

## Les investisseurs acceptent une Prime de Risque réduite

### Conclusions

Très peu de changements sont intervenus depuis notre dernière mise au point sur les marchés, si ce n'est que la hausse s'est poursuivie dans des fondamentaux inchangés. Le S&P 500 a gagné 100 points additionnels à 3110 points, alors que l'environnement des taux est resté inchangé et la fin de la parution des résultats de T3 n'a apporté aucun confort particulier. Notre objectif de cours n'avait donc aucune raison de bouger à 2846 points pour fin 2019 contre 2834 il y a un mois. Cela fait un excès de valorisation de 9% que nous avons du mal à justifier par les taux ou les profits. Il restait donc un paramètre du modèle sur lequel nous n'avons pas joué qui est la Prime de Risque constamment fixée à 3% au-dessus des emprunts d'Etat. Or sur une période de 40 ans, ils sont passés par paliers de 10% à 2.26% actuellement. Il est donc possible que l'investisseur soit moins exigeant sur la Prime de Risque. En la ramenant à 2%, le cours objectif ressort à 3654 points. Quant à nous, nous préférons ne pas jouer avec le thermomètre et rester sur nos évaluations, en maintenant une exposition de 35% (devenue 37% avec la hausse) pour un benchmark de 40%.

Le marché prend pour acquis un accord avec la Chine, mais les négociations semblent interminables. Plutôt que d'envoyer aux chinois de la Hi Tech, les américains vont leur envoyer quelques millions de cochons et du soja et on verra s'ils vont obtenir une meilleure protection de la propriété intellectuelle. Les chinois veulent la levée des droits de douane, mais les américains veulent s'en servir pour faire respecter les accords. La bonne tenue du Yuan semble un point acquis. Les lobbys poussent Trump à un accord qui ne peut pas décevoir les marchés en année électorale. Il y a donc à craindre qu'un mauvais accord sortira de ces négociations.

L'analyse des tendances lourdes sur 60 ans de la croissance américaine montre que celle-ci n'a cessé de se dégrader avec le temps, passant de 5% dans les années 60 aux 2% d'aujourd'hui admis comme croissance normative. 1.8% est attendu pour 2020. La croissance mondiale, après une accélération entre les années 1990 jusqu'à 2006, a également entamé un recul systématique après la crise financière en passant d'un rythme de 3.5% à 2.7% (en devises). La hausse des profits s'en ressent d'autant plus que les marges des sociétés sont au plus haut grâce au secteur IT. Les profits ont réussi sur longue période à croître de 1.3% plus vite que le PIB grâce à l'avènement de l'économie digitale et à la récente réforme fiscale. Il sera difficile de rééditer cet exploit. Nous vivons le cycle d'expansion le plus long de l'histoire sans récession, mais il est difficile d'imaginer un nouveau cycle entier sans récession, qui devrait mordre sur le CAGR des profits, d'où notre modèle qui les anticipe à 2.1% contre 3.3% qui justifieraient les cours actuels. D'ailleurs les profits 2019 sont dans le rouge et 2020 est revu rapidement en baisse. Les résultats de T3 ont montré l'ampleur des révisions apportées par les sociétés sur les perspectives du 4ème trimestre et des futurs trimestres. Les petites capi du Russell 2000 tournées vers l'intérieur sont particulièrement impactées. La baisse récente des investissements et les incertitudes entraînées par une année électorale vont peser sur les profits.

Les taux bas restent la seule vraie explication de la hausse des marchés qui atteint 24% au niveau mondial et 26% aux US. La Fed a alimenté la hausse en injectant à nouveau des liquidités. Les indicateurs PMI qui viennent de paraître sont favorables et laissent un petit espoir de reprise.

Un tour d'horizon des stratégies du marché montre que l'anticipation moyenne des cours du S&P 500 pour 2020 se situe à 3272 points, avec Morgan Stanley et UBS à 3000 points. Notre propre évaluation est à 2950 points. Notre évaluation du marché européen le situe à peu près à son prix.

*Jacques Chahine*



## Investisseurs moins frileux face au risque

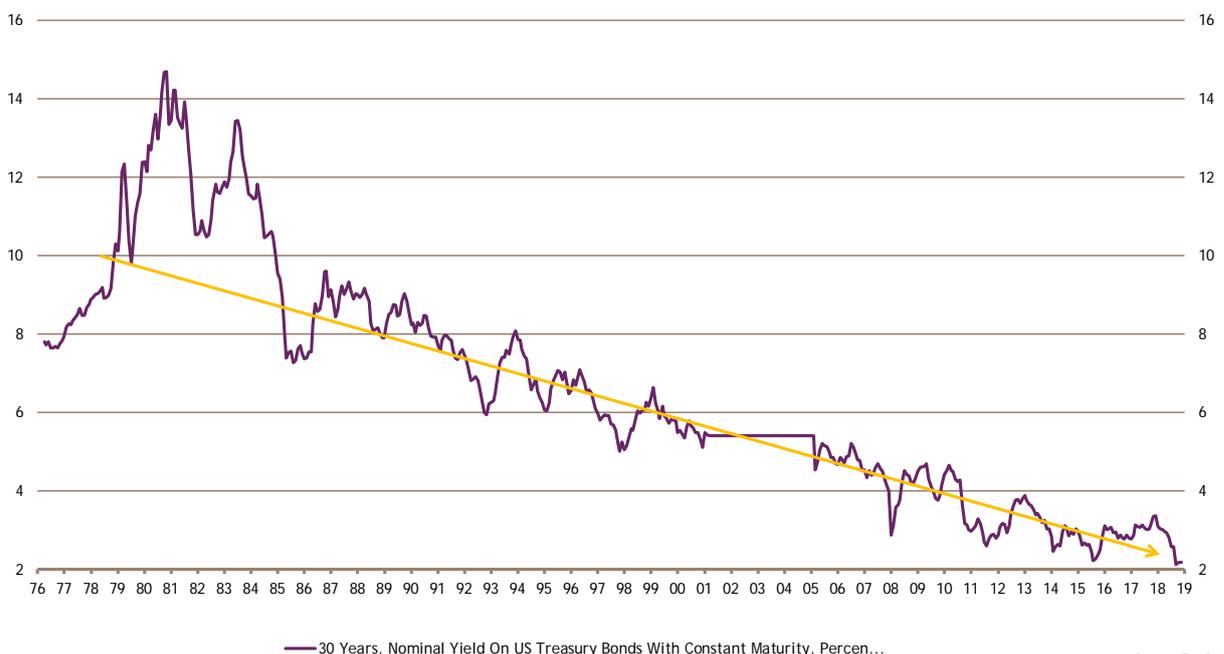
Très peu de changements sont intervenus depuis notre dernière mise au point sur les marchés, si ce n'est que la hausse s'est poursuivie dans des fondamentaux inchangés. Le S&P 500 a gagné 100 points additionnels à 3110 points, alors que l'environnement des taux est resté inchangé et la fin de la parution des résultats de T3 n'a apporté aucun confort particulier. Ils ressortent en baisse de 1.8% sur 1 an et le dernier trimestre est également prévu en baisse de 1.7%. Les taux à 30 ans sont restés quasi inchangés à 2.23%, ce qui reste éminemment très bas. Notre objectif de cours n'avait donc aucune raison de bouger à 2846 points pour fin 2019 contre 2834 il y a un mois. Cela fait un excès de valorisation de 9% que nous avons du mal à expliquer en se tenant strictement aux hypothèses habituelles.

Certaines de ces hypothèses sont généreuses, comme une hausse des profits de 8% l'année prochaine contre un consensus à 9.2% peu crédible et une hausse de 6.3% en 2021. On pourrait certes justifier les cours actuels si les taux à 30 ans baissaient à 1.85% contre les 2.23% actuels. C'est une possibilité puisque les taux allemands à 30 ans sont à 0.19% ! On peut également tabler sur l'hypothèse d'un rebond de l'économie suite à un accord avec la Chine. Comme tous les stratèges le disent, il y a toujours une hypothèse qui peut justifier n'importe quel cours.

Une hypothèse que nous n'avons pas explorée est une modification de l'attitude des investisseurs face au risque et en particulier, l'acceptation d'une prime de risque moindre qu'historiquement dans un environnement où la volatilité est basse. Dans la théorie financière classique, il est d'usage de retenir une Prime de Risque constante de 3%, c'est-à-dire un besoin de rentabilité 3% supérieur à celui des emprunts d'Etat à 30 ans, soit 5.26% actuellement.

## Effondrement séculaire des taux longs au plus bas historique

### 30 Years US benchmark bonds yield



Source: FactSet



On voit sur une période de 42 ans que les taux d'intérêt à 30 ans ont subi une dégringolade impressionnante, passant des 10% aux 2.2% d'aujourd'hui. Le modèle est en revanche resté calibré pour exiger une prime de risque de 3% en plus du taux d'emprunt d'Etat. Si l'on retenait une Prime de Risque de 2% sur toute la durée pour le calibrage, cela n'aura aucun impact sur la valorisation, de la même manière que le choix d'une période de projection différente des 8 ans retenue. Par contre, on peut calculer un impact si on fait l'hypothèse que l'exigence de la prime de risque s'est déformée dans le temps. Et notamment, si l'investisseur se satisfait par exemple d'une prime de risque de 2% au lieu des 3% historiques. L'impact est énorme sur le cours objectif qui passe à 3654 points au lieu de 2846 actuellement retenus. Le P/E 2020 est actuellement à 17.6x, soit un Earnings yield de 5.7%. Mais le dividende touché n'est que de 2% et c'est sur la croissance du dividende (aléatoire) que la rentabilité espérée sera réalisée. Le taux de distribution du dividende par rapport aux profits reste très stable à 35%, et par conséquent sa croissance dépend de celle des profits. Le modèle estime le CAGR à 2.1% sur le prochain cycle de 8 ans, et semble prendre en compte une récession sur les profits sur la période.

