CHAHINE CAPITAL
Performance Engineering

29/6/2019

STRATEGY OVERVIEW

La ruée vers les actifs à cash flow prévisible

Conclusions

Mea Culpa, nous n'avons pas vu venir la poursuite de la dégringolade des taux et nous n'avons pas retenu l'évaluation donnée par notre modèle le mois dernier pour le S&P 500 à 2993 points pour un taux à 30 ans de 2.65%. Non seulement ce taux s'est maintenu, mais a reculé à 2.50% donnant un objectif de cours actualisé à 3043 points pour la fin de l'année. Notre hypothèse était de voir les taux monter à 3% dans un scénario de retour au calme dans la guerre commerciale avec la Chine. La trêve négociée au sommet du G20 donne un répit que la Fed ne va pas manquer d'exploiter. La courbe des taux très inversée jusqu'à 3 ans montre un abîme entre l'attente du marché et les réelles intentions de la Fed. Celle-ci doit tenir compte de la bulle financière créée par les taux bas et une inflation qui n'est pas si faible. Le marché réagira par une baisse de 10% si la politique de la Fed mène les taux à 30 ans vers les 3%. La zone Euro a suivi la baisse des taux américains, mais la BCE semble démunie d'outils pour aller plus loin, ce qui entraîné l'Euro à la hausse.

Ces baisses massives des taux ont entrainé la ruée vers des actifs à cash flow prévisible : l'immobilier sous toutes ses formes et les titres cotés qui jouissent de concessions sur les autoroutes ou les aéroports. Vinci en est un exemple, mais chaque pays européen a son Vinci. ADP a échappé de près aux griffes de Vinci. Les épais carnets de commandes dans l'aéronautique sont également source de cash flow prévisible. Les dividendes sont également une source de cash flow et ont montré leur résilience sur longue période.

Malgré la guerre commerciale qui fait rage, les prévisions de croissance mondiale pour 2019 restent stables à 2.9%, tirées essentiellement par le bassin asiatique. L'Allemagne exportatrice souffre des exportations et voit son PIB revu à 0.8% alors que celui de la France reste stable à 1.3%. L'Italie frôle avec la récession. Mais les perspectives de croissance économique aux US sont quelque peu contredites par les indices PMI des directeurs d'achat qui affichent une chute vertigineuse se rapprochant du point d'équilibre à 50 points. Les profits 2019 seront quasi stagnants après une année exceptionnelle 2018. La raison essentielle est dans les groupes de composants électroniques tel que Micron qui souffrent de la guerre commerciale avec la Chine. Nous prévoyons un rebond des profits de 9% en 2019. Les profits en Zone Euro continuent de s'effriter et nous prévoyons au mieux une hausse de 3% cette année. Mais le marché contient quelques pépites avec des cash flow prévisibles.

Notre actualisation annuelle sur le marché de l'énergie montre une forte croissance de la consommation de 2.9% en 2018, mais celle du pétrole est restée la même à 1.2%. La progression des énergies renouvelables reste remarquable avec une progression moyenne de 15% par an et 33% pour le solaire. BP continue de minorer les prévisions du secteur, ses prévisions d'il y a cinq ans ont été doublées. Nous prévoyons la part des renouvelables à 9.1% en 2025 et 14.1% en 2030, grâce notamment au solaire. Les réserves prouvées de pétrole et de gaz continuent de chuter en raison d'un prix du baril resté en dessous des 100$ ces dernières années. Sachant que les besoins seront là pour longtemps, un choc sur les prix est à craindre. Cela forcera à accélérer encore plus les énergies de substitution. Avec les taux d'intérêt négatifs, un bon père de famille devrait garder du pétrole dans un puits pour des temps meilleurs.

La valorisation des marchés est favorable en raison des taux très bas, toute la problématique est de savoir s'ils vont le rester très longtemps, la Fed n'étant pas d'accord avec les marchés. Un investisseur très liquide devrait s'investir faute de rentabilité sur ses actifs. Nous restons investis en dessous de notre benchmark (35% au lieu de 40%) dans l'attente de voir l'évolution des taux et la guerre commerciale.

Jacques Chahine

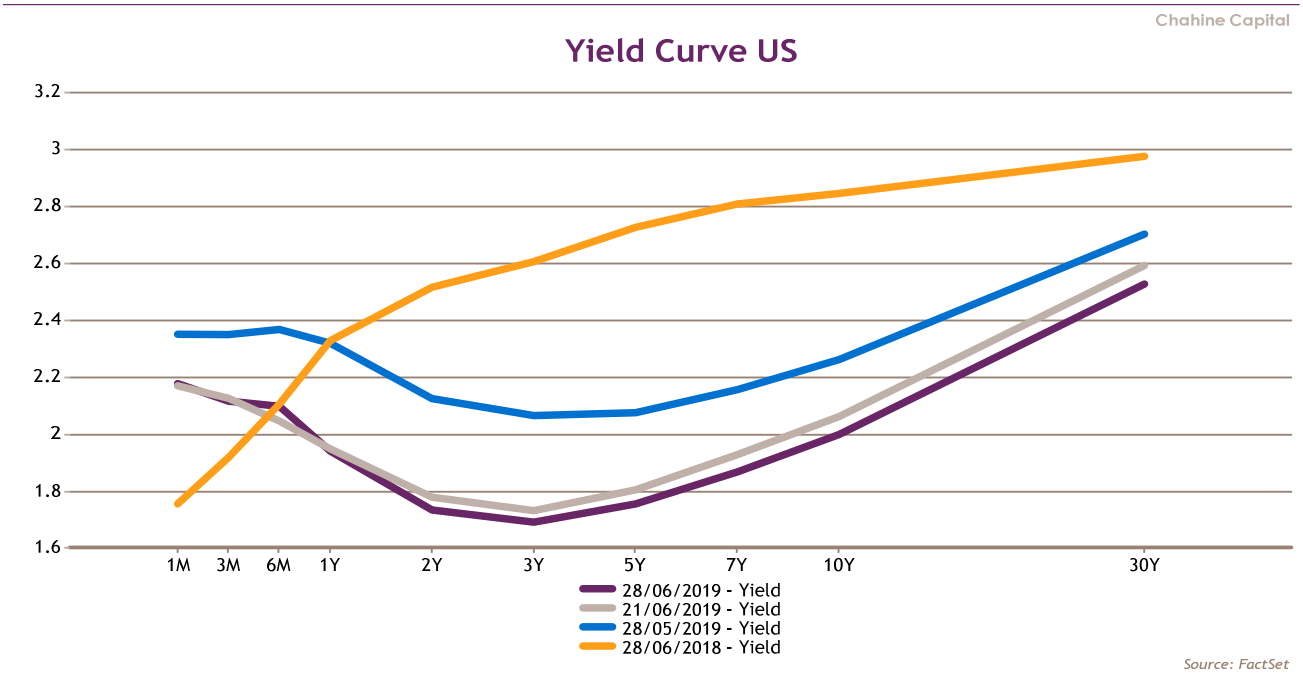
Mea Culpa, nous n'avons pas cru à notre modèle

Mea Culpa, nous n'avons pas vu venir la poursuite de la dégringolade des taux et nous n'avons pas retenu l'évaluation donnée par notre modèle le mois dernier pour le S&P 500 à 2993 points pour un taux à 30 ans de 2.65%. Non seulement ce taux s'est maintenu, mais a reculé à 2.50% donnant un objectif de cours actualisé à 3043 points pour la fin de l'année. L'indice a terminé le mois à 2942 points. Notre hypothèse le mois dernier était de voir les taux monter à 3% dans un scénario de retour au calme dans la guerre commerciale avec la Chine. Les jours qui viennent seront importants pour voir si la trêve sur les tarifs annoncée au G20 va tenir. Trump semble avoir rabattu son caquet et a évoqué samedi en des termes peu clairs un possible assouplissement des restrictions américaines contre le géant technologique chinois Huawei, un point très épineux du conflit commercial sino-américain. En contrepartie de ces gestes, on ne sait pas quelles concessions il a pu obtenir des chinois sur les grands sujets que sont la propriété intellectuelle, le transfert forcé de technologie et les subventions déguisées. Les Chinois veulent un « texte balancé » c'est-à-dire du style « on va essayer, on fera de notre mieux »… Et ils s'opposent bien entendu au contrôle de l'exécution des engagements. Trump est dans une position de faiblesse, car il a les élections qui approchent. La poursuite de la guerre commerciale est une correction assurée de Wall Street, alors que le marché actuel est sur un nuage.

La Fed va-t-elle se plier aux diktats du marché ?

La courbe des taux ci dessous montre qu'il y a un abîme entre l'attente du marché et le discours de la Fed. Celle-ci a concédé jusque là qu'une baisse des taux est programmée, mais le marché attend 4 baisses ! d'ici Avril 2010. Le taux à 2 ans de 1.75% contre 2.25% pour les taux à 1 mois indique que les taux devraient descendre en dessous de 1.75% pour faire une bonne moyenne entre le taux instantané et futur. Déjà plusieurs membres de la Fed se rebellent contre le « diktat » du marché car ils doivent prendre en considération l'économie réelle. Les entreprises se donnent à cœur joie sur la dette et préfèrent faire de l'optimisation financière que de l'investissement dans l'économie réelle. Elles achètent à tour de bras leurs propres titres ou font du shopping pour acheter leurs concurrents.

