

Le S&P 500 surévalué de 7% selon notre modèle

Conclusions

Dans une certaine ambiance euphorique où les problèmes avec la Chine se sont estompés, avec un Brexit proche d'un accord et des taux très bas, l'indice S&P 500 américain est à 3023 points, à 3 points de son plus haut. Notre évaluation du marché s'est tendue, passant de 2865 points à 2834 points indiquant une surévaluation de 7.7% sur le dernier cours. Les raisons de cette tension sont la hausse des taux et la poursuite de l'effritement des profits. La repentification de la courbe des taux se poursuit avec une dernière baisse de la Fed prévue cette semaine et un statu quo pendant de longues années qui pourra évoluer au gré des données macro-économiques. L'émergence de l'inflation, manifeste dans le CPI, pourrait changer la donne, alors que la Fed regarde l'indice PCE plus sage.

Les profits par action des sociétés seront au mieux stables pour 2019 alors que les parutions de T3 en cours font apparaître une baisse par rapport à l'an dernier. Les surprises négatives l'emportent sur les surprises positives avec les déboires de Boeing et des technologiques exposées à la Chine. Seul Microsoft poursuit une trajectoire impressionnante devenant la première capitalisation. Dans la foulée des parutions, les perspectives de T4 ont été fortement réduites et les premiers trimestres de 2020 affichent une nette inflexion. Les analystes restent toujours optimistes, l'exemple patent étant Boeing avec des profits de 12.8Mds en 2020, bien plus élevés que l'année record de 2018. À lui seul, Boeing explique 9% de la hausse en 2020. Alors que les GAFAM sont attaqués de tous les côtés pour abus de monopole, leurs prévisions sont toujours très brillantes tandis que les nouvelles introductions en bourse comme Uber sont des flops. Les profits sont probablement en haut de cycle jusqu'à l'arrivée de la prochaine révolution technologique. Du fait de la stagnation des profits et de la hausse du marché, les P/E se sont fortement tendus à 18.7x 2019 et 17.1x 2020. Le volume des fusions acquisitions, en baisse de 31% malgré des taux très bas, semble indiquer que les candidats sont chers. La valorisation d'un marché étant loin d'une science exacte ; elle peut se modifier si le ralentissement actuel est passager, si la Fed fait une énième injection de liquidités ou si la Prime de Risque exigée par le marché baisse en raison de la baisse de volatilité...

Les prévisions de croissance économique continuent de s'éroder un peu partout dans le monde pour 2019 et 2020. On est légèrement en-dessous de 2.8% pour la croissance 2019 et 2.67% pour 2020. Le chiffre significatif est la prévision de seulement 1.7% aux US l'année prochaine. L'Eurozone ralentit passablement à 1.15% et l'Allemagne n'est qu'à 0.8% alors que la France se maintient à 1.2%. La Chine ralentit passant en-dessous du seuil symbolique des 6%. Les indices PMI poursuivent leur baisse dans l'industrie et les services. L'Amérique continue d'acheter sa croissance à crédit, la dette atteignant le niveau symbolique de 100% du PIB et le déficit de 5%.

Avec le ralentissement économique, le problème des inégalités entre dans la rue à commencer par les gilets jaunes, le Chili, le Liban... L'Amérique ne fait qu'accentuer le phénomène et des candidats « trotskystes » comme Bernie Sanders émergent et parlent d'un ISF. Alors que les salaires progressent péniblement à 3%, le capital s'est apprécié de 6.3% ces 20 dernières années. Le problème des inégalités s'est traduit par une croissance économique atone par manque de pouvoir d'achat des classes moyennes.

Nous préconisons toujours une sous-pondération des actions par rapport à son benchmark, (35% par rapport à un benchmark de 40%). Ces 35% sont d'ailleurs devenus au moins 40% avec la hausse des marchés. Notre modèle trouve le marché européen à son cours d'équilibre.