Le modèle nous dit que la rentabilité espérée induite par les cours est de 4.83%, faite de 2.23% d'un taux d'emprunt d'Etat à 30 ans et une d'une prime de risque de 2.6%. Mais si l'emprunt d'Etat augmente, la prime de risque va diminuer d'autant. Nous pouvons ainsi expliquer la valorisation du marché par la volonté des investisseurs d'accepter plus de risques dans leur recherche désespérée de rendement, face souvent à des taux négatifs. Nous laissons le soin à nos lecteurs de juger si cette prise de risque est justifiée par un recalibrage du thermomètre. Nous restons quant à nous dans la même attitude de sous pondération des actions, qui remonte à Septembre 2018 au cours de 2914 points en préconisant de descendre à une exposition de 35% pour un benchmark de 40%. Depuis cette date, l'exposition naturelle est passée à 37% par la hausse du marché. Le niveau actuel des cours maintient notre opinion inchangée, car ce cours induit beaucoup de bonnes nouvelles et notamment un bon accord commercial avec la Chine.

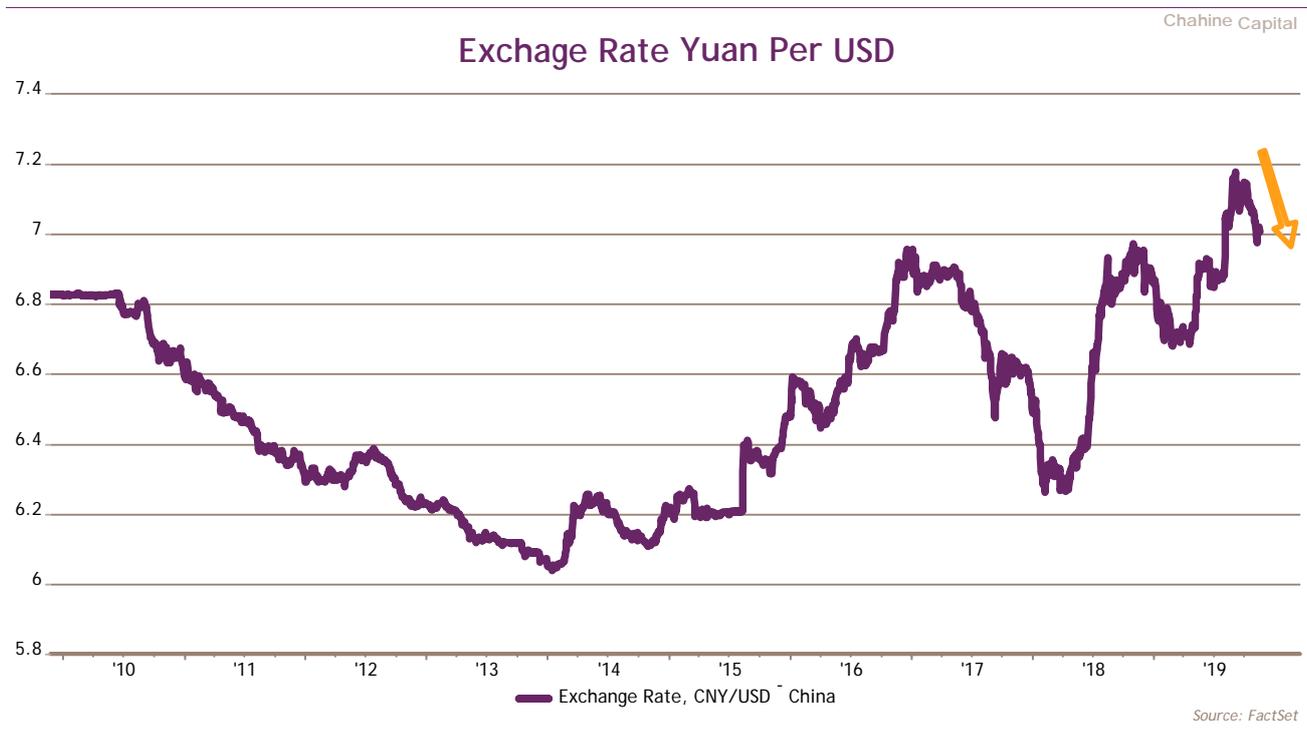
## Vers un accord au rabais avec la Chine ?

Les négociations avec la Chine semblent pourtant interminables, soufflant régulièrement le chaud et le froid. Trump met en avant un doublement des exportations agricoles à 50Mds \$, mais les chinois ont du mal à digérer une telle quantité, de soja notamment, leur cheptel porcin étant passablement décimé par la peste porcine. Une inondation du marché intérieur par les produits agricoles américains déstabiliserait le marché intérieur et briserait les lois du marché dont les américains sont si fiers. L'élimination des tarifs côté américain n'est pas acquise, car ils veulent s'en servir comme moyen de pression pour la bonne exécution des accords. Les Chinois restent fermes sur le sujet. Les concessions par les Chinois sur le respect de la propriété intellectuelle sont très dures à arracher. Comme d'habitude, ils veulent donner des promesses mais refusent de s'engager. Sur la manipulation du cours du Yuan, il semble que cela reste dans leur possibilité et en geste de bonne volonté, ils ont déjà apprécié le cours de la devise, tout en le gardant vers les 7 yuans pour 1 \$, largement au-delà des cours de 2018/2019. L'intervention du congrès américain sur les affaires intérieures de Hong Kong a émergé comme un point de friction très sensible.

Il est douteux que Trump sorte victorieux de ce bras de fer, d'autant plus que les grands groupes américains comme Apple font du lobbying pour préserver leur chaîne d'approvisionnement. La seule résultante de deux ans de débats est la forte contraction du commerce mondial ressentie par des pays exportateurs comme l'Allemagne ou la Corée. Trump est actuellement prisonnier de Wall Street et de sa réélection et devra probablement se contenter d'un accord au rabais avec la Chine.



## Un petit geste de bonne volonté des chinois sur le Yuan



## Croissance molle : on y sera pour longtemps

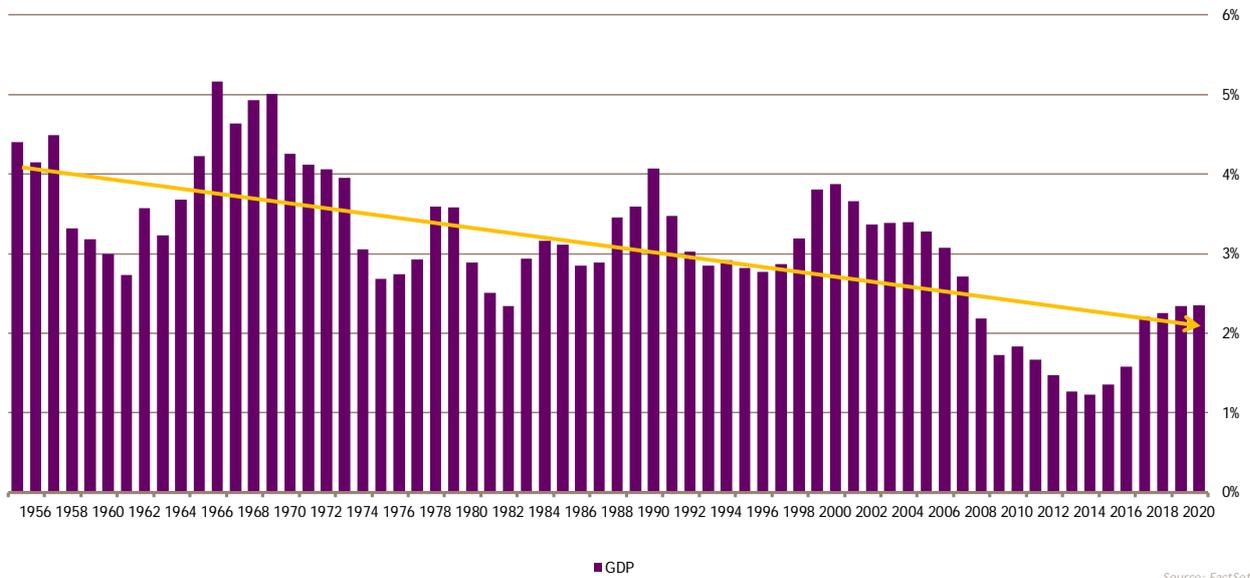
Nous avons tracé ce mois-ci quelques tendances à long terme sur l'économie américaine et mondiale. Nous avons retenu un cycle de 8 années glissantes et calculé la croissance moyenne de l'économie. Ces cycles sont ponctués des récessions habituelles qui remontent à la crise pétrolière de 1973 et des récessions antérieures en 1956 ou 1968. Dans les années 50, l'économie américaine pouvait croître de plus de 4% sur un cycle de 8 ans. Dans les années 60, on avait atteint des cycles avec 5% de croissance moyenne. Le choc pétrolier de 1973 a fortement réduit les croissances sur le cycle qui sont passées à 3%. Après le choc pétrolier des années 80 et 81, la croissance s'est redressée à 3.5% même après inclusion de la récession de la bulle internet de 2000 et jusqu'à la veille de la crise financière de 2008. Cette crise a marqué des taux de croissance moyens qui sont tombés à 1.2%. Le redressement s'est poursuivi mais stagne à 2.3-2.4% en moyenne sans inclure l'impact de la récession de 2007-2008. Et ces chiffres constituent pour tous les économistes un haut de cycle. Ainsi, au cours des décennies, on est passé d'une croissance normative de 4%, à 3.5%, 3% et actuellement à 2.3%, chiffre attendu aux US pour 2019. Or 2020 n'est même pas à ce niveau puisque l'attente est à seulement de 1.8%. D'ailleurs, la Fed retient maintenant une croissance de croisière de 2% par an. Si une récession devait intervenir, la moyenne du cycle risque de tomber vers les 1.5%.

