis en cause le NAFTA, le marché commun avec le Canada et le Mexique, et le nouvel accord n'est toujours pas validé par le Congrès. Il bataille avec l'Union Européenne, le Japon, et en priorité avec la Chine. Il s'est mis à l'écart du monde en dénonçant les accords de Paris sur le climat, en remettant en question l'OTAN, en dénonçant les accords nucléaires avec l'Iran, en soufflant sur les braises pour envenimer le Brexit et casser l'Union Européenne, en menaçant tout État de sanctions s'il ne rentre pas dans le rang. Et la liste des conflits ouverts et à ouvrir est longue.

Nous ne lui donnons pas tort sur le bras de fer entretenu avec la Chine. C'est un pays qui a trompé toute la planète en s'accaparant illégalement ou par contrainte les propriétés intellectuelles pour copier tout ce que l'Occident sait faire. Il a joué la concurrence exacerbée des pays libéraux pour développer sur place une industrie de plus en plus compétitive grâce à une main d'œuvre abondante et peu chère. Il a profité de l'ouverture mondiale pour inonder la planète alors que le marché chinois reste régulé aux mains du parti communiste.

Le loup solitaire Trump aurait pu se faire des vrais alliés dans son combat contre la Chine, notamment en Europe qui souffre des mêmes travers que l'Amérique. Il fait le contraire et prépare une guerre commerciale avec l'Europe qui a le malheur de vendre trop de Mercedes et BMW aux États-Unis. Au lieu d'accélérer un accord mondial au sein de l'OCDE sur la taxation des multinationales, il défend ce lobby et menace de taxer lourdement les vins français parce que le pays a institué une taxe GAFA à minima en attendant un accord international.

Depuis le 6 avril 2017, date à laquelle Trump et Xi se sont donnés 100 jours pour régler le différend, la guerre commerciale fait rage avec la Chine, allant de rebondissement en rebondissement. Les Chinois ne bougent pas sur les problèmes de fond sur la propriété intellectuelle, le transfert forcé de technologie ou les subventions déguisées. Les américains ont cru que les chinois allaient mettre ces engagements dans la loi, sans savoir comme disait de Funès à son chauffeur dans Rabbi Jacob « Vous promettez tout et moi je ne donne rien ». Les chinois espéraient encore une fois s'en tirer avec de vagues promesses verbales. Les négociations piétinent et les marchés financiers vivent entre espoir et désespoir de voir une solution.

Face à des négociations bloquées, le 1^{er} août Trump tire au bazooka en annonçant des droits de douane de 10% sur 300Mds\$ de marchandises à partir du 1^{er} septembre. Le marché corrige de 2% en deux jours. Les chinois répliquent avec autre tir surprise en dévaluant leur Yuan le 5 août qui passe de 6.9 à 7.04 pour 1 \$, une brutalité peu observée dans le passé. Le marché corrige de 3% le jour même. Avec les corrections « continues » faites par la Banque Centrale depuis 18 mois, le \$ a grimpé de 6.28 à 7.04, une appréciation de 12% qui a déjà absorbé les dernières hausses prévues des droits de douane.

Devant la volatilité et le recul des marchés, Trump fait une cuisante reculade le 13 août sur les énormes taxations à 10% du 1^{er} septembre, qui touchent directement le porte monnaie du peuple. Il a eu « pitié » pour les consommateurs qui auraient dû payer cette taxe sur les smartphones, les jeux vidéo, les ordinateurs, les jeux... durant les fêtes de Noël. Il recule leur taxation au 15 décembre. Une revue alambiquée de ces tarifs était publiée dans l'espoir d'amadouer le négociateur chinois. Le marché reprend espoir et termine la journée en hausse de 1.5%.



La Chine utilise l'arme de la dévaluation du Yuan

Chahine Capital

Yuan Exchange Rate



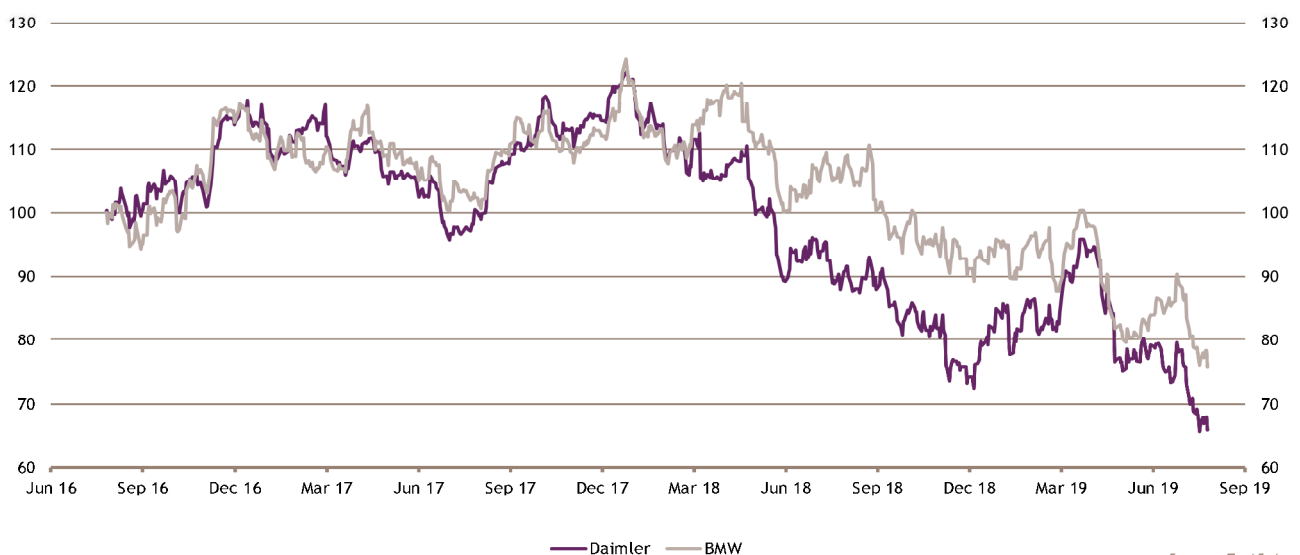
Source: FactSet

L'espoir d'une trêve commerciale ne dure qu'un jour. Le lendemain 14 août les craintes d'une récession refont surface avec la courbe des taux inversée et le marché chute de 2.9% pour reprendre ses esprits dans les jours et la semaine qui suit et s'approcher à nouveau des 3000 points pour le S&P 500. Et puis, coup de tonnerre vendredi dernier 23 août en pleine torpeur de l'été, la Chine annonce des nouveaux droits de douane sur 75Mds\$ de marchandises qui touchent le soja, la viande et surtout une taxe de 25% sur les automobiles et les pièces détachées. Cette taxe impacte surtout Daimler et BMW qui exportent leurs voitures made in USA.

L'automobile allemande victime de la guerre commerciale

CHAHINE CAPITAL

Price Base 100 for Daimler and BMW



Source: FactSet



Le marché chute comme une pierre avec 3% de baisse au plus bas pour s'établir à -2.6% et terminer la semaine à 2847 points pour le S&P 500. Après la clôture du marché, la réponse de Trump est immédiate pour ajouter encore 5% de droits de douanes sur ceux déjà existants ou prévus. À noter au passage néanmoins, que les produits chinois qui touchent de près la poche du consommateur restent prévus pour être taxés après les fêtes, ce qui laisse le temps de la négociation. Et Trump exhorte ouvertement les compagnies américaines de délocaliser ailleurs leurs opérations de la Chine, y inclus aux US. Cela reste des paroles en l'air car il est très difficile de trouver une alternative à une main d'œuvre devenue qualifiée et toujours bon marché pour du travail spécialisé. Cela se fait déjà pour des produits à faible valeur ajoutée comme le textile parti au Bangladesh ou au Vietnam, mais c'est très problématique pour des produits industriels ou électroniques. Les pays candidats sont le Vietnam, l'Indonésie, l'Inde qui devraient profiter de la guerre commerciale.