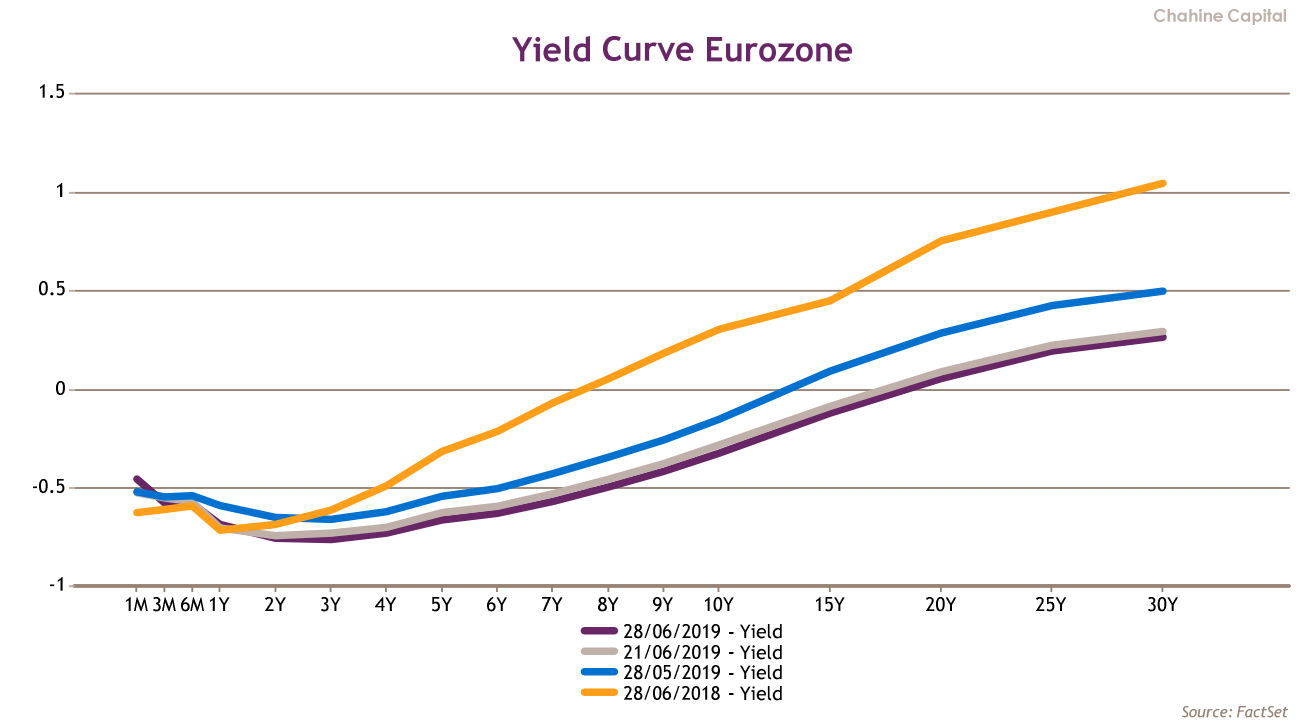
Poursuite de l'effondrement des taux longs



La dette obligataire atteint 4.600Mds$ et s'accroit au rythme de 5% par an ces dernières années. Le moindre accident au niveau de la conjoncture peut entrainer une crise financière comme on le voit régulièrement dans le secteur pétrolier de schiste. L'inflation, mesurée par l'indice des prix reste autour de 2%, ce qui rend les taux réels négatifs.

En zone Euro, les taux longs ont tellement baissé que cela dépasse l'entendement. Ils sont négatifs jusqu'à 20 ans sur le Bund allemand et Draghi entend intervenir encore. Sauf qu'on ne sait plus de quel instrument il dispose pour le faire. Du coup, l'Euro s'est apprécié car le différentiel avec les Etats Unis s'est réduit passablement. La stratégie, démentie constamment par la BCE, est néanmoins de garder l'Euro le plus compétitif possible pour tirer la zone de sa léthargie. Nous avions évoqué dans notre lettre précédente un recours possible à la « monnaie hélicoptère » qui a l'avantage de cibler directement le consommateur qui verrait enfin un geste positif de l'Union Européenne. Un de nos lecteurs helvétique économiste est allé loin sur le sujet en rédigeant une requête déposée par deux partis au parlement. C'est évidemment peu orthodoxe comme démarche mais l'idée séduit certains partis notamment suite aux nouvelles élections d'Octobre.

Taux négatifs jusqu'à 20 ans

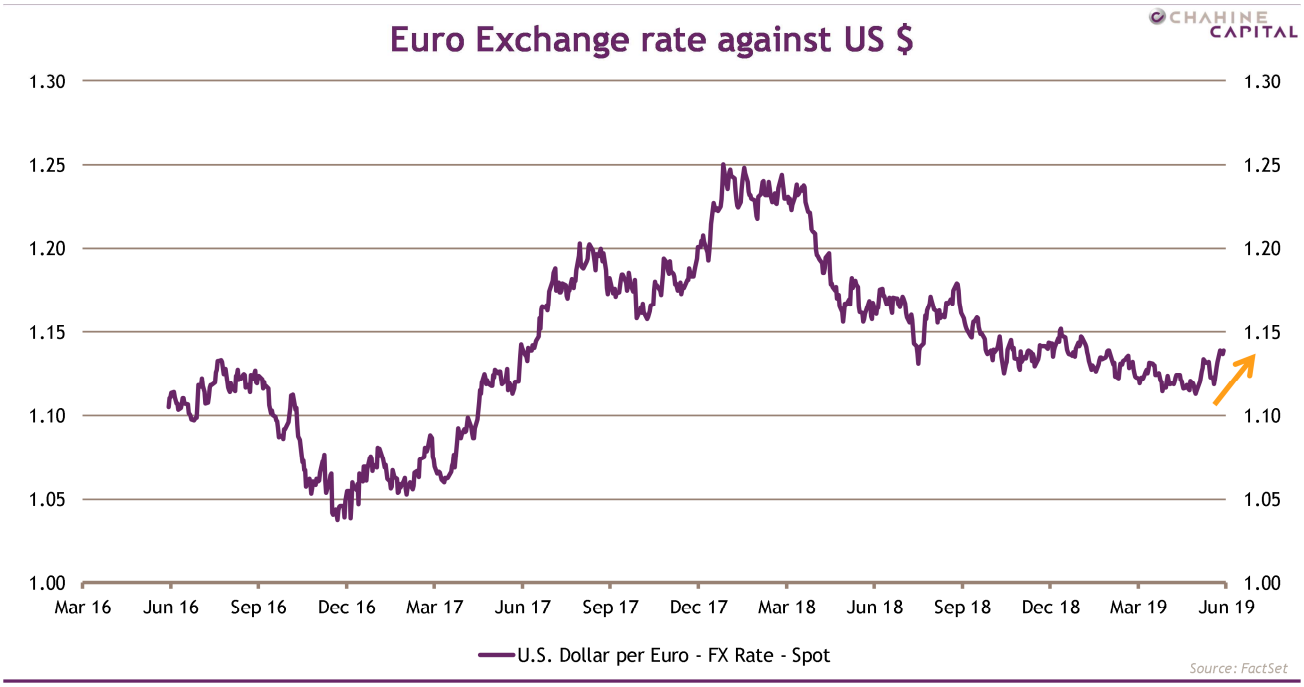


Baisse du $ face à l'Euro

Le resserrement d'écart des taux entre l'Euro et le $ où le marché anticipe une sérieuse baisse des taux de la Fed a soutenu la valeur de l'Euro et pénalisé quelque peu le « carry trade » qui consiste à s'endetter en euro et replacer en $ pour gagner le spread des taux. Sur une duration de 1 an, le spread est encore de 2.7%, ce qui signifie qu'il faut que l'Euro s'apprécie de ce montant pour être perdant. L'appréciation moyenne sur Juin a été de 1.7% et il faudra surveiller si cette tendance se poursuit. Comme nous l'avons vu plus haut, rien n'est moins sûr que la Fed va se plier au « Diktat » des marchés sur le niveau des baisses

des taux, notamment si le spectre de la guerre commerciale avec la Chine s'éloigne. Nous avons recommandé ce carry trade depuis très longtemps en gestion de bon père de famille. En effet, pour une saine gestion patrimoniale, les actifs ne peuvent pas être 100% en Euro et par conséquent une exposition de 30 à 40% sur le $ a été largement positive et nous la maintenons quelle que soit l'évolution des taux de change.

Remontée de l'Euro suite aux baisses anticipées de la Fed



La ruée aux actifs donnant un cash flow sûr

Les épargnants sont désespérés pour trouver un placement de leurs économies qui rapporte tant soit peu, sachant que l'épargne sûre n'offre aucun rendement. Mieux, pour des actifs conséquents de 5 à 10M€, les banques sont obligées de charger des intérêts négatifs de 0.4% qu'ils paient eux même à la BCE. Les fonds de pension et les assureurs français ont de plus en plus de mal pour servir un rendement à leurs souscripteurs. Du coup, une frénésie se crée pour la recherche de placements relativement sûrs et qui offrent un cash flow prévisible. Le premier placement de choix est l'immobilier qui offre une visibilité de rendement. Par exemple, des bureaux au Luxembourg situés en prime location avec des locataires ayant des baux fermes de 6 ans offrent encore un rendement entre 3.25 et 3.5%. Il y a deux ans, ces rendements étaient à 4.5%, avec les mêmes loyers, ce qui signifie que les prix ont flambé de 30%. La même situation est observée à Paris ou dans les grandes capitales. L'immobilier résidentiel dans les zones à forte demande a également flambé, mais n'est pas un investissement de choix pour les institutionnels. Ainsi, les fonds de pension se tournent énormément vers ces types de placement.

En bourse, il y a des « pépites » qui ont des cash flow récurrents, l'exemple typique étant Vinci avec toutes les concessions d'autoroutes ou d'aéroports qu'il possède. Malheureusement, plusieurs sociétés de ce type sont également dans l'activité de construction qui est beaucoup plus cyclique et à faible marge. Nous listons Hochtief en Allemagne qui est un pur player de la construction. Nous avons fait l'exercice de

sélectionner dans le secteur cyclique des sociétés exposés à des cash flow récurrents comme les autoroutes et les aéroports. Nous avons également listé les sociétés dans l'aéronautique dont le carnet de commande sur longue durée assure un cash flow prévisible. Nous donnons ci-dessous les sociétés dans la zone Euro. Ce groupe de sociétés bat de loin la progression de l'indice général qui a fait 17% depuis le début de l'année.