La tendance est similaire au niveau de la croissance mondiale. Les années 90 et 2000 ont vu l'accélération de la croissance suite au fort mouvement de globalisation. Elle est passée de 2.5% à un pic de 3.5% à la veille du krach de 2008, dépassant la croissance américaine (il s'agit d'une croissance en devises et non en pouvoir d'achat type FMI). Depuis la crise, la planète n'a jamais pu retrouver sa dynamique et c'est 0.7 point de PIB qui a été perdu avec un rythme de croisière qui tourne autour de 2.8%.



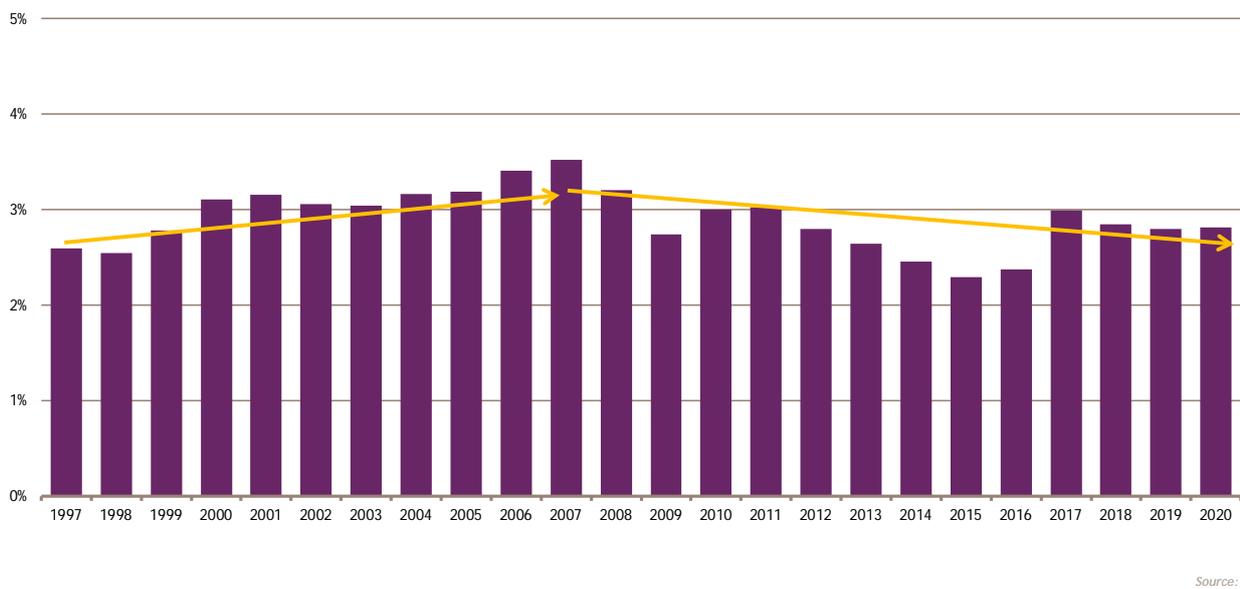
La croissance normative américaine devrait passer en dessous des 2%

Average GDP growth over an 8 years cycle USA



La crise financière de 2008 a enlevé 0.7 point à la croissance mondiale

Average World GDP growth over an 8 years cycle



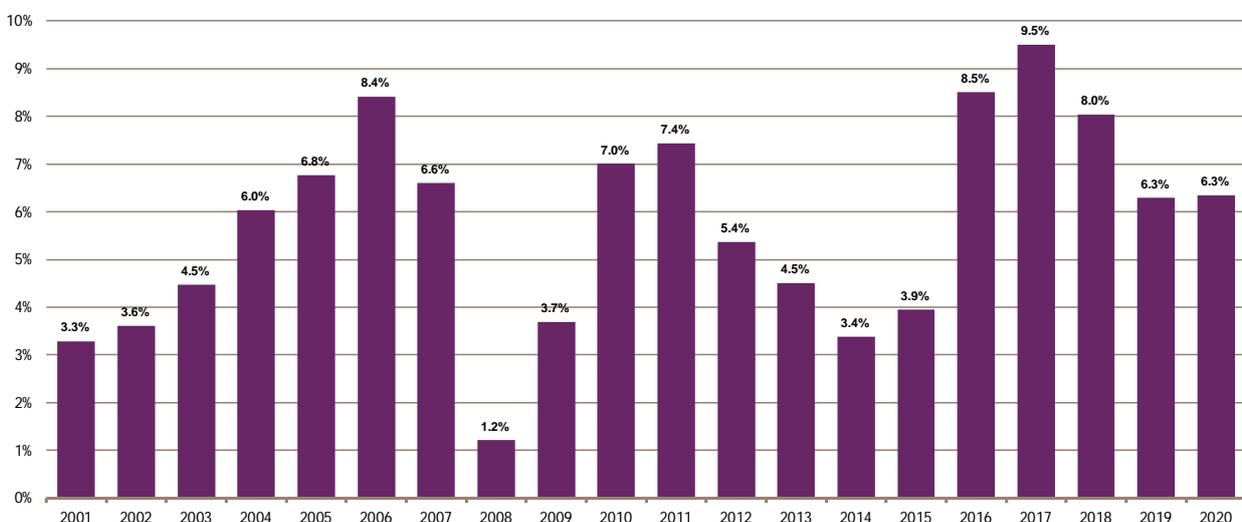


## La hausse des profits devrait se modérer dans le sillage du PIB

Dans nos modélisations, un ratio important est le CAGR sur les profits ou le taux moyen de croissance de ces profits sur un cycle de 8 ans. Nous avons analysé ce ratio sur le passé et observé que ce taux pouvait énormément varier selon la période où l'on se trouve dans le cycle. En 2001, tenant compte de l'éclatement la bulle internet, le ratio est tombé à 3.3% et a fortement rebondi pour atteindre 8.4% à la veille de la crise financière de 2008. En 2008, il est tombé à un plus bas historique de 1.2% (progression entre 2000 et 2008) et s'est redressé fortement avec la reprise. Une fois le bas de cycle 2008-2009 éliminé, le CAGR est revenu à 6.3% boosté par la réforme fiscale qui a donné un gain exceptionnel de 12%, ou 1.4 point de CAGR. Sur les 25 dernières années, la hausse moyenne des profits ressort à 6%, quelque peu inflatée par l'ingénierie financière comme le rachat d'actions. Sur la même période, la hausse moyenne du PIB a été de 2.45% et l'inflation de 2.24%, soit 4.7% en nominal. Ainsi, la hausse des profits a été supérieure à la croissance de l'économie, qui s'explique par l'arrivée de l'économie digitale à très fortes marges qui atteignent souvent les 40%. La montée des marges est visible sur le graphique ci-dessous qui ont atteint un sommet en 2018 de 11.6% avec la réforme fiscale contre 8.8% lors du précédent haut de cycle. Ceci est vrai des marges GAAP ou non-GAAP. Le CAGR calculé par notre modèle de Prime de Risque ressort à 2.1% pour le futur, ce qui peut paraître pessimiste. Cette prévision incorpore de façon quasi certaine une récession sur les profits quelque part sur les 8 prochaines années, sachant que nous sommes dans le cycle le plus long de l'histoire de croissance sans récession. On constate déjà que 2019 affiche des profits en baisse. Le fait de voir les marges se stabiliser au plus haut, signifie que les profits évolueront au mieux au rythme du PIB, soit 1.8% de croissance et 2% d'inflation (ou 1.4% selon le PCE). Si l'on tient compte d'une récession quasi certaine dans les prochaines années, le CAGR retenu paraît plausible. A moins que l'économie se soit complètement transformée et que les récessions ne vont plus exister... Pour justifier le cours actuel, le CAGR devrait être de 3.1% sur 8 ans, soit une croissance 1.8% du PIB plus 1.4% de PCE.