Ni Trump ni Xi Jinping ne semblent prêts à reculer, et on sait que perdre la face est la chose la plus terrible dans la culture chinoise. Trump par contre n'en est pas à sa première reculade et il a sa réélection en vue et sa hantise est de voir la bourse s'effondrer avec une récession à la clé. Sa politique brutale ne semble pas avoir produit ses effets sur la Chine qui fait tout pour acquérir une autonomie dans tous les domaines et notamment dans l'économie digitale. Les sociétés américaines du secteur seront les premières perdantes.

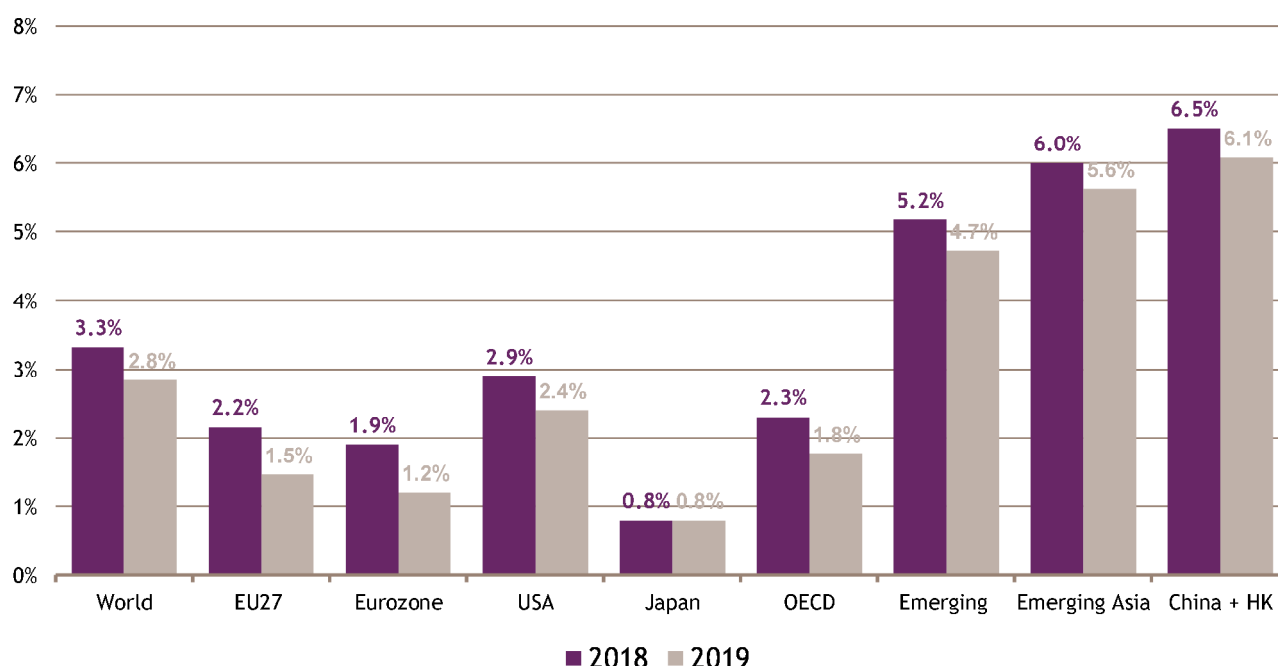
Le ralentissement mondial se fait sentir

Ce paysage d'une guerre commerciale qui n'arrête pas de s'exacerber impacte déjà l'économie mondiale qui n'arrête pas de ralentir. L'Allemagne souffre le plus en zone Euro comme on l'a vu avec l'impact déjà visible sur l'industrie automobile.

Effritement de la croissance mondiale 2019

2019 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE
CAPITAL



Chahine Capital Methodology



La croissance américaine a été revue à la baisse de 2.5 à 2.3% après la parution des chiffres décevants du 2^{ème} trimestre et le consensus 2020 est revu de 1.9 à 1.8%. La croissance mondiale s'est effritée de 1/10^{ème} de point de 2.9% à 2.8%. Le hard Brexit ne semble pas pris en compte dans les prévisions, car personne n'en sait rien. S'il devait survenir, l'Europe et la Grande-Bretagne seraient tous les deux perdants avec un ricochet pour les économies extérieures. La guerre commerciale ouverte entre le Japon et la Corée entraîne un ralentissement de 0.25% de la croissance de ce dernier pays. La plus emblématique baisse vient de Singapour qui est la plateforme par excellence du commerce mondial. Le gouvernement vient de diviser par deux la croissance de 2019 suite au ralentissement de la demande extérieure. Malgré les rododromes du populiste Bolsonaro, le pays semble se diriger droit vers la récession dans la foulée de son voisin argentin. La Chine, comme on le sait fabrique la croissance décrétée par le Parti, qui se maintient à 6.2%.

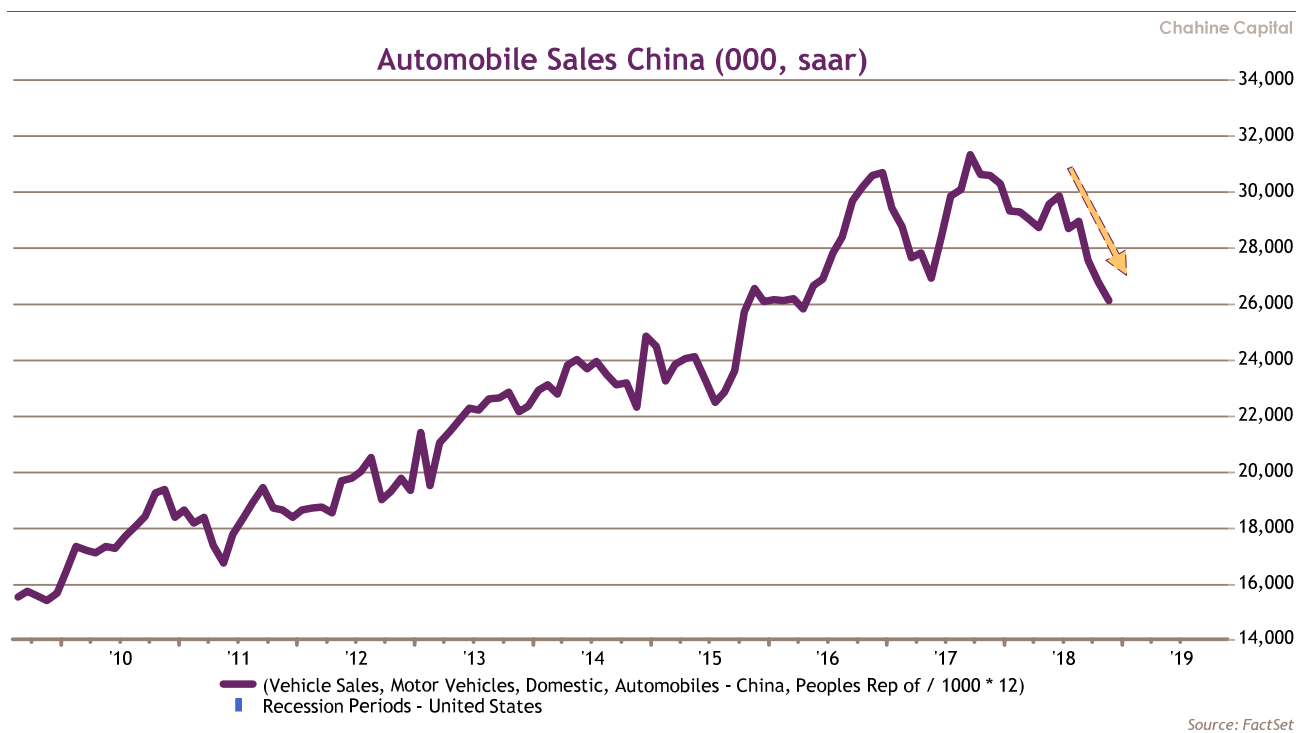
Effritement de la croissance mondiale 2019