Aena est l'équivalent espagnol de ADP. Leonardo, ex Finmecanica, est dans l'aéronautique et le spatial parmi d'autres activités. Atlantia, anciennement Autostrada, est la société d'autoroutes italienne. Ferrovial est le leader espagnol opérateur d'infrastructures dont les aéroports londoniens et les autoroutes espagnoles. Vinci est le célèbre opérateur contesté des autoroutes françaises, accusé d'avoir profité de l'incompétence de l'Etat dans la gestion de ses actifs (ce n'est pas faux). Il gère également une myriade d'aéroports et était sur le rang pour le rachat d'ADP. Cette perle de cash flow devait être privatisée par l'Etat qui ignore complètement sa vraie valeur. La levée de boucliers, justifiée, a fait reculer Macron heureusement. La performance négative sur 2019 vient après un parcours où le prix avait doublé les 3 dernières années dans l'anticipation de la privatisation qui avait extériorisé une partie de la valeur de ce joyau. Espérons que l'Etat saura gérer financièrement cette pépite en faisant par exemple un effet de levier. Fraport est l'ADP allemand et Getlink est l'Eurotunnel. Eiffage est le concurrent de Vinci.

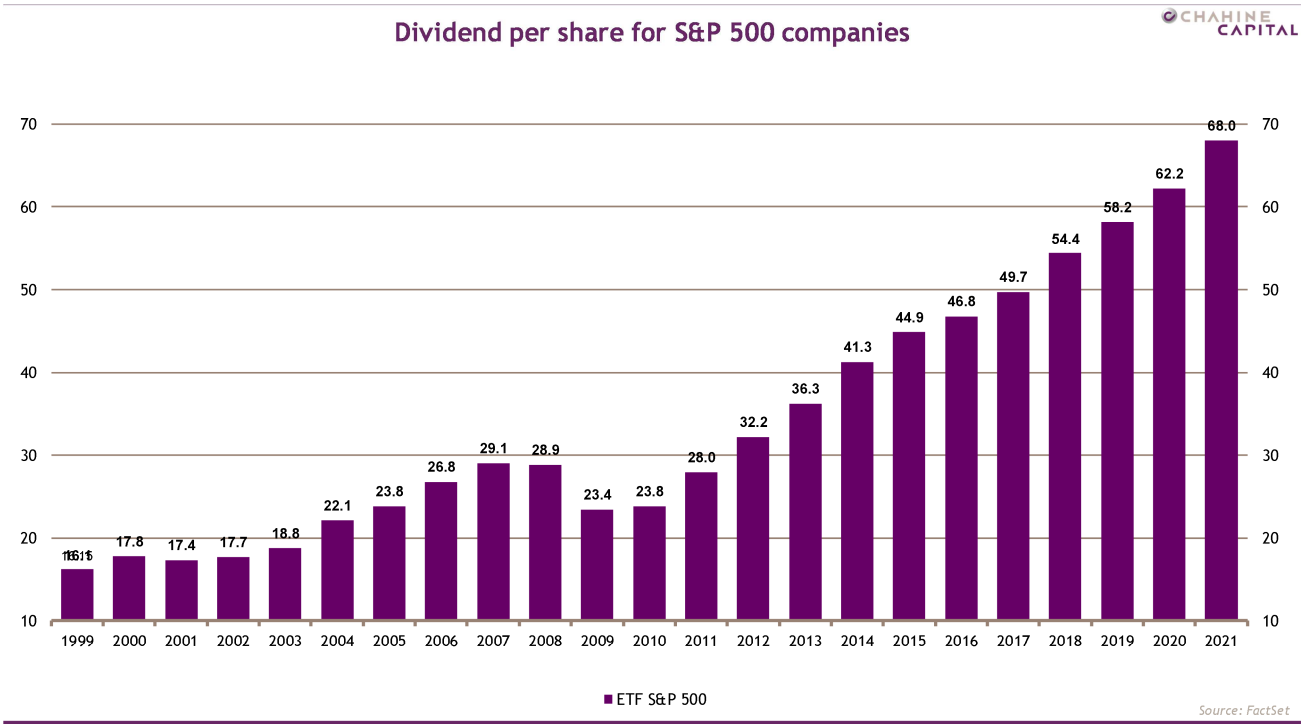
Une bulle sur les actifs à cash flow solide

	Port. Average Weight	Port. Total Return	Port. Contrib. To Return
Total	**100.00**	**16.98**	**16.98**
Airbus SE	1.75	50.59	0.74
Leonardo SpA	0.09	47.20	0.04
MTU Aero Engines AG	0.27	34.10	0.08
Aena SME SA	0.29	32.95	0.09
Atlantia S.p.A	0.29	32.00	0.08
Ferrovial, S.A.	0.28	28.79	0.08
VINCI SA	1.14	27.77	0.30
Bureau Veritas SA	0.14	25.26	0.03
Fraport AG	0.08	24.47	0.02
Getlink SE	0.16	23.32	0.04
Eiffage SA	0.18	22.34	0.04
Aeroports de Paris SA	0.13	-4.39	-0.01
Hochtief AG	0.07	-5.17	-0.00

La recherche à travers le monde d'investissements à cash flow solide restera encore un thème favori dans les prochains mois et l'investisseur averti continuera de chercher des niches dans ce secteur. Les banques sont le contre exemple, ils ont un rendement de dividende magnifique de 5.5% mais ce cash flow est loin d'être certain sur la durée. Les investisseurs préfèrent les assureurs moins risqués. Par capillarité, les marchés actions deviennent attractifs par leur capacité à servir un dividende qui est beaucoup moins aléatoire que les profits. Le graphique ci-dessous sur 20 ans pour le S&P 500 montre que durant les plus fortes crises de 2000 et 2008, le dividende a baissé de 20% uniquement en 2008, sinon il a régulièrement progressé. Actuellement le dividende servi est de 2% et les sociétés sont en train de racheter une moyenne de 3% de leurs actions.

Ce beau raisonnement trouvera sa limite le jour où les taux entameront leur remontée. De façon plus imminente, le marché réagira certainement à un changement de cap de la Fed si cette dernière estime que le danger de baisser les taux surpasse les avantages. A titre d'illustration, si les taux à 30 ans retrouvent leur niveau de début d'année à 3% (ils avaient atteint 3.5% en 2018), la correction selon notre modèle serait de 10% en ligne avec les estimations données par Goldman Sachs. Dépendant de la situation macro économique, ce chiffre pourrait être inférieur si la croissance reste à son niveau actuel ou supérieur si la croissance se dégrade.

Les dividendes sont une source de cash flow relativement stable

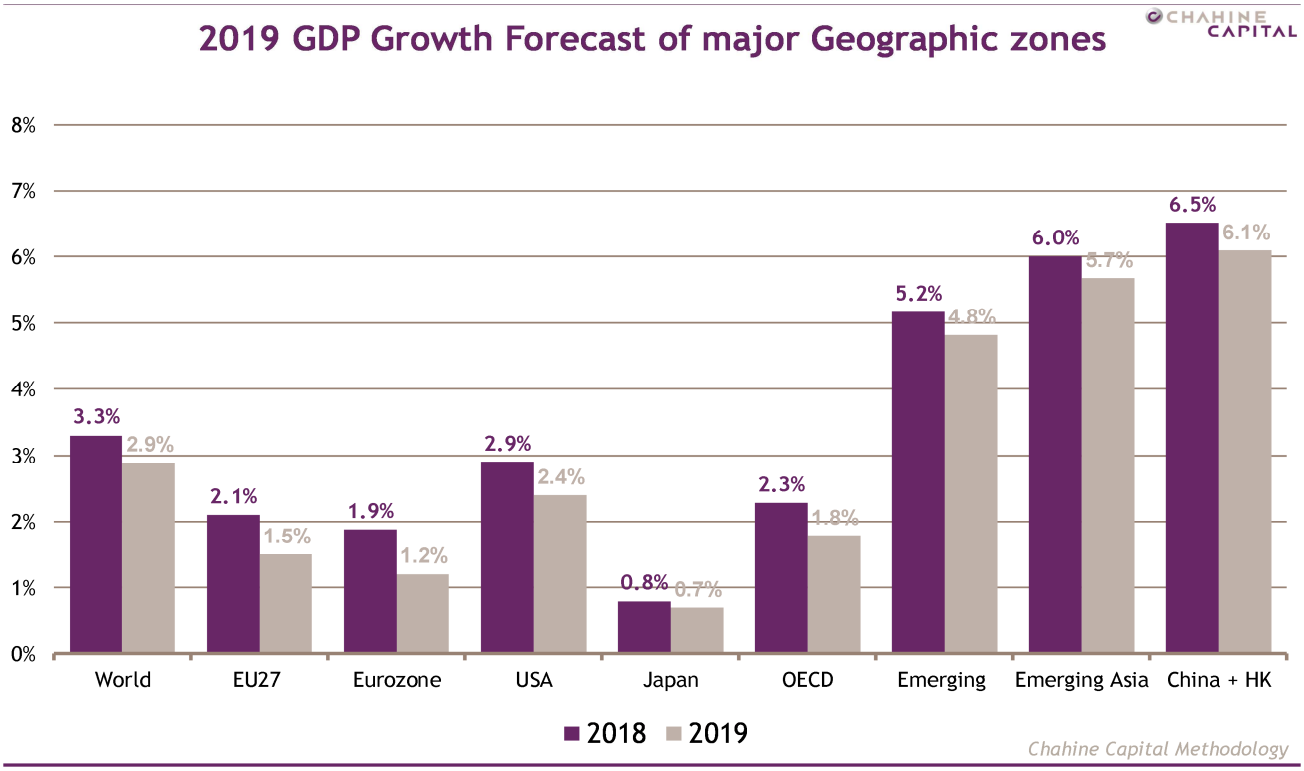


Maintien de la croissance mondiale à 2.9%

Malgré la guerre commerciale qui fait rage, les prévisions de croissance mondiale pour 2019 restent remarquablement stables à 2.9% (en valeur et non en parité pouvoir d'achat à 3.3%) en recul sur l'excellente année 2018 qui était à 3.3%. Le recul est plus accentué dans les pays de l'OCDE que dans les pays émergents. Sous le poids de l'Allemagne et l'Italie, la croissance dans l'Eurozone passe de 1.9% à 1.2%. La croissance asiatique reste bien orientée, si on croit les statistiques chinoises. La croissance allemande a reculé à 0.8%, impactée par un fort ralentissement dans le secteur manufacturier. L'Italie frôle la récession avec 0.2% alors que la France se maintient quelque peu avec une hausse prévue de 1.3%. La Chine continue de basculer graduellement son économie vers la consommation afin de baisser la part énorme prise par les investissements en tous types d'infrastructure. Néanmoins, la consommation ne représente encore que 53.4% contre 44.1% pour l'investissement. Le solde des échanges extérieurs a diminué sensiblement pour ne représenter que 0.8% du PIB contre 3.5% il y a 3 ans. Le poids des échanges dans le PIB continue de diminuer rapidement passant de 28 à 18% pour les importations et de 36 à 20% pour les exportations sur les 11 dernières années. Cela illustre la capacité du pays à devenir de plus en plus autonome, ayant déjà acquis ou « piraté » toute la technologie nécessaire à son développement. L'exemple des TGV est patent. Et

