

Helicopter Money : arme de la prochaine récession ?

Conclusions

Nous voilà de retour à la crainte du prochain ralentissement ou récession, à chaque fois que le marché actions se met à tanguer et que la courbe des taux s'inverse. Le marché nous a donné raison sur notre dernière lettre du 27 avril qui avait titré « Le marché US surévalué de 9% selon nos modèles » quand l'indice S&P 500 affichait 2 940 points. L'indice a clôturé à 2 752. Il a fallu l'aggravation de la guerre commerciale avec la Chine pour déclencher un retour aux réalités. Et l'escalade continue avec des nouvelles menaces proférées chaque jour. Au lieu de faire front commun avec l'Europe, qui elle aussi se laisse bernier par les chinois, Trump se prépare à l'attaquer. L'impact de cette guerre commerciale se fait sentir en bourse où la distribution spécialisée s'effondre face à la hausse des tarifs et où l'informatique voit ses exportations baisser sous l'effet de l'embargo et de la baisse de la demande. Face aux craintes de ralentissement et de retrait des capitaux de la bourse, les taux longs se sont effondrés aux US, ainsi qu'en Europe où les taux allemands sont négatifs jusqu'à 15 ans ! Le 30 ans américain s'est établi à 2.58%, la courbe s'est inversée jusqu'à 3 ans et le marché semble ORDONNER à la Fed de baisser rapidement ses taux, alors que la bonne santé de l'économie voudrait qu'on les hausse. Malgré un bilan de la BCE qui a gonflé à 4.7 trillions € (61% du PIB de la zone) et des taux négatifs, l'économie n'a jamais réussi à repartir. La BCE dit qu'elle a encore d'autres instruments dans sa boîte à outils si elle doit faire face à un ralentissement marqué ou à une récession : serait-ce l'utilisation de l'Helicopter Money dont elle trouve l'idée « intéressante » ?

Un largage de 50€ par mois et par adulte coûterait 160Mds € face à un bilan stérile de 4700 Mds et pourrait booster l'économie de plus de 1% avec des retombées fiscales inespérées au niveau des Etats. Plus le pays est pauvre, plus cette manne serait appréciée. Un tel coup d'éclat réconcilierait les citoyens avec l'institution tellement critiquée. Contrairement au Q/E où l'argent est resté confiné dans les banques pour finir chez les plus riches, la distribution directe de subventions aux ménages relancerait la consommation et les anticipations d'inflation. Aux États-Unis, le Q/E a reflaté les actifs financiers où les actions ont progressé en moyenne de 12% sur les 10 dernières années et Trump n'a fait qu'accélérer le phénomène avec sa réforme fiscale qui a creusé encore plus les inégalités. L'écart énorme entre la rémunération du capital et celui du travail atteint un niveau de rupture que les lois du marché devront corriger.

Les indicateurs macro-économiques montrent une grande stabilité avec la croissance mondiale inchangée à 2.9% cette année. L'indicateur avancé ISM aux États-Unis est le seul qui marque une rapide dégradation dans le secteur manufacturier et des services. Sous la crainte d'un ralentissement de la demande, le prix du baril s'est littéralement effondré de 19% de son plus haut, pour le bonheur des gilets jaunes. Nous constatons également une grande stabilité dans les prévisions de profits avec une hausse attendue de 2.1% cette année pour le S&P 500. Du fait de la baisse des marchés, les P/E de l'indice ont passablement baissé à 16.6x 2019 et 15.1x 2020.

Notre valorisation du S&P 500 a fortement augmenté sous l'effet de la forte baisse des taux et ressort à 2 993 points pour fin 2019. Elle s'établit à 2 785 points si les taux reviennent à 3% dans le scénario d'un retour au calme sur la guerre commerciale. Dans un scénario de récession modérée, l'objectif de cours instantané ressort à 2 666 points pour des taux longs qui baisseraient encore à 2.5%, soit encore 100 points en dessous des cours actuels. Nous préconisons comme stratégie de se repositionner partiellement sur ce cours car le marché risque d'exagérer la baisse. Nous maintenons notre décision d'être exposés en-dessous de notre benchmark (35% au lieu de 40% dans notre cas). Le marché européen semble attractif avec des taux très bas, mais il reste dépendant de l'évolution de Wall Street.

Jacques Chahine



Les marchés tanguent sous la montée des guerres commerciales

Nous voilà de retour à la crainte du prochain ralentissement ou récession, à chaque fois que le marché actions se met à tanguer et que la courbe des taux s'inverse. Le marché nous a encore donné raison sur notre dernière lettre du 27 avril qui avait titré que « Le marché US surévalué de 9% selon nos modèles » quand l'indice S&P 500 affichait 2 940 points. Il a fait un plus haut à 2 946 points et a entamé une sévère correction au mois de mai de 6.5% pour s'afficher à 2 752 points.

Notre modèle avait également détecté un plus haut le 29 septembre 2018 (« Le Marché US proche d'une bulle ») avec un excès de 11% de sa valorisation en s'affichant à 2 914 points.

Il a fallu certes l'aggravation de la guerre commerciale avec la Chine pour déclencher le réveil sur les réalités du moment et constater que cette guerre n'était pas près de s'arrêter mais qu'au contraire le Président Trump faisait monter les enchères en s'attaquant maintenant au pauvre Mexique sans défense. En revanche les Chinois se montrent extrêmement coriaces et préparent la réplique avec un possible embargo sur les terres rares et des menaces à peine voilées pour mettre des groupes américains sur la liste noire en réponse sur l'embargo sur Huawei. Les américains ont été naïfs en pensant qu'ils avaient un accord dans la poche qui couvrait les questions très vitales sur la propriété intellectuelle, le transfert forcé de technologie ou les subventions déguisées. Ils 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 des vagues promesses verbales. L'UE a expérimenté cette stratégie. Elle a soi-disant signé un accord récemment sur le transfert forcé de technologie. Mais aucune assurance pour son application. Un accord signé sur la protection des appellations contrôlées comme le Champagne ou le Jambon de Parme qui devait entrer en application en octobre 2018 est remis à fin 2019.

Sur le fond, le monde occidental est d'accord avec Trump sur le fait qu'il est temps que la Chine joue franc-jeu et ouvre véritablement son marché si elle veut déverser ses propres produits sur le reste du monde. Sinon, le réveil sera dur et la Chine sera la première puissance mondiale avec son marché de 1.3 Md d'habitants.

La conséquence à court terme de ces guerres commerciales se voit dans la bourse. Les exemples d'impact se multiplient et ce sont les grands magasins et magasins spécialisés qui prennent de plein fouet l'impact des droits de douane relevés à 25% sur les produits qu'ils importent. Dans l'autre sens, ce sont les valeurs technologiques qui voient leurs exportations en Chine baisser sous l'effet de l'embargo et la baisse de la demande de l'important marché Chinois. Le problème de Donald Trump est qu'il veut faire la guerre à toute la planète plutôt que de créer un front uni intelligent face à la Chine. L'UE est le candidat idéal pour un tel partenariat car l'Europe subit encore plus le diktat des chinois et se laisse mener en bateau. Hélas, il se prépare à faire aussi la guerre à l'Europe sur l'automobile et Airbus.

Les marchés ne se font plus d'illusion sur une prochaine résolution de la guerre commerciale avec la Chine et ont tiré comme conséquence que l'économie réelle sera impactée, même si pour le moment on ne voit aucun signe de ralentissement. La correction de 6 à 7% devrait s'accroître si le ton continue de monter entre les deux parties, ce qui est probable.