	2019 GDP Forecast main Countries			
Country	31/05/19	30/06/19	31/07/19	24/08/19
AR	-1.20	-1.20	-1.35	-1.35
AU	2.25	2.00	2.00	2.00
BR	2.00	1.00	1.00	1.00
CA	1.50	1.40	1.40	1.40
CN	6.30	6.20	6.20	6.20
DE	0.90	0.80	0.70	0.70
ES	2.20	2.30	2.30	2.30
Euz	1.10	1.20	1.10	1.10
FR	1.20	1.30	1.30	1.30
GB	1.20	1.30	1.30	1.30
ID	5.10	5.07	5.07	5.03
IN	7.00	7.00	6.70	6.70
IT	0.10	0.20	0.10	0.10
JP	0.70	0.70	0.70	0.70
KR	2.30	2.20	2.10	2.05
RU	1.40	1.35	1.20	1.20
SG	2.40	2.05	1.30	1.25
TH	3.80	3.45	3.30	3.30
TW	2.10	2.00	2.00	2.00
US	2.40	2.50	2.50	2.30

Mais le ralentissement chinois est visible à travers plusieurs indicateurs. La Chine est le plus gros partenaire de l'Australie pour ses matières premières. Le prix du minerai de fer s'est effondré au mois d'août en anticipation du ralentissement de la demande chinoise. Dans la foulée, le \$ Australien atteint son plus bas historique face au \$ US. La Chine importe moins de minerai de fer, car le marché automobile s'est effondré passant de 31M de véhicules/an à 26M. Cela impacte tous les constructeurs présents en Chine, d'autant plus que le pays s'oriente vers une industrie locale orientée vers le véhicule électrique.

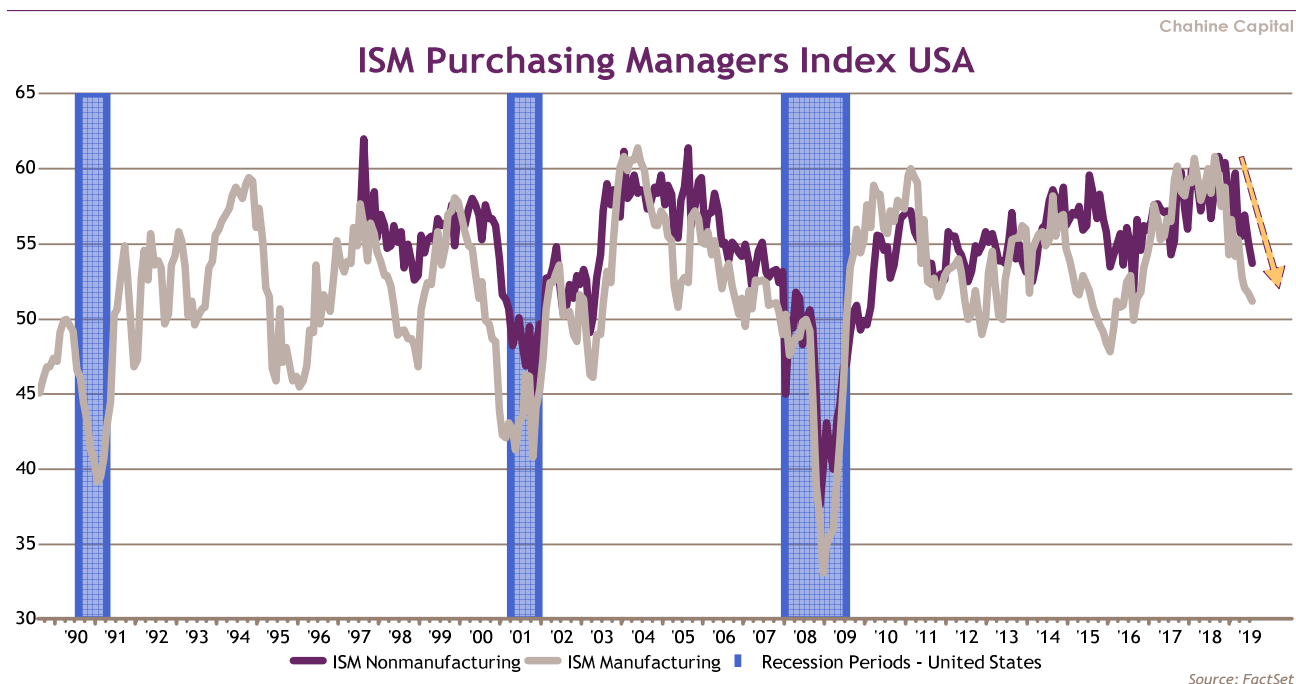


Effondrement du marché automobile chinois



Un indicateur important continue d'être mal orienté aux US et ailleurs, il s'agit des indices ISM ou PMI manufacturiers et services.

Sensible retournement des indices des directeurs d'achat





Depuis les guerres commerciales de Trump, ces indices n'arrêtent pas de baisser mois après mois, sans néanmoins descendre en dessous de la barre des 50 qui indique une contraction. Toutes les récessions ont été précédées d'indicateurs négatifs (mais les indicateurs négatifs n'ont pas été toujours suivis de récession). Il en est de même de l'inversion de la courbe des taux qui est le deuxième sujet qui inquiète les marchés après la guerre commerciale. L'économie américaine apparaît saine vue au jour le jour, avec un taux de chômage au plus bas historique depuis 50 ans ! La confiance des consommateurs reste au plus haut. Mais il suffit que les sociétés impactées par la guerre commerciale commencent à réduire leurs coûts en procédant à des licenciements pour que la propagation des craintes s'accélère.

Les indices PMI ne se portent pas mieux en zone Euro, l'indice manufacturier est en-dessous de 50 depuis le début de l'année, notamment en Allemagne où il est descendu à 43, alors que l'indice français repasse positif à 51. Les indices des services restent en revanche bien orientés.

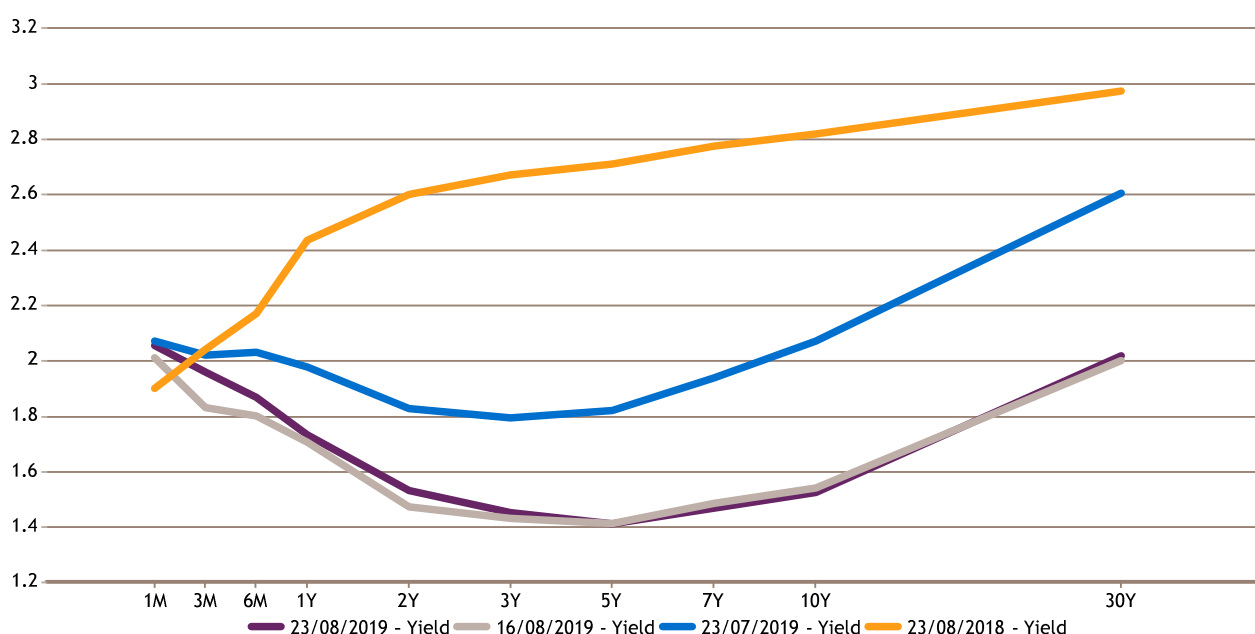
La courbe des taux inquiète sérieusement les marchés