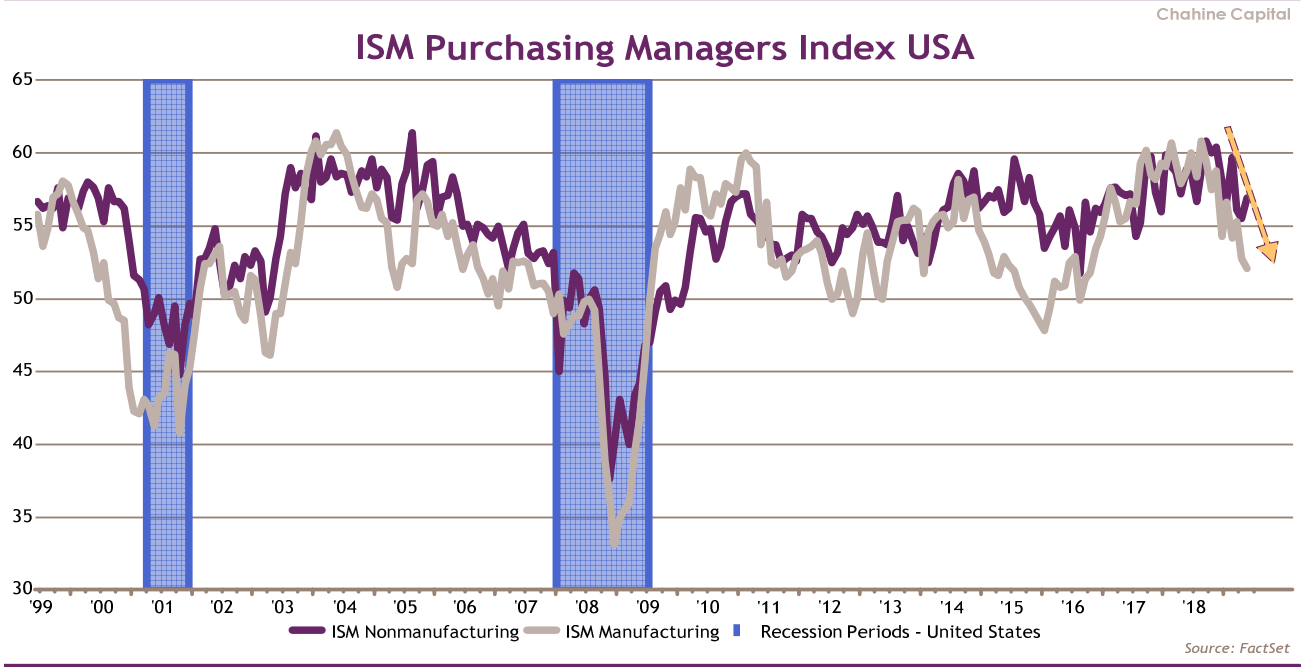
cet exemple sera probablement suivi par le secteur aérien où l'industrie locale a encore du chemin à faire. Espérons que Boeing et Airbus ne lâcheront pas leur know how comme l'ont fait la France ou le Canada pour leur TGV.

Une croissance toujours soutenue dans le bassin asiatique



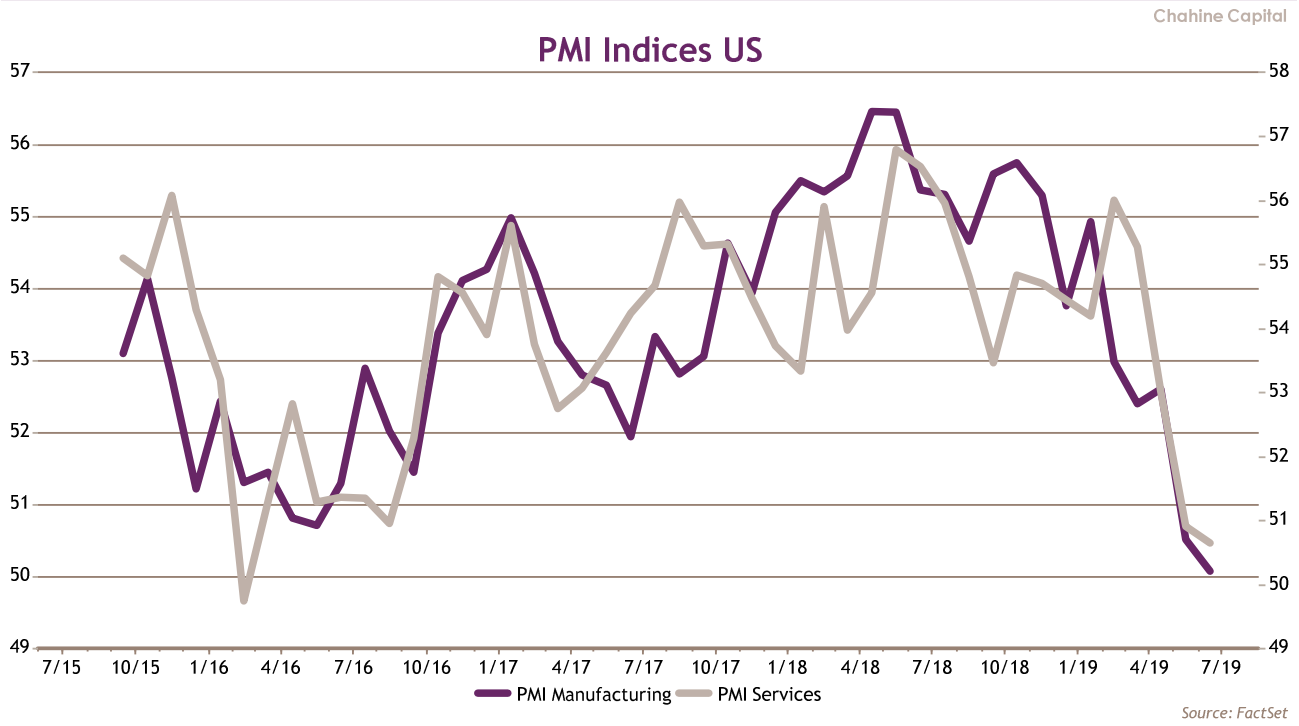
Les perspectives de croissance économique aux US sont quelque peu contredites par les indices ISM des directeurs d'achat.

Constante dégradation depuis début 2019



La dégradation est plus sensible dans le secteur manufacturier (plus exposé aux guerres commerciales) que dans les services. L'indice manufacturier proche des 50 points indique une économie en parfaite stabilité, mais la poursuite de la dégradation serait un signal négatif. A titre indicatif, nous avons vérifié l'indicateur PMI de Markit qui affiche les mêmes tendances, avec les services se dégradant néanmoins au même rythme que l'industrie.

Les indices PMI sont un peu plus alarmants

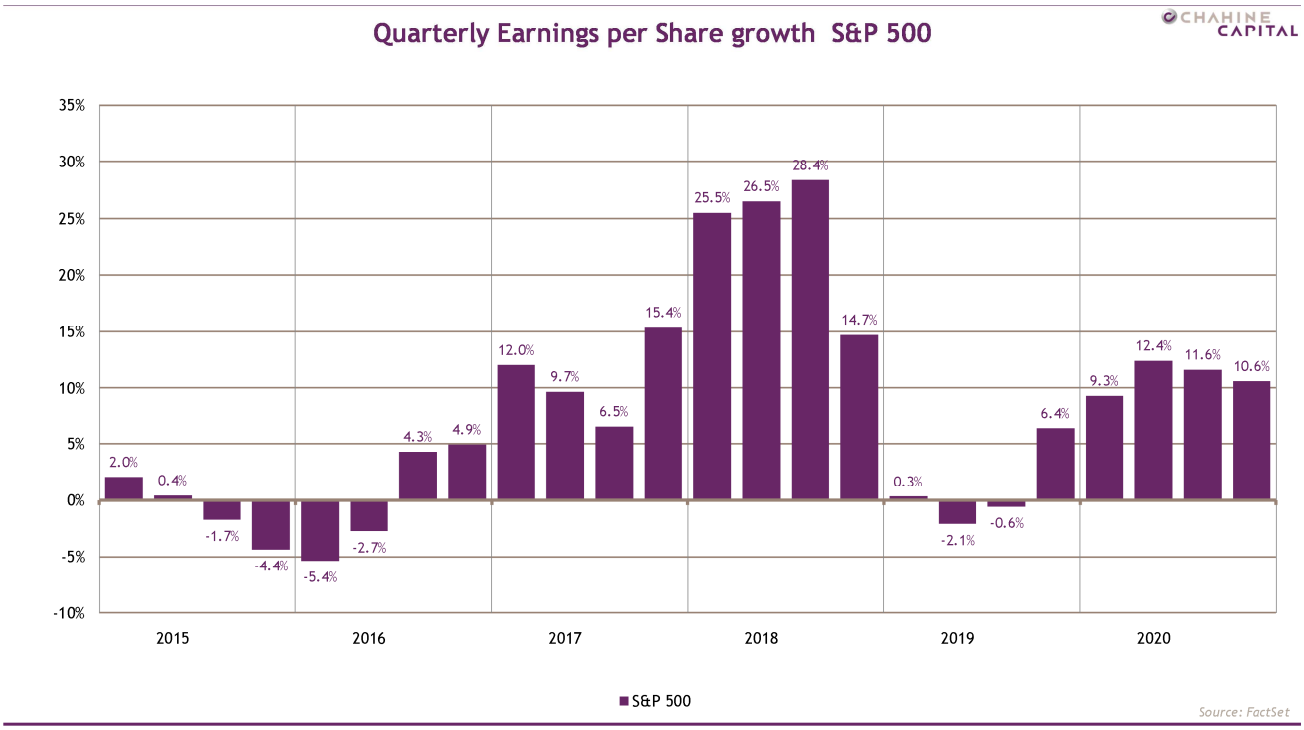


Le déficit fédéral continue de se creuser et atteindra 4.2% du PIB cette année. Manifestement, les US rejoignent le concert des pays qui se moquent du déficit à l'instar du Japon. La confiance des consommateurs se maintient à un niveau très élevé mais a tendance récemment à s'effriter légèrement. Elle continue en revanche de se dégrader en zone euro.