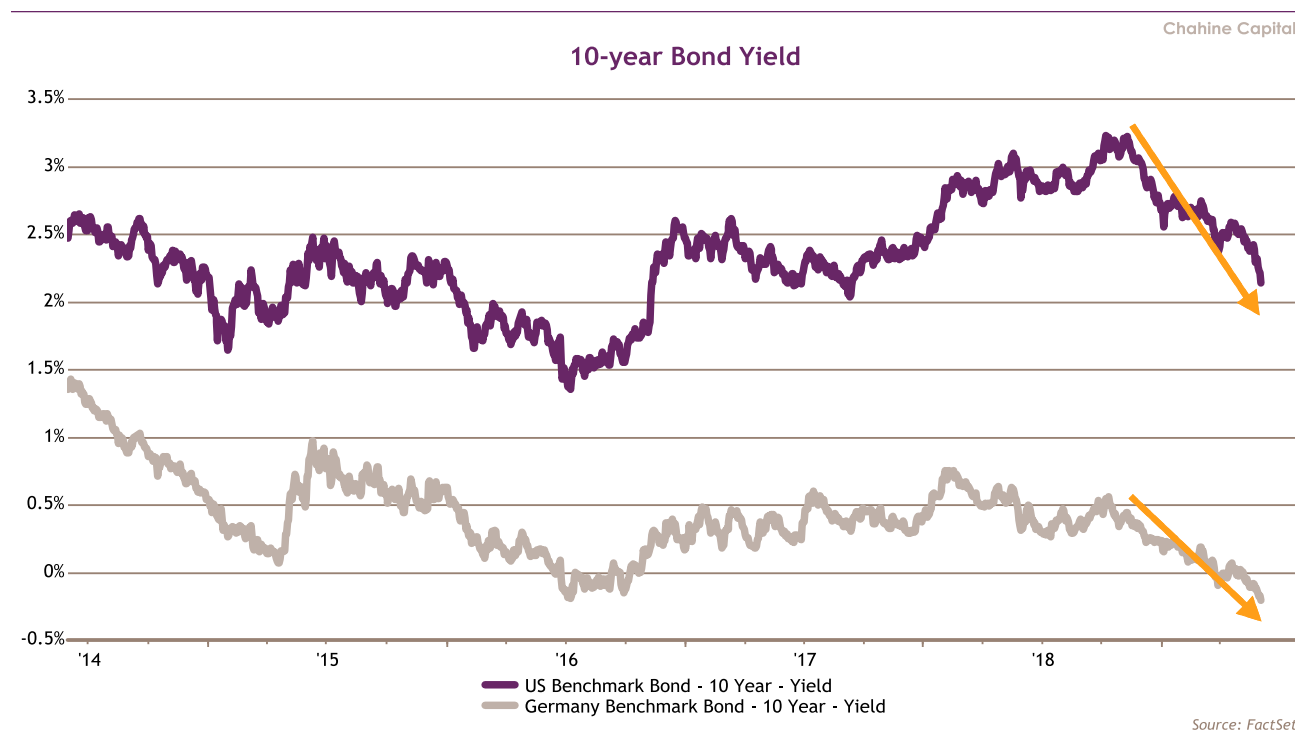
Effondrement des taux longs

La crainte d'un ralentissement a eu un effet foudroyant sur les taux longs et a accentué l'inversion de la courbe des taux jusqu'à 3 ans et ramené le taux à 10 ans à 2.14%. Le taux du Bund allemand, valeur refuge par excellence, est passé négatif à -0.2%. Le 30 ans américain, qui joue un rôle prépondérant dans notre modèle de Prime de Risque, est tombé à 2.58% contre 3% il y a juste un an. Le marché est en train

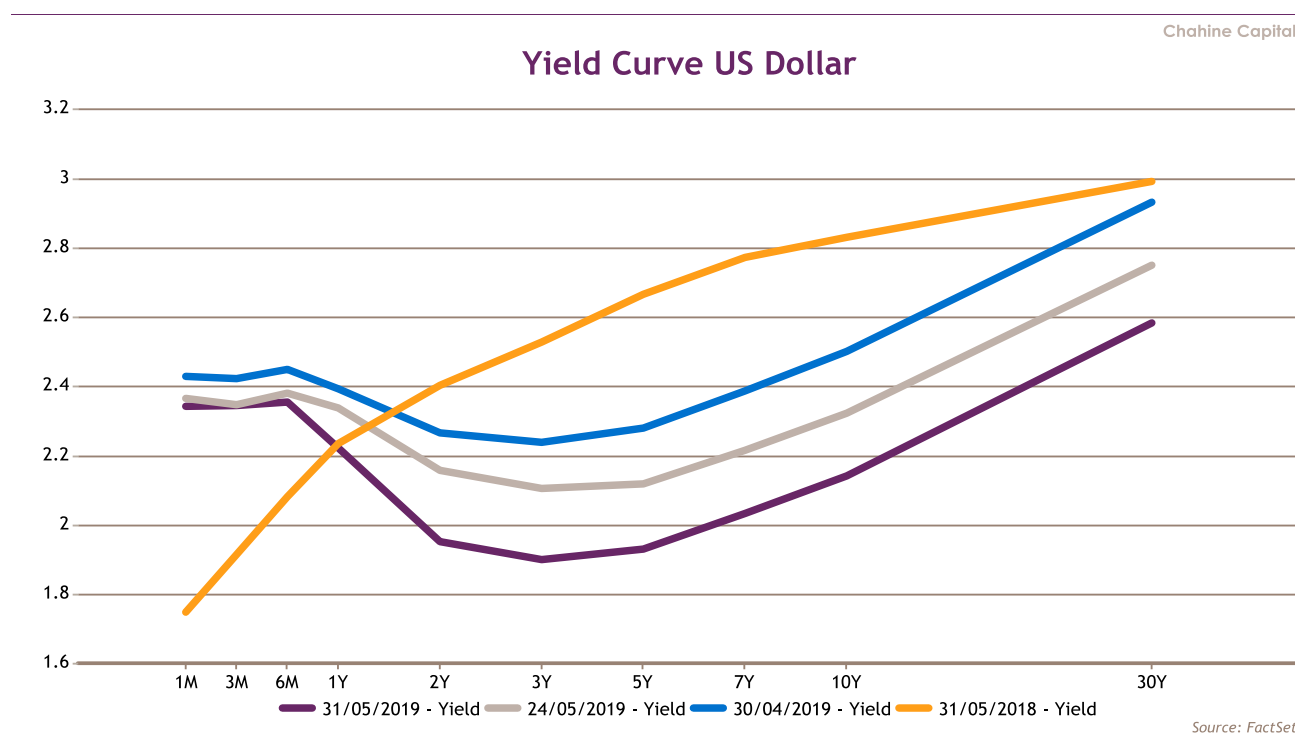


d'ORDONNER à la Fed de baisser ses taux et rapidement, alors que dans une économie vigoureuse comme c'est le cas actuellement, la décision naturelle est de hausser les taux. Sachant que l'inflation reste à 2.1%, l'investissement en Bons du Trésor couvre à peine cette inflation.

Effondrement des taux longs



Inversion plus accentuée de la courbe des taux





La situation des taux est encore plus critique en Europe où ils restent négatifs jusqu'à 15 ans. La BCE a arrêté son programme de Q/E faute de trouver du papier de la qualité recherchée, mais son bilan reste néanmoins à un niveau stratosphérique à 4.7 Trillions €, soit 61% du PIB de la zone ! Malgré toutes ces injections de liquidités, la reprise réelle tarde à venir au point que la question se pose de ce que fera la BCE si les craintes de récession se vérifiaient.

Helicopter Money : prochaine arme de la BCE ?

En Mars 2016, Mario Draghi avait jugé l'idée d'utiliser « l'Helicopter Money » comme très intéressante. Et quand la BCE affirme qu'elle a d'autres instruments dans sa boîte à outils, cela en fait partie. Plusieurs définitions ont été utilisées pour ce concept ; nous nous contentons d'évoquer le concept de base de distribution aux citoyens de la zone euro d'une allocation monétaire sans contrepartie. Une telle allocation pourrait être unique ou récurrente, par exemple 50€ par mois pour chaque personne adulte de plus de 18 ans, soit 1200€ par an pour un couple. Cela représenterait une injection de 30Mds€ pour la France ou 1.3% du PIB. La perception d'une telle manne serait très positive dans des pays ou régions pauvres comme le Portugal et plus modeste dans les pays riches de la zone. Aucune condition de ressource attachée à une telle initiative. Pour l'ensemble de la zone Euro, cela représenterait une dépense de 160Mds par an, à comparer aux injections de Q/E qui atteignent 4700Mds.

A l'heure où les citoyens européens affichent des doutes sur l'utilité de la zone, un tel coup d'éclat pourrait réconcilier les citoyens avec l'institution de façon très concrète.

Contrairement au Q/E où l'argent est resté confiné dans les banques, la distribution directe de subventions aux ménages relancerait la consommation et les anticipations d'inflation. Une partie de ces subventions iraient dans les caisses des États à travers la TVA, l'impôt sur le revenu en hausse ou l'impôt sur les sociétés qui verraient leurs profits augmenter face à une demande en hausse. Les taux négatifs pourraient redevenir plus normaux avec le retour de la croissance et de l'inflation.

Les oppositions à une telle initiative seraient virulentes, d'abord de l'Allemagne qui verrait le spectre d'un retour à une forte inflation. Il est également probable qu'une telle initiative profiterait aux importations, creusant les déficits de pays qui n'ont pas la capacité de répondre à la demande intérieure. Une partie de cette distribution monétaire serait thésaurisée si la confiance ne revenait pas. Finalement, personne n'a vraiment expérimenté une telle politique dont les effets restent à démontrer.

Le Q/E n'a pas filtré dans l'économie réelle

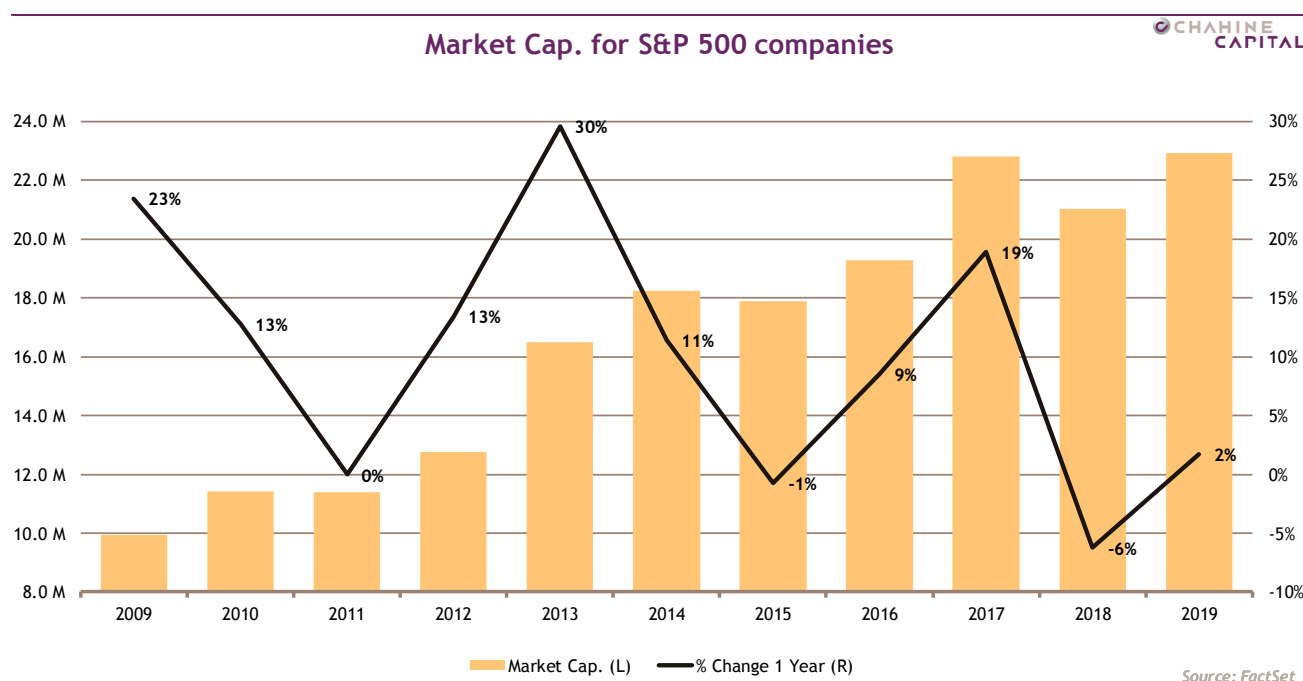
Le Q/E a permis de sauver l'économie mondiale lors de la crise des subprimes en 2008, car il est venu en complément de la politique monétaire classique qui a vu ses limites. Les taux américains avaient beau être à 0%, l'économie avait du mal à redémarrer. Le Q/E américain a été ensuite copié un peu partout. Mais on a vu que son efficacité s'est éteinte en zone Euro et aux US il a été arrêté. On s'est aperçu que le Q/E n'a jamais filtré dans l'économie réelle jusqu'au consommateur qui n'en a nullement profité. TOUT l'argent est allé aux plus riches à qui on prêtait facilement et a servi à reflater les actifs : la bourse et l'immobilier.

