

Sablons le champagne pour cette année 2019 !

Conclusions

Quel feu d'artifice en cette fin d'année 2019 ! C'est 28.1% de hausse pour l'indice mondial, 31% pour l'indice S&P 500 et 27.6% pour la zone Euro, alors que l'investisseur européen sur les US aurait engrangé 35.3% dans sa devise. Les Etats Unis pèsent 63.7% ! dans l'indice monde, alors qu'ils ne représentent que 26.2% du PIB mondial. C'est dire le niveau de financiarisation atteint par cette économie et les marges ahurissantes qui sont faites par les sociétés auxquelles on applique un multiplicateur de 19.5x. La correction l'année dernière avait atteint un record de 20% qui aurait été normalement suivi par une récession suite à la guerre qui faisait rage sur le commerce avec la Chine, les taux qui montaient plus vite que la marée et les aléas du Brexit. C'était sans compter sur les réactions des marchés qui se sont portés en masse sur les emprunts d'état, entraînant une baisse massive de ces derniers et forçant la main aux banques centrales à réagir. Comme la récession tardait à venir, la réaction des marchés a été violente quand il a fallu constater que les placements alternatifs aux actions ne rapportaient plus rien. La palme d'or revient à l'informatique américaine qui a bondi de 47% et en queue de peloton c'est le secteur de l'énergie qui continue de sous performer. Apple est en hausse de 80% et Microsoft de 57% et à eux deux ils expliquent 40% de la hausse du secteur. Leur capitalisation cumulée atteint 2.4 trillions de \$, pas loin du PIB de la France à 2.8 trillions \$. Jusqu'où cela peut-il grimper et qui aura le pouvoir de dompter ces monstres ? Les monopoles d'un nouveau genre que sont les GAFAM mettent en danger l'innovation car elles ne cherchent plus qu'à protéger leurs acquis. Réfléchissez sur l'innovation entre le premier iPhone et le dernier ? Que l'information sur Google est devenue la désinformation par l'intrusion d'une publicité non objective.

3 baisses de taux de la Fed ont permis de normaliser la courbe des taux et d'éloigner le spectre d'une récession. La Fed prévoit un statu quo en 2020 tant que l'économie tourne au même rythme et que son indice PCE est en dessous des 2%. Ses projections de croissance sont de 2%, voire en dessous, alors que le consensus attend 1.8% seulement pour 2020. Les guerres commerciales ont impacté fortement le secteur manufacturier et l'investissement des entreprises, mais le consommateur a pris le relais.

Le marché nous a donné tort sur notre sous pondération du marché tout le long de l'année, mais notre exposition agressive sur l'immobilier a plus que compensé cette sous pondération. Partout dans le monde, l'immobilier a flambé et fait baisser les rendements auxquels s'échangent les biens, au point qu'ils sont en dessous de 3% sur les très beaux immeubles de bureaux parisiens. Avec un effet de levier raisonnable et des emprunts à 1%, les taux de rentabilité ont vite dépassé les 30%. Nous avons parqué le cash dans les bons du trésor américain avec un gain de change et des intérêts de 2%. Alors sablons tous ensemble du Champagne Dom Perignon bien mérité !

Les projections pour 2020 sont prudentes dans une économie mondiale qui va à nouveau ralentir à 2.6% contre 2.7% cette année et notamment aux US passant de 2.3 à 1.8%. On ne peut pas exclure une bonne surprise dans le cas d'un climat apaisé dans les échanges mondiaux et un bon accord du Brexit. Les profits auront du mal à progresser après une année 2019 étale. Les investisseurs restent très prudents en désinvestissant sur les actions pour aller dans les obligations, le marché restant soutenu par le rachat par les sociétés de leurs titres. Notre objectif de cours à fin 2020 pour le S&P 500 ressort à 2897 soit une correction potentielle de 10% plus un dividende de 2%. Le risque majeur est de voir les taux longs poursuivre leur hausse. Nous maintenons notre position en dessous du benchmark à 35% et maintenons une surpondération dans l'immobilier en gardant le cash investi en bons du trésor américain. Nous souhaitons à tous nos lecteurs de très joyeuses fêtes et des bons choix pour 2020.

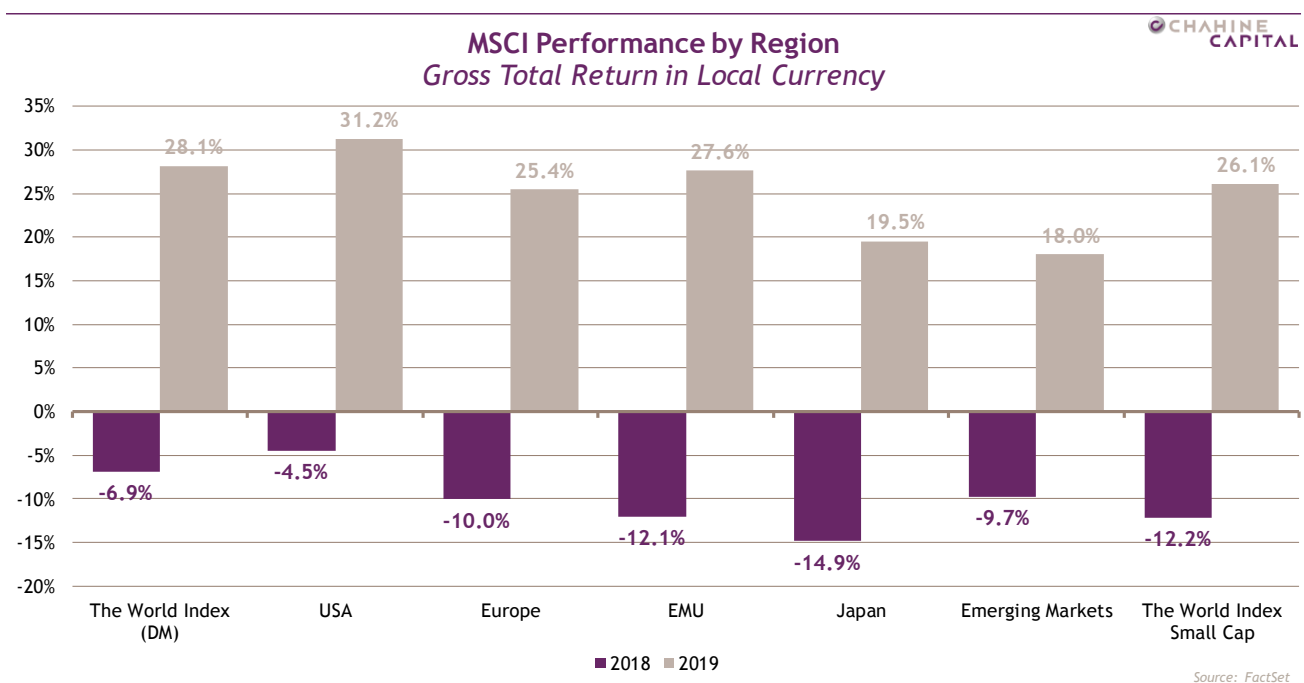
Jacques Chahine



31% de hausse aux US, 27.6% en zone euro (dividende réinvesti)

Quel feu d'artifice en cette fin d'année 2019 ! Le record de progression de l'année 2017 gonflé par la réforme fiscale est pulvérisé. C'est 31% de hausse pour l'indice S&P 500 déjà contre 22% en 2017 (dividende réinvesti). La zone Euro n'est pas en reste avec 27.6% en Euro, alors que l'investisseur européen sur les US aurait engrangé 35.3% dans sa devise. L'indice mondial des grosses capitalisations est en hausse de 28.1% et les Etats Unis pèsent maintenant pour 63.7% ! dans cet indice, alors qu'ils ne représentent que 26.2% du PIB mondial. C'est dire le niveau de financiarisation atteint par cette économie et les marges ahurissantes qui sont faites par les sociétés. En appliquant un multiplicateur de 19.5x à ces profits exubérants, on voit à quels résultats on aboutit. L'année 2019 contraste fortement avec 2018, qui voyait la fin du monde à la même date l'année dernière, qui s'est terminée dans le rouge à -6.9% pour le MSCI World et -4.5% pour les US. La correction l'année dernière avait atteint un record de 20% qui aurait été normalement suivi par une récession. La guerre qui faisait rage sur le commerce avec la Chine, les taux qui montaient plus vite que la marée et les aléas du Brexit faisaient vraiment peur. C'était sans compter sur les réactions des marchés qui se sont portés en masse sur les emprunts d'état, entraînant une baisse massive de ces derniers et forçant la main aux banques centrales à réagir. La courbe des taux est restée longtemps inversée, car les taux longs ont corrigé beaucoup plus vite que les taux d'intervention des banques centrales, faisant craindre à un moment une récession.