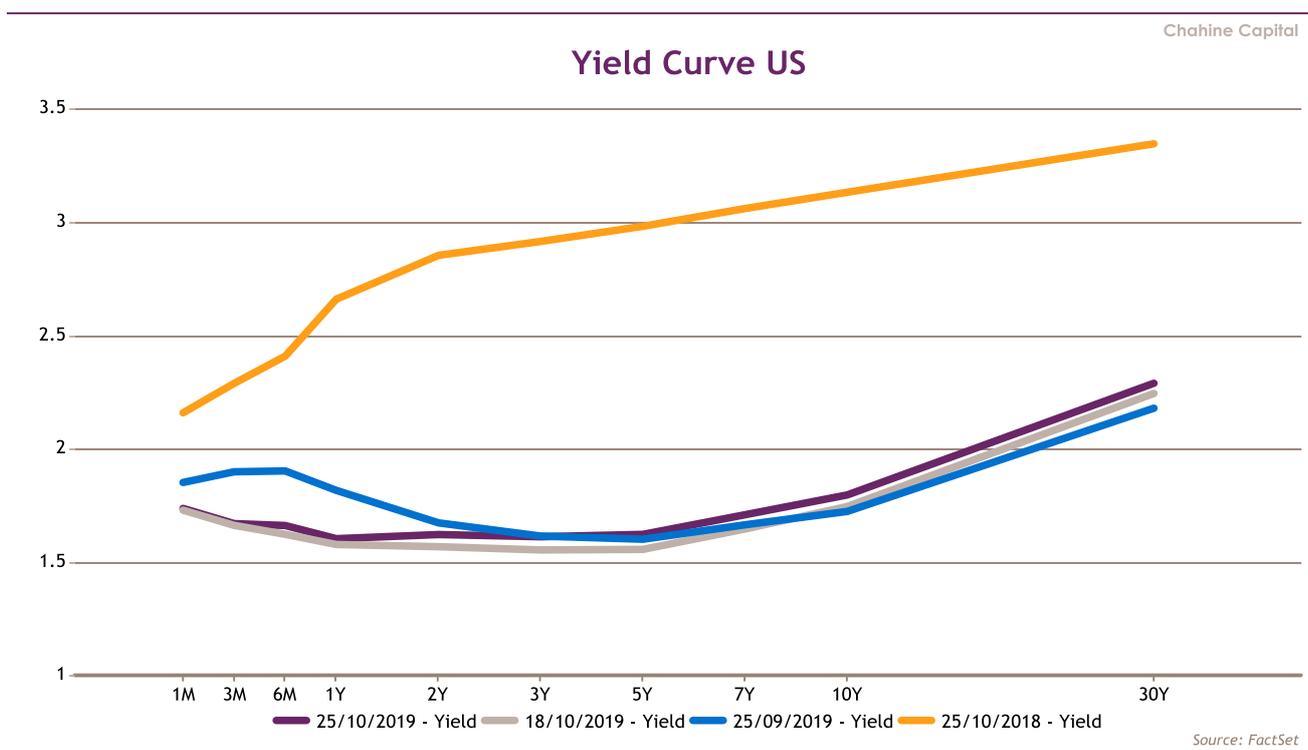
Jacques Chahine



Effritement des bénéfiques et tension sur les taux

Dans une certaine ambiance euphorique où les problèmes avec la Chine se sont estompés, le Brexit peut-être proche d'un accord et des taux très bas, l'indice S&P 500 américain est à 3023 points, à 3 points de son plus haut historique. Dans le même temps, notre évaluation du marché s'est tendue, passant de 2865 points à 2834 points en valeur instantanée (et non fin d'année). Le cours de clôture de vendredi dernier est donc 7.7% au-dessus du point d'équilibre. Les raisons de cette tension sont les taux à 30 ans qui sont passés de 2.13% à 2.26% et des bénéfiques de sociétés qui poursuivent leur effritement confirmé par les parutions du 3^{ème} trimestre.

Repentification de la courbe des taux



La repentification est visible entre la courbe bleue du mois dernier et la courbe en marron actuelle. Les économistes apprécient plutôt cette configuration qui éloigne le spectre d'une récession, plutôt qu'une courbe inversée. La lecture de cette courbe confirme qu'il y aura très probablement une baisse d'un quart de point du taux annoncé lors du meeting de cette semaine. Mais l'encéphalogramme plat de la courbe jusqu'à 5 ans signifie qu'il n'y aura pas d'autres baisses sur longue période. Cela peut évidemment changer si les données macro-économiques se détériorent et si l'inflation reprend. Il n'en reste pas moins que les taux à long terme du 10 ans au 30 ans se sont bien tendus et impactent la valorisation du marché.

Les profits par action des sociétés seront au mieux stables pour 2019 malgré l'impact des forts achats de titres effectués sur la dernière moitié de 2018 qui gonflent de 3% les profits par action. Le mouvement de rachat s'est passablement estompé cette année, les sociétés jugeant que leurs cours n'étaient pas assez attractifs et n'avaient pas besoin de soutien compte tenu de la flambée de Wall Street.