La performance du S&P 500 sur les 10 dernières années est frappante : la capitalisation boursière de l'indice est passée de 10 trillions de \$ à 23 trillions, un gain colossal qui s'est fait avec une performance moyenne annualisée de 12.4% en incluant le dividende. Face à cette performance du capital, la rémunération moyenne du salaire horaire s'est accrue de 2.4% sur les 10 dernières années, à peine de quoi faire face à l'inflation. Les 13 trillions de richesses additionnelles sont du « papier » sur lequel leurs détenteurs



s'extasient et n'ont qu'une idée fixe : comment les augmenter encore. Rien qu'en 2017, la richesse des actionnaires du S&P 500 s'est accrue de 3200 Mds \$ sous l'effet de la réforme fiscale de Donald Trump. Le capital des grands groupes du S&P 500 reste fortement concentré chez les ultra-riches, notamment ceux de la nouvelle économie comme les Bezos, Bill Gates, Mark Zuckerberg...

13 000 Milliards de \$ d'enrichissement sur 10 ans



La politique des taux bas qui a inflaté la bourse a également inflaté tous les actifs produisant un cash flow récurrent, dont l'immobilier. Par exemple, l'immobilier de bureau Prime de centre ville et en état de location se négocie à 3-3.2% de taux d'actualisation (cap rate). Cela signifie qu'un immeuble produisant un cash flow de 1M€ va se vendre à $1M/3.2\% = 31M€$. Le même immeuble se négociait à 5% de cap rate il y a 6 ans, soit une valeur de 20M€. A 31M€, un assureur obtiendra un meilleur rendement pour servir un taux décent dans le cadre de l'assurance vie. Un investisseur notoirement solvable pourra se financer sur longue période à des taux de 1-1.2%. Avec un effet de levier de 50%, son taux de rendement s'établit à 5.2%. Ainsi l'argent que la BCE injecté dans les banques finit par créer une bulle sur les actifs financiers et ne va donc pas dans l'économie réelle, contrairement à un concept de Helicopter Money.

En conclusion, notre analyse met en évidence la bulle sur les actifs créée par les taux très bas et surtout négatifs qui risque d'exploser lors d'un prochain retournement de conjoncture. L'immeuble loué à 1M€ risque de se trouver vide et le créancier incapable de faire face à ses obligations mettant la banque en danger de faillite.

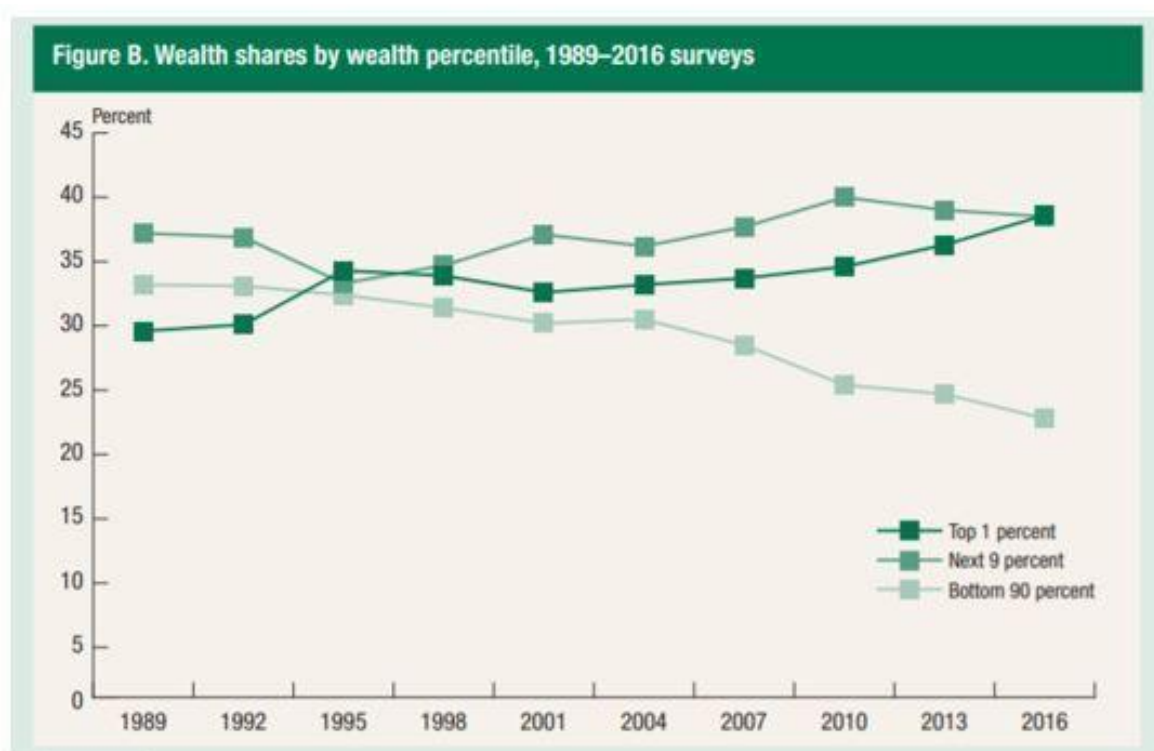
Le Q/E a accentué les inégalités

La poursuite indéfinie des politiques monétaires de plus en plus accommodantes s'apparente à l'injection de morphine à un drogué qui demande une dose de plus en plus forte. Dans le schéma actuel la masse mo-



nétaire se retrouve chez les super-riches qui finiront par posséder l'ensemble des actifs. C'est ce que montre la courbe ci-dessous sur la concentration du patrimoine aux États-Unis arrêtée en 2016 et qui s'est énormément accentuée avec l'enquête en cours compte tenu de la flambée de la bourse avec la réforme fiscale de Trump. Cette courbe montre que 1% des ménages accapare 37% des richesses, autant que les 9% qui suivent. En creusant, on trouvera que les 0.01% ont plus que les 0.09%, ce sont pour la plupart les détenteurs de capitaux mobiliers et parfois immobiliers. Les 90% de ménages les moins fortunés ne détiennent que 22% du patrimoine.