Des profits stagnants en 2019

Les profits 2019 seront quasi stagnants après une année exceptionnelle 2018 qui a vu l'impact de la réforme fiscale. Après un premier trimestre plat par rapport à l'an dernier, on attend une chute de 2.1% sur les résultats à venir du 2ème trimestre, qui risque néanmoins d'être meilleur avec le jeu des dirigeants de minorer les prévisions pour faire mieux au final. Le 3ème trimestre est légèrement dans le rouge et c'est seulement au 4ème trimestre qu'une hausse de 6.4% sera constatée par rapport à une base plus favorable. Sur l'année cela fait une moyenne de +1%. Le marché anticipe largement ces résultats. Pour l'année 2020, les analystes, par définition optimistes, prévoient une hausse de 11% des profits que nous estimons prudemment à 9% compte tenu d'un effet de base faible en 2019.

Profits anémiques en 2019 et rebond problématique pour 2020



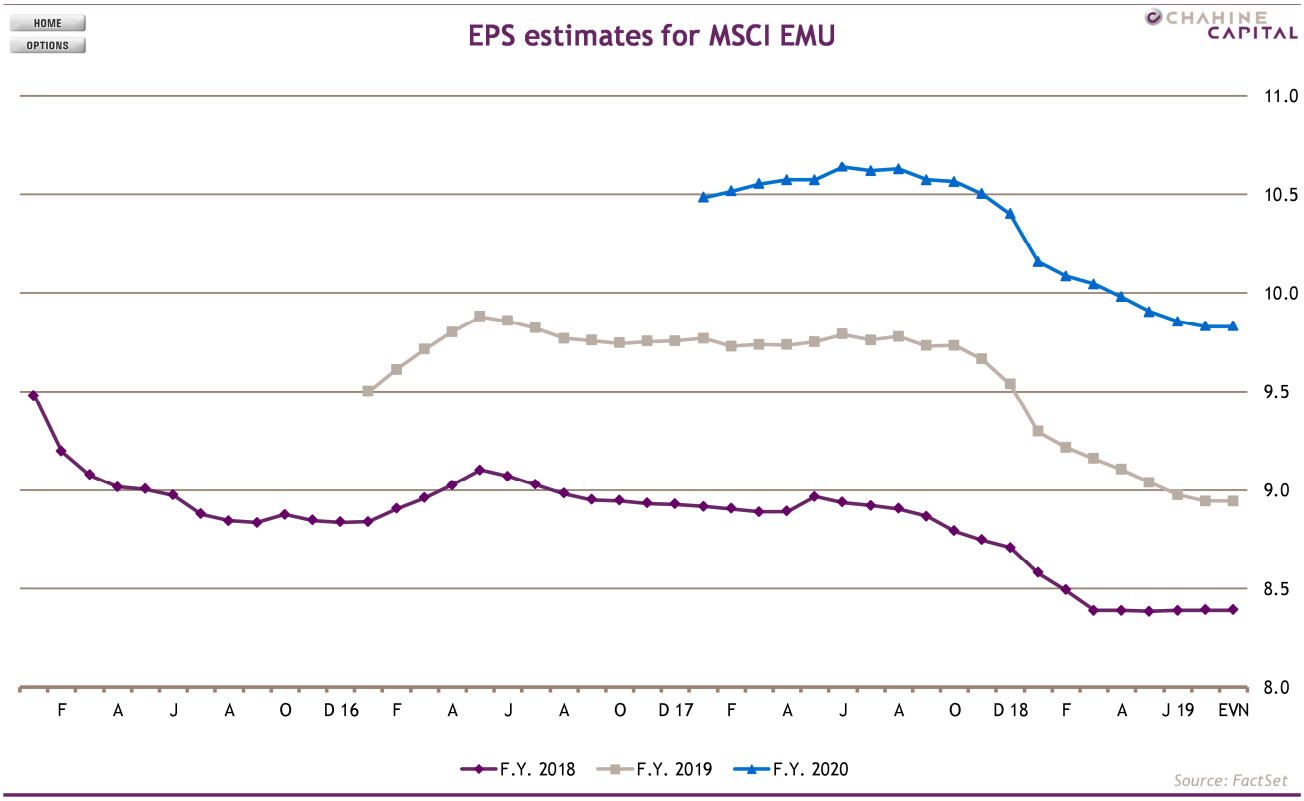
Nous avons analysé par société les plus fortes baisses en 2019 et sans surprise, on voit l'impact de la guerre commerciale. En tête des baisses des profits on trouve Micron (10Mds$ de baisse), Western Digital (-3Mds), Apple (-2Mds), Alphabet, Facebook, Intel, Applied Materials, Nvidia, Seagate. On trouve ensuite les sociétés pétrolières qui vont voir leurs bénéfices baisser globalement de 11%. Des victimes spécifiques comme Boeing ou Fedex. Les chiffres que nous donnons sont minorés car calculés à partir des BNA, alors que toutes ces sociétés dont Apple rachètent leurs titres à tour de bras.

Le rebond de 2020 suppose un retour à meilleure fortune des groupes énumérés plus haut, ce qui est loin d'être certain au cas où la guerre commerciale persisterait. Notre hypothèse d'une progression de 9% en 2020 nous paraît donc plus réaliste que le consensus.

En zone Euro, les années se suivent et se ressemblent avec un consensus dithyrambique au début et qui se termine par des hausses nulles des profits. 2019 n'échappe pas à la règle et le graphique ci-dessous montre la vitesse d'effritement des profits. Au lieu des 7% attendus par le consensus, nous retenons 3%. On a vu néanmoins que l'indice recèle quelques pépites dans les valeurs à cash flow solide auxquels on peut ajouter l'industrie du luxe.

Mais aujourd'hui, le marché regarde essentiellement l'évolution des taux et les profits viennent en deuxième rang.

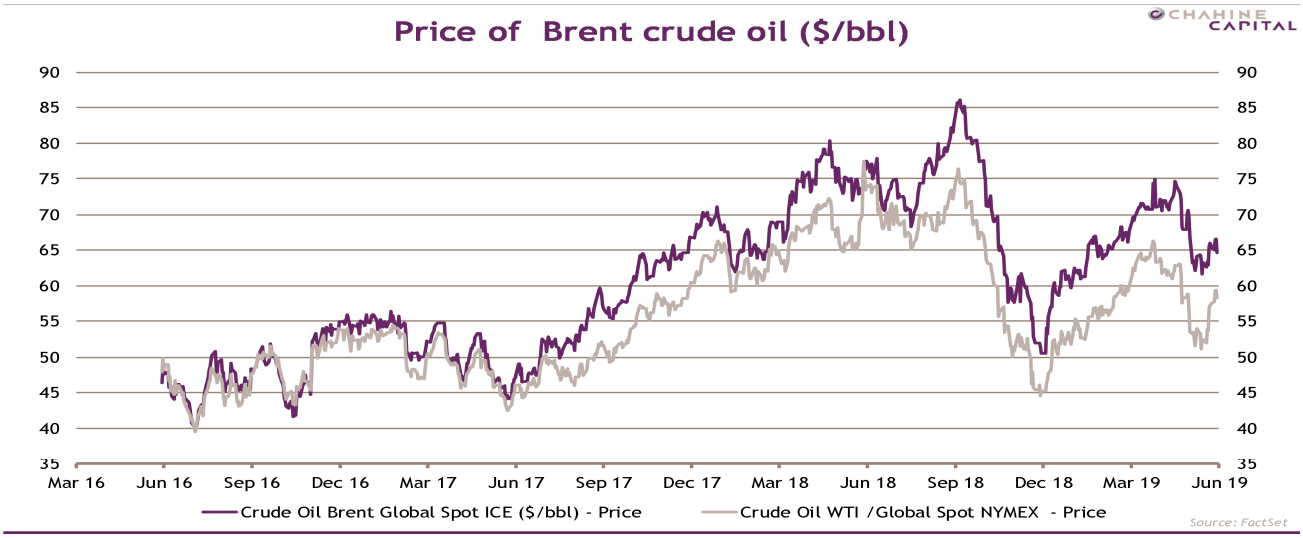
Des profits qui continuent d'être revus à la baisse