Un véritable feu d'artifice dans les performances



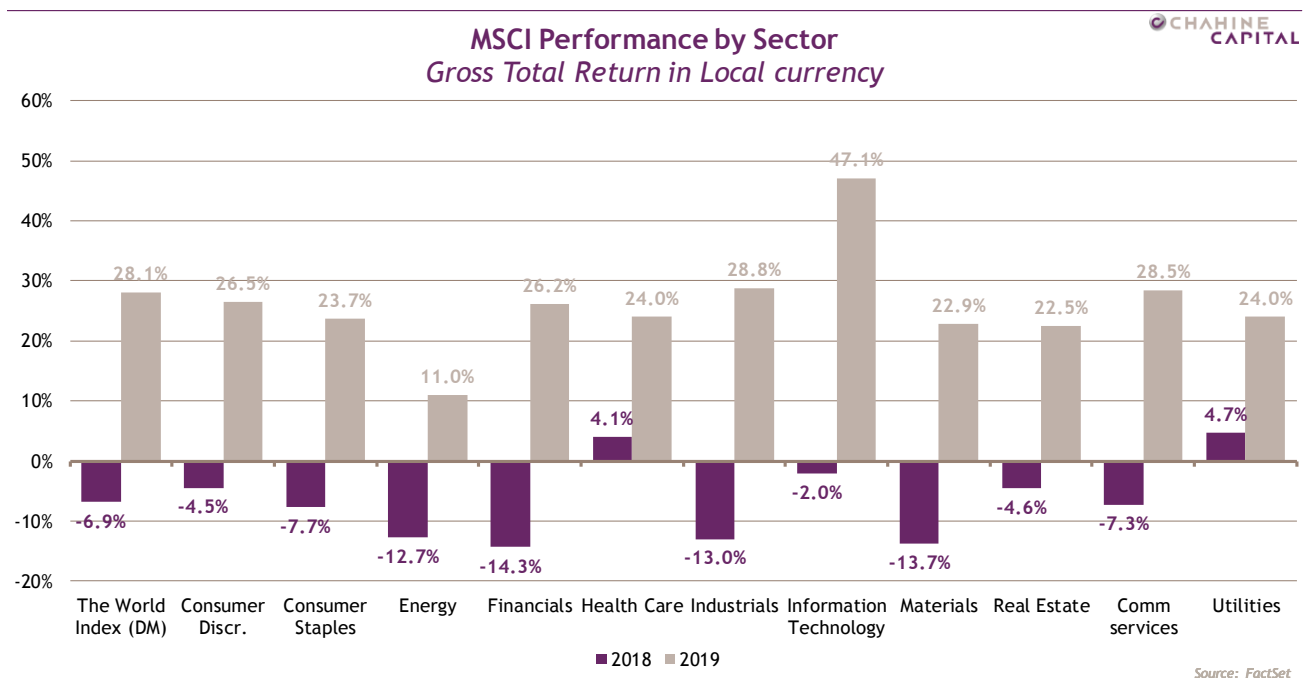
La baisse massive des taux a sauvé les marchés

Comme la récession tardait à venir, la réaction des marchés a été violente quand il a fallu constater que les placements alternatifs aux actions ne rapportaient plus rien, voire étaient négatifs si on voulait la sécurité des emprunts d'état. Les cours se sont envolés un peu partout et quasiment tous les secteurs de la cote en ont profité. La palme d'or revient à l'informatique américaine qui a bondi de 47%, et en queue de



peloton c'est le secteur de l'énergie qui continue de sous performer avec seulement 11% de hausse après une année 2018 calamiteuse. La performance des autres secteurs est plus ou moins la même : entre 21 et 26%. Apple est en hausse de 80% et Microsoft de 57% et à eux deux ils expliquent 40% de la hausse du secteur. Leur capitalisation cumulée atteint 2.4 trillions de \$, pas loin du PIB de la France à 2.8 trillions \$. Jusqu'où cela peut grimper et qui aura le pouvoir de dompter ces monstres ? Les monopoles d'un nouveau genre que sont les GAFAM mettent en lumière un vrai problème de société. Autant ces sociétés ont eu un rôle de transformation majeur de notre société dans l'ère du Digital à l'époque où elles étaient en pleine créativité, autant actuellement elles ne cherchent qu'à protéger leurs acquis. Apple est un exemple frappant de manque d'innovation. Google, après nous avoir ébloui par leur moteur de recherche devient une nuisance pour cette même recherche. A force d'insérer de la publicité, l'information qui ressort est biaisée à 200%. Juste une petite histoire pour illustrer : si vous tapez Esta pour obtenir un visa américain obligatoire, une dizaine de sites qui ressemblent étrangement au site gouvernemental s'intercalent et après avoir rempli votre formulaire, on vous demande 50\$ au lieu des 14\$ réclamés sur le site officiel... et en plus la réponse n'est pas en temps réel. Le gouvernement américain a du payer cher récemment (ou a menacé Google) pour qu'il soit le premier à apparaître. Nous pensons donc que ces monstres sont une cause de recul et non de progrès de notre société en bloquant la vraie innovation. Il y a longtemps que les laboratoires pharmaceutiques se sont phagocytés l'un l'autre au détriment de la vraie recherche. On voit que le capitalisme est de plus en plus dévoyé, car un des ses axiomes est l'existence d'une véritable concurrence et d'une véritable information. Les enquêtes sur le monopole des grands groupes commencent à se faire par certains états américains, mais ces groupes peuvent assurer leur défense pendant des décennies.

Apple et Microsoft expliquent la moitié de la hausse de l'IT



L'Europe a également participé à la fête avec une hausse de 27.6% pour le MSCI EMU et 25.4% pour l'ensemble de la zone. La performance en Europe s'est faite sur des valeurs à cash flow prévisible comme Nestlé ou les laboratoires pharmaceutiques et des valeurs de croissance comme le luxe (LVMH) ou la technologie (ASML, SAP). Pas de financières ou des pétrolières dans ce palmarès, même si les assureurs ont très bien performé car leur profil de risque est bien meilleur que celui des banques.



Ruée vers les valeurs à cash flow prévisible ou de croissance

OPTIONS 	MSCI Europe		
	Average Weight	Total Return	Contrib. To Return
Total	100.00	23.46	23.46
Nestle S.A.	3.55	33.97	1.14
ASML Holding NV	1.04	90.02	0.74
Roche Holding AG	2.26	29.59	0.67
Novartis AG	2.23	28.23	0.62
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	1.25	54.75	0.58
SAP SE	1.38	37.06	0.47
AstraZeneca PLC	1.24	35.29	0.42
Airbus SE	0.90	54.96	0.41
British American Tobacco p.l.c.	0.98	39.06	0.34
GlaxoSmithKline plc	1.19	29.22	0.34
Novo Nordisk A/S Class B	1.05	30.66	0.33

La corrélation entre la baisse des taux et la hausse des marchés a été quasi parfaite, sachant que ce sont les taux longs qui ont le plus d'impact sur la valorisation. On a vu le 30 ans américain passer d'un point haut à 3.5% à un point bas en dessous de 2%, niveau jamais atteint historiquement.