La concentration des richesses devrait encore s'accroître



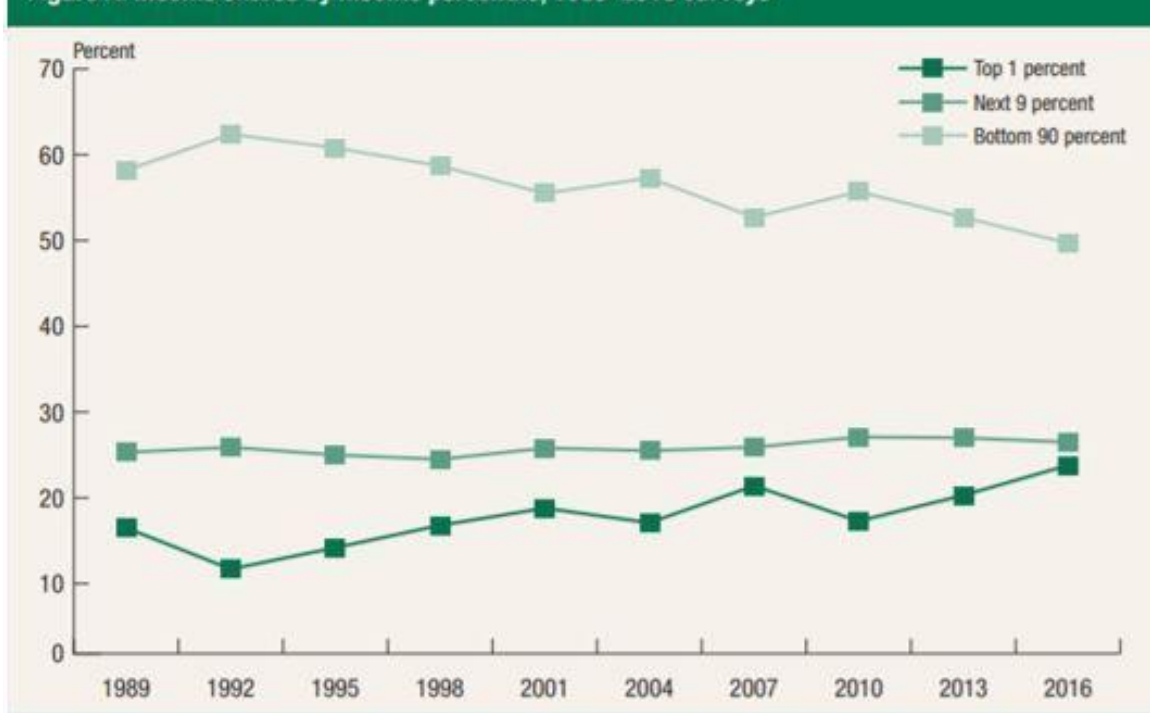
Au niveau de la concentration des inégalités des revenus, les choses ne vont pas mieux. Les 10% de ménages les mieux payés gagnent autant que les 90% restants à 50% du gâteau chacun. Dans les années 90, les 90% des ménages prenaient 60% du gâteau. La nouvelle économie a laminé la classe moyenne en col blanc à laquelle s'est substituée la machine pour les tâches répétitives. Des rémunérations hallucinantes se sont créées par ailleurs dans la technologie où la rémunération peut atteindre les multi millions \$ avec les stocks options. Il faut savoir que dans les 10% des ménages les mieux payés, on va trouver un portefeuille de valeurs mobilières alors que les 90% n'en ont pas. On remarquera sur ce graphique que les 1% les mieux payés font maintenant autant que les 9% qui suivent, signe encore de la rareté des talents et managers de haut niveau.

La progression des revenus est d'autant plus élevée que le salaire est haut. Les travailleurs en bas de l'échelle qui ont des salaires de moins de 20 000\$ par an voient leur rémunération progresser le moins vite à 3%, idem que le taux du salaire horaire. Les mieux payés voient la plus forte progression de leur rémunération via des salaires, stock options et des revenus du capital.

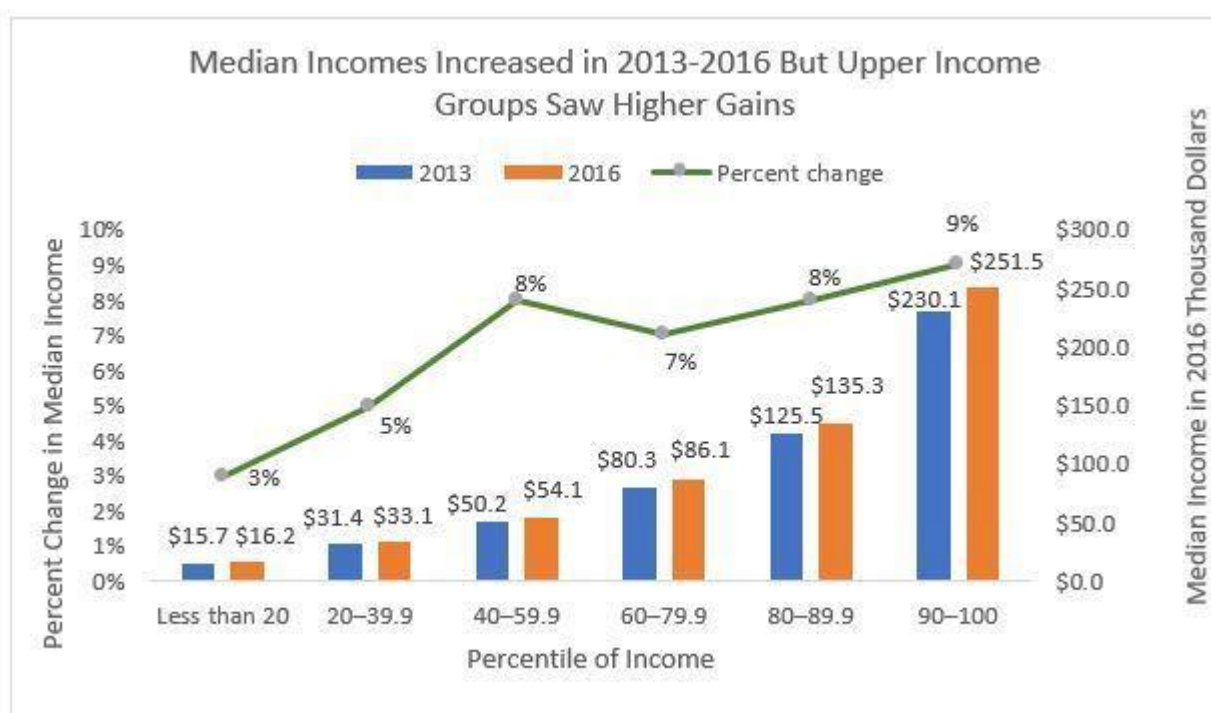


Très forte progression des rémunérations des talents

Figure A. Income shares by income percentile, 1989–2016 surveys



La progression est d'autant plus élevée qu'on est en haut de l'échelle



Nous concluons cette analyse par le constat que les divers Q/E utilisés à travers le monde ont atterri dans les mains de ceux qui en avaient le moins besoin et n'ont pas réussi à dynamiser l'économie en Europe. Ils

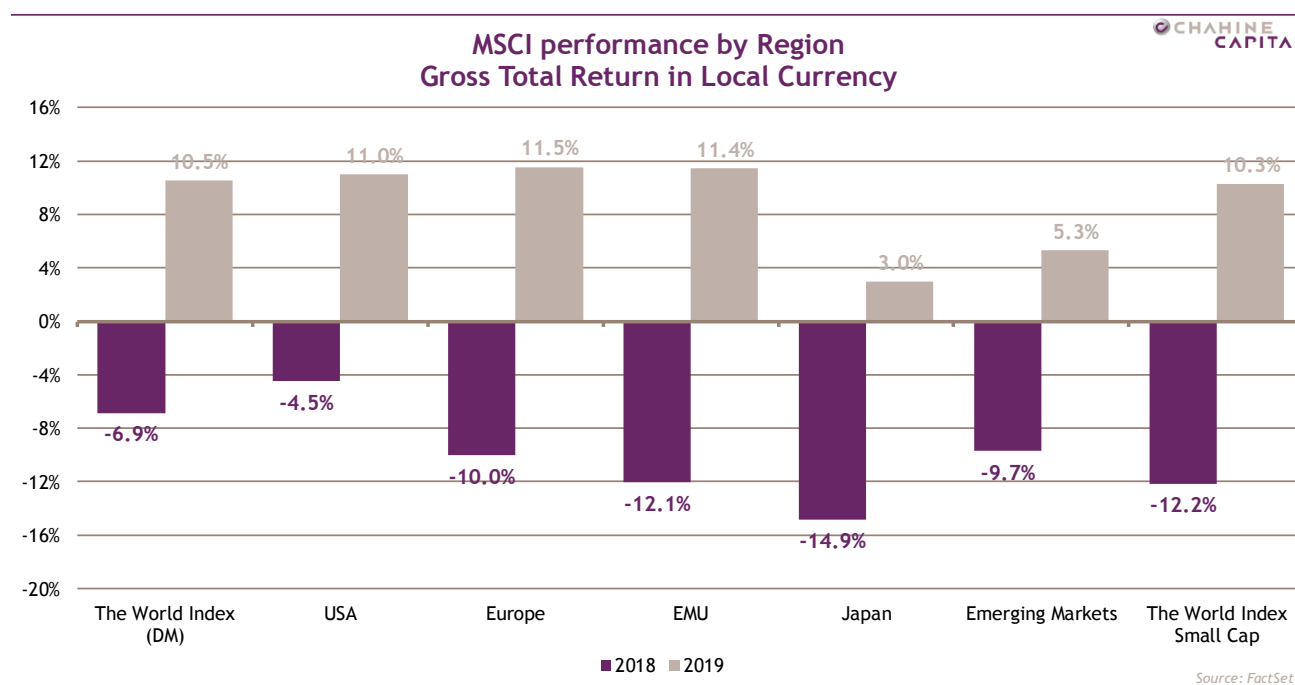


ont eu comme effet d'accentuer les inégalités qui sont à un niveau très tendu, surtout aux États-Unis où le filet social n'existe pas. En Europe où la BCE a utilisé toutes les munitions à sa disposition, une récession ou un ralentissement de l'économie va la laisser désarmée avec les taux qui sont déjà négatifs et des taux longs très bas. Elle prétend avoir encore des « outils » et trouve l'idée de Helicopter Money « intéressante ». Est-ce qu'il y aurait un sursaut pour mettre tous les chefs d'État d'accord sur l'idée de parachuter des billets de banques pour donner de l'oxygène au peuple qui souffre comme l'a révélé la crise des gilets jaunes ? Rien de tel pour redresser l'image de cette Europe bureaucratique.

Les marchés en forte hausse malgré la correction

Malgré la sévère correction du mois de Mai, les marchés restent en forte progression sur 2019. Le marché US est à +11% dividende réinvesti, mais il était à 18%. Les marchés européens progressent du même montant mais par contre on voit un impact assez net sur les marchés émergents qui ne rattrapent pas leur retard de 2018. Le Japon sous-performe également les indices. L'indice VIX a affiché une montée de fièvre à 20.5%, mais cela n'a rien à voir avec le pic de la fin de l'année dernière à 37%. Le marché a peur, mais a encore l'espoir que les choses vont rentrer dans l'ordre.