La deuxième inquiétude des marchés après la guerre commerciale est l'inversion de la courbe des taux qui signale des anticipations de ralentissement, voire de récession. Le graphique ci-dessous illustre la transformation de la courbe en 1 an ! de bien pentue à une cuvette inversée jusqu'à 5 ans. Cela signifie que le marché anticipe des baisses sérieuses à venir de la part de la Fed. Celle-ci s'est pliée en juillet aux désirs du marché qui en demande encore plus. La Fed est divisée sur le sujet, et déclare que son action sera dictée par les données économiques. Mais la Fed répond à Trump que son action ne pourra pas faire face à la guerre économique qui fait rage et qui obscurcit les perspectives économiques.

L'inversion de la courbe s'est fortement accentuée en août

Chahine Capital

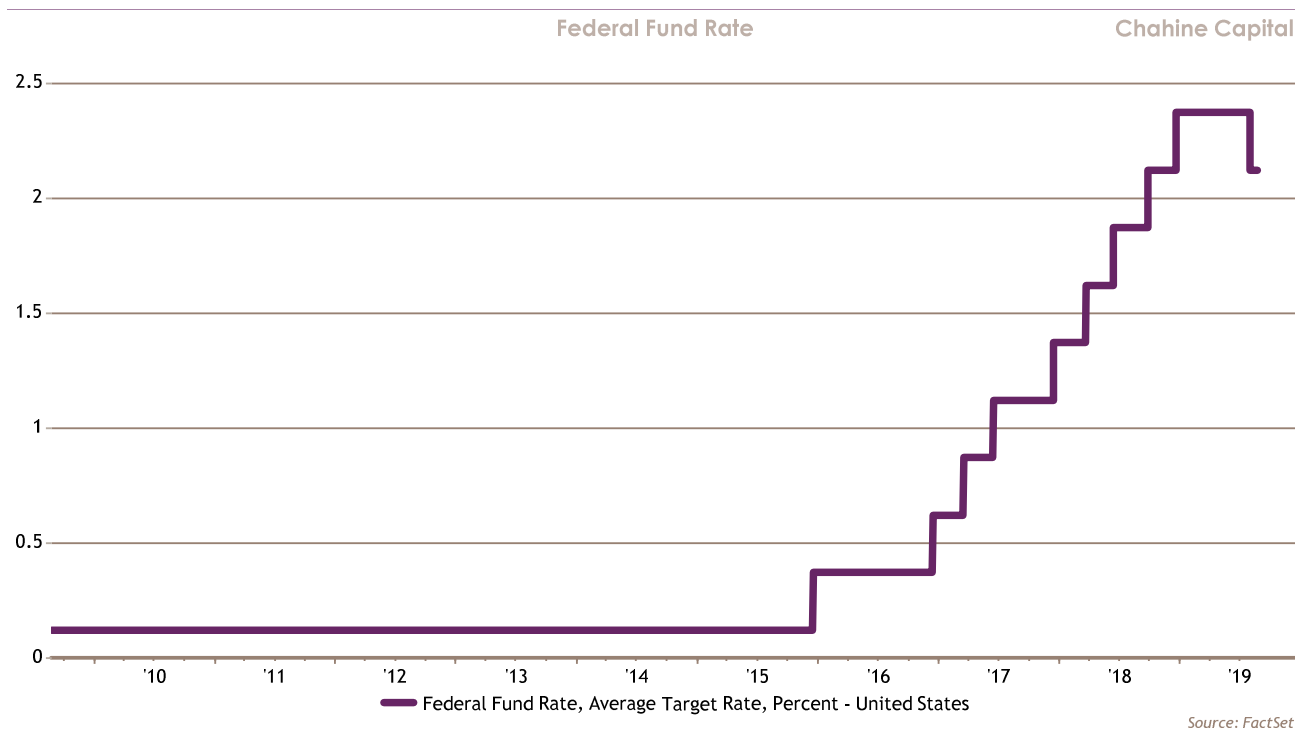
Yield Curve US



Source: FactSet



La Fed a plus de marges de manœuvre que la BCE pour baisser les taux



La baisse des taux a été « hallucinante » durant ces deux derniers mois et notamment en zone Euro. Les taux sont négatifs sur toute la longueur jusqu'à 30 ans ! L'Euribor 3 mois est négatif à -0.4%. Cela signifie que vous pouvez acheter des actions européennes et les payer dans 1 an 0.4% moins cher ! Les banques, qui prennent l'Euribor comme référence pour leurs prêts, ont pris la précaution de souligner que leur Euribor ne peut pas être négatif. En théorie d'arbitrage, vous pouvez emprunter une obligation de 30 ans, l'investir en actions que vous conservez pendant ce délai, toucher un taux négatif de 0.2% chaque année et toucher un dividende de 3.8%. En théorie d'arbitrage cela veut dire que 30 après le marché aura perdu 4% par an et on est à l'équilibre. C'est une illustration hypothétique car un tel arbitrage est impossible à réaliser en pratique, mais cela indique le niveau de pessimisme qu'il y a pour l'avenir. A contrario, si l'on croit que ce n'est pas la fin du monde, une simple stabilité des cours des actions sur la durée en ferait un investissement rentable dans l'environnement actuel où les investisseurs cherchent désespérément un quelconque rendement. Cet environnement déflationniste a mis en avant l'intérêt de recourir à l'or comme valeur refuge. Le métal précieux n'est pas sujet à intérêt négatif et constitue un ultime refuge en cas de désordres monétaires et économiques. Il est passé de 1200 à 1526\$ l'once en peu de temps, et nous pensons sage d'en avoir dans un portefeuille diversifié même au cours actuel.