2018 année record pour la consommation d'énergie

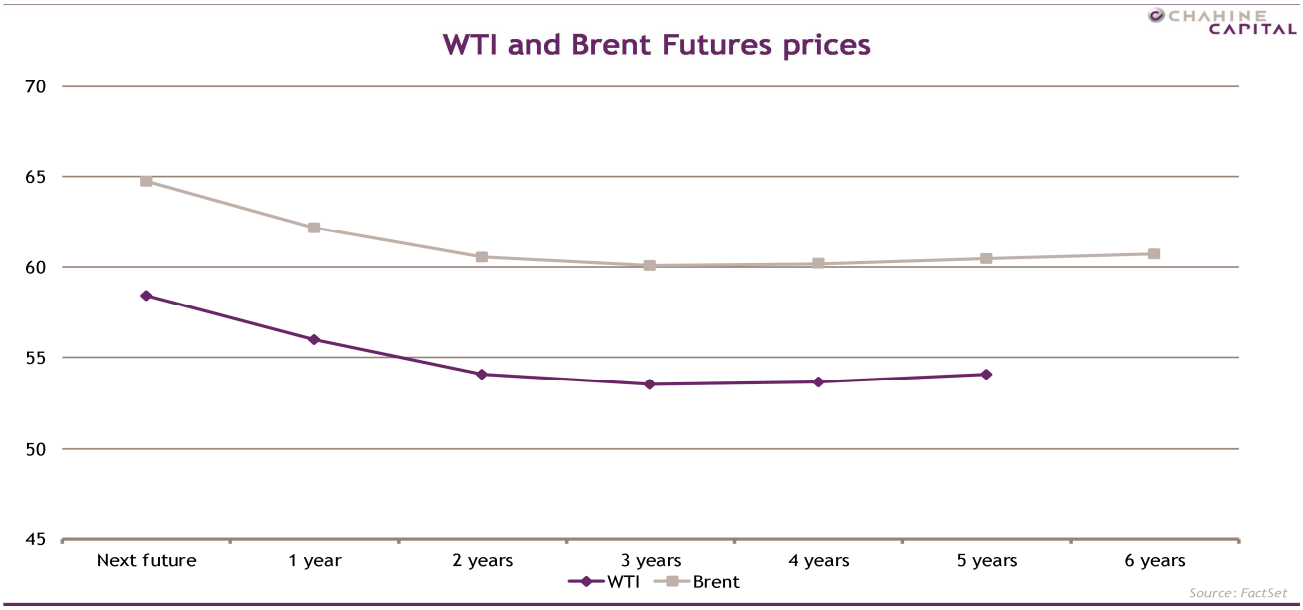
Un des sujets stratégiques pour l'économie mondiale est l'évolution du marché de l'énergie au sens large, qui influence le pouvoir d'achat des ménages et se trouve au devant la scène pour l'écologie. Le pétrole joue un rôle important car il reste le « moteur » de la mobilité, en attendant l'avènement du tout électrique. A chaque risque de rentrer en récession ou ralentissement, les prix s'effondrent et inversement. Il est également sujet à des fortes variations compte tenu de la géopolitique au Moyen Orient

Les prix restent extrêmement volatiles



Les derniers prix indiquent qu'on est aujourd'hui à mi chemin entre croissance et ralentissement. Néanmoins, la courbe des futurs inversée indique qu'on attend une demande quelque peu en retrait.

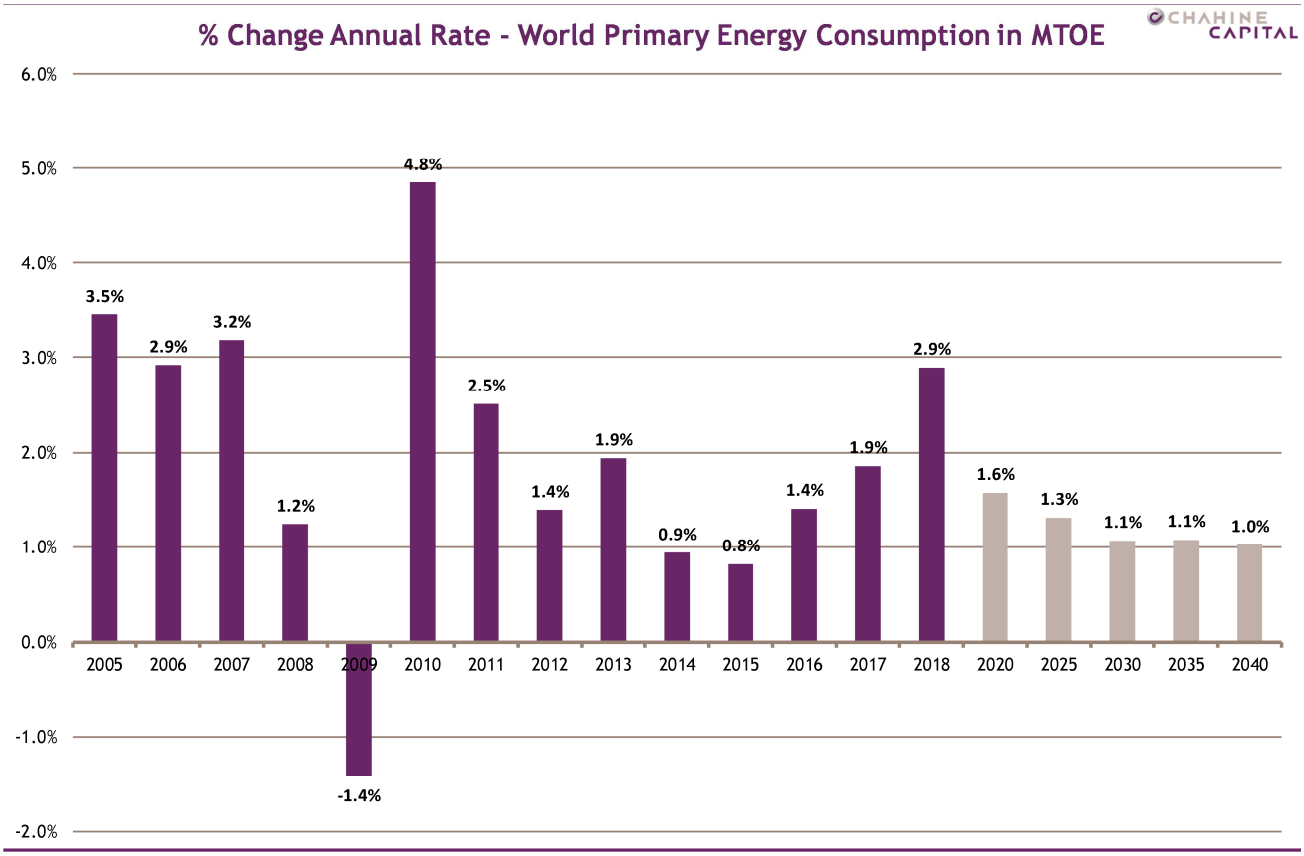
Les marchés futurs indiquent une tendance à la baisse



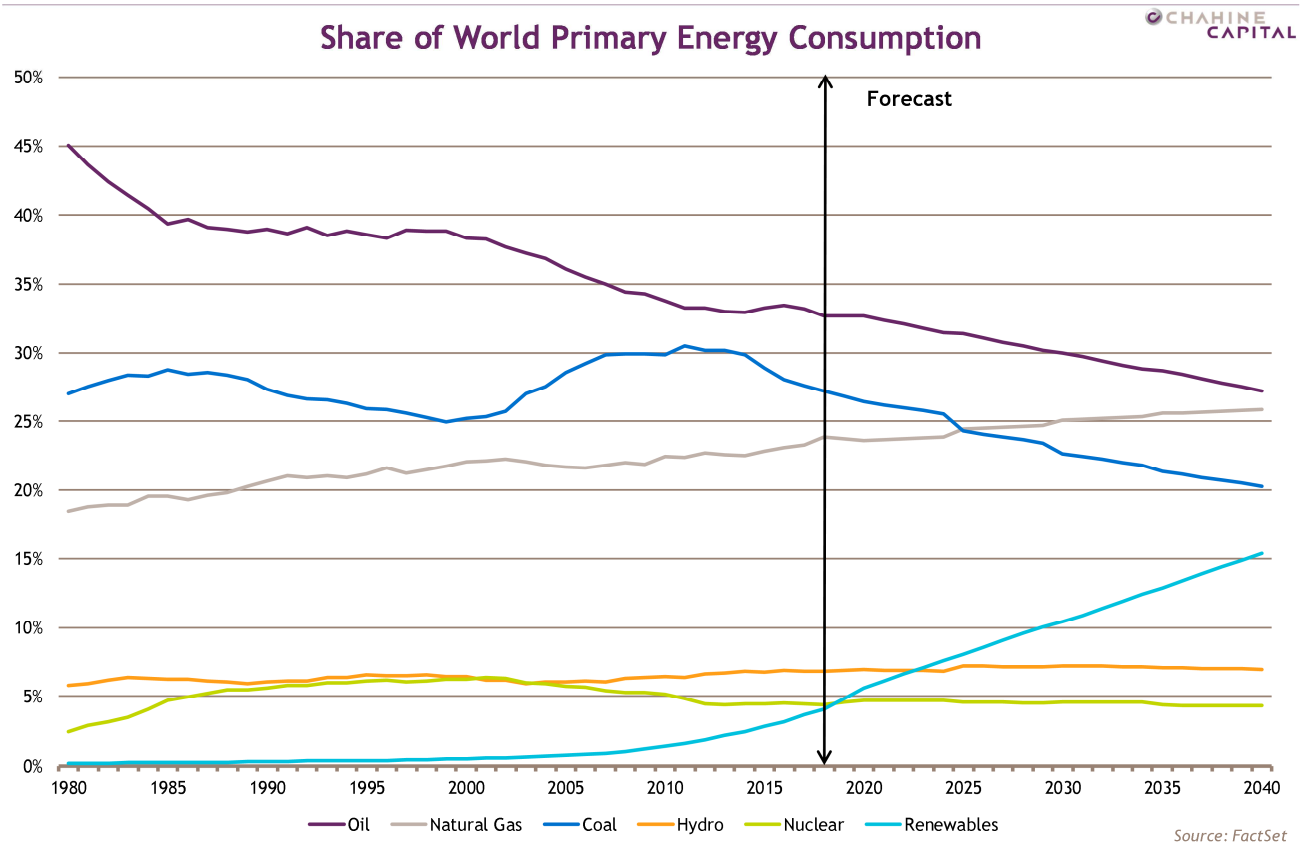
Comme chaque année, nous faisons le point sur le marché de l'énergie dont la source essentielle est la vénérable base de données de BP. La consommation d'énergie en 2018 a progressé d'un record surprenant de 2.9% pour une année qui était très bonne sur le plan macro économique, mais pas meilleure que 2017 où le marché a progressé de 1.9%. Cette progression se compare à un PIB en progression de 3.4%, ce qui n'est pas formidable pour l'efficacité énergétique. La consommation a été l'équivalent de 278Mio Barils/jour dont 91 pour le seul pétrole. Les prévisions à court et moyen terme font état d'une hausse plus modérée allant de 1.6% sur les deux prochaines années à 1.1% sur un horizon plus lointain. Cette hypothèse est réaliste dans la mesure où la consommation par unité de PIB diminue au fur et à mesure que les pays émergents passent dans le clan des pays développés, ce qui est le cas en Asie.