Le marché et les taux totalement en phase

S&P 500 and US 30 years Government Bond yield



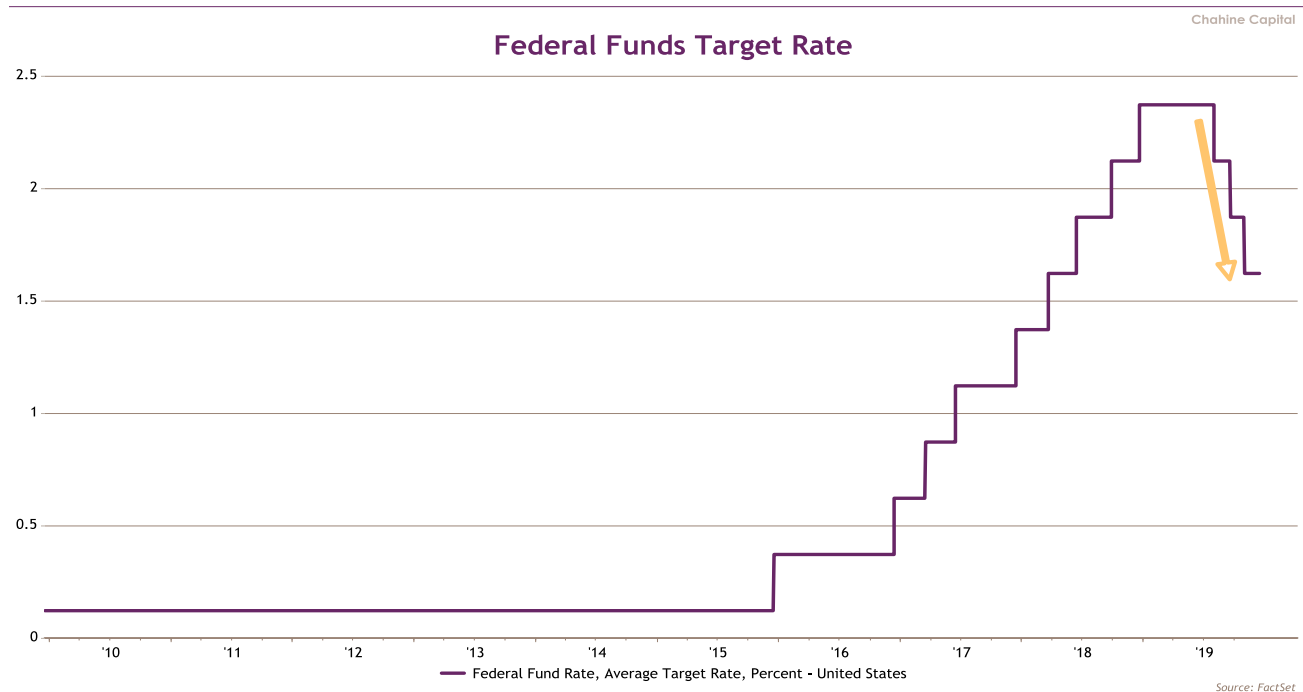
Source: FactSet



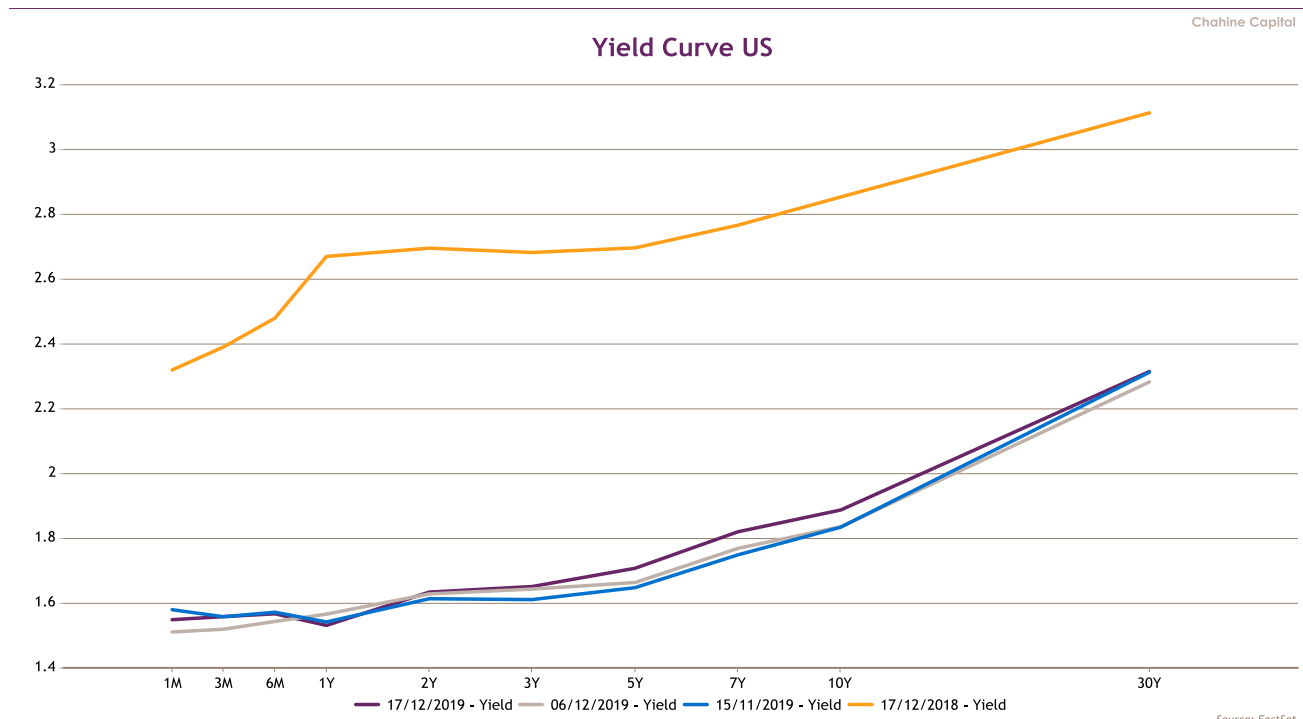
Vers un statu quo de la Fed en 2020 ?

La courbe des taux ne pouvait pas rester inversée longtemps. La Fed a été forcée de réagir pour inverser sa politique de normalisation avec une cascade de hausse des taux. Elle a procédé à 3 baisses de taux successifs en cours d'année pour ramener son taux d'intervention entre 1.5 et 1.75% et la courbe a retrouvé une pente normale. La déformation de la courbe par rapport à 1 an exactement est impressionnante

Statu quo à la Fed après 3 baisses



Impressionnante évolution de la courbe des taux sur 1 an



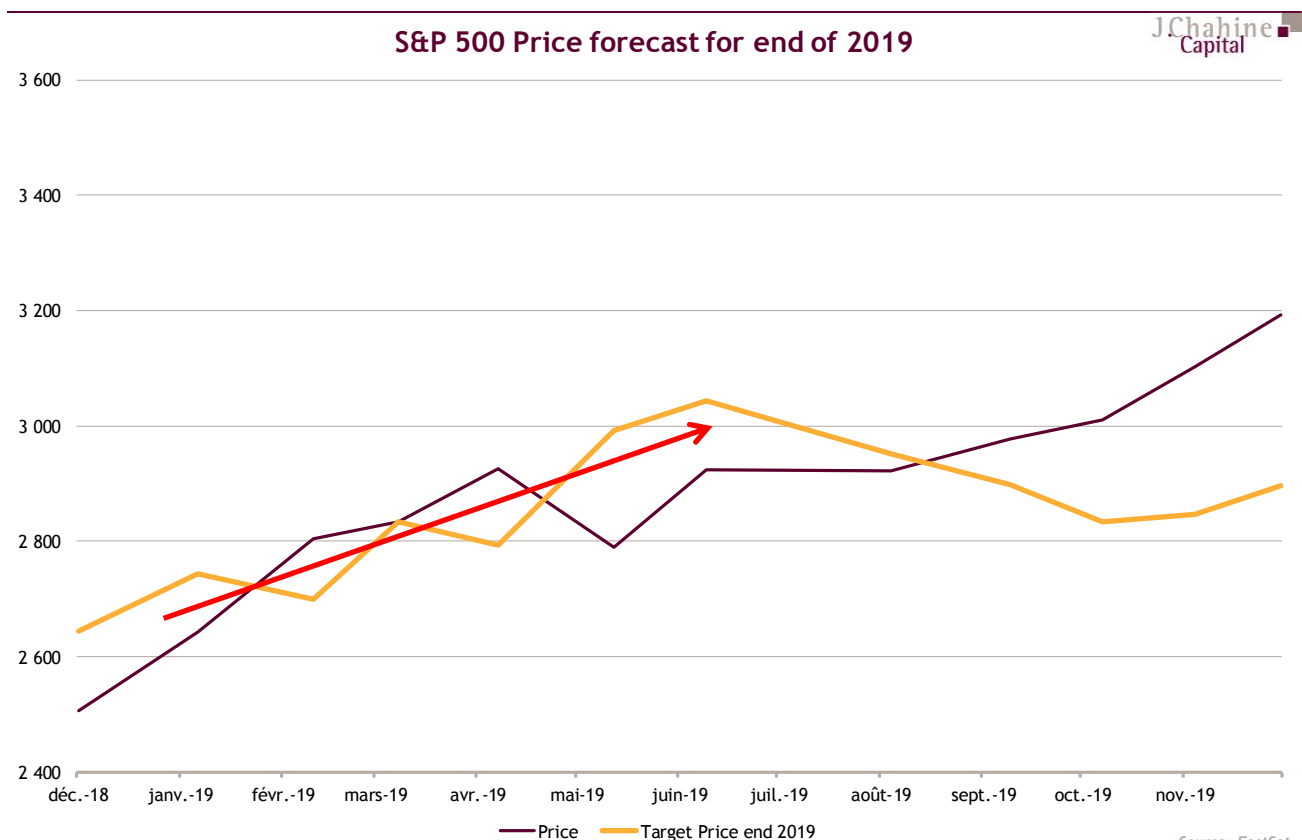


La courbe plate jusqu'à 2 ans laisse anticiper qu'il n'y pas d'intervention prévue imminente et la Fed est confortable avec ce niveau tant que l'économie navigue dans les mêmes eaux. Par ailleurs, la Fed a inversé sa politique de réduction de son bilan et a injecté massivement des liquidités d'environ 330Mds\$ pour fluidifier le marché. L'indice PCE de mesure favorite de l'inflation reste accroché en dessous des 2% et l'objectif de la Fed est de le ramener à ce seuil voire légèrement en dessous. La croissance restera molle dans les années à venir à 2% en 2020 et légèrement en dessous pour les années suivantes. Les guerres commerciales ont fortement impacté le secteur manufacturier et l'investissement des entreprises, alors que le consommateur a sauvé l'économie dans un environnement où l'emploi reste vibrant.