Les marchés en forte hausse malgré la correction de Mai



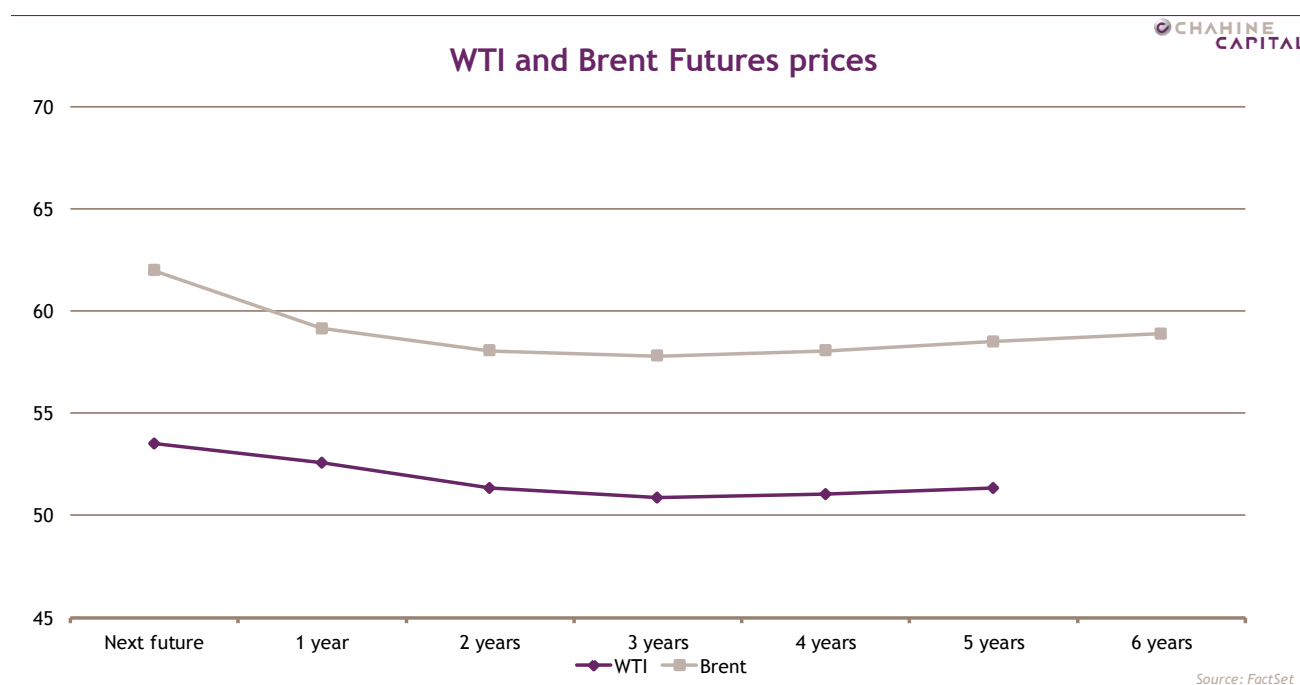
La crainte d'un ralentissement fait baisser le baril

Un signal important est apparu en mai avec la dégringolade du prix du baril. Le WTI est passé de 66.2\$ le baril à 53.5\$, soit 19% de correction. Et les futures ne semblent pas indiquer une remontée mais plutôt une chute vers les 50\$. Pourtant, l'environnement géopolitique est inquiétant avec l'Iran et le Venezuela en congé. L'Amérique continue par contre de pomper à toute vitesse. Ce qui peut être plus inquiétant c'est



que cette baisse signale les perspectives d'une demande en retrait suite à un ralentissement économique. Ce mouvement fera en revanche des heureux en Europe et permettra à Macron d'expliquer aux gilets jaunes que le prix de l'essence à la pompe ne dépend pas du gouvernement.

Les futures ne semblent pas indiquer des hausses à venir



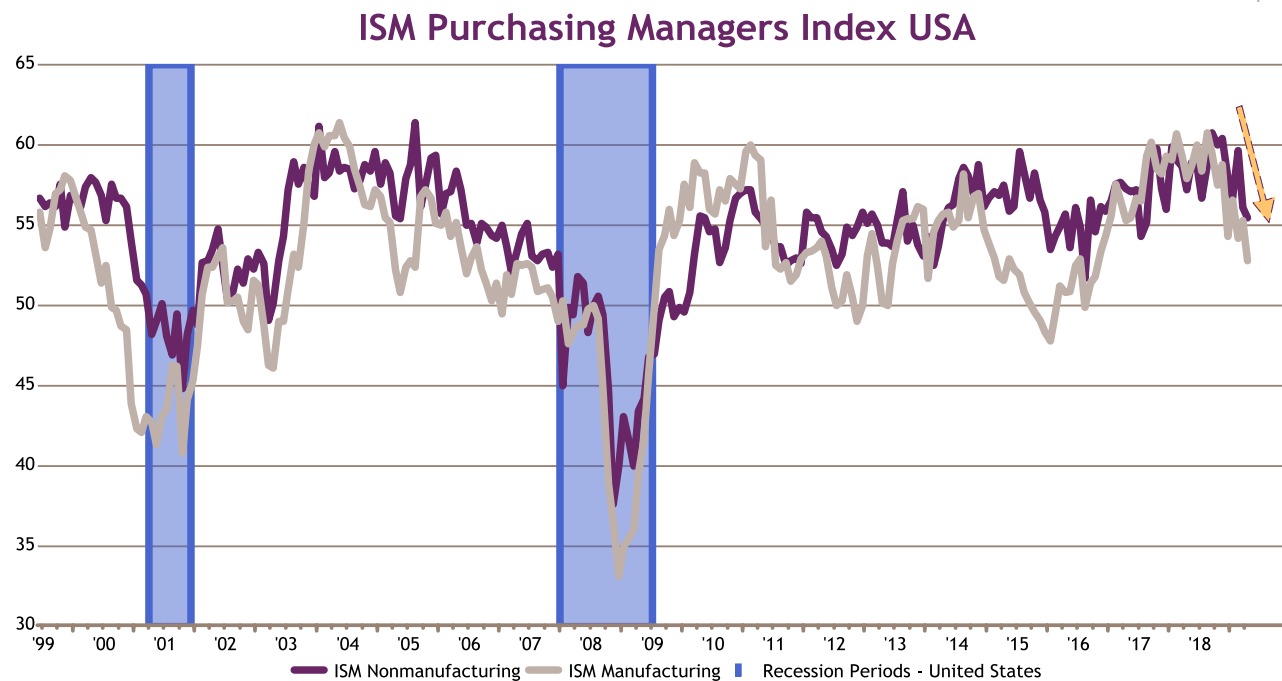
Stabilité des indicateurs macro avec un ISM en chute aux US

Alors que les indicateurs financiers inspirent une certaine crainte, les indicateurs macro économiques n'ont pas bougé pour le moment. La croissance mondiale prévue reste stable à 2.9% contre 3.3% l'année dernière, et les prévisions restent inchangées dans toutes les zones. Les États-Unis sont à 2.4% alors que la zone Euro est à la moitié à 1.2% et l'Allemagne à 0.9% impactée déjà par les guerres commerciales. Les pays émergents restent à 5.7% et le parti communiste Chinois maintient ses prévisions à 6.2%. Malheureusement, ces prévisions sont des indicateurs retardés et c'est surtout la bourse, où les intervenants risquent leurs deniers, qui donne les meilleures indications, qui sont contrastées pour le moment mais peuvent exploser très rapidement au moindre signal négatif. Dans les indicateurs macro économiques avancés, on notera le rapide retrait des indices ISM manufacturier et des services depuis plusieurs mois. Le déficit budgétaire créé par Donald Trump atteint le trillion de \$ soit 5% du PIB, mais cela n'a pas l'air d'inquiéter grand monde.



Recul des indices dans l'industrie et les services

Chahine Capital



Stabilité également sur les profits des sociétés

Nous observons la même stabilité au niveau des profits des entreprises américaines. La courbe de révisions du 1^{er} trimestre indique de meilleurs résultats qu'attendus, mais c'est sans tenir compte de ce que durant février et mars les dirigeants donnent des guidances moins bien que prévu afin de faire mieux à l'arrivée. Il en est de même des anticipations du 2^{ème} trimestre qui ont été rabotées, mais seront meilleures à l'arrivée. Cela n'empêche pas que globalement, l'année 2019 sera médiocre pour les profits avec des trimestres négatifs ou stables sauf le dernier qui sera en hausse de 7.2% sur un effet de base favorable par rapport à l'année précédente. Mais une aggravation de la guerre commerciale aura le temps de faire des ravages notamment sur les valeurs de la technologie. Nous attendons globalement une hausse de 2.1% des profits cette année et une baisse de 3% dans l'informatique (impact guerres commerciales). Pour 2020, le consensus anticipe 11% de hausse que nous estimons plutôt à 9% dans l'hypothèse d'une économie stable. Mais ce chiffre serait de -3% dans l'hypothèse d'une récession suivie d'un rebond de 6% en 2020.