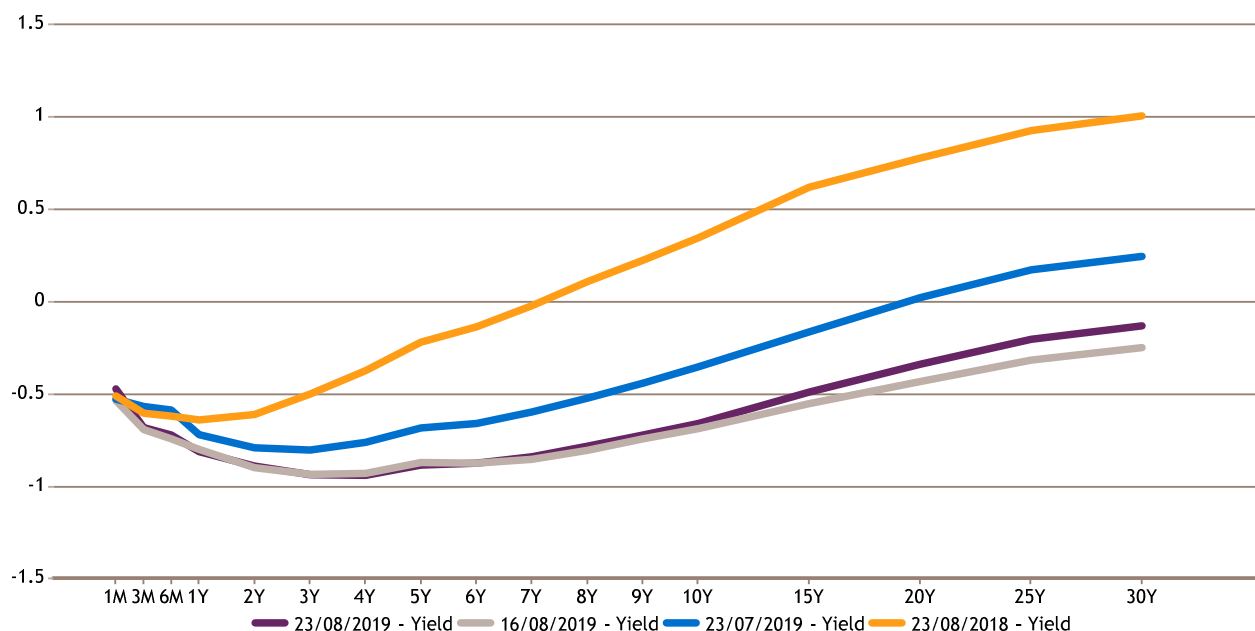
Les banques centrales du monde entier continuent d'inonder la planète de liquidités qui n'ont servi qu'à creuser les inégalités en créant des plus-values thésaurisées. Les idées d'investissement manquent cruellement comme le montre la tendance des sociétés de racheter leurs propres titres. Le mouvement s'est quelque peu ralenti au deuxième trimestre, car les sociétés ont estimé que leurs cours étaient au plus haut.



Une courbe des taux « hallucinante »

Chahine Capital

Yield Curve Eurozone



Source: FactSet

L'or, ultime refuge du moment

Chahine Capital

NY Gold (NYM \$/ozt)

Weekly



Source: FactSet



Ce n'est pas un hasard si le problème des inégalités a été inscrit en tête des sujets traités par le G7 de Biarritz, où notre président a été à la hauteur de l'événement. Comme personne ne s'attendait à grand-chose de ce meeting, le peu qui en sortira sera toujours positif. Si la BCE devait procéder à un prochain round d'injection monétaire au vu de la situation, espérons qu'une forme d'Helicopter Money sera trouvée comme nous l'avons longuement évoqué il y a deux mois. Le frémissement constaté dans l'économie française est à attribuer aux « gilets jaunes » et le petit déversement de monnaie qui s'en est suivi. L'Allemagne qui ralentit fortement ferait bien de desserrer les cordons de la bourse pour relancer son économie.

Le sujet du Brexit va dominer l'actualité des prochaines semaines et va créer une grande volatilité sur les marchés entre espoir de Brexit ordonné et désordonné. Pour le moment, Boris Johnson fait preuve d'étalage de muscles et bien entendu fait du bluff. On frémit rien qu'à l'idée que la traversée de la Manche sera bientôt soumise à restrictions et des milliers de travailleurs des deux côtés du Channel seront en plein désarroi. On a du mal à imaginer que les étalages des superbes produits en provenance du continent vont disparaître, que les médicaments vont manquer, que les agriculteurs français n'auront plus ce débouché... Espérons que, comme au bon vieux temps, une solution sera trouvée à la dernière heure pour éviter de sombrer dans l'abîme.

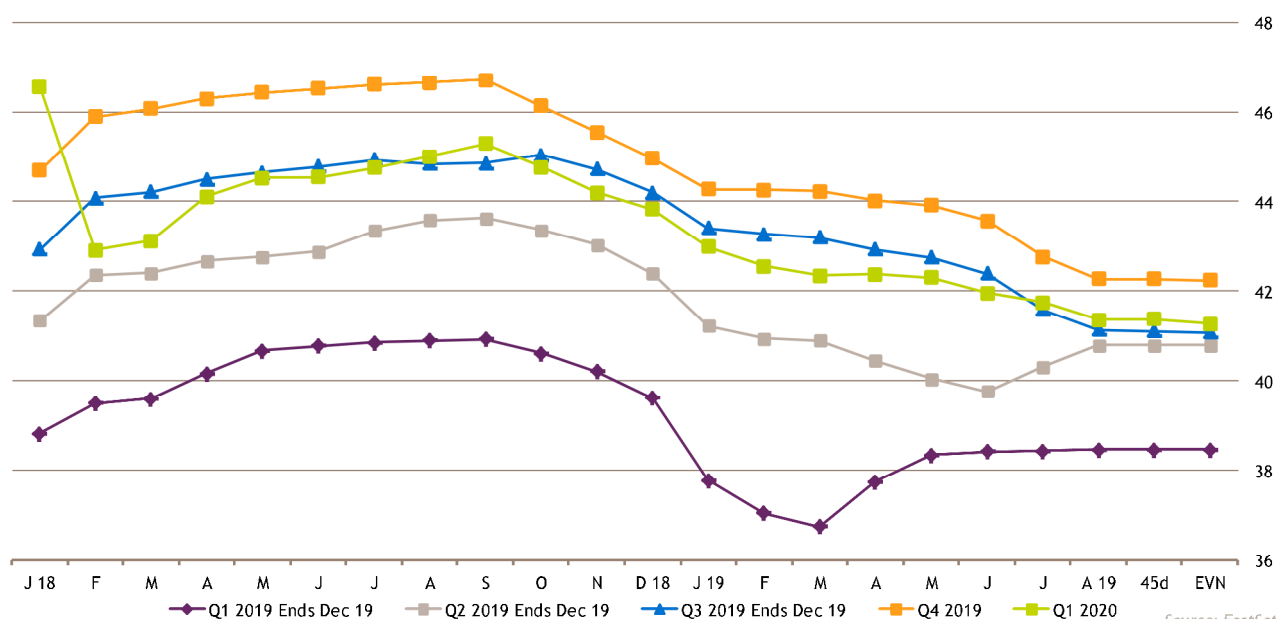
Des profits revus clairement à la baisse

La parution des résultats de T2 qui vient de s'achever n'a pas apporté de réconfort. Observez le jeu immobile des sociétés qui abaissent leurs prévisions du prochain trimestre pour faire mieux à l'arrivée. Observez le point bas de Mars, pour T1. Le point bas de Juin pour T2. La révision faite pour T3 en août qui va se creuser un peu en Septembre et on fera mieux en Octobre et Novembre. Malgré ce jeu subtil, la croissance cumulée des 4 trimestres a été revue d'une hausse de 1% à 0%. Observez la ligne de T1 2020, revue passablement à la baisse.