Notre sous pondération des actions sauvée par l'immobilier

Le marché nous a donné tort pour l'année 2019, car nous sommes restés sous pondérés tout le long de l'année en dehors d'une opportunité d'achat que nous avons signalée fin 2018 quand le marché était quasiment au plus bas. Nous sommes sous pondérés depuis Septembre 2018, quand le marché était au plus haut quasiment à 2914 points. Nous avons souligné constamment qu'en matière d'exposition actions, ce n'est jamais tout ou rien car il est quasi impossible de faire le timing du marché. Pour un benchmark d'exposition actions à 40%, nous sommes redescendus à 35% pour se replacer massivement sur l'immobilier et caser les liquidités en emprunt du trésor américain à 2 ans qui rapportaient 2.8% et un gain de change entre 1.17 et 1.11\$ pour 1€. Si on regarde nos évaluations du marché à diverses dates, elles avaient progressé avec la baisse des taux et dépassé les 3000 en milieu d'année. Cependant, au fur et à mesure de l'avancement de l'année, les profits attendus pour 2019 s'effritaient au point qu'ils seront légèrement inférieurs à 2018 au final. Cela a influencé notre évaluation du marché, mais celui-ci s'est focalisé exclusivement sur les taux.

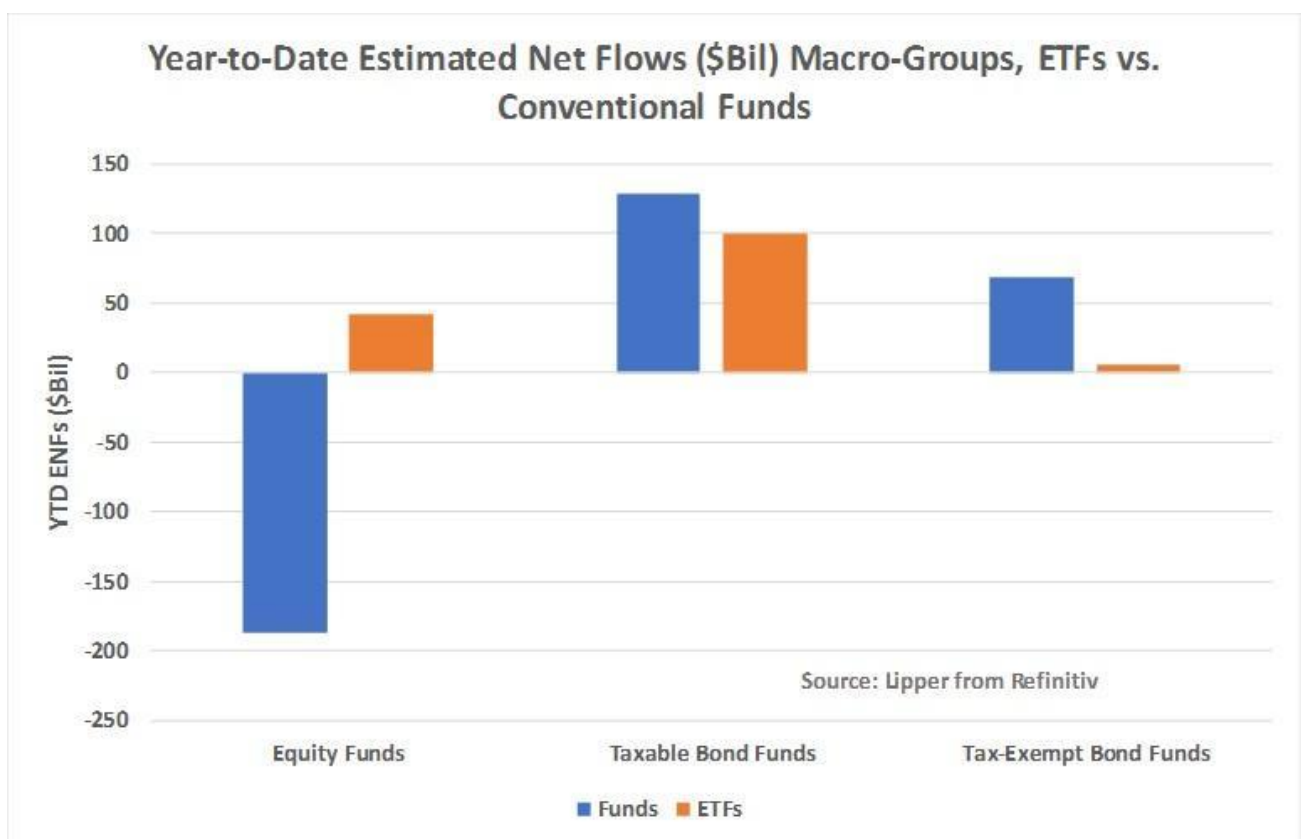
Le marché n'a pas tenu compte des mauvais résultats des sociétés





Le sentiment du risque du marché est resté prévalent parmi les investisseurs en 2019. Malgré la hausse historique qui aurait dû attirer les foules, le solde net entre investissements et retraits dans les fonds est resté négatif pour les actions, alors que les fonds obligataires ont collecté l'épargne nouvelle. Les fonds actions classiques ont vu des retraits nets de 200 Mds\$, alors que les ETF ont recueilli 50Mds. Le mouvement séculaire aux Etats Unis de déport vers la gestion passive ou indicielle se poursuit. Les retraits nets sur les actions ont été compensés et au-delà par le rachat par les sociétés de leurs propres actions, au rythme de 200Mds\$ par trimestre, soit en moyenne 3% de leurs titres. Ces rachats ont un but purement financier, car ils soutiennent les cours (et les stocks options !) et améliorent d'autant les bénéfices par action.

Des retraits sur les fonds actions compensés par les rachats de titres



Notre classe d'actifs favorite a été l'immobilier qui a été aussi performant que les actions, sauf qu'il s'agit d'une classe d'actifs plus accessible aux grands patrimoines. Nos amis de CBRE, le leader mondial de l'immobilier, nous ont fourni la courbe ci-dessous qui montre l'évolution du « cap rate » dans l'immobilier de bureau prime au Luxembourg centre. Le cap rate indique à quel niveau de rentabilité se sont échangés les immeubles de bureaux en parfait état de location. Le chiffre de 2019, à 3.8%, est encore provisoire, car les dernières transactions que nous avons vues se sont faites à 3.5%. A titre de comparaison, les immeubles de bureaux équivalents dans les meilleurs emplacements de Paris s'échangent en dessous de 3%. Avec la baisse cinglante des taux en zone Euro devenus négatifs, les assureurs inondés de cash se sont jetés sur l'immobilier avec une rentabilité prévisible, faisant flamber les prix et baisser les rendements qui restent néanmoins bien au-delà de ce que peuvent rapporter les obligations de qualité.



Rendement de l'immobilier de bureaux Luxembourg centre

(source CBRE)



L'avantage de l'immobilier est l'effet de levier relativement facile à obtenir des banques désireuses de prêter l'argent qui leur coûte des intérêts négatifs. Pour des emprunteurs solvables, on peut envisager un achat avec 1/3 en equity et 2/3 en dettes. Une baisse du taux de capitalisation de 4% à 3.8% entre 2017 et 2019 donne une plus value de 5.2% sur un loyer qui s'apprécie de 6% sur 3 ans. La valeur de l'immeuble ressort à $1.052 \times 1.06 = 1.115$ soit 11.5% de plus value hors effet de levier. Avec 2/3 de dettes, le rendement sur fonds propre revient à 33%. Comme pour le stock picking, le choix de l'immobilier est fondamental pour faire mieux que le marché. Les professionnels sont unanimes pour dire c'est à l'achat que se fait la plus value. Ainsi, dans un portefeuille d'un family office, les actions représentent 35 à 40% alors que l'immobilier va représenter plus de 50%.