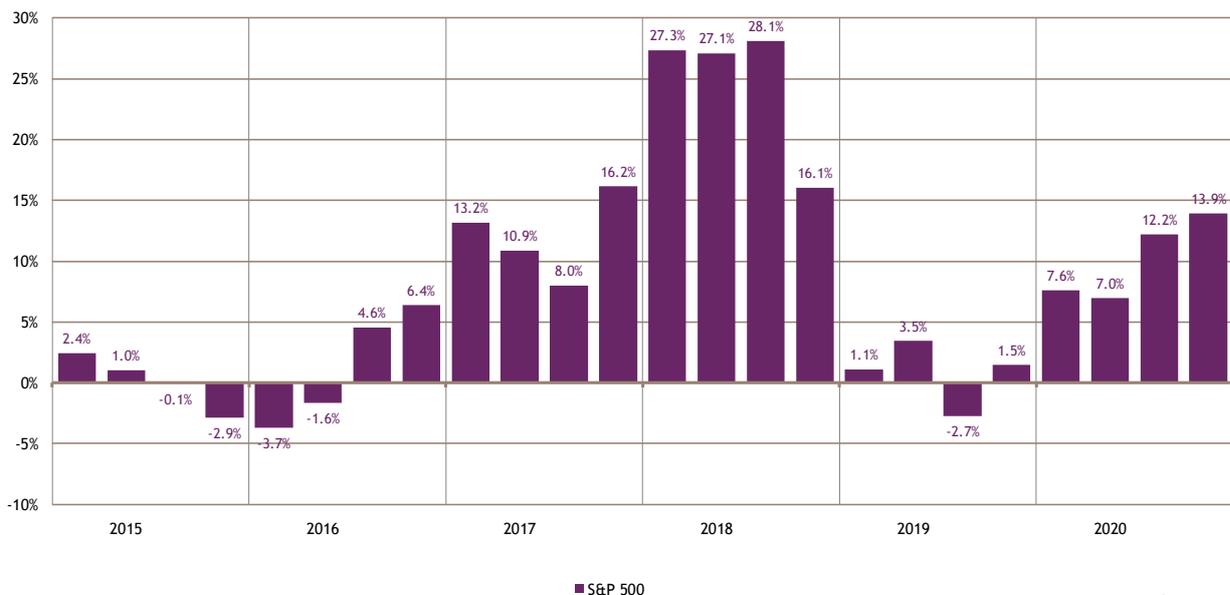


Les profits du 3^{ème} trimestre devraient afficher une baisse par rapport à l'an dernier en raison de grosses ardoises dans le secteur de l'énergie, de Boeing qui se débat avec les problèmes de son 737 Max cloué au sol, des sociétés technologiques exposées à la Chine comme Micron, de IBM qui n'est pas en bonne santé, de plusieurs grosses banques et même d'Amazon qui a surpris négativement. Les surprises très positives sont moindres. On trouvera Microsoft qui est devenu la plus grosse capitalisation dépassant le trillion de \$ avec Apple, ou encore l'assureur AIG, Comcast dans les médias, Intel, Johnson & Johnson, Bank of America, JPMorgan...

Profits au mieux stables en 2019

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE
CAPITAL



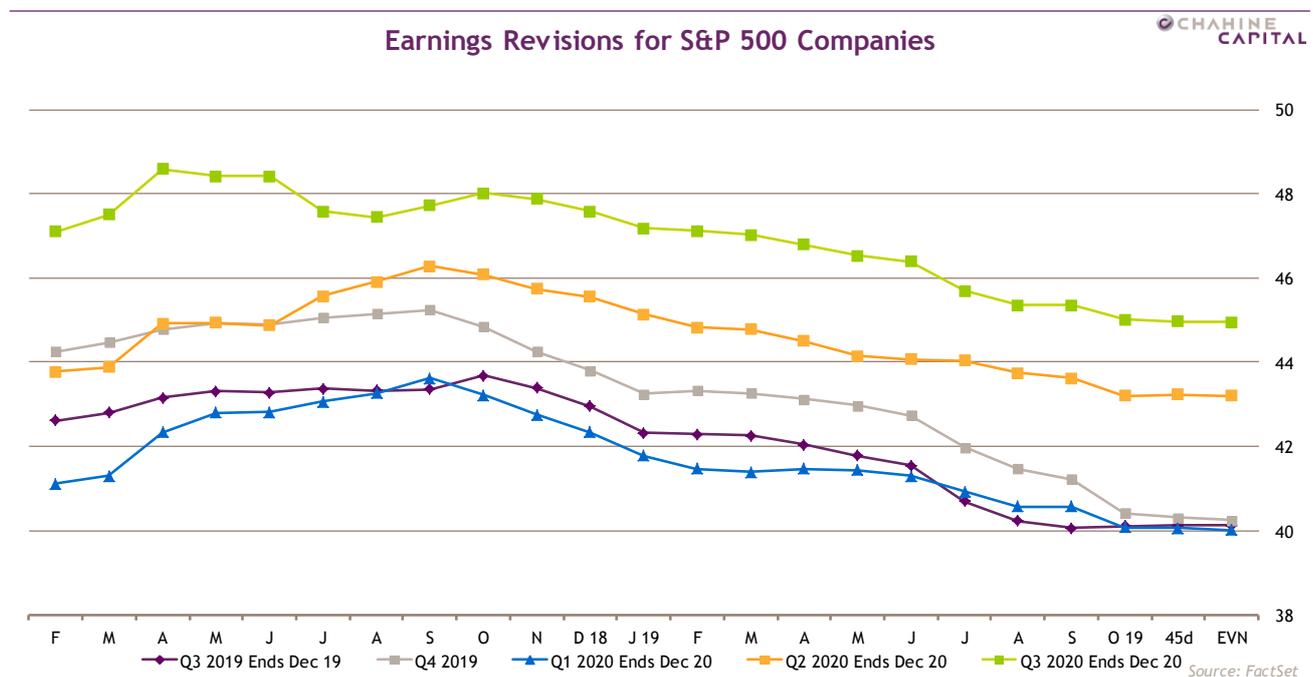
L'année 2019 étant quasi jouée, on commence à s'intéresser aux perspectives de 2020. Dans la foulée des parutions de T3 2019 les sociétés ont fortement réduit leurs prévisions pour T4, 4.2% en moyenne sur la moitié de la capitalisation qui a déjà publié ses résultats. Ce chiffre est quelque peu exagéré pour permettre de faire mieux à l'arrivée. Mais pour le 3^{ème} trimestre, la surprise positive n'était pas aussi importante que d'habitude, seulement 1.9%. On voit bien que les sociétés ont de plus en plus de mal à surprendre.