## La hausse des profits sur un cycle fortement impactée par une récession

8 years CAGR for S&P 500 Earnings



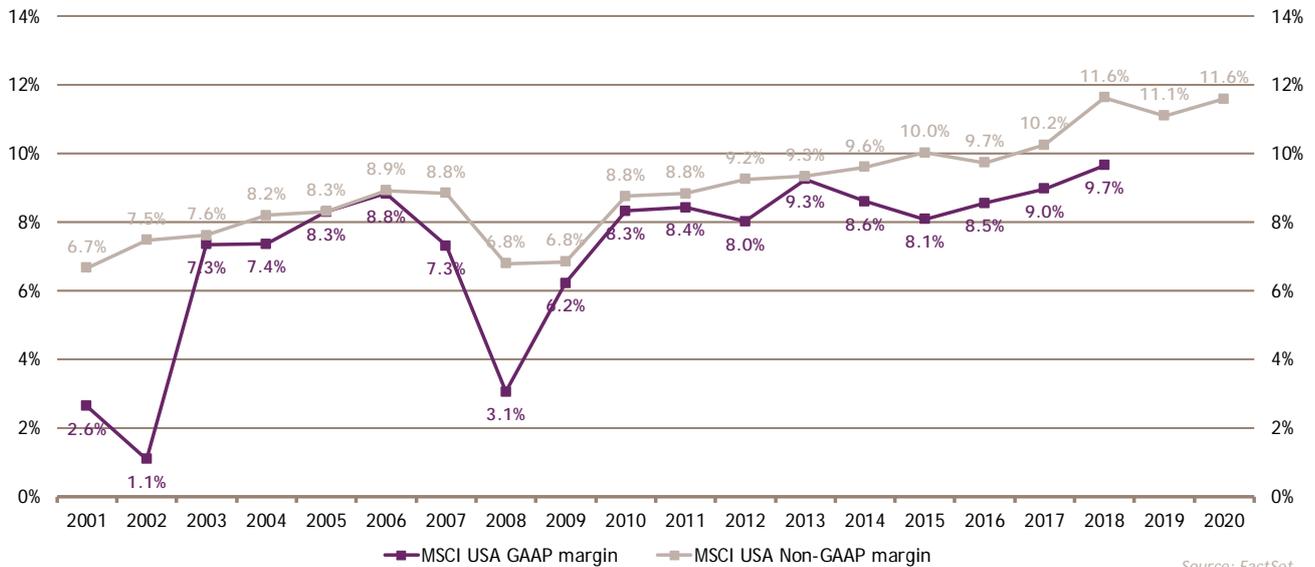
Source: FactSet



## Les marges se stabilisent au plus haut

MSCI USA Net Margin GAAP vs. Non-GAAP

CHAHINE  
CAPITAL



## Des profits négatifs en 2019 et rebond peu crédible en 2020

Les profits du 3<sup>ème</sup> trimestre, quasi complets, n'ont pas été à la hauteur. En suivant l'indice Russell 3000 qui inclut les grosses et les petites capitalisations, T3 a été revu de 1.4% à la hausse par rapport aux guidances des sociétés alors que celles pour T4 ont été rabaisées de 4.8%. Au niveau des petites capi, la correction baissière est sévère de 7% sur T3 et 11% sur T4. La baisse des profits atteint 11% en 2019 sur les small cap. Ces sociétés, étant essentiellement tournées vers le marché intérieur, confirment que le ralentissement est perceptible.

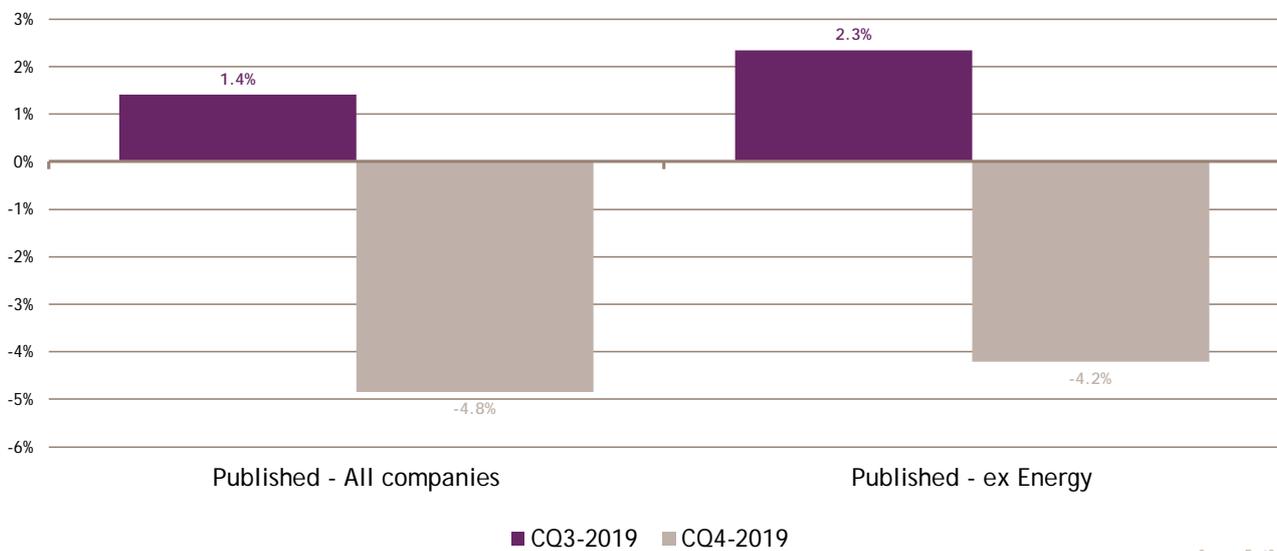
Les profits du 3<sup>ème</sup> trimestre sont ressortis en baisse de 1.8% sur 1 an et le dernier trimestre est également en baisse de 1.7%, sauf un coup de pouce donné lors des parutions pour créer la bonne surprise. L'année globalement sera en baisse de 0.6%. Les belles croissances prévues pour 2020 s'accroissent trimestre après trimestre, mais sont peu crédibles. Nous avons cité le cas de Boeing où les analystes tablent sur des profits en 2020 supérieurs de 31% au record de l'année 2018, sachant que 2019 est prévu à l'équilibre, mais on ne peut exclure des provisions géantes en fin d'année. Des progressions énormes sont prévues pour les GAFAM en 2020, notamment Facebook. Jusqu'où ces profits vont-ils monter, sachant que toutes ces sociétés sont maintenant en cours d'investigation pour abus de position dominante ? Le consensus prévoit 9.2%, chiffre que nous avons ramené à 8%.