Une constante révision des profits à la baisse

Quarterly EPS for S&P 500 companies

CHAHINE CAPITAL



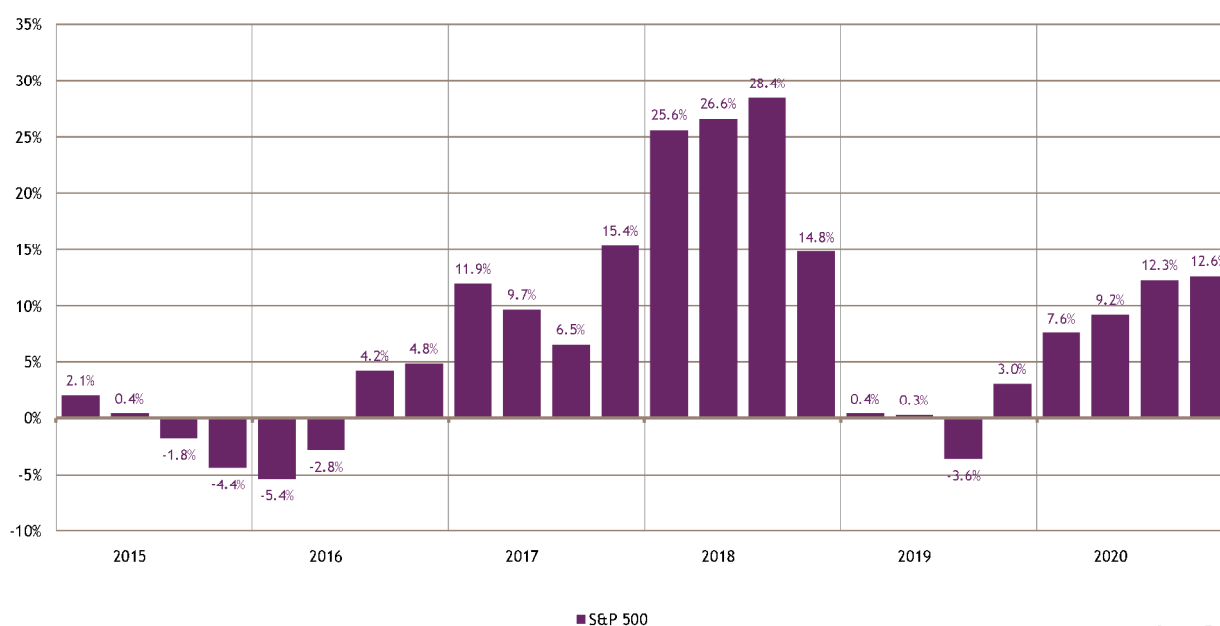


Les profits pour 2020 qui dépendent beaucoup de la stabilisation de l'économie mondiale sont revus à la baisse à la cadence de 1.5% sur deux mois. Le consensus de hausse de 10.5% en 2020 paraît peut réaliste et notre estimation est au mieux de 8% et surtout de seulement 6.3% pour 2021. Ces chiffres sont en dessous de nos estimations de fin juin. Cela entraîne une révision du CAGR de 3.2% à 2.1% ce qui pèse lourd dans la valorisation dans notre modèle. N'oublions pas que ces progressions de profits bénéficient d'un boost de 3% sur les résultats par action grâce à la diminution du nombre de titres.

Les profits du troisième trimestre sont dans le rouge

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE
CAPITAL



Source: FactSet

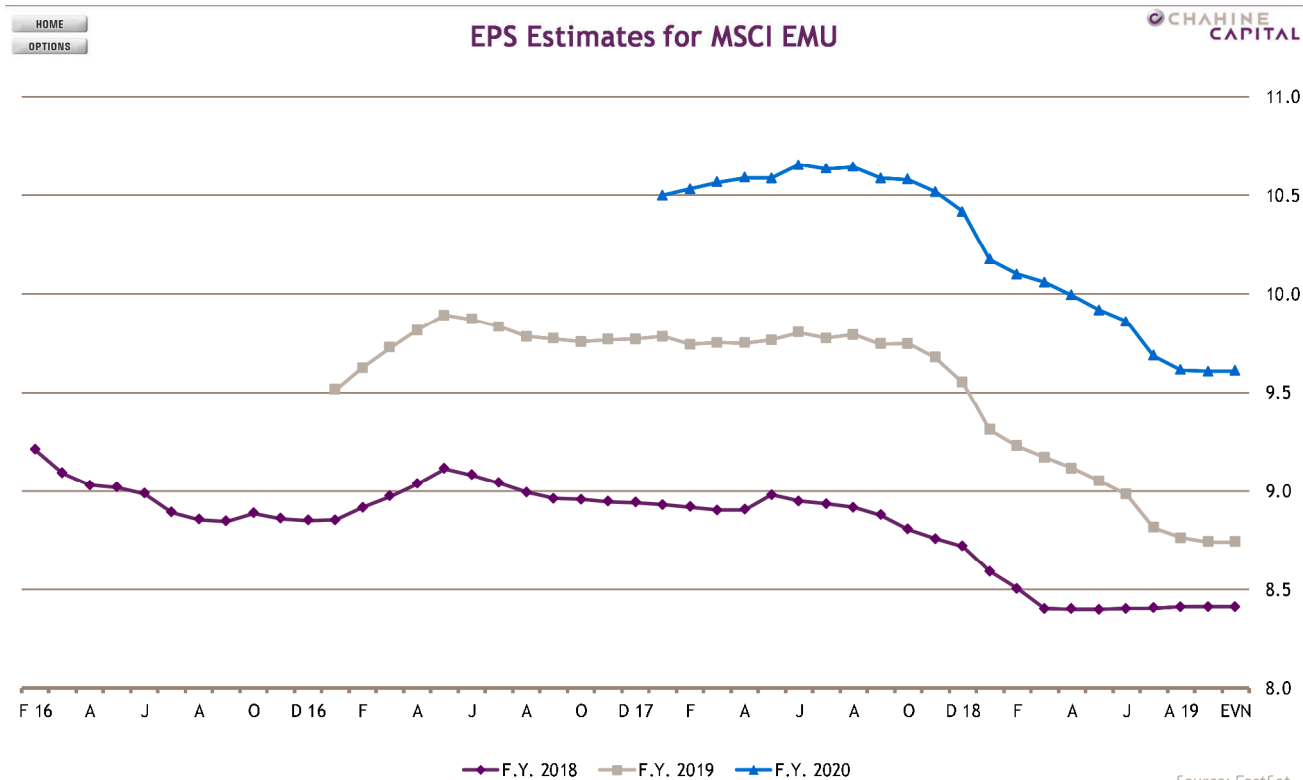
Ce graphique illustre l'impact de la réforme fiscale qui a donné un coup de fouet éphémère pour 2018 suivi d'une année plate en 2019.

En zone Euro, les années se suivent et se ressemblent. La hausse des profits 2019 venait après une année plate en 2018. Partant de 6%, nous en sommes à 3.8% et on peut craindre un zéro à l'arrivée. De même pour 2020, c'est glorieux à 10% mais que va-t-il rester à l'arrivée ?