Le graphique ci-dessous qui indique les révisions trimestrielles montre que plus le trimestre est rapproché, plus la révision est élevée, signe d'une complaisance des analystes avec leurs prévisions. Sur l'ensemble de l'année 2020, les analystes prévoient une hausse de 9.8%, qui est clairement illusoire vu le rythme de révisions actuelles et surtout la poursuite du ralentissement de l'économie mondiale pour 2020. Nous prévoyons dans notre modèle de Prime de Risque une hausse limitée à 8%, ce qui peut paraître encore généreux. Un exemple de l'optimisme des analystes est le cas de Boeing que se débat dans d'immenses troubles suite aux deux crash de son 737 Max dont la flotte est clouée au sol. Ses profits 2019 vont tomber à 620M\$ contre un record historique de 9.3Mds en 2018. Alors que les plus optimistes voient le 737 voler à nouveau au printemps, les analystes prévoient un profit de 12.8Mds ! en 2020, chiffre qui gonfle la croissance de l'ensemble du S&P.



Les prévisions de Facebook semblent également euphoriques. Après une chute des profits en 2019, le rebond est de 54% en 2020 et 25% par rapport au record de 2018 qui a bénéficié de la réforme fiscale. Apple, après la stagnation de ses profits due à la saturation du marché, voit ses profits rebondir de 11% pour 2020. Par ailleurs, les GAFAM sont maintenant attaqués de tous les côtés y inclus aux US où leur monopole commence à inquiéter. Nos lecteurs qui ont l'habitude de surfer sur Google à titre professionnel ont certainement remarqué la dégradation catastrophique de la recherche. Avant de trouver la vraie information nécessaire ils doivent parcourir 25 pages de publicité et avec beaucoup de chance trouver la vraie information. Il nous semble que l'ère des start-up qui ont révolutionné la société est en train de se tarir et les dernières introductions en bourse des Uber et autres ont été des flops. Nous pensons ainsi que les profits sont largement en haut de cycle jusqu'à une prochaine révolution majeure dans la société qui pourrait bien concerner le secteur de la santé.

Les bénéfices pour 2020 revus constamment à la baisse



Du fait de la stagnation des profits et de la hausse du marché, les P/E se sont fortement tendus. Le multiple moyen du S&P 500 est à 18.7x les résultats 2019 et 17.1x ceux de 2020. Les taux d'intérêt sont certes au plus bas, mais les profits le sont aussi.

Cet environnement de taux et de profits explique pourquoi le marché est surévalué de 7.7% dans notre scénario de base. L'objectif de cours fin 2019 étant à 2834, la valeur instantanée ressort à 2807 points. Les profits 2020 sont estimés à +8% et 2021 année normative à 6.3%. Il en résulte un CAGR sur 8 ans très faible à 2.1%, à la mesure des taux longs qui sont à 2.26%. Ce CAGR implique une récession quelque part sur la période de 8 ans. On constate déjà que les perspectives de croissance du PIB en 2020 sont nettement en retrait sur 2019 et sont revues à la baisse. Un autre scénario serait la contrainte de la Fed de relever les taux en raison d'une reprise de l'inflation.