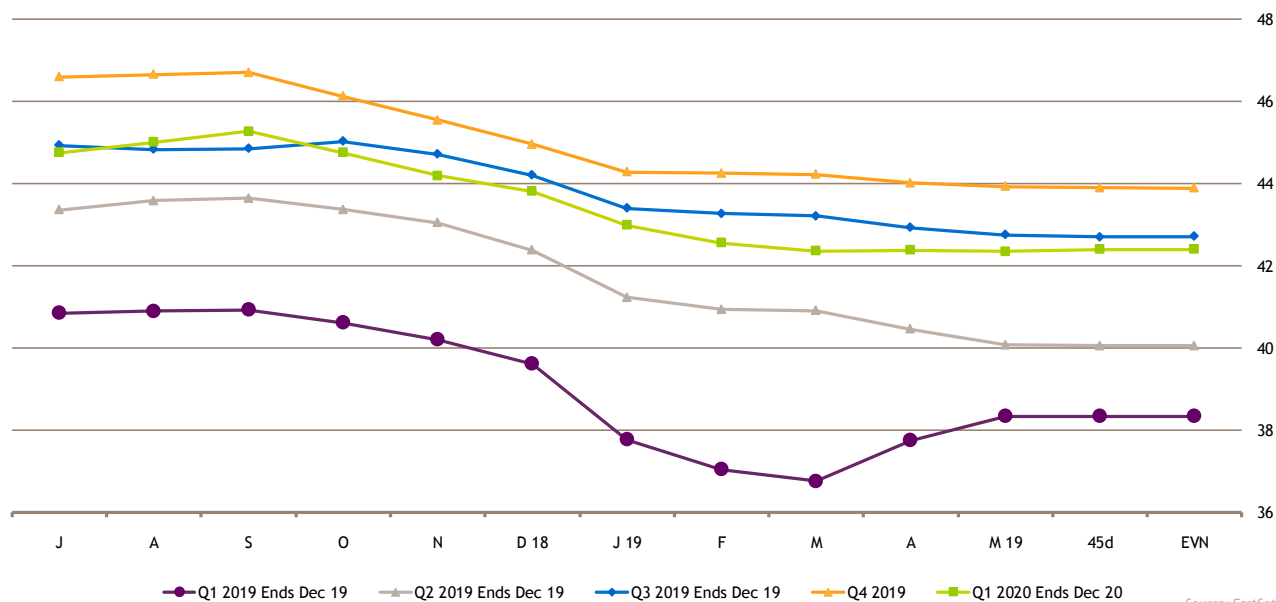
Du fait de la baisse des marchés, les P/E de l'indice S&P 500 ont passablement baissé à 16.6x 2019 et 15.1x 2020. Le dividende représente 2.1% du cours, quasi égal aux taux d'intérêt. En plus, les sociétés ont racheté leurs titres au rythme annuel de 4.2% en T4 quand les cours étaient effondrés mais ont réduit la voilure à 3.4% en T1 où les cours avaient beaucoup monté. Mais Apple a acheté pour 23Mds\$ en T1 contre 9Mds en T4 pour soutenir son cours. Compte tenu de la conjoncture, les sociétés trouvent plus rentable d'investir dans leurs titres que dans leur développement.



Les profits restent globalement stables pour 2019

Quartely estimates revisions for S&P 500

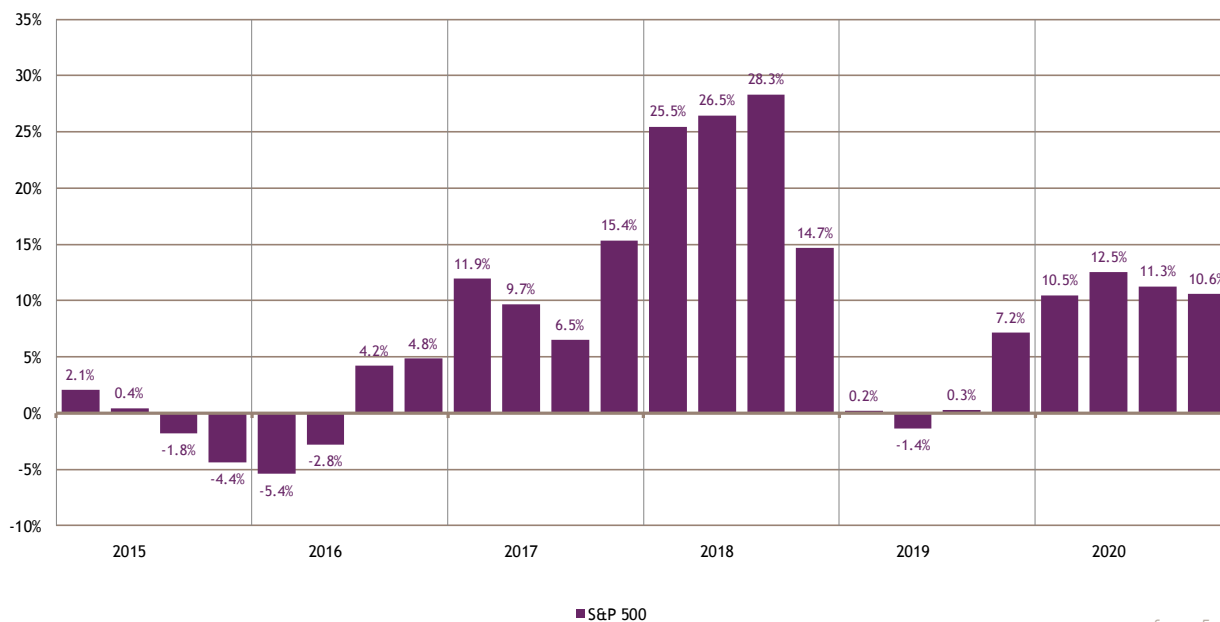
CHAHINE
CAPITAL



Année médiocre de profits en 2019 suivi d'un rebond en 2020

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE
CAPITAL





Principaux ratios sectoriels du S&P 500

Data as of 31/05/19	Weight vs S&P 500	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
S&P 500	100.0%	9.8%	-6.2%	14.9 x	16.6 x	11.0%	3.0%	21.8%	2.12%	-0.3%	0.0%
S&P 500 ex Energy	95.2%	10.2%	-5.2%	15.1 x	16.6 x	10.2%	3.7%	18.9%	2.02%	-0.3%	0.0%
Consumer Discr.	10.6%	12.4%	0.7%	18.5 x	20.9 x	12.7%	6.4%	18.3%	1.43%	-0.6%	-0.6%
Consumer Staples	8.1%	9.2%	-11.3%	17.7 x	18.9 x	6.9%	1.7%	12.0%	3.06%	0.2%	0.2%
Energy	4.8%	1.9%	-20.2%	12.7 x	15.9 x	25.4%	-8.5%	105.4%	3.93%	0.3%	1.1%
Financials	12.7%	8.8%	-14.8%	10.6 x	11.5 x	8.4%	7.9%	28.3%	2.36%	0.1%	0.4%
Health Care	14.0%	0.5%	4.6%	13.8 x	15.1 x	9.5%	6.2%	12.9%	1.87%	-0.1%	0.2%
Industrials	9.4%	11.6%	-15.0%	13.8 x	15.7 x	13.4%	5.6%	19.4%	2.13%	-0.4%	-0.2%
IT	20.9%	15.6%	1.9%	16.5 x	18.4 x	11.2%	0.5%	19.4%	1.62%	-0.6%	-0.2%
Materials	2.6%	4.1%	-16.3%	14.1 x	15.9 x	12.5%	-8.4%	30.2%	2.37%	-2.0%	-2.2%
Real Estate	3.1%	17.0%	-5.6%	41.2 x	42.7 x	3.6%	-14.8%	15.4%	3.28%	-0.1%	3.3%
Comm Services	10.4%	13.2%	-7.8%	16.0 x	17.9 x	12.0%	4.4%	18.6%	1.46%	-0.2%	-0.3%
Utilities	3.3%	10.0%	0.6%	17.7 x	18.7 x	5.6%	0.3%	8.4%	3.40%	-0.1%	-0.1%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 31/05/2019

Valorisation du marché américain

Les résultats médiocres de 2019 semblent être bien intégrés par le marché mais nous sommes perplexes devant le consensus de 2020 où l'on attend un rebond substantiel des profits de 11% et 10.2% hors énergie. Notre estimation top down est de 9% et le consensus est en train de nous rejoindre. Les prévisions du PIB américain pour 2020 sont molles : 1.8% pour un PIB mondial prévu inchangé à 2.9%. 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. Sinon, son grand succès sur le plan économique sera vite oublié.

Nous avons vu que les taux longs se sont effondrés, c'est un élément de soutien pour notre modèle à condition que les profits ne disparaissent pas plus vite que les taux.

En retenant ces hypothèses comme scénario central, l'objectif de cours fin 2019 ressort à 2 993 points pour des taux à 30 ans de 2.65%. Pour des taux plus logiques de 3%, l'objectif de cours serait de 2 785 points pour une clôture à 2 752 points. Notre objectif de cours instantané du mois dernier était de 2 690 points.