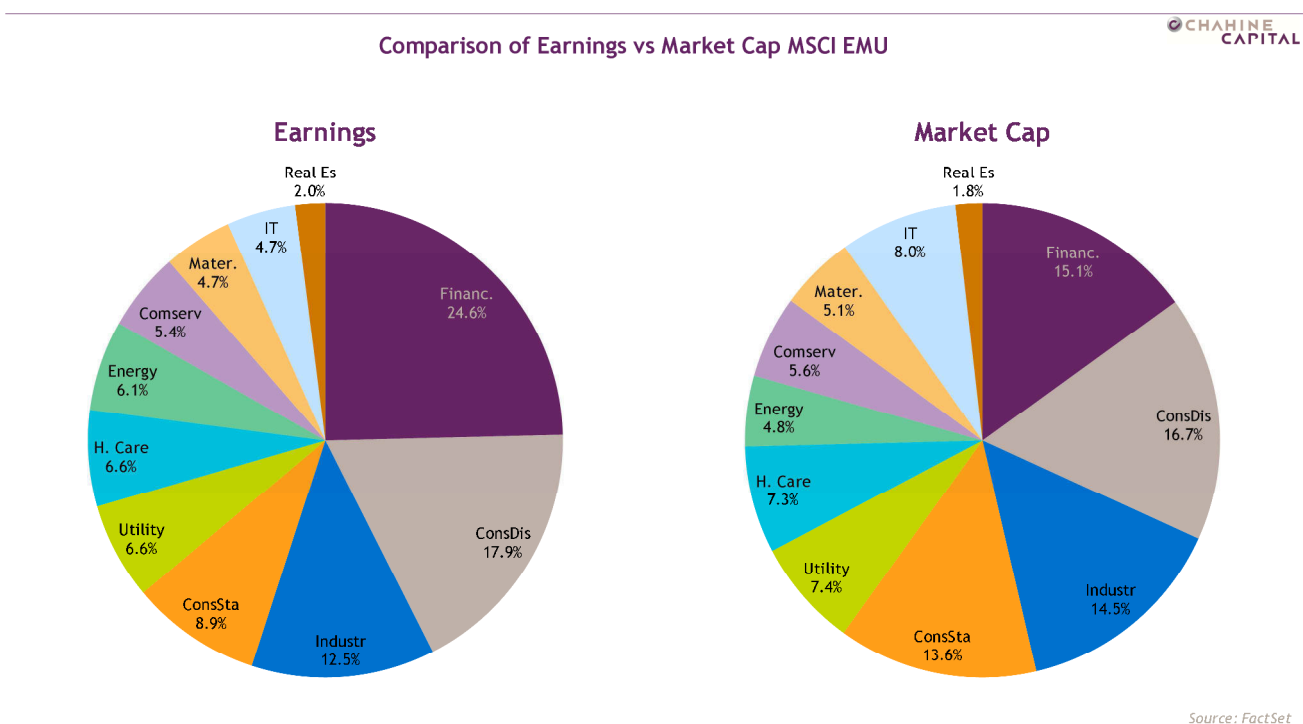
Nous avons comparé dans cette étude le poids des profits dans le MSCI EMU par rapport à la capitalisation boursière pour voir les disparités et d'où peut venir une possible baisse des profits dans l'indice. Comme on pouvait s'y attendre, ce sont les profits du secteur financier, et notamment des banques qui paraissent « boursofflés » : 15% de la capi, et 24.6% des profits en 2019. L'examen du secteur financier montre que le ratio de la capi/fonds propres est de 70%, qui est le seul secteur dans ce cas. Ce qui signifie que le marché ne croit pas dans la sincérité des comptes du secteur financier qui continue de trainer des mauvaises créances. L'exemple de Deutsche Bank est frappant qui affiche 63Mds€ de fonds propres pour 13Mds de capitalisation. Si les banques devaient provisionner correctement toutes les mauvaises créances, on verrait les milliards d'Euros qui s'envoleraient des profits de l'indice. D'autres valeurs comme Arcelor ont une capi de 33% de leurs fonds propres. On est étonné avec l'introduction de l'IFRS de voir encore des actifs non performants qui restent toujours sur le bilan des sociétés.



Des révisions permanentes des profits à la baisse



Les sociétés financières ont du chemin à faire pour assainir leurs comptes





Valorisation des marchés

Beaucoup de mouvements sont venus modifier la valorisation du S&P 500. La poursuite de la baisse des taux longs à 30 ans est majeure : ils passent de 2.5% à 2.10% fin août. Simultanément hélas, des signaux forts de révisions des profits à la baisse nous ont obligés à modérer les perspectives 2020 et 2021, ce qui modifie le CAGR de 3.2% à 2.1%. Sachant qu'il s'agit d'une moyenne sur 8 ans, c'est un facteur de baisse puissant, mais pas autant que les taux. L'objectif fin d'année qui était de 3043 fin juin est revu à la baisse à 2951 points, 100 points au dessus du cours de clôture de vendredi dernier. Le CAGR est très modeste, égal quasiment à l'inflation. Il implique donc une chute sensible des profits quelque part dans le temps, peut être de 15 à 20% à partir desquels les profits rebondissent. Mais quand les profits baissent significativement, l'environnement économique est exécrable, les licenciements vont bon train et des bulles éclatent partout. Le marché voit noir et c'est notre scénario de récession qui prend le relais avec un S&P 500 entre 2580 et 2744. Ce sont des zones d'achat à bon compte « sur la durée ». En revanche le cours actuel est tentant si l'on est trop liquide, car on ne peut pas exclure un retour au calme dans les guerres commerciales et un support acquis des banques centrales.

Nous maintenons une opinion de pondération en-dessous de son benchmark (35% au lieu de 40% dans notre cas). Un investisseur liquide aurait par contre tort de ne pas rentrer sur le marché et de rester investi sur la durée. Il faut penser à se positionner sur le marché à partir d'un certain cours si l'on est sous-pondéré : nous préconisons de mettre un ordre d'achat à 2740 points, ce que nous ferons personnellement. Nous rappelons que notre modèle exige une Prime de Risque de 3%, qui donne à réfléchir si elle n'est pas ambitieuse dans l'environnement des taux actuels. Cela rend les actions attractives « sur la durée ».

L'impact de la baisse des taux effacé par les profits médiocres

S&P 500 - Valuation end 2019 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.75%	2.00%	2.10%	2.25%	2.50%
Mild recession: -1.3% in 2019, and -1.5% in 2020 - CAGR =0.3%	2 744	2 580	2 520	2 433	2 299
Implied Scenario CAGR 2.1% over 8 years	3 188	2 995	2 923	2 821	2 663
Base scenario: 0.7% in 2019 and 8% in 2020 - CAGR = 2.1%	3 216	3 023	2 951	2 849	2 691
Current Index S&P 500	2 847				

La baisse des taux en zone Euro s'est poursuivie. Le 30 Ans moyen pondéré de la zone est passé de 0.86% à 0.43%. Nous avons vu que les profits sont peu fiables mais nous avons montré qu'il restait des pépites dans les grosses valeurs à cash flow peu risqué. Le cours objectif du modèle s'envole avec ces taux. Le danger provient toujours du secteur financier qui reste sous-capitalisé. Mais la BCE veille à ne pas créer de crise grave.



Marché attractif en raison des taux

MSCI EMU - Valuation end 2019

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.43%	0.75%	1.00%
Depression scenario: -10% in 2019, and +2% in 2020 - CAGR = -10%	101	94	96	88	82
Implied Scenario: CAGR -9.1% over 8 years	126	117	119	109	102
Base scenario: 3% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -7.3%	141	131	134	122	114
Current Index MSCI EMU	119				



Conclusions

Trump a réussi l'exploit de se mettre à dos toute la planète avec son « America First ». Il bataille avec la Chine, le Mexique, le Canada, le Japon et compte passer à l'acte avec l'Europe. Il s'est mis à l'écart du monde en dénonçant les accords de Paris sur le climat, en remettant en question l'OTAN, en dénonçant les accords nucléaires avec l'Iran, en soufflant sur les braises pour envenimer le Brexit et casser l'Union Européenne. Nous ne lui donnons pas tort sur le bras de fer entretenu avec la Chine. C'est un pays qui a trompé toute la planète en s'accaparant illégalement ou par contrainte les propriétés intellectuelles pour copier tout ce que l'Occident sait faire. Il a joué la concurrence exacerbée des pays libéraux pour développer sur place une industrie de plus en plus compétitive grâce à une main d'œuvre abondante et peu chère. Il a profité de l'ouverture mondiale pour inonder la planète alors que le marché Chinois reste régulé aux mains du parti communiste. Depuis le 6 avril 2017, date à laquelle Trump et Xi se sont donnés 100 jours pour régler le différend, la guerre commerciale fait rage, allant de rebondissement en rebondissement. Elle s'est vivement accélérée en août, chaque pays tirant avec un bazooka plus grand que celui de l'adversaire, la Chine ayant recours à la dévaluation du Yuan. Les négociations piétinent et les marchés financiers vivent entre espoir et désespoir de voir une solution. Chaque nouvelle est suivie d'une vive réaction des marchés, qui réagissent par ailleurs à l'effondrement des taux longs et à l'inversion de la courbe.