Le marché américain reste cher

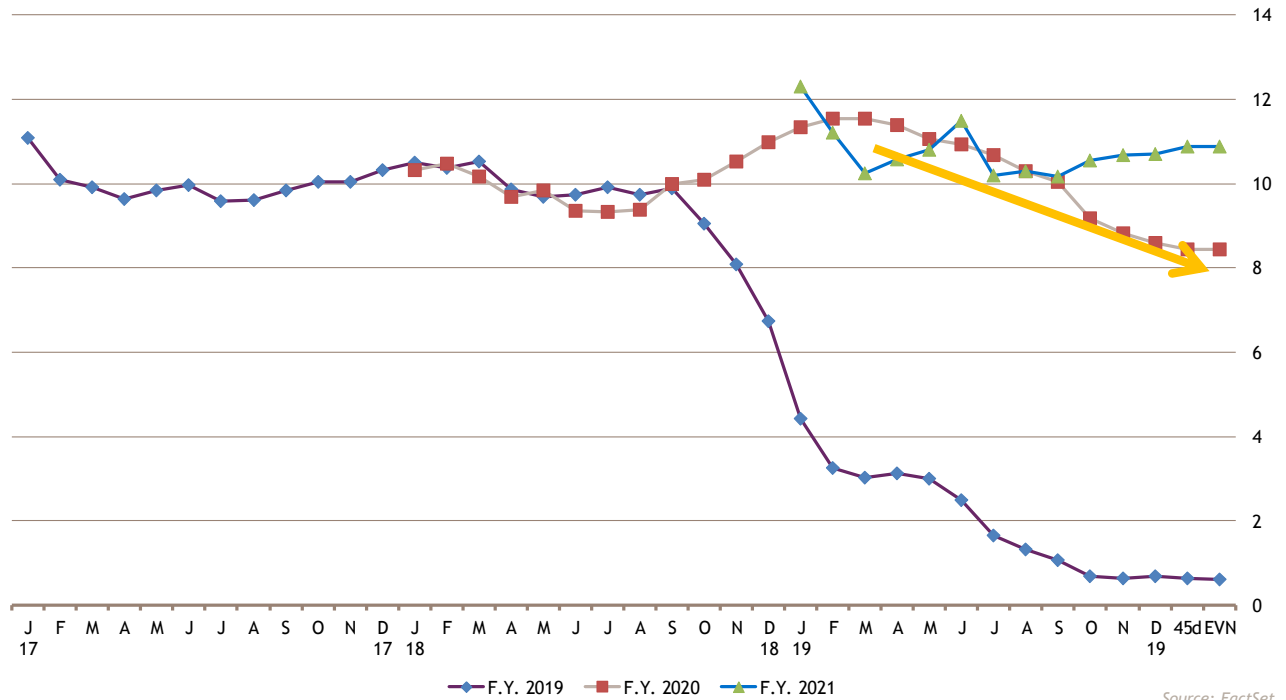
Notre modèle de valorisation du marché américain pour 2020 continue à être négatif dans les hypothèses que nous retenons. En premier lieu, les taux à 30 ans se sont tendus par rapport à leur point bas en dessous de 2%. Mais c'est surtout au niveau de la séquence des profits des prochaines années que nous sommes prudents, compte tenu des révisions constantes des résultats. En 2020, le consensus des analystes prévoit une hausse de 8.9% des profits que nous ramenons constamment à 8%. Le graphique ci-dessous montre comment cette prévision est passée de plus de 10% à 8.9% et continue de s'effriter. Les prévisions pour 2021 sont au sommet, de 11% auxquelles personne ne croit. Notre modèle les ramène à 6.3%. Compte tenu de cette séquence, le CAGR sur 8 ans est à 2.1%, ce qui implique une récession sur les profits sur la période. Pour justifier les cours actuels, le CAGR devrait être à 3.9%, un chiffre que nos lecteurs pourront trouver tout à fait plausible. En effet, si on fait l'hypothèse d'une poursuite de l'activité économique à son rythme actuel de croisière de 2% par an et une inflation à 2%, le marché serait alors à son prix. Cela implique que le niveau de marge actuel des sociétés reste à son niveau plus haut historique. La marge Non Gaap est actuellement à 11.1% et la marge Gap à 10.1%. On a été au plus haut à 8.9% avant la crise, mais la réforme fiscale a amélioré les marges.



La poursuite de l'effritement des profits 2020

Consensus estimates for S&P 500 EPS growth

CHAHINE CAPITAL

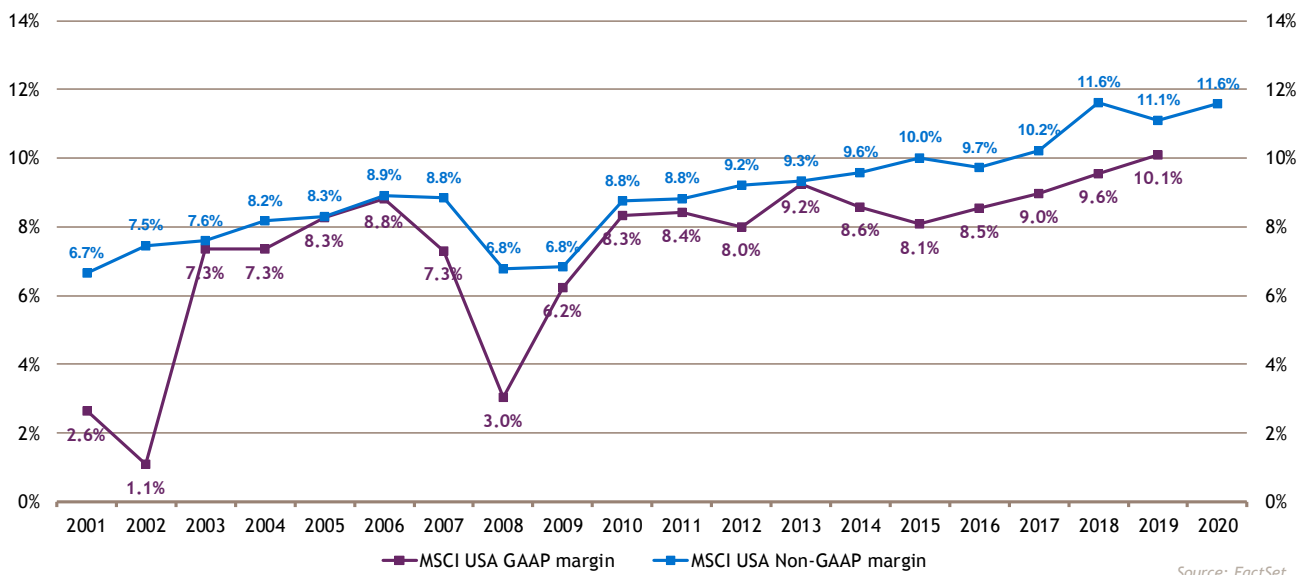


Source: FactSet

Les marges sont au plus haut

MSCI USA Net Margin GAAP vs. Non-GAAP

CHAHINE CAPITAL



Source: FactSet



Compte tenu des hypothèses que nous avons retenues, l'objectif de cours à fin 2020 pour le S&P 500 ressort à 2897 points contre une clôture à 3221 points soit une correction potentielle de 10%. Notre prévision est à contre courant de l'euphorie ambiante où certains stratèges anticipent une amélioration de l'économie pour 2020 après un apparent apaisement des tensions avec la Chine, une issue favorable pour le Brexit, la signature de l'accord USMCA avec le Canada et le Mexique. Mais on peut remarquer que l'accord avec la Chine n'est toujours pas signé et les détails ne sont pas connus et peut capoter à tout moment. Le hard Brexit peut toujours surgir si les accords commerciaux entre le Royaume Uni et l'UE ne sont pas signés avant fin 2020. Et Trump a l'intention d'ouvrir une guerre commerciale avec l'Europe très prochainement. L'année 2020 est une année électorale et va créer plusieurs incertitudes. Le candidat Trump a néanmoins les yeux rivés sur la bourse comme son baromètre de popularité, et on peut dire qu'il a réussi jusque là.

Valorisation toujours tendue selon notre modèle

S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.75%	2.00%	2.32%	2.50%	2.75%
Mild recession: 0.7% in 2019, and -4.2% in 2020 - CAGR -0.6%	2 687	2 530	2 351	2 260	2 144
Implied Scenario CAGR 3.9% over 8 years	3 667	3 445	3 193	3 064	2 899
Base scenario: 0% in 2019 and 8.0% in 2020 - CAGR 2.1%	3 313	3 119	2 897	2 784	2 639
Current Index S&P 500	3 221				