La consommation de pétrole a heureusement progressé beaucoup moins à 1.2% et continue de décélérer. Mais elle reste encore positive. Après une chute continue de la part du pétrole dans le mix énergétique jusqu'en 2014, celle-ci s'est stabilisée aux alentours de 33%, les prévisionnistes la voient à 30% en 2030. La demande devrait néanmoins progresser en valeur absolue jusqu'en 2035. La chute séculaire de la part du pétrole a été remplacée par le charbon bien polluant, qui a joué le rôle de l'énergie du pauvre jusqu'en 2011 pour atteindre 30% et recule depuis cette date, même si on voit l'Allemagne revenir au charbon pour faire la transition énergétique. La part devrait revenir à 21% à l'horizon 2035. Grâce au gaz de schiste américain, une bonne partie des besoins énergétiques en électricité ont été couverts et il continuera de jouer un rôle important dans le mix énergétique, même si on parle de l'arrêt brutal des commandes en turbines à gaz. L'énergie hydraulique, la moins polluante de toutes les autres, garde une part respectable de 6.8% et a semble-t-il de la marge pour s'accroître. La part du nucléaire, qui a chuté à partir de 2011 s'est stabilisée depuis à 4.4% et va légèrement progresser compte tenu du parc en construction. Il n'y a pour le moment que l'Allemagne qui a osé arrêter ses centrales pour les remplacer « provisoirement » par du charbon. Ce sujet constitue l'arlésienne en France, chaque gouvernement qui arrive recule les échéances de 5 à 10 ans.

Hausse surprise de la consommation en 2018



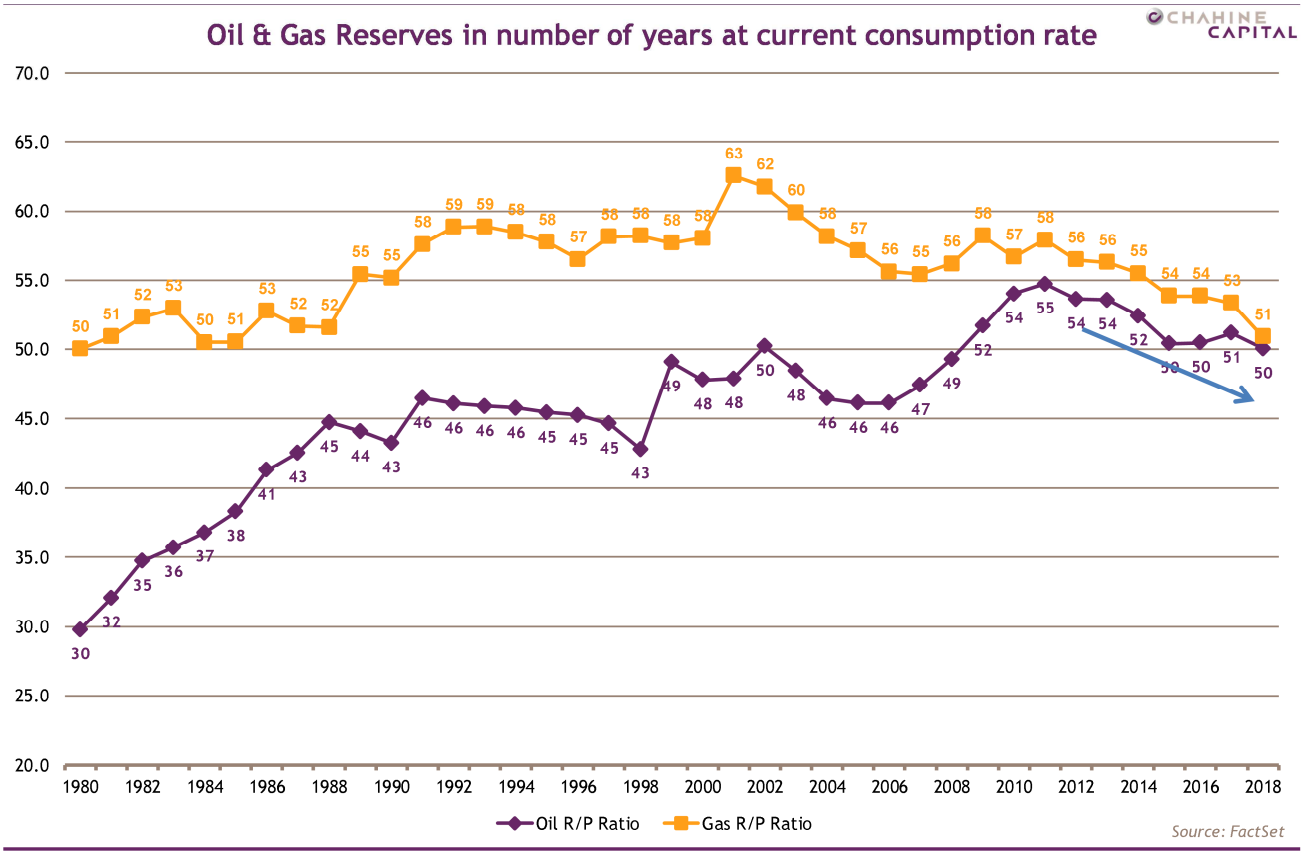
La part des renouvelables très sous estimée



La part des énergies renouvelables est celle qui augmente à la cadence la plus rapide. La part de l'ensemble a atteint 4% en 2018, avec une croissance moyenne de 15% sur les 5 dernières années. Les prévisions de BP sont peu fiables dans le secteur, peut être en raison du biais dans les énergies fossiles. La meilleure preuve est qu'en 2015, ils voyaient les renouvelables représentant 536MTOE pour 2020. Aujourd'hui, le chiffre affiché est de… 802MTOE. La projection pour 2025 est une hausse moyenne de 9.0% par an et 6.3% à l'horizon 2030. Difficile de croire à un tel ralentissement alors que tout le monde se prépare aux énergies alternatives. L'éolien, représente les 2/3 et le solaire 1/3. Mais ce dernier continue de croître au rythme de plus de 30% par an et est appelé à un brillant avenir par la réduction des coûts grâce à la technologie. Notre projection prudente est de voir le secteur représenter 9.1% en 2025 et 14.1% en 2030. Cette croissance permettrait de pratiquement couvrir la hausse prévisible de la consommation d'énergie.

Sachant qu'on aura besoin encore longtemps d'énergies fossiles vu le temps pour trouver des solutions de remplacement, il est bon de regarder l'évolution des réserves prouvées. La situation n'est malheureusement pas brillante car on a l'impression que nous vivons sur nos « réserves ».

L'inquiétante baisse des réserves de pétrole et de gaz



Le boom du gaz de schiste américain ne va pas se répéter et les réserves sont tombées de 63 à 51 ans, comme pour le pétrole. Les prix en dessous des 100$ ces dernières années n'ont pas encouragé la recherche et les grosses découvertes. Notamment pour le gaz dont la consommation s'accroit significativement, il faudra trouver le remplacement. Les énergies renouvelables ne répondent qu'en partie aux be-

soins et il faudra chercher autre chose. Les réserves inépuisables sont évidemment dans le charbon et on peut parier qu'un Trump au pouvoir n'hésiterait pas à promouvoir le charbon si le gaz manquait. Une énergie propre et théoriquement abondante est le nucléaire, mais elle fait peur et est boycottée par les verts. Il y a donc lieu d'accélérer l'avènement des renouvelables et surtout d'investir dans les économies d'énergie. C'est le plus rentable des investissements.

Cette analyse nous conduit à penser que le pétrole et le gaz seront là pendant très longtemps et qu'au prix actuel les compagnies ne semblent pas pressées de reconstituer leurs réserves. Comme par le passé, une tension forte sur les prix va intervenir pour inverser le cycle et pousser à la recherche d'autres gisements. Il est difficile de voir un timing car l'effet de stock disponible est important ainsi que la géopolitique. Avec les taux d'intérêt négatifs, un bon père de famille devrait garder du pétrole dans un puits pour des temps meilleurs.

Valorisation des marchés

La baisse des taux a fortement impacté la valorisation du marché, à 3043 points contre 2993 le mois précédent, en raison essentiellement de la baisse de 15bps du 30 ans. Le CAGR sur 8 ans ressort à 3.2%, ce qui serait très poussif en temps normal mais réaliste dans un très haut de cycle où l'on voit la croissance ralentir un peu partout. Pour des taux longs à 3% l'objectif de cours serait de 2744 points. Le marché a clôturé au plus haut à 2942 points. La question existentielle est de savoir s'il faut croire à la pérennité de ces taux bas. Beaucoup de nos gérants y croient et nous les assurons que le marché n'est pas cher dans ce cas toutes choses égales par ailleurs. Par là, nous voulons signaler qu'on ne peut par écarter le scénario d'une récession ou d'un ralentissement qui verrait les cours à 2760.

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 rester investi sur la durée. Le choix du véhicule est évidemment important dans ce cas. Si l'on aime les titres vifs, essayer de trouver les pépites à cash flow stable.