## Profits revus à la baisse suite aux parutions

## Earnings surprise vs. 30/09/2019

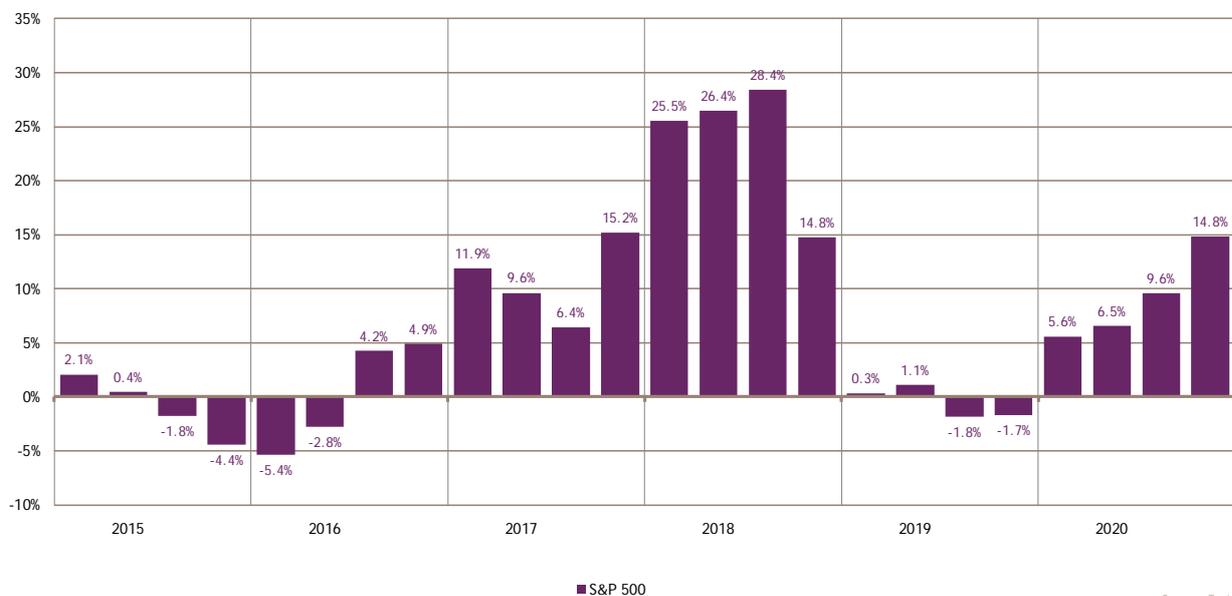
CHAHINE CAPITAL



## Est-ce que les profits seront au rendez-vous en 2020 ?

## Quarterly Earnings per Share growth S&amp;P 500

CHAHINE CAPITAL





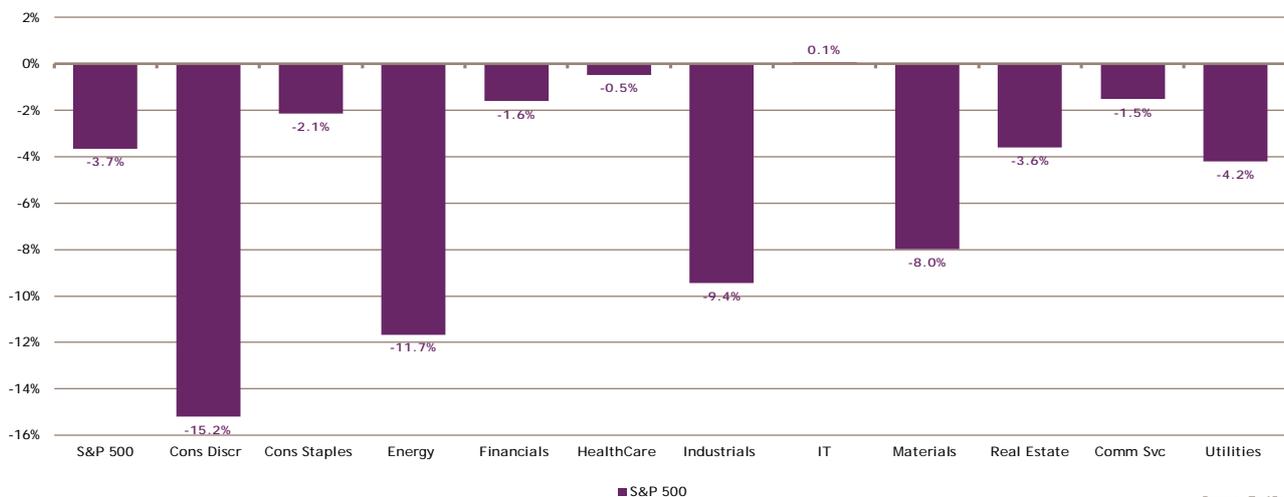
Nous donnons ci-dessous les ajustements faits par les entreprises suite à leurs annonces de résultats de T3, communément appelés « guidance » que les analystes vont intégrer dans les nouvelles prévisions. Nous avons rarement observé de telles révisions généralisées à tous les secteurs. Il y a juste le secteur IT et la Santé qui résistent alors que les biens de consommations cycliques sont fortement révisés (Amazon, GM), ainsi que le secteur de l'énergie. Les industriels voient l'effet Boeing, mais également FedEx (contraction du commerce mondial), GE, Caterpillar... Dans les produits de base, c'est essentiellement la Chimie qui est affectée. La comptabilité nationale a fait ressortir la baisse des investissements compte tenu des incertitudes sur le commerce, et l'année électorale 2020 ne va pas diminuer ces incertitudes.

La hausse des profits en 2020 est passablement remise en question par les analystes, certains allant jusqu'à une croissance zéro des profits.

## Aucun secteur n'échappe aux révisions des profits de T4

S&P500 Earnings revisions for Q4 2019 since September

CHAHINE  
CAPITAL



## Le P/E du S&P 500 à 19.2x 2019 et 17.6x 2020

Data as of 22/11/19	Weight vs S&P 500		Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	2019	2020	2019	2018	2020	2019	2020	2019	2019	Fiscal 20	Fiscal 19	
S&P 500	100.0%	100.0%	24.1%	-6.2%	17.6 x	19.2 x	9.2%	0.4%	21.8%	1.88%	-1.4%	-0.7%
S&P 500 ex Energy	95.8%	95.8%	25.2%	-5.3%	17.6 x	19.2 x	8.7%	2.1%	18.9%	1.78%	-1.0%	-0.4%
Consumer Discr.	10.1%	10.1%	20.8%	0.7%	21.1 x	23.8 x	12.7%	0.2%	17.9%	1.33%	-3.4%	-3.9%
Consumer Staples	8.0%	8.0%	20.3%	-11.3%	19.6 x	20.8 x	6.3%	1.5%	12.3%	2.76%	-0.7%	0.0%
Energy	4.2%	4.2%	3.3%	-20.2%	16.9 x	20.3 x	20.3%	-27.5%	105.9%	3.96%	-9.6%	-6.2%
Financials	12.6%	12.6%	25.1%	-14.8%	12.9 x	13.4 x	3.9%	6.6%	28.2%	2.04%	-1.4%	-0.8%
Health Care	14.0%	14.0%	13.4%	4.6%	15.3 x	16.6 x	8.2%	8.8%	13.0%	1.66%	0.6%	1.5%
Industrials	9.3%	9.3%	26.6%	-15.0%	16.5 x	19.3 x	16.7%	-2.8%	19.3%	1.88%	-3.2%	-2.3%
IT	22.4%	22.4%	39.4%	1.9%	20.4 x	22.2 x	8.9%	0.3%	19.5%	1.36%	0.2%	0.7%
Materials	2.6%	2.6%	18.1%	-16.3%	17.4 x	19.9 x	13.9%	-17.6%	31.5%	2.02%	-2.3%	-1.1%
Real Estate	2.9%	2.9%	22.2%	-5.6%	42.8 x	41.9 x	-2.0%	-9.5%	15.5%	3.15%	1.3%	1.8%
Comm Services	10.6%	10.6%	27.1%	-7.8%	18.1 x	20.3 x	12.1%	3.0%	18.9%	1.30%	-1.3%	-0.6%
Utilities	3.2%	3.2%	19.2%	0.6%	19.3 x	20.1 x	4.3%	0.1%	9.2%	3.14%	-0.1%	0.3%

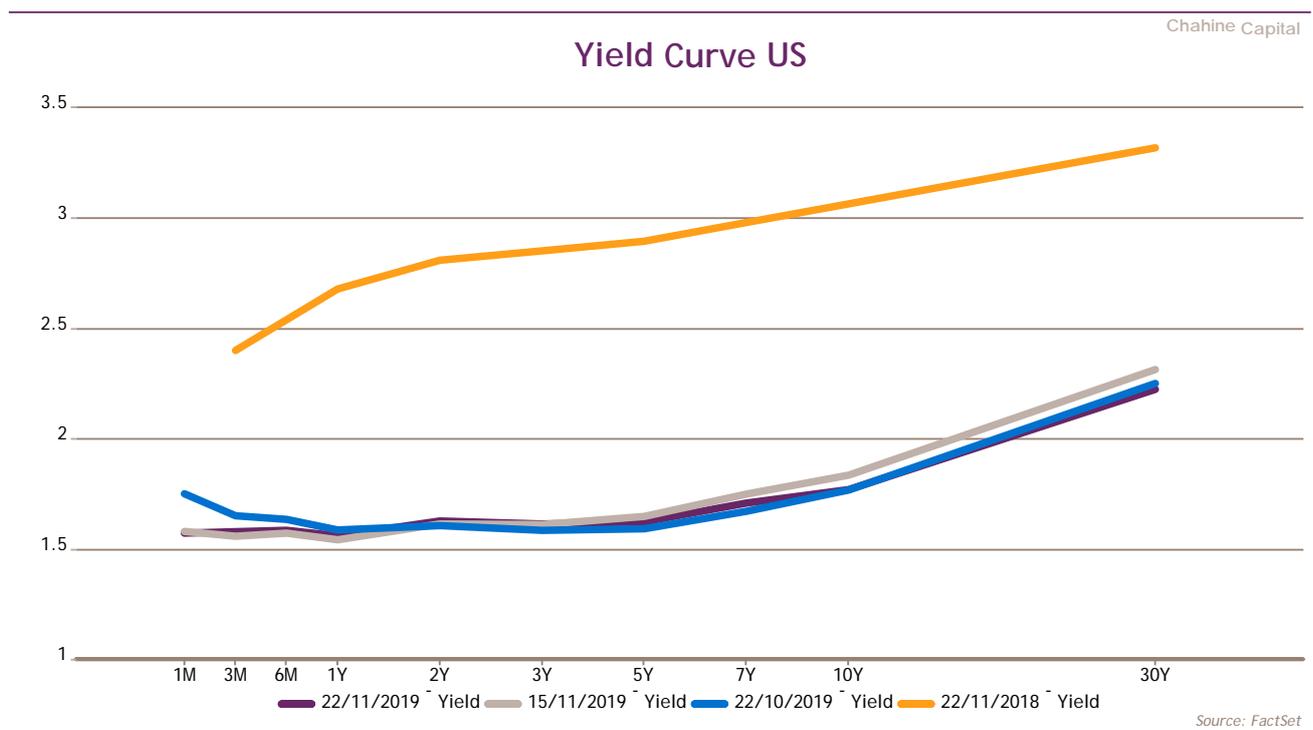
Benchmarks source iShares ETF - Data as of 22/11/2019



## Normalisation de la courbe des taux

Les taux sont restés relativement stables sur le mois et la courbe des taux a acquis une pente normale, quoique la stabilité des taux jusqu'à 5 ans laisse anticiper une totale inaction de la Fed. Par contre, la Fed a fourni beaucoup de liquidités au marché, son bilan passant de 3.76 trillions\$ à 4 Trillions. C'est cette politique très accommodante qui est l'unique cause de l'envolée des marchés, mais jusqu'où ? L'indice des prix favori de la Fed, le PCE (Personal Consumption Expenditure) se maintient nettement en dessous des 2% à 1.4%, alors que le CPI hors alimentation et énergie reste largement au-dessus des 2%.