Un marché surévalué de 7.7% en instantané



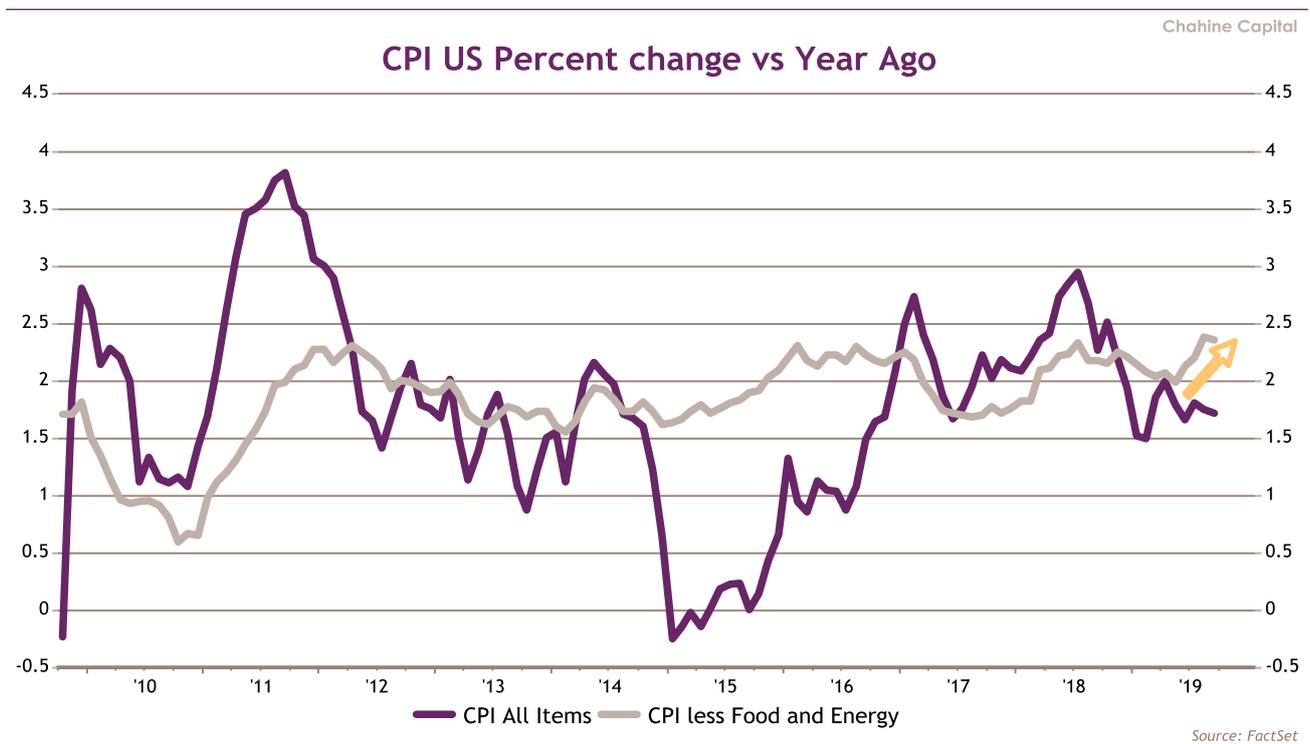
S&P 500 - Valuation end 2019 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.75%	2.00%	2.26%	2.50%	2.75%
Mild recession: 0.5% in 2019, and -3.3% in 2020 - CAGR -0.6%	2 613	2 458	2 312	2 191	2 076
Implied Scenario CAGR 3% over 8 years	3 410	3 204	3 010	2 849	2 695
Base scenario: 0.5% in 2019 and 8.0% in 2020 - CAGR 2.1%	3 207	3 014	2 834	2 684	2 541
Current Index S&P 500	3 010				

Depuis plusieurs mois, l'inflation hors alimentation et énergie dépasse largement les 2%, à 2.4% les derniers mois avec des rythmes mensuels récents atteignant les 3.6% annualisés. Les services, qui représentent 2/3 de l'indice, progressent au rythme de plus de 3% par an et le logement qui pèse pour 33% progresse de 3.5% comme un métronome.