Les taux bas soutiennent puissamment la valorisation

S&P 500 - Valuation end 2019 except implied scenario *CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018*	**30 Years Gvt bonds**				
	2.00%	2.25%	**2.50%**	2.75%	3.00%
Mild recession: -0.3% in 2019, and -1% in 2020 - CAGR =1.9%	**3 088**	**2 916**	2 760	2 618	2 489
Implied Scenario CAGR 2.9% over 8 years	3 280	3 094	**2 925**	2 771	2 631
Base scenario: 1.5% in 2019 and 8.5% in 2020 - CAGR = 3.2%	3 405	**3 215**	**3 043**	**2 887**	2 744
Current Index S&P 500			**2 942**		

La baisse des taux en zone Euro est impressionnante et se poursuit. On est passé de 1.18% sur la moyenne des 30 ans européens à 0.86%. 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				
	0.50%	0.75%	**0.86%**	1.00%	1.25%
Depression scenario: -10% in 2019, and +5% in 2020 - CAGR =-6.8%	**132**	**123**	119	115	108
Implied Scenario: CAGR -7.1% over 8 years	134	125	**122**	118	111
Base scenario: 3% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -4.6%	158	147	**143**	**138**	**129**
Current Index MSCI EMU			**122**		

Conclusions

Mea Culpa, nous n'avons pas vu venir la poursuite de la dégringolade des taux et nous n'avons pas retenu l'évaluation donnée par notre modèle le mois dernier pour le S&P 500 à 2993 points pour un taux à 30 ans de 2.65%. Non seulement ce taux s'est maintenu, mais a reculé à 2.50% donnant un objectif de cours actualisé à 3043 points pour la fin de l'année. Notre hypothèse était de voir les taux monter à 3% dans un scénario de retour au calme dans la guerre commerciale avec la Chine. La trêve négociée au sommet du G20 donne un répit que la Fed ne va pas manquer d'exploiter. La courbe des taux très inversée jusqu'à 3 ans montre un abîme entre l'attente du marché et les réelles intentions de la Fed. Celle-ci doit tenir compte de la bulle financière créée par les taux bas et une inflation qui n'est pas si faible. Le marché réagira par une baisse de 10% si la politique de la Fed mène les taux à 30 ans vers les 3%. La zone Euro a suivi la baisse des taux américains, mais la BCE semble démunie d'outils pour aller plus loin, ce qui entraîné l'Euro à la hausse.

Ces baisses massives des taux ont entrainé la ruée vers des actifs à cash flow prévisible : l'immobilier sous toutes ses formes et les titres cotés qui jouissent de concessions sur les autoroutes ou les aéroports. Vinci en est un exemple, mais chaque pays européen a son Vinci. ADP a échappé de près aux griffes de Vinci. Les épais carnets de commandes dans l'aéronautique sont également source de cash flow prévisible. Les dividendes sont également une source de cash flow et ont montré leur résilience sur longue période.

Malgré la guerre commerciale qui fait rage, les prévisions de croissance mondiale pour 2019 restent stables à 2.9%, tirées essentiellement par le bassin asiatique. L'Allemagne exportatrice souffre des exportations et voit son PIB revu à 0.8% alors que celui de la France reste stable à 1.3%. L'Italie frôle avec la récession. Mais les perspectives de croissance économique aux US sont quelque peu contredites par les indices PMI des directeurs d'achat qui affichent une chute vertigineuse se rapprochant du point d'équilibre à 50 points. Les profits 2019 seront quasi stagnants après une année exceptionnelle 2018. La raison essentielle est dans les groupes de composants électroniques tel que Micron qui souffrent de la guerre commerciale avec la Chine. Nous prévoyons un rebond des profits de 9% en 2019. Les profits en Zone Euro continuent de s'effriter et nous prévoyons au mieux une hausse de 3% cette année. Mais le marché contient quelques pépites avec des cash flow prévisibles.

Notre actualisation annuelle sur le marché de l'énergie montre une forte croissance de la consommation de 2.9% en 2018, mais celle du pétrole est restée la même à 1.2%. La progression des énergies renouvelables reste remarquable avec une progression moyenne de 15% par an et 33% pour le solaire. BP continue de minorer les prévisions du secteur, ses prévisions d'il y a cinq ans ont été doublées. Nous prévoyons la part des renouvelables à 9.1% en 2025 et 14.1% en 2030, grâce notamment au solaire. Les réserves prouvées de pétrole et de gaz continuent de chuter en raison d'un prix du baril resté en dessous des 100$ ces dernières années. Sachant que les besoins seront là pour longtemps, un choc sur les prix est à craindre. Cela forcera à accélérer encore plus les énergies de substitution. Avec les taux d'intérêt négatifs, un bon père de famille devrait garder du pétrole dans un puits pour des temps meilleurs.

La valorisation des marchés est favorable en raison des taux très bas, toute la problématique est de savoir s'ils vont le rester très longtemps, la Fed n'étant pas d'accord avec les marchés. Un investisseur très liquide devrait s'investir faute de rentabilité sur ses actifs. Nous restons investis en dessous de notre benchmark (35% au lieu de 40%) dans l'attente de voir l'évolution des taux et la guerre commerciale.

Jacques Chahine

STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 28/6/2019 (in local currency)

Data as of	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
28/06/19	MSCI World	2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018	2019	Fiscal 20	Fiscal 19
MSCI The World Index	**100.0%**	**15.7%**	**-10.3%**	**14.9 x**	**16.3 x**	**9.6%**	**3.8%**	**12.3%**	**2.54%**	**-1.0%**	**-0.6%**
MSCI USA	60.9%	17.7%	-6.5%	16.3 x	18.1 x	11.0%	2.1%	22.0%	1.95%	-1.5%	-0.9%
MSCI Japan	8.2%	4.6%	-15.8%	12.0 x	12.6 x	4.7%	-3.1%	1.3%	2.71%	-4.7%	-4.7%
MSCI EMU	14.1%	13.7%	-14.5%	12.5 x	13.7 x	9.8%	7.0%	0.3%	3.65%	-1.3%	-1.4%
MSCI Europe	25.7%	13.6%	-13.0%	13.0 x	14.1 x	9.1%	7.1%	5.3%	3.85%	-1.7%	-1.6%
MSCI Europe ex Energy	23.8%	14.0%	-13.7%	13.3 x	14.4 x	8.4%	7.6%	2.1%	3.70%	-1.8%	-1.6%
MSCI Austria	0.1%	6.8%	-26.7%	8.8 x	9.6 x	9.1%	-14.2%	10.9%	4.35%	-2.2%	-3.8%
MSCI Belgium	0.6%	16.1%	-24.9%	14.6 x	15.5 x	6.1%	13.7%	-0.5%	3.31%	-1.0%	0.3%
MSCI Denmark	0.7%	13.8%	-12.4%	18.1 x	20.5 x	13.1%	-0.1%	-1.1%	2.37%	-2.6%	-1.4%
MSCI Finland	0.4%	5.9%	-1.5%	14.3 x	16.4 x	14.6%	3.9%	2.2%	4.85%	-1.6%	-1.9%
MSCI France	5.3%	16.8%	-9.7%	13.3 x	14.7 x	10.7%	8.2%	6.4%	3.38%	-0.4%	-0.5%
MSCI Germany	3.7%	12.1%	-20.2%	11.8 x	13.1 x	11.2%	7.3%	-9.8%	3.41%	-1.7%	-2.7%
MSCI Great-Britain	5.8%	10.0%	-12.7%	12.1 x	13.0 x	7.7%	3.4%	9.8%	4.73%	-0.5%	0.2%
MSCI Ireland	0.1%	14.6%	-23.5%	14.5 x	15.3 x	5.4%	-3.3%		2.00%	-1.8%	-0.1%
MSCI Italy	1.1%	15.3%	-15.5%	10.0 x	10.5 x	5.1%	8.3%	14.3%	4.86%	-1.6%	0.9%
MSCI Netherlands	1.3%	15.4%	-10.9%	14.3 x	16.0 x	11.6%	-0.3%	6.8%	3.25%	-1.7%	-2.8%
MSCI Norway	0.4%	5.2%	-6.0%	12.3 x	14.1 x	14.7%	0.0%	19.6%	4.76%	-2.3%	-1.0%
MSCI Spain	1.4%	8.0%	-15.0%	11.3 x	11.9 x	5.6%	10.2%	-5.4%	4.70%	-2.5%	-1.8%
MSCI Sweden	1.0%	15.0%	-8.1%	14.4 x	15.2 x	5.0%	30.3%	-7.7%	4.14%	-0.1%	1.0%
MSCI Switzerland	3.3%	18.8%	-10.1%	16.1 x	17.7 x	9.6%	11.0%	25.0%	3.18%	-0.3%	-0.5%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.0%	19.0%	-17.5%	12.1 x	13.2 x	8.7%	6.7%	-7.4%	3.27%	-3.2%	-3.7%
MSCI Europe Consumer Staples	3.8%	17.6%	-11.3%	17.2 x	18.7 x	8.4%	9.2%	7.6%	3.01%	-0.6%	-0.9%
MSCI Europe Energy	1.9%	9.0%	-5.0%	10.2 x	11.8 x	16.4%	2.2%	48.9%	5.64%	-0.9%	-0.8%
MSCI Europe Financials	4.4%	8.1%	-21.8%	9.3 x	9.9 x	6.5%	10.3%	5.9%	5.47%	-1.8%	-0.8%
MSCI Europe Health Care	3.1%	13.2%	-2.5%	15.3 x	16.7 x	8.9%	5.2%	4.9%	3.07%	0.3%	0.2%
MSCI Europe Industrials	3.5%	19.2%	-15.0%	15.5 x	17.0 x	10.1%	6.7%	3.1%	2.81%	-2.1%	-1.7%
MSCI Europe Information Technology	1.4%	24.8%	-8.2%	18.9 x	22.3 x	18.0%	9.3%	12.6%	1.49%	-1.6%	-0.8%
MSCI Europe Materials	1.8%	15.4%	-16.4%	12.8 x	13.7 x	7.2%	8.3%	2.4%	4.06%	-1.4%	-2.7%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	2.0%	-17.5%	13.6 x	13.2 x	-3.0%	-18.6%	10.8%	5.07%	-2.3%	-1.9%
MSCI Europe Communication Service	1.3%	-0.9%	-10.7%	13.2 x	14.4 x	8.4%	4.2%	-8.7%	4.79%	-5.8%	-5.5%
MSCI Europe Utilities	1.2%	11.9%	-1.3%	13.7 x	15.3 x	11.4%	16.4%	-15.6%	5.01%	-1.3%	-1.5%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 28/06/2019

Disclaimer

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

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

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