### Peu de changement dans la courbe qui s'est normalisée



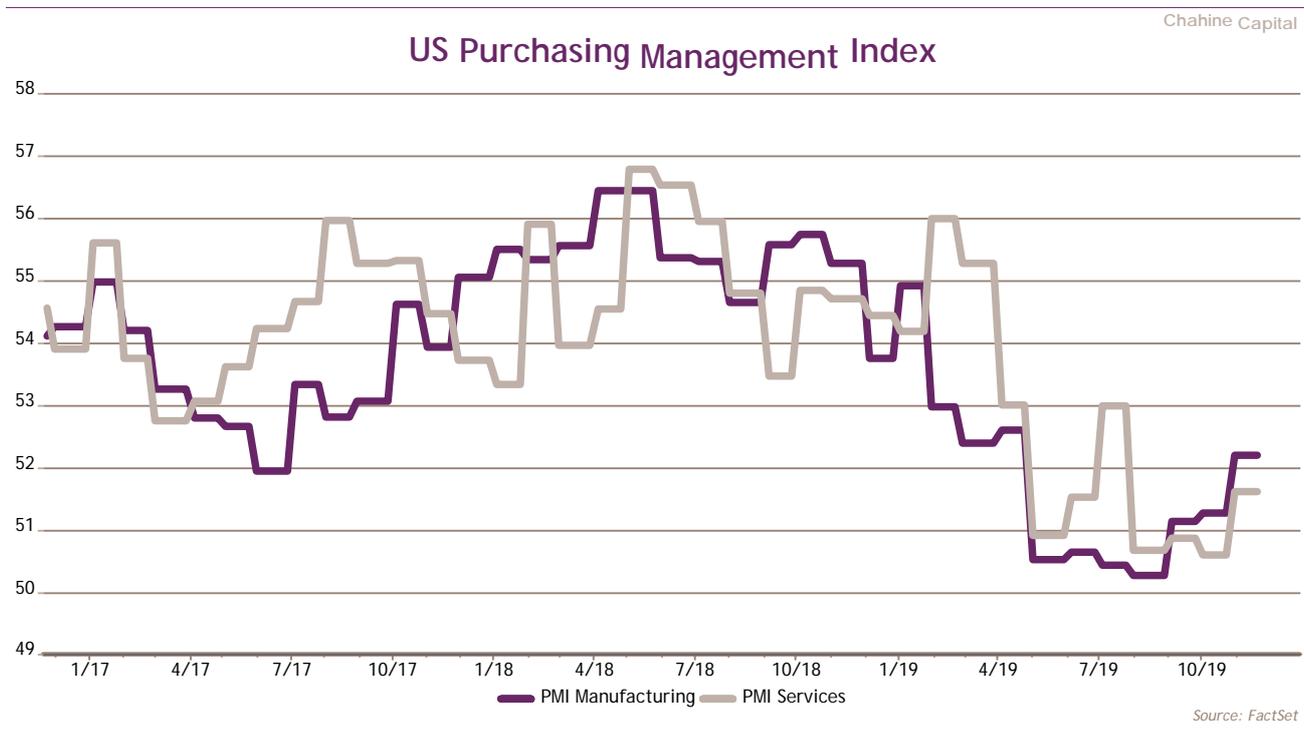
## Des indices PMI qui ont surpris positivement

Les indices PMI US de Novembre, qui viennent juste d'être publiés marquent une amélioration par rapport aux mois précédents. L'indice manufacturier poursuit son redressement et les services affichent également une amélioration. Ces indices n'ont pas arrêté de donner l'alerte depuis la guerre commerciale avec la Chine et le ralentissement de l'économie qui en a découlé. Les indices ISM qui mesurent la même chose, affichent des tendances quelque peu divergentes, avec un secteur manufacturier en contraction en dessous des 50 et les services nettement au-dessus des 50, même si la tendance est négative depuis Août 2018.

En zone Euro, un léger redressement est constaté sur l'indice manufacturier qui reste néanmoins en dessous de la barre des 50 alors que les services sont en léger recul mais restent au-dessus des 50.



## Amélioration dans les indices PMI US manufacturiers et services



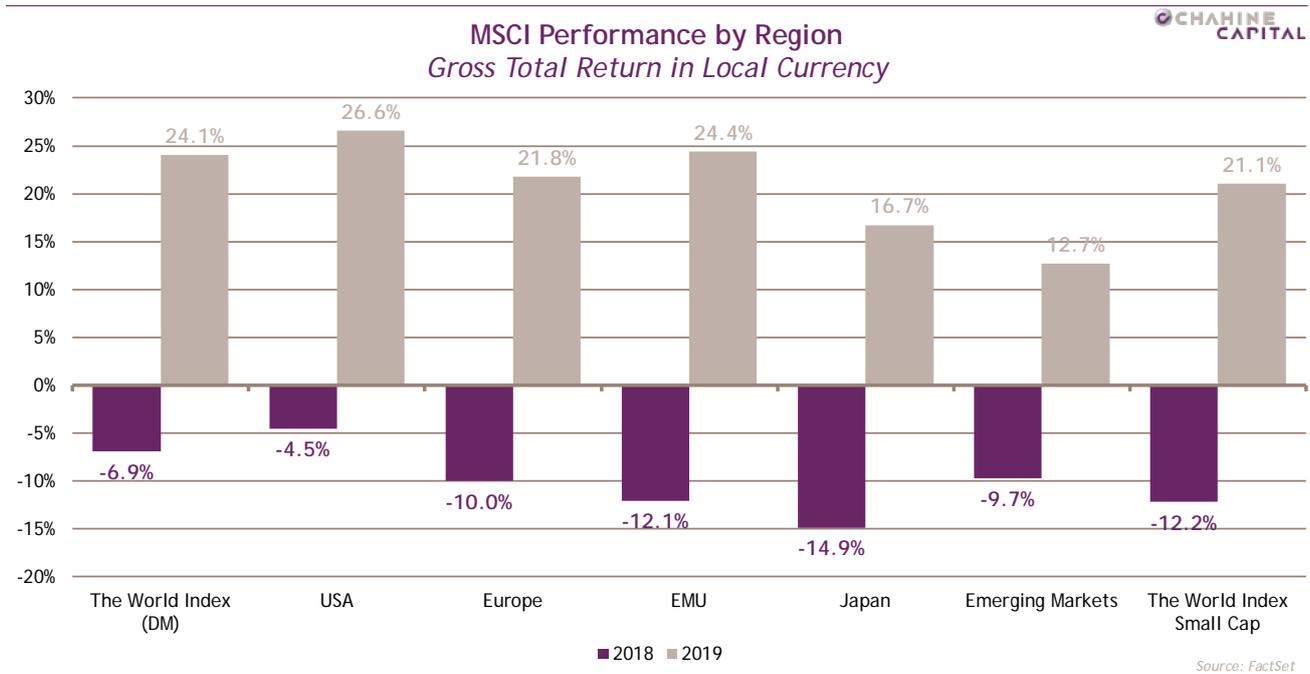
## Poursuite de la hausse des marchés alimentée par les taux

Chaque jour apporte un nouveau record aux indices, le marché américain tenant toujours la dragée haute avec une hausse de 26.6% dividende réinvesti. Avec l'appréciation du \$, un investisseur européen obtient une hausse de 31.1% en Euro. La zone Euro est en bonne posture avec une hausse de 24.4% en monnaie locale. Les marchés émergents sont très en retard avec une hausse de 12.7% qui vient à peine compenser les pertes subies l'année dernière. Malgré les taux de croissance élevés de leurs économies, les marchés financiers ne reflètent pas ces fondamentaux. Beaucoup de ces marchés ne sont pas régulés ou transparents et les interventions de l'Etat sont la règle. Par secteur, la palme revient au secteur informatique avec une hausse de 40% depuis le début de l'année bien que les profits sont restés stables en 2019. Le secteur de l'énergie continue de souffrir en raison d'un prix du baril qui continue d'osciller entre 55 et 60\$.

Ces performances où les marchés sont à leur plus haut historique interpellent et comme souvent, ils peuvent se poursuivre en créant une bulle. La surévaluation, qui selon notre modèle est de 9%, peut se poursuivre, jusqu'à l'incident fortuit où tout le monde se met à vendre en masse. Les richesses produites en bourse ne sont pas le reflet de richesses réelles dans la poche du plus grand nombre qui se débattent pour boucler leur fin de mois. Les élections américaines vont passablement tourner autour de cette thématique et même le candidat richissime Bloomberg a l'intention de faire un peu de social.