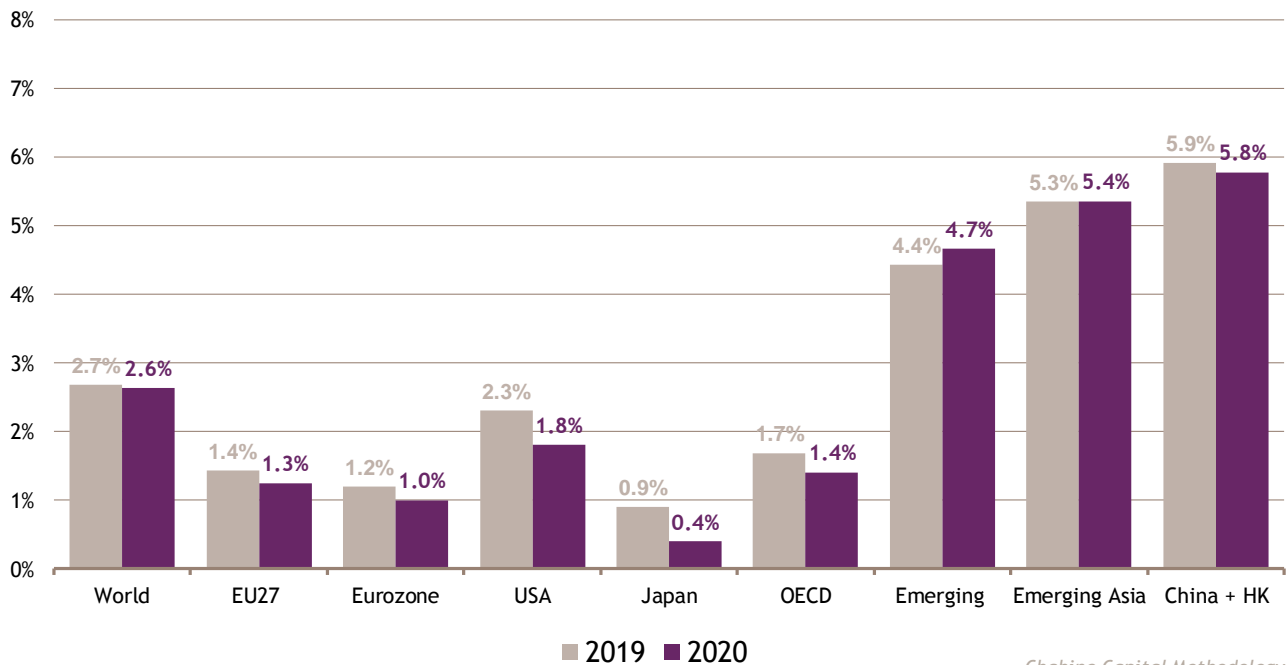
Croissance molle attendue pour 2020

La conjoncture économique mondiale continue d'être molle et les dernières prévisions de croissance pour 2019 se sont effritées de 2.72% à 2.68% (en devises et non en parité de pouvoir d'achat du FMI). Le chiffre est à 3% contre 3.05% en parité de pouvoir d'achat (PPA). Les révisions concernent l'Europe, le Japon et les pays émergents. Il en est de même pour 2020 qui est passé de 2.66% à 2.63%. Toutes les zones économiques sont prévues pour 2020 en dessous de 2019 et notamment les US qui sont prévus à 1.8% contre 2.3% pour cette année. Mais tout le monde n'est pas d'accord et Goldman Sachs voit l'économie américaine croître de 2.3% en 2020, bien au-delà du consensus. Ils prévoient également la croissance mondiale à 3.3% (PPA) contre 3% pour le consensus. La zone Euro se « japonise » avec des taux négatifs et une croissance anémique prévue à 1% seulement pour 2020 contre 1.3% il y a 6 mois. Les prévisions sont par contre favorables pour l'ensemble des pays émergents prévus d'accélérer leur croissance en 2020 à 4.7% contre 4.4% cette année, grâce à l'Indonésie, les Philippines, le Brésil, le retour de Hong Kong et la reprise en Inde. La Chine va à peine décélérer passant de 6.1% à 5.9%. Malgré ces forts taux de croissance, l'indice MSCI Emerging Markets est en retard sur les autres marchés avec une progression limitée à 18% sur l'année. L'exposition à cette classe d'actifs a été décevante sur les 10 dernières années pour des multiples raisons dont la transparence, mais certains investisseurs courageux pensent que les belles années 80's pourraient retourner. Nous pensons qu'une exposition de 1 à 2% sur l'indice MSCI Emerging Market est une bonne diversification.



Y aurait-il une inversion dans les prévisions pour 2020 ?

2019-2020 GDP Growth Forecast of major Geographic zones



Chahine Capital Methodology

Les prévisions faites début 2019 balayées par les dures réalités

Country	Forecast as of	
	janv-19	déc-19
Canada	1.80	1.60
United States	2.50	2.30
Eurozone	1.60	1.20
France	1.40	1.30
Germany	1.40	0.50
Italy	0.60	0.20
United Kingdom	1.40	1.20
China	6.20	6.10
Hong Kong	2.40	-0.85
India	7.25	5.60
Indonesia	5.15	5.00
Japan	0.90	0.90
Philippines	6.40	5.80
Singapore	2.65	0.50
South Korea	2.60	1.90
Taiwan	2.30	2.40
Argentina	-1.20	-2.90
Brazil	2.40	0.90
Chile	3.30	2.50



Début 2019, les prévisions de croissance mondiale étaient à 3.45% (PPA). Les derniers chiffres sont à 3.05%, une sérieuse révision expliquée par l'intensification des guerres commerciales et la dégringolade de l'activité manufacturière. Aucun pays n'a échappé à ces révisions, certains étant moins impactés que d'autres. Singapour, qui est la plate forme des échanges mondiaux, a marqué le coup avec une révision de 2.65 à 0.5%. L'Allemagne, pays exportateur par excellence, a dégringolé de 1.4 à 0.5% alors que la France a à peine bougé à 1.3% grâce notamment au pouvoir d'achat distribué aux gilets jaunes. Malgré les rododromades de Trump pour une croissance de 3%, les Etats Unis ont été revus de 2.5 à 2.3%. Malgré les incertitudes du Brexit, le Royaume Uni affiche une croissance de 1.2% cette année. La Chine, où la croissance du PIB se décrète par le Parti, n'a pas bronché à 6.1%. Par contre, l'Inde a connu passablement de remous sous le poids d'une bureaucratie omniprésente et le besoin de s'ouvrir. L'année 2020 devrait voir l'effet de profondes réformes entamées.

La vraie question est donc de savoir si les prévisions faites pour 2020 subiront le même sort que celles de 2019, car pour le moment on ne voit pas de dynamique positive sur aucune zone. Il faut juste noter que les prévisions de croissance US pour 2020 sont passées récemment de 1.7 à 1.8% et que la Fed continue de prévoir 2%.

Des indicateurs macro économiques contradictoires

Les indicateurs PMI qui sont des bons indicateurs avancés nous laissent dans le « brouillard » entre les indices PMI IHS Markit et les indices ISM. Ils indiquent des tendances opposées ! Les indices ISM continuent de sombrer dans la baisse avec un indice manufacturier dans le rouge, alors que les indices Markit indiquent un rebond de l'activité depuis fin Août.

Les indicateurs dont nous disposons montrent un marché automobile stable aux US, en progression en Europe et en forte chute en Chine de 30 à 25M véhicules/an, ce qui donne un marché mondial en contraction. Le déficit du budget américain s'enfonce vivement dans le rouge atteignant 4.8% du PIB, mais tout le monde s'en fiche et la dette fédérale continue de grimper allégrement. La réforme fiscale de Trump, supposée ramener plus de recettes fiscales grâce à la croissance n'a fait que creuser le déficit. Le marché de la construction américain est en bonne santé grâce aux taux à leur plus bas historique. L'inflation reste sous contrôle, mais au dessus des 2% pour l'indice CPI et en dessous des 2% pour l'indice PCE favori de la Fed. Encore deux thermomètres qui divergent ! L'indicateur le plus significatif reste le marché de l'emploi américain avec un taux de chômage au plus bas historique et des créations d'emploi qui se poursuivent à un rythme surprenant. Après 10 ans et demi d'expansion, on ne peut que rester admiratif que l'économie américaine soit encore aussi robuste et prête à aller de l'avant. Va-t-on défier les lois du cycle économique ?

La problématique pour 2020 reste la signature de l'accord commercial avec la Chine et surtout son contenu et la politique des taux de la Fed. Le taux de chômage est au plus bas historique et les salaires horaires ont eu tendance à accélérer. La Fed ne peut pas ignorer complètement les indices CPI qui sont « chauds » avec les services à plus de 3% et la santé à 5%. Ce dernier chiffre n'est pas celui pris en compte par le PCE. La moindre velléité de hausse des taux par la Fed sera très mal prise par les marchés. Les taux longs, que la Fed contrôle très peu ont eu tendance à hausser avec les marchés et peuvent avoir un impact négatif. Enfin, il faut voir comment les profits vont s'afficher pour 2020.

Des profits qui ont du mal à progresser

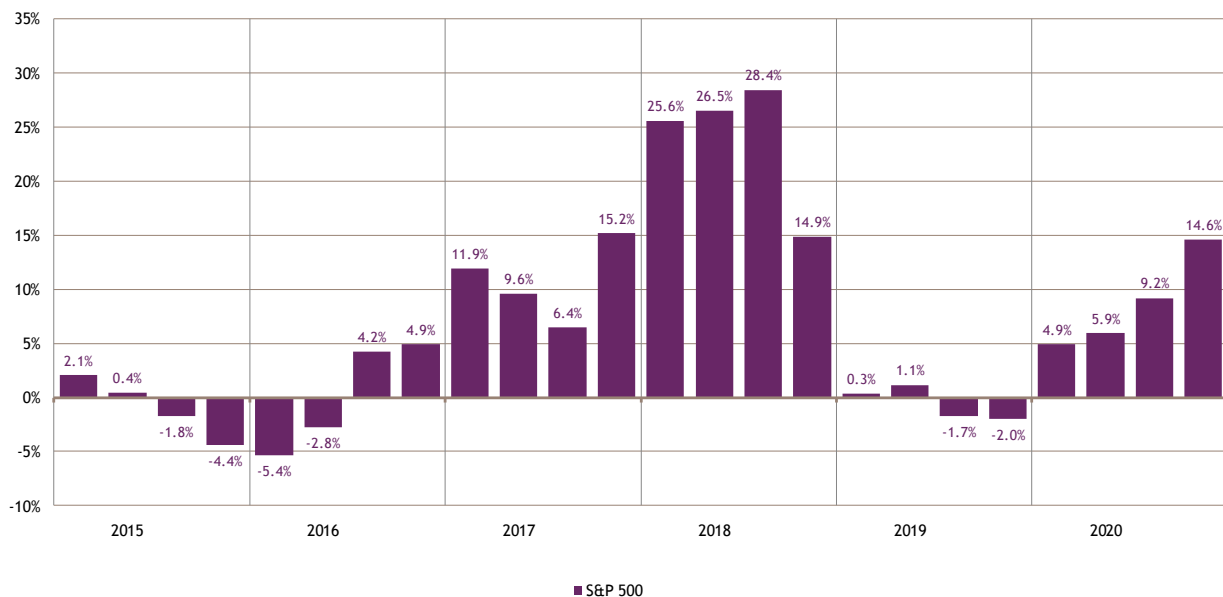
Les profits du dernier trimestre 2019 sont prévus en baisse de 2%, mais compte tenu du jeu habituel à Wall Street de minorer les prévisions pour faire mieux au final, on sera vraisemblablement autour de Zéro et l'année entière également. Si on examine les profits de 2020, on constate que la croissance prévue des résultats s'améliore trimestre après trimestre. Si on analyse les révisions depuis fin Septembre, T1 2020 est