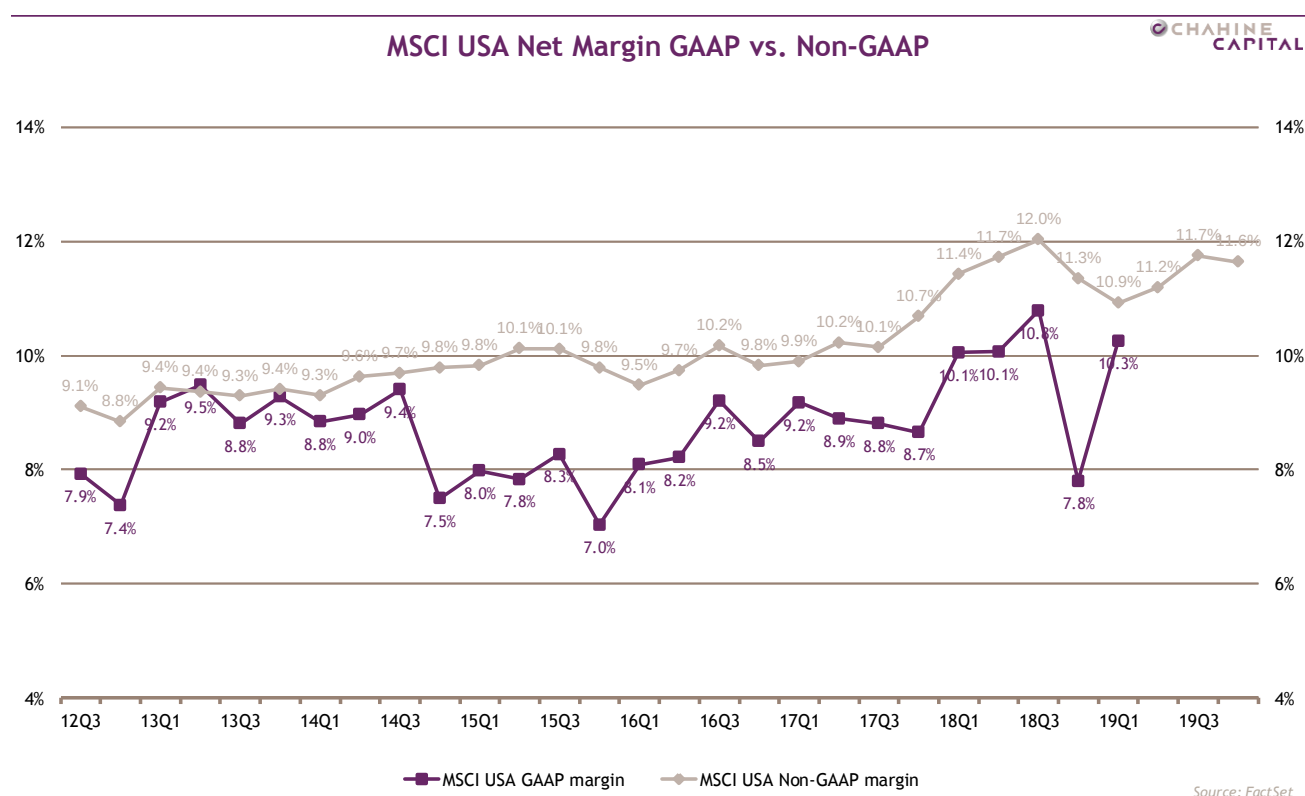
L'objectif de cours instantané pour des taux à 2.67% ressort à 2 886 points, supérieur de 100 points à la clôture de vendredi. Dans un scénario de récession, l'objectif instantané de cours ressort à 2 666 points pour des taux longs qui baisseront encore à 2.5%, soit encore 100 points en dessous des cours actuels. Est-ce à dire qu'il faut se précipiter pour acheter ? Nous ne le pensons pas encore car le couple risque rendement est trop tendu en ce moment avec le niveau actuel du VIX. Si la crise avec la Chine s'atténue, il y a fort à parier que les taux longs reprendront le chemin de la hausse et le marché redeviendra rapidement trop cher. Une stratégie que nous préconisons est de se positionner à partir de 2 666 points qui intègre une vraie récession. Et comme le marché risque d'exagérer, on investit une partie du cash disponible à ce cours et on accompagne le marché à la baisse (ou à la hausse) selon l'environnement du moment. Nous



maintenons donc notre décision d'être exposés en-dessous de notre benchmark (35% au lieu de 40% dans notre cas).

Concernant le CAGR qui joue un rôle aussi important que les taux, il a sérieusement baissé avec les taux. La valorisation actuelle du marché induit un CAGR de 2.9% sur 8 ans qui semble faible par rapport au niveau d'inflation et la croissance du PIB sur longue période. La raison de cette divergence est qu'il y a une forte probabilité de vivre une récession des profits sur cette longue période, sachant qu'ils sont en très haut de cycle. Après une chute atypique sur T4 justifiée par des énormes rejets à la poubelle de Goodwill, la marge en T1 affiche un premier retrait par rapport au plus haut. Les marges Non-GAAP publiées ou prévues en 2019 sont en retrait.

Vers un retrait des marges de leur plus haut historique ?



Le marché redevient plus abordable grâce aux taux

S&P 500 - Valuation end 2019 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	2.25%	2.50%	2.65%	2.75%	3.00%
Mild recession: -3.0% in 2019, and 6% in 2020 - CAGR =1.9%	2 913	2 757	2 670	2 615	2 485
Implied Scenario CAGR 2.9% over 8 years	3 048	2 882	2 789	2 730	2 591
Base scenario: 2.1% in 2019 and 9% in 2020 - CAGR = 3.4%	3 267	3 091	2 993	2 931	2 785
Current Index S&P 500	2 752				



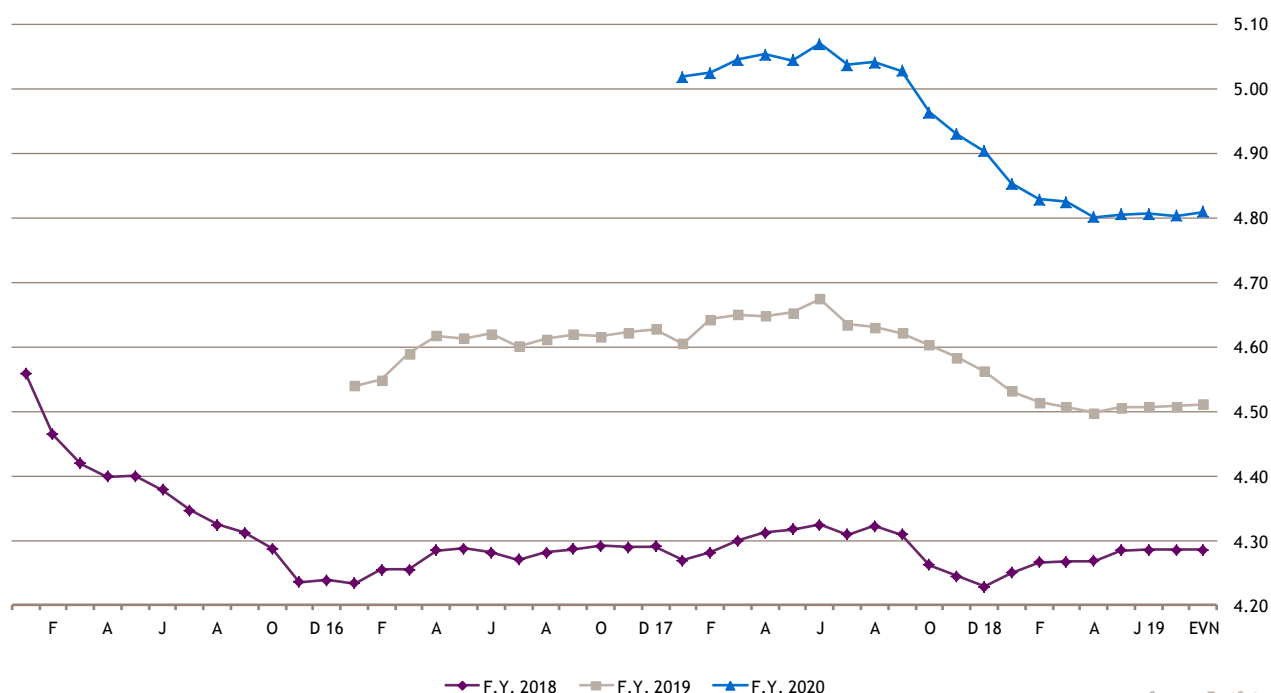
Valorisation du marché Européen

La baisse des taux en zone Euro est impressionnante avec un taux moyen pondéré de 1.18% pour le 30 ans contre 1.34% le mois dernier. Le dividende versé qui est plus concret que des profits peu fiables représente 3.85%. Le graphique ci-dessous montre qu'il est prévu d'augmenter en 2019 à 4.50€ contre 4.30€ en 2018. Rappelons que le dividende 2018 est généralement détaché en Europe à partir de mai 2019. Les plus gros payeurs de dividendes sont les financières, l'énergie et les utilities. Ce sont des secteurs très sensibles à la conjoncture et ils peuvent être obligés de couper le dividende en cas de crise, par exemple dans le secteur financier.

Un dividende plus prédictible que les profits

Estimates Dividends per Share for MSCI EMU in EUR

CHAHINE CAPITAL



Les profits sont toujours revus à la baisse et une hausse affichée de 8% en 2019 se terminera au mieux par 3%. Notre scénario central montre un objectif de cours de 131 pour une clôture à 117, fortement impacté par la baisse des taux. À 1.5% de taux, l'objectif serait de 122 points. Si les profits pouvaient simplement être maintenus à leur niveau actuel sur la durée, le marché européen serait très attractif.