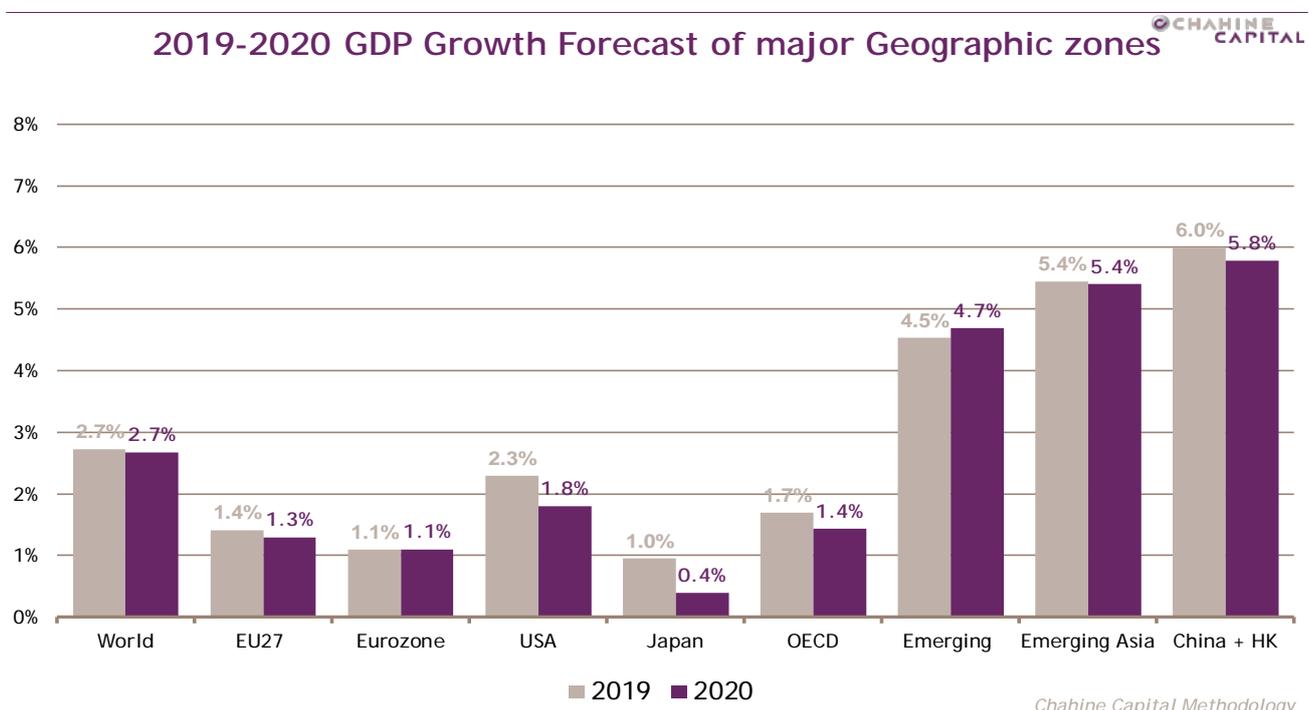
## Des performances record en 2019



## La croissance mondiale en dessous des 3%

Les prévisions de croissance économique continuent de s'éroder un peu partout dans le monde pour 2019 et 2020

### Une croissance mondiale poussive sans espoir d'accélération





On est passé de 2.78% pour la croissance 2019 (en devises et non en pouvoir d'achat comme le FMI) à 2.73% en raison de révisions au Japon et dans les pays émergents. 2020 est resté stable à 2.67% avec quelques améliorations dans les pays de l'OCDE et un léger recul dans les pays émergents. Les prévisions pour les États-Unis sont passées de 1.70% à 1.80%. Le Royaume Uni n'est plus qu'à 1%. Les projections à plus long terme restent nettement en dessous des 3%. La Chine a maintenant une croissance en-dessous des 6%. On voit que la crise financière de 2008 a marqué une cassure dans la croissance mondiale et la guerre commerciale déclenchée par Trump n'a pas aidé à améliorer cette situation. Les gains de productivité dans l'économie digitale ne suffisent plus pour alimenter la croissance et à notre sens le creusement des inégalités est un facteur de ralentissement de l'économie. La prochaine crise verra peut-être l'avènement de « l'helicopter money » dont l'idée fait son chemin auprès de la BCE. Le secteur porteur de la révolution énergétique est mal exploité, notamment par un président à courte vue comme Trump. Avec une énergie propre et abondante on peut faire fleurir les déserts, mieux nourrir la planète, dessaler l'eau de mer... Les investissements dans le domaine de la santé sont notoirement insuffisants, les énormes pharmas se consacrant plus au marketing qu'à la recherche.

## Valorisation des marchés

Notre modèle continue de trouver le marché américain surévalué d'environ 9% par rapport aux derniers cours. Le marché nous donne tort jusque-là. Nos discussions avec les gérants montrent qu'une majorité reste toujours sur la défensive dans la crainte d'une correction. Les stratégies prévoient un marché à 3272 points en moyenne avec Morgan Stanley et UBS à 3000 points. Notre propre modèle serait à 2950. La suite va dépendre de l'évolution de l'économie. Nous simulons toujours un scénario de récession, dans lequel les profits 2020 seraient en baisse de 3.9%, mais où les taux longs tomberaient à 1.75%-2%. Le marché se situerait entre 2470 et 2627 points. On remarquera également que le marché serait à son prix si les taux baissaient vers 1.80% au lieu des 2.23% ou si le CAGR était à 3.3%.

### Marché surévalué de 9%

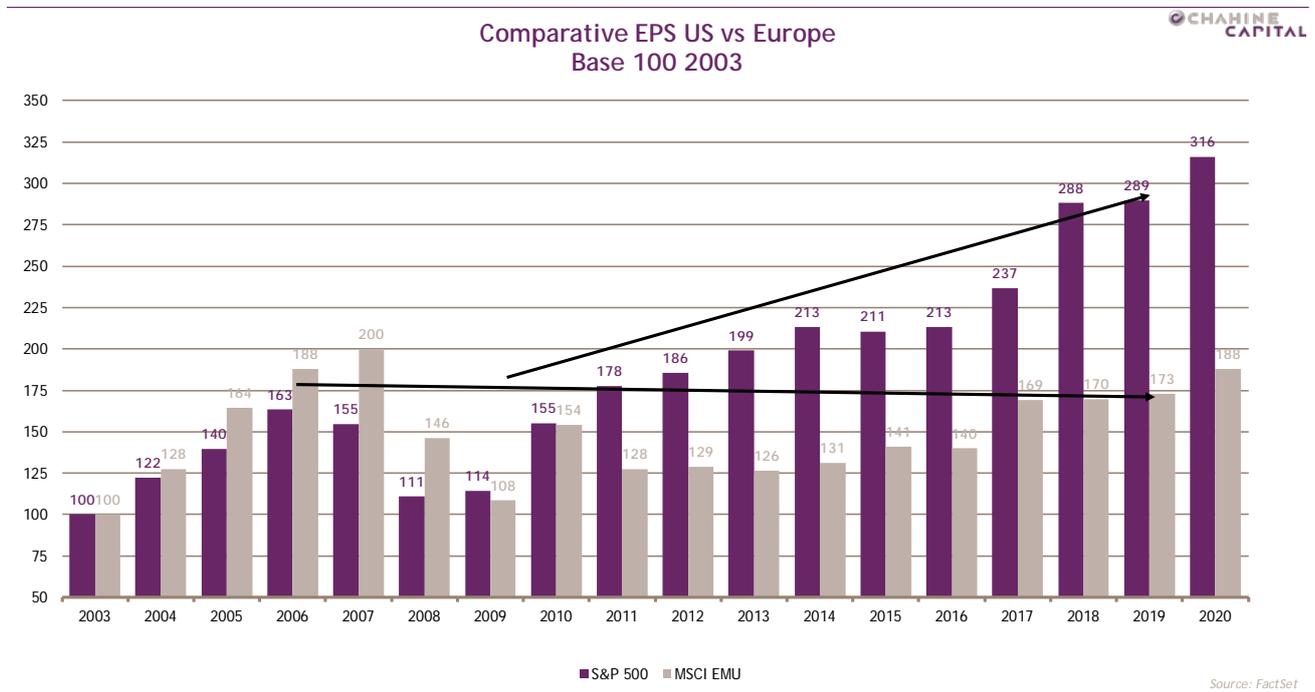
S&P 500 - Valuation end 2019 except implied scenario <i>CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018</i>	30 Years Gvt bonds				
	1.75%	2.00%	2.23%	2.50%	2.75%
Mild recession: -0.6% in 2019, and -3.9% in 2020 - CAGR -0.4%	2 627	2 471	2 341	2 203	2 087
Implied Scenario CAGR 3.3% over 8 years	3 490	3 279	3 104	2 917	2 760
Base scenario: 0% in 2019 and 8.0% in 2020 - CAGR 2.1%	3 197	3 006	2 846	2 676	2 534
Current Index S&P 500	3 110				

Le marché de la zone Euro se trouve pratiquement à son prix avec les taux à 30 ans à 0.70% sur la moyenne des pays. Les profits 2019 marquent une petite stabilité, mais la hausse sera très négligeable s'il y en a à l'arrivée. La justification actuarielle du cours avec des taux sur 30 ans à 0.7% est difficile à imaginer, les dividendes étant déjà à 3.35%. Cela ne peut s'imaginer que si les profits futurs sont en baisse ainsi que le dividende. Il est vrai qu'historiquement les profits n'ont jamais retrouvé leur niveau d'avant la crise en 2006, 13 ans après ! La débâcle des banques et le dépérissement des secteurs de la vieille économie en



sont les responsables. Aucun champion n'a émergé sur le continent dans la nouvelle économie, où les US restent les champions exclusifs et où ils constituent l'essentiel de la capitalisation. L'initiative de l'UE d'investir 3.9Mds € dans des nouvelles technologies est bienvenue ainsi que le record de 34Mds € investis dans des start-up.