revenu de 4.2% à la baisse, T2 de 2.5%, T3 de 2.1%, et T4 de 0.3%. Ce n'est pas un bon signe, cela signifie que demain on rase gratis. Si on applique les mêmes révisions à tous les trimestres que celles appliquées à T1, la hausse des profits en 2020 sera limitée à 6.3%. Par ailleurs, 8% de la hausse 2020 est attribuable au redressement de Boeing. Est-ce que cette société va retrouver tous ses profits d'avant sa crise ? Rien que les déboires de Boeing impactent significativement l'activité manufacturière avec des centaines de sous-traitants à l'arrêt. Notre échantillon de 30 valeurs ayant publié des résultats trimestriels à fin Novembre montre que les sociétés se sont arrangées pour battre leur guidance pour T4, mais ont réduit de 4.3% leurs prévisions pour T1 2020. Sur les 30 sociétés, 22 ont révisé à la baisse T1 2020.

Des profits peu réalistes pour 2020 sauf accélération de l'économie

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500



Source: FactSet

Les multiples de 20x ou plus ne font pas peur

Data as of 20/12/19	Weight vs S&P 500	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2 020	Revision vs M-2%	
		2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018		Fiscal 20	Fiscal 19
S&P 500	100.0%	28.5%	-6.2%	18.3 x	19.9 x	8.6%	0.7%	21.8%	1.94%	-0.6%	0.0%
S&P 500 ex Energy	95.8%	29.7%	-5.3%	18.3 x	19.8 x	8.1%	2.4%	18.9%	1.84%	-0.5%	0.0%
Consumer Discr.	10.1%	25.0%	0.7%	22.0 x	24.6 x	11.9%	0.3%	18.0%	1.37%	-1.0%	-0.2%
Consumer Staples	7.9%	24.4%	-11.3%	20.3 x	21.5 x	6.2%	1.4%	12.5%	2.81%	-0.1%	0.1%
Energy	4.2%	6.7%	-20.2%	17.5 x	21.0 x	20.0%	-27.6%	106.2%	4.12%	-2.3%	-0.1%
Financials	12.7%	28.8%	-14.8%	13.3 x	13.8 x	4.2%	6.5%	28.2%	2.21%	0.0%	-0.2%
Health Care	14.2%	18.6%	4.6%	16.0 x	17.3 x	8.1%	8.9%	12.9%	1.71%	0.4%	0.4%
Industrials	9.1%	26.8%	-15.0%	16.9 x	19.4 x	14.8%	-3.0%	19.3%	1.97%	-2.2%	-0.7%
IT	22.6%	46.8%	1.9%	21.4 x	23.3 x	8.7%	0.6%	19.5%	1.38%	-0.2%	0.1%
Materials	2.6%	21.3%	-16.3%	18.2 x	20.4 x	12.4%	-18.3%	32.5%	2.17%	-1.8%	-0.2%
Real Estate	2.8%	23.6%	-5.6%	43.6 x	37.5 x	-13.9%	2.2%	15.5%	3.28%	0.1%	1.4%
Comm Services	10.5%	31.3%	-7.8%	18.9 x	21.0 x	11.1%	3.0%	18.8%	1.30%	-1.2%	-0.2%
Utilities	3.2%	22.9%	0.6%	19.9 x	20.7 x	4.3%	0.4%	8.9%	3.24%	-0.1%	0.1%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 20/12/2019



La hausse massive du marché s'est répercutée directement sur les P/E, sachant que le E de Earnings n'a pas progressé en 2019. Si on croit aux profits de 2020, le P/E sur cette année se situe à 18.3x et le dividende ressort à 2%. Le P/E du secteur IT est à 21.4x, suite à la hausse des cours de 46.8%. Les consumers discretionary (biens de consommation cycliques) sont à 22.0x. C'est là qu'on trouve Amazon à 46x, les Hoteliers comme Hilton à 26x, mais on trouve aussi beaucoup de valeurs en dessous de 10X comme Ford, Macys et les departments stores qu'Amazon a mis en quasi faillite. La question importante à se poser est de savoir si les monstres des GAFAM vont continuer à ajouter des dizaines de Mds\$ de profits à une base qui est déjà énorme.

Valorisation des marchés

Notre modèle continue de trouver le marché américain surévalué d'environ 11% à 2897 points alors qu'il poursuit une ascension inexorable en cette fin d'année atteignant 3221 points au moment où nous rédigeons cette lettre. Il faut ajouter à cela un dividende de 2%. Nous avons détaillé le rationnel derrière cette évaluation, mais d'autres hypothèses pourraient justifier les cours, et notamment si la croissance des profits se vérifiait. Basé sur une rente perpétuelle, des taux qui passent de 3.3% à 2.3% entraînent une appréciation de 33% de la rente. Une plus petite exigence de Prime de Risque là où l'indice Vix souligne le peu de volatilité peut également justifier le marché. La poursuite de l'expansion actuelle sur longue période peut également justifier la valorisation. Le risque majeur pour 2020 reste une possible hausse des taux de la Fed, même si ce n'est pas dans les cartons, ou une tension sur les taux longs. Un ralentissement de l'économie et une bulle immobilière qui éclate ne sont pas à exclure.

Notre stratégie personnelle est de rester quelque peu sous pondéré en actions, 35% contre 40% en temps normal, et de favoriser l'immobilier de qualité et notamment l'investissement hôtelier en profitant des taux d'intérêt très bas pour un effet de levier prudent. L'exposition au \$ est toujours recommandée, car le \$ futur à 1 an s'achète 2% en dessous de son cours actuel. L'investissement en \$ futurs est plus avantageux que celui en bons du trésor, dans la mesure où le banquier ne facture pas de taux d'intérêt négatifs sur l'Euro. Il existe des placements en dette mezzanine à 7-8% en Euro dans l'immobilier, sous réserve que le dossier puisse être étudié avec tous les chiffres sur la table.

Marché US surévalué de 11%

S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.75%	2.00%	2.32%	2.50%	2.75%
Mild recession: 0.7% in 2019, and -4.2% in 2020 - CAGR -0.6%	2 687	2 530	2 351	2 260	2 144
Implied Scenario CAGR 3.9% over 8 years	3 667	3 445	3 193	3 064	2 899
Base scenario: 0% in 2019 and 8.0% in 2020 - CAGR 2.1%	3 313	3 119	2 897	2 784	2 639
Current Index S&P 500	3 221				



Le marché de la zone Euro a atteint nos objectifs de cours de 127 points et les a dépassés, clôturant à l'indice 133. L'objectif de cours pour fin 2020 est à 127 points auxquels s'ajoute un dividende très généreux de 3.5% qui brave les taux négatifs de la BCE. Plusieurs stratégies expriment des opinions favorables sur le marché européen. La croissance économique reste molle pour la zone à 1% pour 2020 et les profits sont plats pour 2019 et un rebond que nous estimons à 5% en 2020, avec une grande marge d'incertitude. Les P/E sont faibles à 14.2x 2020. Les valeurs attractives restent en dehors des grands indices, ce que recherchent les fonds Digital, qui affichent 30.5% de hausse pour Digital Stars Europe et 29.5% pour Digital Stars Europe ex UK pour l'année.