Dans cette guérilla qui dure depuis 18 mois le ralentissement mondial se fait sentir. L'automobile allemande par exemple en souffre par ricochet. Les BMW et Mercedes sont exportées des US vers la Chine, sont donc taxées comme produits américains et leur cours en bourse dégringole. La croissance mondiale s'est effritée de 1/10^{ème} de point à 2.8% (en devises). L'Allemagne souffre le plus en zone Euro et sa croissance 2019 est réduite à 0.7%. La croissance US est revue à la baisse pour 2019 et 2020. Singapour, la plate forme du commerce mondial, a vu sa croissance réduite de moitié cette année. Le Brésil s'oriente vers la récession malgré les rodomontades du populiste Bolsonaro. Et l'impact d'un Brexit dur ne semble pas pris en compte. Les chiffres officiels ne montrent pas de ralentissement en Chine, mais le marché automobile s'est littéralement effondré et l'Australie voit ses exportations de matières premières freinées et sa devise au plus bas historique. Les indicateurs avancés PMI manufacturiers s'effondrent aux US et en Europe, alors que les services résistent. Malgré tout, l'économie américaine tourne correctement avec un chômage au plus bas historique et une confiance élevée des consommateurs. Ceci pourrait vite changer si quelques sociétés venaient à licencier afin de faire face à des augmentations de leurs coûts ou baisses de leurs exportations.

La courbe des taux reste une source d'inquiétude des marchés, le 30 ans américain a même touché les 2%. La Fed se dit prête à réagir à un ralentissement économique, mais répond à Trump qu'elle ne peut rien face aux désordres commerciaux. Les taux en zone Euro se sont encore creusés dans le négatif jusqu'à 30 ans en Allemagne ! Du coup, l'or trouve son intérêt comme valeur refuge.

Les profits des sociétés américaines accélèrent leurs révisions à la baisse, 2019 a été revu de +1% à 0% et 2020 entame une révision rapide de 1.5% sur 2 mois. Cela a entraîné une révision substantielle de notre CAGR de 3.2% à 2.1%. En zone Euro, on sera heureux d'avoir des profits stables. La baisse des taux est venue compenser quelque peu la faiblesse des profits et notre objectif de cours ressort à 2951 points, 100 points au dessus des cours de clôture. C'est un point d'entrée intéressant pour des acteurs peu investis. Le scénario d'une récession mettrait les cours entre 2580 et 2744. Nous préconisons de prévoir un ordre d'achat à partir de 2744. Nous maintenons une opinion de pondération en dessous de son benchmark (35% au lieu de 40% dans notre cas).

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 23/8/2019 (in local currency)

Data as of 23/08/19	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%	11.3%	-10.3%	14.6 x	16.0 x	9.1%	1.9%	12.4%	2.62%	-2.0%	-1.6%
MSCI USA	61.4%	13.9%	-6.5%	16.0 x	17.7 x	10.4%	0.9%	22.2%	2.02%	-1.5%	-1.0%
MSCI Japan	8.5%	1.2%	-15.8%	11.8 x	12.3 x	4.0%	-4.0%	1.1%	2.80%	-1.7%	-1.1%
MSCI EMU	13.8%	9.1%	-14.5%	12.3 x	13.5 x	9.8%	4.1%	0.4%	3.78%	-2.5%	-2.5%
MSCI Europe	25.1%	9.4%	-13.1%	12.6 x	13.8 x	9.0%	5.9%	5.3%	4.00%	-1.2%	-1.0%
MSCI Europe ex Energy	23.4%	10.6%	-13.7%	13.0 x	14.0 x	7.8%	7.1%	2.1%	3.81%	-0.9%	-0.4%
MSCI Austria	0.1%	4.6%	-26.7%	8.8 x	9.5 x	8.5%	-17.6%	14.1%	4.35%	-1.6%	-1.1%
MSCI Belgium	0.6%	18.6%	-24.9%	15.2 x	15.5 x	2.4%	16.2%	-0.5%	3.26%	-1.8%	2.0%
MSCI Denmark	0.8%	17.5%	-12.4%	19.0 x	21.6 x	14.1%	-2.5%	-0.8%	2.25%	-1.2%	-2.1%
MSCI Finland	0.4%	3.5%	-1.5%	14.3 x	16.5 x	15.5%	0.6%	2.2%	4.86%	-2.8%	-3.3%
MSCI France	5.2%	12.7%	-9.7%	13.1 x	14.5 x	10.4%	6.0%	6.5%	3.51%	-2.1%	-1.8%
MSCI Germany	3.5%	5.7%	-20.3%	11.6 x	13.0 x	11.7%	1.8%	-9.8%	3.49%	-4.3%	-4.8%
MSCI Great-Britain	5.5%	4.9%	-12.7%	11.5 x	12.5 x	8.4%	3.0%	9.9%	5.10%	0.4%	-0.2%
MSCI Ireland	0.1%	6.2%	-23.5%	13.9 x	14.5 x	4.6%	-5.9%		2.12%	-3.4%	-2.6%
MSCI Italy	1.0%	10.8%	-15.5%	9.7 x	10.3 x	5.4%	6.3%	14.2%	5.09%	-1.6%	-1.9%
MSCI Netherlands	1.3%	13.2%	-10.9%	14.2 x	16.0 x	12.8%	-2.7%	6.8%	3.31%	-1.0%	-2.3%
MSCI Norway	0.4%	2.0%	-6.0%	12.2 x	14.2 x	16.7%	-4.0%	19.8%	4.96%	-2.0%	-3.5%
MSCI Spain	1.3%	0.9%	-15.0%	10.7 x	11.2 x	4.6%	9.4%	-5.1%	5.05%	-1.7%	-0.7%
MSCI Sweden	1.0%	7.3%	-8.1%	12.1 x	12.1 x	0.0%	52.1%	-7.8%	4.28%	10.7%	16.8%
MSCI Switzerland	3.4%	18.1%	-10.1%	16.2 x	17.6 x	8.9%	10.8%	24.9%	3.19%	-0.9%	-0.3%
MSCI Europe Consumer Discretionary	2.9%	13.7%	-17.5%	11.9 x	13.1 x	10.1%	2.0%	-7.0%	3.30%	-2.2%	-3.5%
MSCI Europe Consumer Staples	4.0%	21.4%	-11.3%	17.7 x	19.1 x	7.9%	10.3%	7.8%	2.92%	0.7%	1.2%
MSCI Europe Energy	1.7%	-3.7%	-5.0%	9.3 x	11.3 x	21.3%	-5.5%	50.1%	6.51%	-3.9%	-7.5%
MSCI Europe Financials	4.1%	-0.8%	-21.8%	8.6 x	8.9 x	4.2%	12.3%	5.7%	5.94%	-0.6%	1.5%
MSCI Europe Health Care	3.2%	17.0%	-2.5%	15.6 x	16.9 x	8.8%	7.1%	4.8%	2.99%	1.5%	1.7%
MSCI Europe Industrials	3.4%	14.3%	-15.0%	14.9 x	16.4 x	9.6%	6.3%	3.1%	2.94%	-0.8%	-0.4%
MSCI Europe Information Technology	1.4%	18.2%	-8.2%	18.0 x	21.3 x	18.3%	8.0%	12.7%	1.53%	-1.2%	-1.1%
MSCI Europe Materials	1.6%	2.7%	-16.4%	12.0 x	13.1 x	8.9%	2.2%	1.6%	4.66%	-4.7%	-6.0%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	0.8%	-17.5%	14.3 x	13.5 x	-5.6%	-21.0%	10.7%	5.11%	-5.8%	-3.1%
MSCI Europe Communication Service	1.3%	-2.9%	-10.7%	13.2 x	14.3 x	9.0%	2.1%	-8.6%	4.89%	-1.3%	-1.8%
MSCI Europe Utilities	1.3%	12.9%	-1.6%	14.0 x	15.4 x	10.3%	15.4%	-14.5%	4.96%	-0.8%	0.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 23/08/2019



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.