Le marché proche de notre objectif

MSCI EMU - Valuation end 2019

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	0.75%	1.00%	1.18%	1.25%	1.50%
Depression scenario: -10% in 2019, and +5% in 2020 - CAGR = -6.8%	123	115	110	108	102
Implied Scenario: CAGR -6.3% over 8 years	132	124	118	116	110
Base scenario: 3% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -4.6%	147	138	131	129	122
Current Index MSCI EMU	117				



Conclusions

Nous voilà de retour à la crainte du prochain ralentissement ou récession, à chaque fois que le marché actions se met à tanguer et que la courbe des taux s'inverse. Le marché nous a donné raison sur notre dernière lettre du 27 avril qui avait titré « Le marché US surévalué de 9% selon nos modèles » quand l'indice S&P 500 affichait 2 940 points. L'indice a clôturé à 2 752. Il a fallu l'aggravation de la guerre commerciale avec la Chine pour déclencher un retour aux réalités. Et l'escalade continue avec des nouvelles menaces proférées chaque jour. Au lieu de faire front commun avec l'Europe, qui elle aussi se laisse bernier par les chinois, Trump se prépare à l'attaquer. L'impact de cette guerre commerciale se fait sentir en bourse où la distribution spécialisée s'effondre face à la hausse des tarifs et où l'informatique voit ses exportations baisser sous l'effet de l'embargo et de la baisse de la demande. Face aux craintes de ralentissement et de retrait des capitaux de la bourse, les taux longs se sont effondrés aux US, ainsi qu'en Europe où les taux allemands sont négatifs jusqu'à 15 ans ! Le 30 ans américain s'est établi à 2.58%, la courbe s'est inversée jusqu'à 3 ans et le marché semble ORDONNER à la Fed de baisser rapidement ses taux, alors que la bonne santé de l'économie voudrait qu'on les hausse. Malgré un bilan de la BCE qui a gonflé à 4.7 trillions € (61% du PIB de la zone) et des taux négatifs, l'économie n'a jamais réussi à repartir. La BCE dit qu'elle a encore d'autres instruments dans sa boîte à outils si elle doit faire face à un ralentissement marqué ou à une récession : serait-ce l'utilisation de l'Helicopter Money dont elle trouve l'idée « intéressante » ?

Un largage de 50€ par mois et par adulte coûterait 160Mds € face à un bilan stérile de 4700 Mds et pourrait booster l'économie de plus de 1% avec des retombées fiscales inespérées au niveau des Etats. Plus le pays est pauvre, plus cette manne serait appréciée. Un tel coup d'éclat réconcilierait les citoyens avec l'institution tellement critiquée. Contrairement au Q/E où l'argent est resté confiné dans les banques pour finir chez les plus riches, la distribution directe de subventions aux ménages relancerait la consommation et les anticipations d'inflation. Aux États-Unis, le Q/E a reflaté les actifs financiers où les actions ont progressé en moyenne de 12% sur les 10 dernières années et Trump n'a fait qu'accélérer le phénomène avec sa réforme fiscale qui a creusé encore plus les inégalités. L'écart énorme entre la rémunération du capital et celui du travail atteint un niveau de rupture que les lois du marché devront corriger.

Les indicateurs macro-économiques montrent une grande stabilité avec la croissance mondiale inchangée à 2.9% cette année. L'indicateur avancé ISM aux États-Unis est le seul qui marque une rapide dégradation dans le secteur manufacturier et des services. Sous la crainte d'un ralentissement de la demande, le prix du baril s'est littéralement effondré de 19% de son plus haut, pour le bonheur des gilets jaunes. Nous constatons également une grande stabilité dans les prévisions de profits avec une hausse attendue de 2.1% cette année pour le S&P 500. Du fait de la baisse des marchés, les P/E de l'indice ont passablement baissé à 16.6x 2019 et 15.1x 2020.

Notre valorisation du S&P 500 a fortement augmenté sous l'effet de la forte baisse des taux et ressort à 2 993 points pour fin 2019. Elle s'établit à 2 785 points si les taux reviennent à 3% dans le scénario d'un retour au calme sur la guerre commerciale. Dans un scénario de récession modérée, l'objectif de cours instantané ressort à 2 666 points pour des taux longs qui baisseraient encore à 2.5%, soit encore 100 points en dessous des cours actuels. Nous préconisons comme stratégie de se repositionner partiellement sur ce cours car le marché risque d'exagérer la baisse. Nous maintenons notre décision d'être exposés en-dessous de notre benchmark (35% au lieu de 40% dans notre cas). Le marché européen semble attractif avec des taux très bas, mais il reste dépendant de l'évolution de Wall Street.

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 31/5/2019 (in local currency)

Data as of 31/05/19	Weight vs MSCI World	Perf 2019	Perf 2018	Weighted P/E 2020	Weighted P/E 2019	% Wted EPS Chge 2020	% Wted EPS Chge 2019	% Wted EPS Chge 2018	Div Yield 2019	Revision vs M-2% Fiscal 20	Revision vs M-2% Fiscal 19
MSCI The World Index	100.0%	8.6%	-10.3%	13.9 x	15.3 x	9.9%	4.1%	12.2%	2.69%	-0.5%	-0.4%
MSCI USA	60.7%	10.0%	-6.5%	15.0 x	16.8 x	11.4%	3.0%	21.9%	2.09%	-0.3%	-0.1%
MSCI Japan	8.3%	1.8%	-15.8%	11.4 x	11.9 x	5.0%	-0.6%	1.2%	2.82%	-2.1%	-2.4%
MSCI EMU	14.0%	8.5%	-14.5%	11.8 x	12.9 x	9.8%	7.9%	0.4%	3.85%	-0.3%	-0.4%
MSCI Europe	25.6%	9.0%	-13.0%	12.3 x	13.4 x	9.3%	8.1%	5.3%	4.03%	-0.6%	-0.6%
MSCI Europe ex Energy	23.7%	9.2%	-13.7%	12.6 x	13.7 x	8.7%	8.5%	2.1%	3.87%	-0.6%	-0.7%
MSCI Austria	0.1%	3.3%	-26.7%	8.3 x	9.0 x	8.2%	-12.0%	11.2%	4.63%	-0.3%	-1.1%
MSCI Belgium	0.6%	11.6%	-24.9%	14.0 x	14.8 x	5.7%	14.6%	-0.6%	3.44%	-0.7%	0.9%
MSCI Denmark	0.7%	10.1%	-12.4%	17.3 x	19.7 x	14.1%	0.4%	-0.9%	2.50%	-1.1%	-0.7%
MSCI Finland	0.4%	2.5%	-1.5%	13.6 x	15.6 x	14.0%	5.7%	2.3%	5.03%	-0.4%	-0.2%
MSCI France	5.2%	10.3%	-9.7%	12.5 x	13.8 x	10.7%	8.7%	6.3%	3.59%	0.0%	-0.1%
MSCI Germany	3.6%	6.9%	-20.2%	11.1 x	12.3 x	10.8%	8.9%	-9.7%	3.60%	-0.4%	-1.1%
MSCI Great-Britain	5.8%	6.0%	-12.7%	11.5 x	12.5 x	8.3%	4.0%	9.7%	4.89%	0.6%	0.7%
MSCI Ireland	0.2%	12.8%	-23.5%	14.0 x	14.9 x	6.3%	-1.5%		2.00%	-0.1%	0.8%
MSCI Italy	1.0%	7.8%	-15.5%	9.1 x	9.7 x	6.0%	9.9%	14.1%	5.18%	0.6%	2.3%
MSCI Netherlands	1.4%	11.0%	-10.9%	13.7 x	15.2 x	11.1%	-0.7%	7.9%	3.42%	-1.4%	-2.2%
MSCI Norway	0.5%	2.9%	-6.0%	11.8 x	13.5 x	15.2%	2.0%	19.5%	4.85%	0.1%	0.9%
MSCI Spain	1.4%	5.9%	-15.0%	10.8 x	11.5 x	6.7%	11.5%	-5.4%	4.85%	-0.4%	-0.6%
MSCI Sweden	1.0%	7.6%	-8.1%	13.4 x	14.2 x	6.1%	30.2%	-7.5%	4.46%	0.8%	1.3%
MSCI Switzerland	3.3%	14.5%	-10.1%	15.5 x	16.9 x	9.3%	11.7%	25.0%	3.30%	0.1%	0.1%
MSCI Europe Consumer Discretionary	2.9%	10.8%	-17.5%	11.1 x	12.1 x	9.1%	9.4%	-7.9%	3.53%	-1.0%	-1.9%
MSCI Europe Consumer Staples	4.0%	16.0%	-11.3%	17.0 x	18.4 x	8.3%	9.4%	7.6%	3.07%	-0.6%	-0.7%
MSCI Europe Energy	2.0%	5.9%	-5.0%	9.8 x	11.3 x	15.3%	4.1%	49.0%	5.79%	0.0%	1.0%
MSCI Europe Financials	4.4%	5.0%	-21.8%	8.9 x	9.6 x	7.2%	10.9%	5.9%	5.63%	-0.7%	-0.3%
MSCI Europe Health Care	3.1%	7.0%	-2.5%	14.5 x	15.8 x	8.7%	5.3%	4.9%	3.24%	0.2%	0.2%
MSCI Europe Industrials	3.4%	12.1%	-15.0%	14.3 x	15.8 x	10.4%	7.8%	3.2%	3.03%	-0.7%	-0.6%
MSCI Europe Information Technology	1.4%	17.5%	-8.2%	17.3 x	20.5 x	19.0%	11.6%	12.6%	1.60%	1.4%	1.4%
MSCI Europe Materials	1.7%	7.1%	-16.4%	11.8 x	12.7 x	7.0%	10.3%	1.2%	4.32%	-0.9%	-2.0%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	8.2%	-17.5%	14.3 x	13.6 x	-4.4%	-16.6%	11.3%	4.85%	-1.0%	0.9%
MSCI Europe Communication Service	1.3%	-1.6%	-10.7%	12.7 x	13.9 x	9.8%	6.0%	-7.9%	4.87%	-2.2%	-3.0%
MSCI Europe Utilities	1.2%	8.0%	-1.3%	13.2 x	14.7 x	11.6%	13.7%	-13.1%	5.22%	-0.7%	-1.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 31/05/2019



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.