## Aucune croissance des profits sur 13 ans



## Le marché Européen légèrement surévalué

### MSCI EMU - Valuation end 2019 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.70%	0.75%	1.00%
Depression scenario: -5% in 2019, and +2% in 2020 - CAGR -10%	107	99	94	93	87
Implied Scenario: CAGR -6.7% over 8 years	148	137	129	128	120
Base scenario: 1.7% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR -6.8%	145	135	127	126	118
Current Index MSCI EMU	129				



## Conclusions

Très peu de changements sont intervenus depuis notre dernière mise au point sur les marchés, si ce n'est que la hausse s'est poursuivie dans des fondamentaux inchangés. Le S&P 500 a gagné 100 points additionnels à 3110 points, alors que l'environnement des taux est resté inchangé et la fin de la parution des résultats de T3 n'a apporté aucun confort particulier. Notre objectif de cours n'avait donc aucune raison de bouger à 2846 points pour fin 2019 contre 2834 il y a un mois. Cela fait un excès de valorisation de 9% que nous avons du mal à justifier par les taux ou les profits. Il restait donc un paramètre du modèle sur lequel nous n'avons pas joué qui est la Prime de Risque constamment fixée à 3% au-dessus des emprunts d'Etat. Or sur une période de 40 ans, ils sont passés par paliers de 10% à 2.26% actuellement. Il est donc possible que l'investisseur soit moins exigeant sur la Prime de Risque. En la ramenant à 2%, le cours objectif ressort à 3654 points. Quant à nous nous préférons ne pas jouer avec le thermomètre et rester sur nos évaluations, en maintenant une exposition de 35% (devenue 37% avec la hausse) pour un benchmark de 40%.

Le marché prend pour acquis un accord avec la Chine, mais les négociations semblent interminables. La Hi Tech américaine va envoyer quelques millions de cochons et du soja aux chinois et on verra s'ils vont obtenir une meilleure protection de la propriété intellectuelle. Les chinois veulent la levée des droits de douane, mais les américains veulent s'en servir pour faire respecter les accords. La bonne tenue du Yuan semble un point acquis. Les lobbys poussent Trump à un accord qui ne peut pas décevoir les marchés en année électorale. Il y a donc à craindre qu'un mauvais accord sortira de ces négociations.

L'analyse des tendances lourdes sur 60 ans de la croissance américaine montre que celle-ci n'a cessé de se dégrader avec le temps, passant de 5% dans les années 60 aux 2% d'aujourd'hui, admis comme croissance normative. 1.8% est attendu pour 2020. La croissance mondiale, après une accélération entre les années 1990 jusqu'à 2006, a également entamé un recul systématique après la crise financière en passant d'un rythme de 3.5% à 2.7% (en devises). La hausse des profits s'en ressent d'autant plus que les marges des sociétés sont au plus haut grâce au secteur IT. Les profits ont réussi sur longue période à croître de 1.3% plus vite que le PIB grâce à l'avènement de l'économie digitale et à la récente réforme fiscale. Il sera difficile de rééditer cet exploit. Nous vivons le cycle d'expansion le plus long de l'histoire sans récession, mais il est difficile d'imaginer un nouveau cycle entier sans récession, qui devrait mordre sur le CAGR des profits, d'où notre modèle qui les anticipe à 2.1% contre 3.3% qui justifieraient les cours actuels. D'ailleurs les profits 2019 sont dans le rouge et 2020 est revu rapidement en baisse. Les résultats de T3 ont montré l'ampleur des révisions apportées par les sociétés sur les perspectives du 4ème trimestre et des futurs trimestres. Les petites capi du Russell 2000 tournées vers l'intérieur sont particulièrement impactées. La baisse récente des investissements et les incertitudes entraînées par une année électorale vont peser sur les profits.

Les taux bas restent la seule vraie explication de la hausse des marchés qui atteint 24% au niveau mondial et 26% aux US. La Fed a alimenté la hausse en injectant à nouveau des liquidités. Les indicateurs PMI qui viennent de paraître sont favorables et laissent un petit espoir de reprise.

Un tour d'horizon des stratégies du marché montre que l'anticipation moyenne des cours du S&P 500 pour 2020 se situe à 3272 points, avec Morgan Stanley et UBS à 3000 points. Notre propre évaluation est à 2950 points. Notre évaluation du marché européen le situe à peu près à son prix.

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 22/11/2019 (in local currency)

Data as of 22/11/19	Weight vs MSCI World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2019	Revision vs M-2%	
		2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018		Fiscal 20	Fiscal 19
MSCI The World Index	100.0%	20.9%	-10.3%	16.3 x	17.7 x	8.2%	0.2%	12.3%	2.40%	-1.4%	-0.7%
MSCI USA	61.4%	24.6%	-6.5%	17.9 x	19.5 x	9.5%	-0.2%	22.1%	1.85%	-1.5%	-0.8%
MSCI Japan	8.5%	13.5%	-15.8%	13.7 x	14.1 x	3.4%	-6.4%	1.1%	2.49%	-1.7%	-1.7%
MSCI EMU	14.0%	20.0%	-14.5%	13.9 x	15.1 x	8.5%	2.0%	0.3%	3.35%	-2.2%	-1.6%
MSCI Europe	25.1%	18.9%	-13.1%	14.2 x	15.2 x	7.4%	4.3%	5.2%	3.67%	-2.2%	-0.9%
MSCI Europe ex Energy	23.5%	20.2%	-13.7%	14.5 x	15.4 x	6.5%	6.0%	2.0%	3.50%	-1.6%	-0.5%
MSCI Austria	0.1%	14.2%	-26.7%	9.8 x	10.4 x	6.3%	-14.9%	10.3%	3.94%	-2.5%	-0.2%
MSCI Belgium	0.6%	18.0%	-24.9%	15.8 x	15.6 x	-1.4%	15.0%	-0.4%	3.31%	-3.5%	-2.0%
MSCI Denmark	0.7%	22.7%	-12.4%	20.7 x	22.7 x	9.7%	-3.1%	-0.7%	2.12%	-2.1%	0.2%
MSCI Finland	0.4%	4.5%	-1.5%	16.2 x	17.9 x	10.3%	-6.4%	2.4%	3.62%	-10.1%	-6.0%
MSCI France	5.2%	24.4%	-9.7%	14.7 x	16.2 x	10.1%	4.9%	6.3%	3.16%	-1.2%	-1.2%
MSCI Germany	3.7%	19.0%	-20.3%	13.7 x	14.9 x	9.2%	-0.2%	-9.7%	3.00%	-3.3%	-0.5%
MSCI Great-Britain	5.5%	8.3%	-12.7%	12.8 x	13.5 x	5.2%	-1.4%	9.7%	4.82%	-5.5%	-3.1%
MSCI Ireland	0.1%	19.2%	-23.5%	15.9 x	16.8 x	5.4%	-7.9%		1.88%	-2.4%	-2.6%
MSCI Italy	1.1%	24.5%	-15.5%	11.0 x	11.6 x	5.4%	5.2%	14.4%	4.55%	-0.5%	-1.1%
MSCI Netherlands	1.5%	24.1%	-10.9%	16.4 x	18.1 x	10.3%	-5.2%	6.1%	2.99%	-1.8%	-3.2%
MSCI Norway	0.4%	8.1%	-6.0%	13.4 x	15.9 x	18.5%	-8.7%	19.7%	4.70%	-3.6%	-4.0%
MSCI Spain	1.3%	7.1%	-15.0%	11.6 x	12.4 x	6.4%	4.7%	-5.0%	4.70%	-1.9%	-3.3%
MSCI Sweden	1.0%	21.0%	-8.1%	15.5 x	15.5 x	0.3%	33.9%	-7.5%	3.84%	-0.5%	5.2%
MSCI Switzerland	3.3%	24.2%	-10.1%	17.0 x	18.5 x	9.1%	10.8%	24.8%	3.03%	0.1%	0.0%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.2%	26.4%	-17.5%	14.1 x	15.0 x	6.5%	-0.1%	-7.6%	2.90%	-3.4%	-1.2%
MSCI Europe Consumer Staples	3.6%	19.6%	-11.3%	17.5 x	18.7 x	6.8%	10.9%	7.7%	3.00%	-0.9%	-0.3%
MSCI Europe Energy	1.7%	4.6%	-5.0%	11.1 x	13.1 x	17.4%	-11.5%	50.2%	5.96%	-7.3%	-4.9%
MSCI Europe Financials	4.3%	13.1%	-21.8%	10.1 x	10.4 x	3.4%	9.4%	6.1%	5.19%	-1.6%	-0.4%
MSCI Europe Health Care	3.1%	23.3%	-2.5%	16.4 x	17.6 x	7.5%	8.8%	4.7%	2.85%	-0.5%	0.8%
MSCI Europe Industrials	3.5%	29.1%	-15.0%	17.0 x	18.4 x	8.6%	7.0%	2.7%	2.67%	-0.6%	0.1%
MSCI Europe Information Technology	1.4%	31.8%	-8.2%	20.6 x	23.7 x	14.7%	8.9%	12.2%	1.17%	-2.7%	0.4%
MSCI Europe Materials	1.7%	17.2%	-16.4%	14.5 x	15.8 x	9.5%	-4.5%	2.3%	4.12%	-3.7%	-4.3%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	14.0%	-17.5%	16.4 x	14.7 x	-10.4%	-18.6%	11.4%	4.56%	-1.1%	2.9%
MSCI Europe Communication Services	1.2%	2.0%	-10.7%	14.1 x	15.5 x	9.5%	-0.1%	-9.1%	4.52%	-2.6%	-3.5%
MSCI Europe Utilities	1.2%	18.5%	-1.6%	14.6 x	15.7 x	7.4%	19.0%	-14.7%	4.78%	0.5%	2.1%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 22/11/2019



## 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](mailto:info@chahinecapital.com).