Le marché Européen légèrement surévalué

MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.72%	1.00%	1.25%
Depression scenario: 1.6% in 2019, and +2% in 2020 - CAGR -10%	113	105	99	92	87
Implied Scenario: CAGR -6.4% over 8 years	151	140	131	122	115
Base scenario: 1.6% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR -6.8%	146	135	127	118	111
Current Index MSCI EMU			133		



Conclusions

Quel feu d'artifice en cette fin d'année 2019 ! C'est 28.1% de hausse pour l'indice mondial, 31% pour l'indice S&P 500 et 27.6% pour la zone Euro, alors que l'investisseur européen sur les US aurait engrangé 35.3% dans sa devise. Les Etats Unis pèsent 63.7% ! dans l'indice monde, alors qu'ils ne représentent que 26.2% du PIB mondial. C'est dire le niveau de financiarisation atteint par cette économie et les marges ahurissantes qui sont faites par les sociétés auxquelles on applique un multiplicateur de 19.5x. La correction l'année dernière avait atteint un record de 20% qui aurait été normalement suivi par une récession suite à la guerre qui faisait rage sur le commerce avec la Chine, les taux qui montaient plus vite que la marée et les aléas du Brexit. C'était sans compter sur les réactions des marchés qui se sont portés en masse sur les emprunts d'état, entraînant une baisse massive de ces derniers et forçant la main aux banques centrales à réagir. Comme la récession tardait à venir, la réaction des marchés a été violente quand il a fallu constater que les placements alternatifs aux actions ne rapportaient plus rien. La palme d'or revient à l'informatique américaine qui a bondi de 47% et en queue de peloton c'est le secteur de l'énergie qui continue de sous performer. Apple est en hausse de 80% et Microsoft de 57% et à eux deux ils expliquent 40% de la hausse du secteur. Leur capitalisation cumulée atteint 2.4 trillions de \$, pas loin du PIB de la France à 2.8 trillions \$. Jusqu'où cela peut-il grimper et qui aura le pouvoir de dompter ces monstres ? Les monopoles d'un nouveau genre que sont les GAFAM mettent en danger l'innovation car elles ne cherchent plus qu'à protéger leurs acquis. Réfléchissez sur l'innovation entre le premier iPhone et le dernier ? Que l'information sur Google est devenue la désinformation par l'intrusion d'une publicité non objective.

3 baisses de taux de la Fed ont permis de normaliser la courbe des taux et d'éloigner le spectre d'une récession. La Fed prévoit un statu quo en 2020 tant que l'économie tourne au même rythme et que son indice PCE est en dessous des 2%. Ses projections de croissance sont de 2%, voire en dessous, alors que le consensus attend 1.8% seulement pour 2020. Les guerres commerciales ont impacté fortement le secteur manufacturier et l'investissement des entreprises, mais le consommateur a pris le relais.

Le marché nous a donné tort sur notre sous pondération du marché tout le long de l'année, mais notre exposition agressive sur l'immobilier a plus que compensé cette sous pondération. Partout dans le monde, l'immobilier a flambé et fait baisser les rendements auxquels s'échangent les biens, au point qu'ils sont en dessous de 3% sur les très beaux immeubles de bureaux parisiens. Avec un effet de levier raisonnable et des emprunts à 1%, les taux de rentabilité ont vite dépassé les 30%. Nous avons parqué le cash dans les bons du trésor américain avec un gain de change et des intérêts de 2%. Alors sablons tous ensemble du Champagne Dom Perignon bien mérité !

Les projections pour 2020 sont prudentes dans une économie mondiale qui va à nouveau ralentir à 2.6% contre 2.7% cette année et notamment aux US passant de 2.3 à 1.8%. On ne peut pas exclure une bonne surprise dans le cas d'un climat apaisé dans les échanges mondiaux et un bon accord du Brexit. Les profits auront du mal à progresser après une année 2019 étale. Les investisseurs restent très prudents en désinvestissant sur les actions pour aller dans les obligations, le marché restant soutenu par le rachat par les sociétés de leurs titres. Notre objectif de cours à fin 2020 pour le S&P 500 ressort à 2897 soit une correction potentielle de 10% plus un dividende de 2%. Le risque majeur est de voir les taux longs poursuivre leur hausse. Nous maintenons notre position en dessous du benchmark à 35% et maintenons une surpondération dans l'immobilier en gardant le cash investi en bons du trésor américain. Nous souhaitons à tous nos lecteurs de très joyeuses fêtes et des bons choix pour 2020.

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 20/12/2019 (in local currency)

Data as of 20/12/19	Weight vs		Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	MSCI World	2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018	2020	Fiscal 20	Fiscal 19	
MSCI The World Index	100.0%	24.9%	-10.3%	16.9 x	18.3 x	7.9%	0.2%	12.4%	2.44%	-1.1%	-0.8%	
MSCI USA	61.6%	28.9%	-6.5%	18.5 x	20.2 x	9.0%	0.0%	22.2%	1.91%	-0.6%	-0.3%	
MSCI Japan	8.4%	16.4%	-15.8%	14.2 x	14.8 x	4.3%	-8.4%	1.2%	2.51%	-2.2%	-3.4%	
MSCI EMU	13.9%	22.8%	-14.5%	14.4 x	15.6 x	8.3%	1.5%	0.4%	3.43%	-1.4%	-0.5%	
MSCI Europe	25.2%	23.0%	-13.1%	14.7 x	15.7 x	7.2%	4.3%	5.3%	3.64%	-0.9%	0.0%	
MSCI Europe ex Energy	23.6%	24.7%	-13.7%	15.0 x	16.0 x	6.5%	6.0%	2.0%	3.46%	-0.7%	-0.1%	
MSCI Austria	0.1%	15.2%	-26.7%	10.0 x	10.4 x	4.5%	-14.3%	10.4%	4.32%	-1.6%	0.6%	
MSCI Belgium	0.6%	21.0%	-24.9%	16.2 x	16.1 x	-0.8%	14.3%	-0.4%	3.30%	-0.1%	0.2%	
MSCI Denmark	0.8%	28.8%	-12.4%	21.9 x	23.9 x	9.0%	-3.0%	-0.9%	2.05%	-2.8%	0.0%	
MSCI Finland	0.4%	8.5%	-1.5%	16.8 x	18.7 x	11.2%	-7.1%	2.4%	3.77%	0.0%	-2.0%	
MSCI France	5.2%	27.0%	-9.7%	15.1 x	16.5 x	9.9%	4.5%	6.4%	3.29%	-0.5%	-0.5%	
MSCI Germany	3.6%	20.7%	-20.3%	14.0 x	15.2 x	8.5%	-0.9%	-9.5%	3.12%	-3.1%	0.0%	
MSCI Great-Britain	5.6%	11.9%	-12.7%	13.4 x	14.0 x	4.6%	-2.0%	9.7%	4.57%	-2.7%	-1.8%	
MSCI Ireland	0.1%	26.9%	-23.5%	17.0 x	17.9 x	5.5%	-9.0%		2.09%	-0.2%	-1.1%	
MSCI Italy	1.0%	28.4%	-15.5%	11.5 x	11.9 x	4.1%	5.8%	14.3%	4.52%	-0.7%	0.8%	
MSCI Netherlands	1.5%	27.9%	-10.9%	17.1 x	18.9 x	10.5%	-6.0%	6.2%	2.85%	-1.2%	-0.9%	
MSCI Norway	0.4%	8.2%	-6.0%	13.5 x	16.1 x	19.2%	-10.1%	20.0%	5.05%	-1.6%	-2.0%	
MSCI Spain	1.3%	11.5%	-15.0%	12.1 x	13.1 x	7.7%	3.4%	-5.1%	4.73%	-1.1%	-2.6%	
MSCI Sweden	1.0%	26.1%	-8.1%	16.1 x	16.3 x	0.9%	32.4%	-7.2%	3.58%	-0.4%	3.8%	
MSCI Switzerland	3.3%	27.9%	-10.1%	17.6 x	19.2 x	9.3%	10.1%	24.7%	3.08%	-0.1%	-0.7%	
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.3%	30.4%	-17.5%	14.6 x	15.4 x	5.7%	0.0%	-7.4%	2.88%	-2.9%	0.9%	
MSCI Europe Consumer Staples	3.5%	23.2%	-11.3%	18.1 x	19.2 x	6.2%	11.3%	7.6%	3.12%	-0.6%	0.1%	
MSCI Europe Energy	1.6%	3.8%	-5.0%	11.3 x	12.9 x	14.8%	-11.3%	50.2%	6.22%	-2.4%	0.4%	
MSCI Europe Financials	4.3%	18.7%	-21.8%	10.5 x	11.0 x	4.3%	8.9%	6.2%	5.10%	-0.3%	-0.3%	
MSCI Europe Health Care	3.2%	29.3%	-2.5%	17.1 x	18.4 x	7.2%	9.4%	4.5%	2.82%	0.1%	0.8%	
MSCI Europe Industrials	3.5%	33.2%	-15.0%	17.5 x	18.9 x	8.3%	7.6%	2.6%	2.67%	0.3%	0.8%	
MSCI Europe Information Technology	1.4%	36.5%	-8.2%	21.3 x	24.4 x	14.5%	9.2%	12.4%	1.29%	0.1%	0.6%	
MSCI Europe Materials	1.7%	21.6%	-16.4%	15.4 x	16.7 x	8.6%	-6.1%	2.5%	3.62%	-2.8%	-2.8%	
MSCI Europe Real Estate	0.3%	17.1%	-17.5%	16.5 x	14.8 x	-10.5%	-16.9%	11.4%	4.53%	1.4%	1.7%	
MSCI Europe Communication Services	1.2%	2.0%	-10.7%	14.2 x	15.6 x	10.2%	-1.1%	-9.0%	4.54%	-3.1%	-3.9%	
MSCI Europe Utilities	1.3%	25.6%	-1.6%	15.4 x	16.6 x	7.5%	19.4%	-14.7%	4.79%	0.6%	1.5%	

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 20/12/2019



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.