L'inflation récurrente nettement au-dessus des 2%

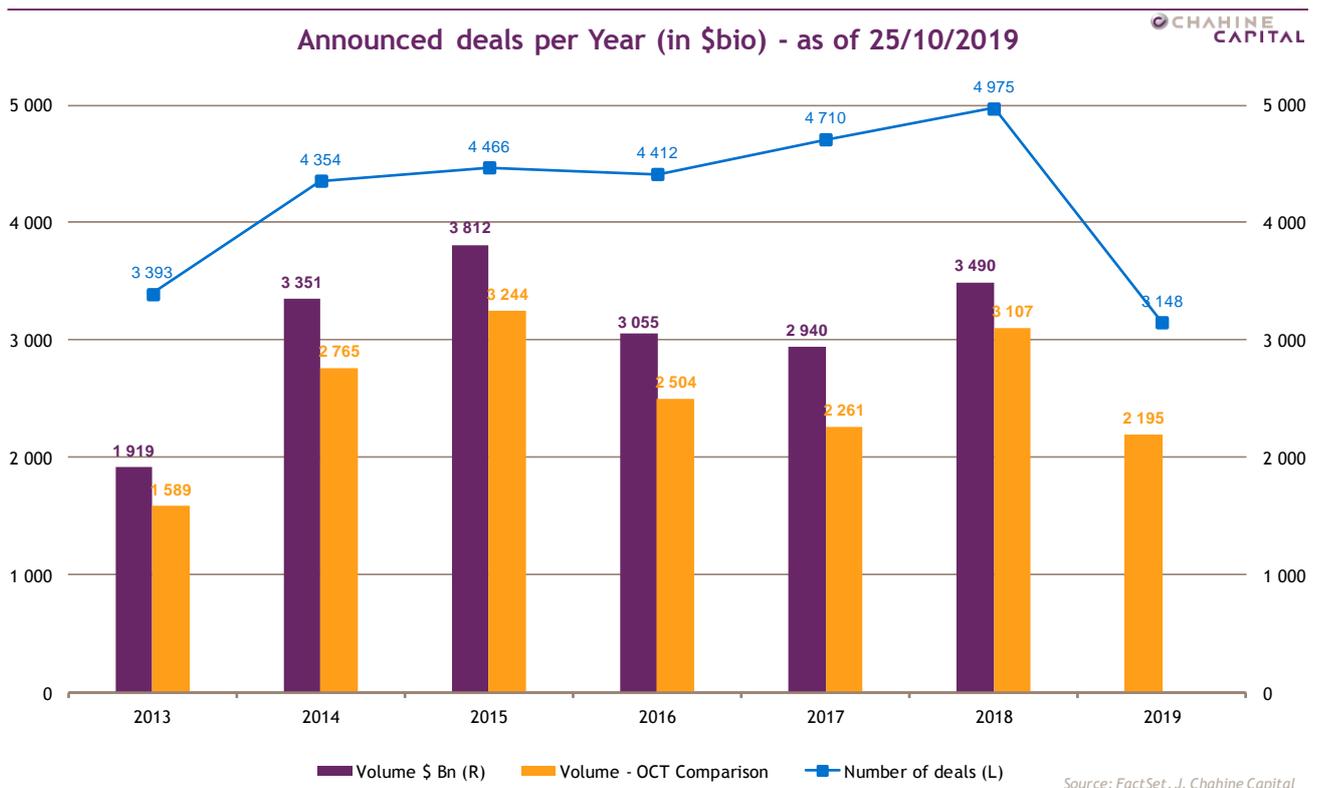


Néanmoins, la Fed utilise comme outil de mesure de l'inflation le PCE (Personal Consumption Expenditure) qui est beaucoup plus sage et historiquement toujours en-dessous du CPI. Les deux indices diffèrent par leur composition, le plus grand écart étant sur la santé. Le CPI mesure l'inflation des dépenses directes, très élevée et le PCE les dépenses faites par des tiers comme les employeurs ou le Medicaid. Il a eu tendance à se tendre ses derniers mois à 1.8%. On peut débattre des mérites des deux indices, mais le ressenti du consommateur est reflété par le CPI.



Un indicateur qui semble indiquer que le marché est cher est le volume des fusions acquisitions annoncées en 2019 qui a fortement reculé par rapport aux années récentes. 2.196Mds\$ annoncés en 2019 contre 3.107Mds l'année dernière à la même époque. Et ce chiffre est le plus faible des années antérieures. Il est étonnant dans la mesure où les taux ont été au ras des pâquerettes et l'argent facile. Une explication plausible est qu'il y a peu de dossiers intéressants et que le tout est cher après la hausse récente.

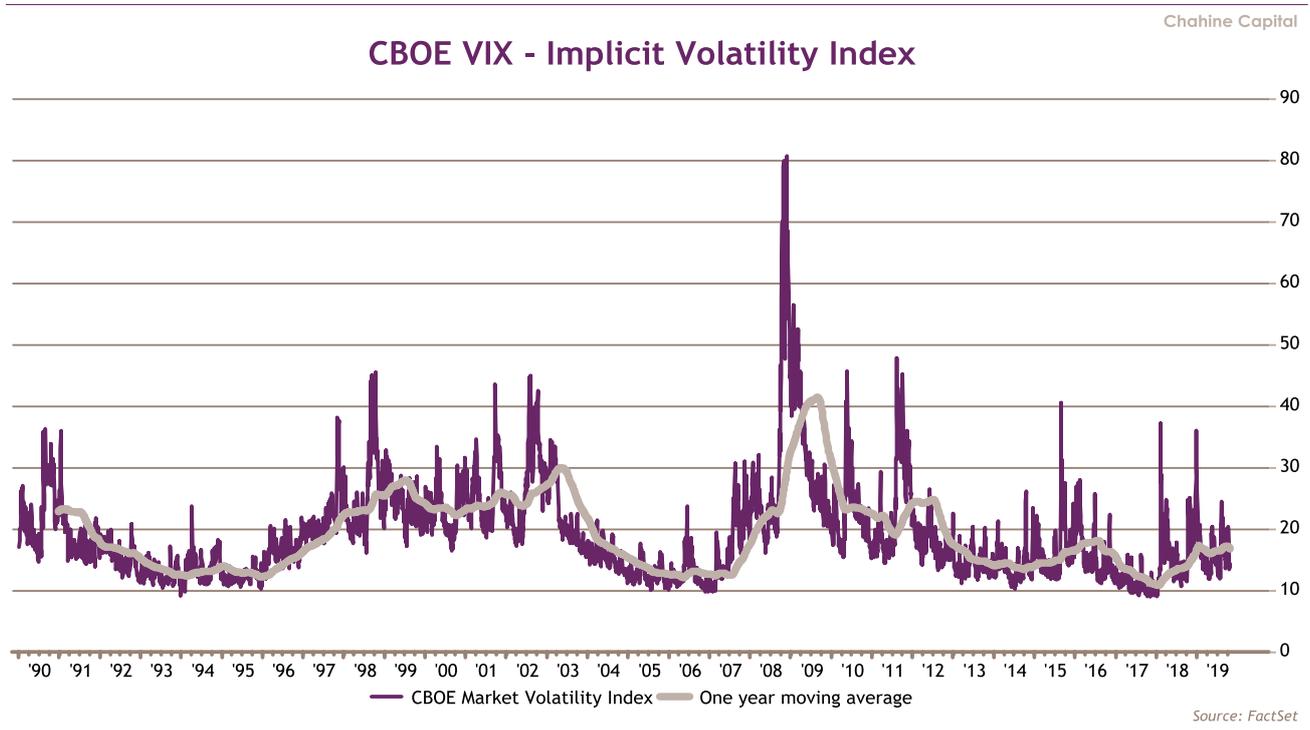
Baisse sensible dans les fusions acquisitions



Nous reconnaissons volontiers que la valorisation d'un marché est loin d'être une science exacte et que plusieurs facteurs peuvent l'influencer. D'abord, il est possible qu'on traverse une période de ralentissement temporaire comme on l'a connu en 2015 et un arrêt des guerres commerciales et un bon Brexit feraient revenir la confiance. Il est possible que la Fed reprenne le chemin de la baisse des taux en cas de ralentissement marqué, ce qui apporterait la énième injection de morphine à l'économie. Enfin, dans notre modèle de Prime de Risque, il y a une exigence d'une Prime de 3% au-dessus des emprunts d'état sans risque, qui est un chiffre séculaire. L'examen de la courbe du Vix sur très longue période montre que la volatilité a eu une tendance à diminuer, ce qui permet d'exiger moins de Prime de Risque et favorise bien entendu la valorisation.



On se trouve dans un cycle où la volatilité est basse



Il faut noter que l'environnement des taux très bas pousse beaucoup d'investisseurs à prendre des risques en se portant d'abord sur des secteurs et valeurs à cash flow prévisible et par ricochet sur les secteurs qui affichent une croissance comme la technologie qui enregistre une hausse de 34% en 2019 malgré des profits stables cette année.

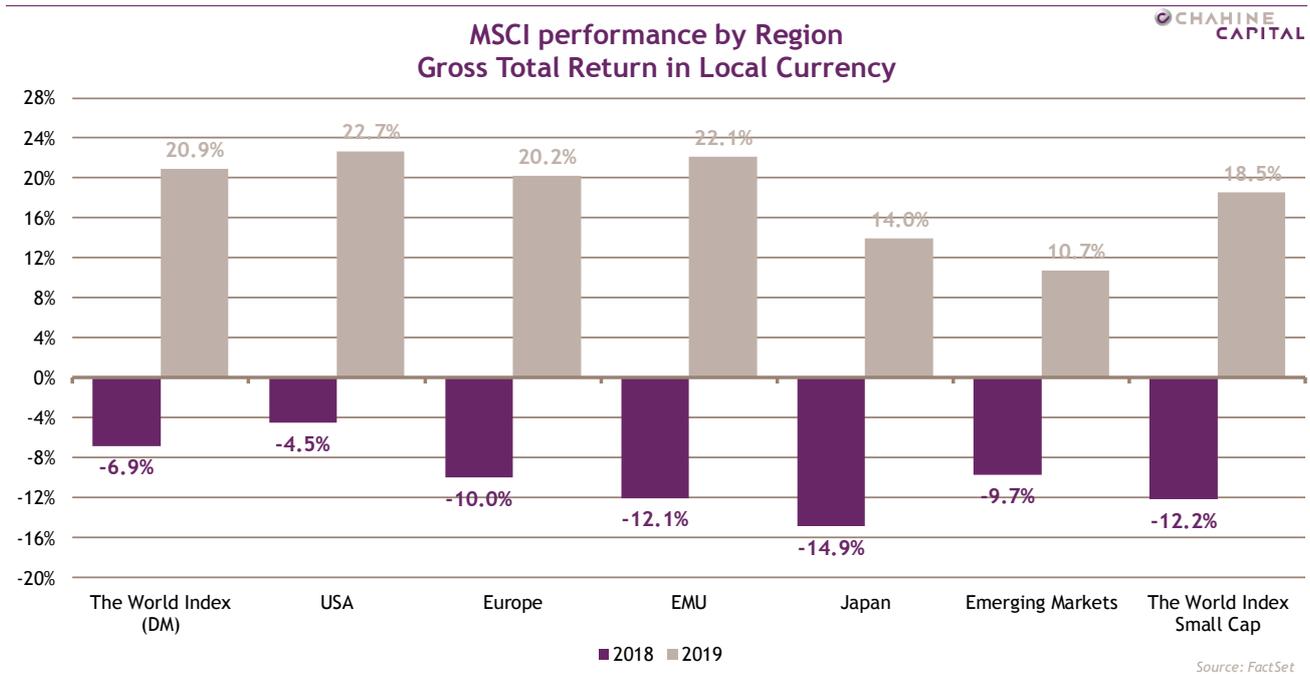
Notre analyse constante nous a amené à préconiser une sous-pondération des actions par rapport à son benchmark, en recommandant une pondération à 35% par rapport à un benchmark de 40%. Ces 35% sont d'ailleurs devenus au moins 40% avec la hausse vertigineuse des cours de 2019. La préconisation par ailleurs était que les portefeuilles peu investis en actions prennent une position sur la durée. Nous maintenons ces recommandations.

Hausse exubérante des marchés alimentée par les taux

Les performances boursières 2019 sont remarquables, emmenées essentiellement pas la baisse massive des taux un peu partout. Dans beaucoup de régions ils sont même négatifs et ont donc poussé les investisseurs à prendre quelques risques. La hausse mondiale des cours est à 21% en monnaie locale, et les États-Unis restent toujours en tête des hausses, sans compter l'avantage devise qui a augmenté le rendement pour un investisseur européen : 26.4% en euros contre 22.7% en \$, l'écart étant expliqué par le gain de change et le différentiel de taux. L'Europe suit à peu près le mouvement en monnaie locale mais moins en \$. Un investisseur américain pouvait maximiser sa performance en faisant un hedge : emprunter des euros à un taux négatif, placer ses \$ à 2% et gagner au final le rendement du marché plus un spread de taux d'environ 2%. L'investisseur européen n'avait par contre aucun intérêt à hedger sa position. D'ailleurs, notre recommandation permanente a été d'allouer une bonne partie de ses actifs en \$.

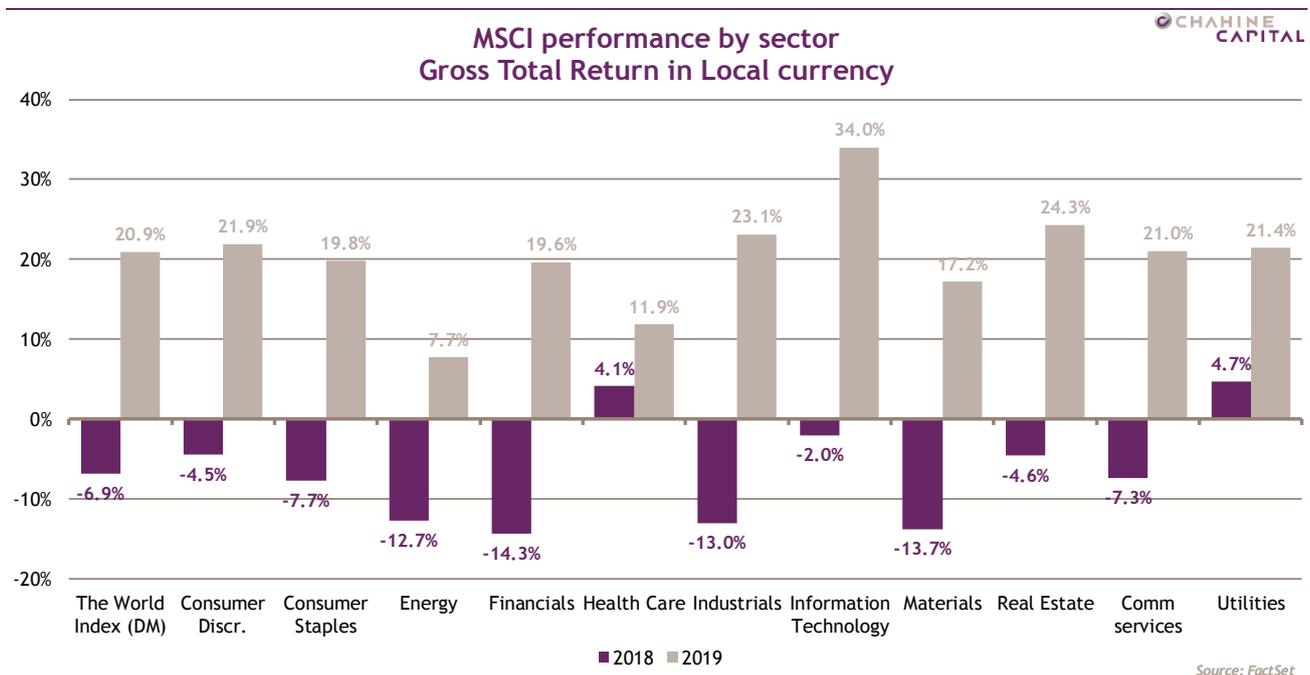


Des performances record en 2019



Par secteur, les performances sont bonnes partout et notamment dans le secteur informatique qui affiche 34% de hausse. Le secteur immobilier, boosté par la baisse des taux, affiche des performances remarquables. Le secteur de la santé s'est montré plus défensif avec une moindre performance en 2019 mais une très bonne en 2018.

Le secteur informatique se distingue malgré des profits médiocres





Ces performances où les marchés sont quasiment à leur plus haut historique interpellent et comme souvent, ils peuvent se poursuivre en créant une bulle. La surévaluation de 7-8% peut se poursuivre, peut être ira-t-on jusqu'à 10-12% avant de se réveiller ?

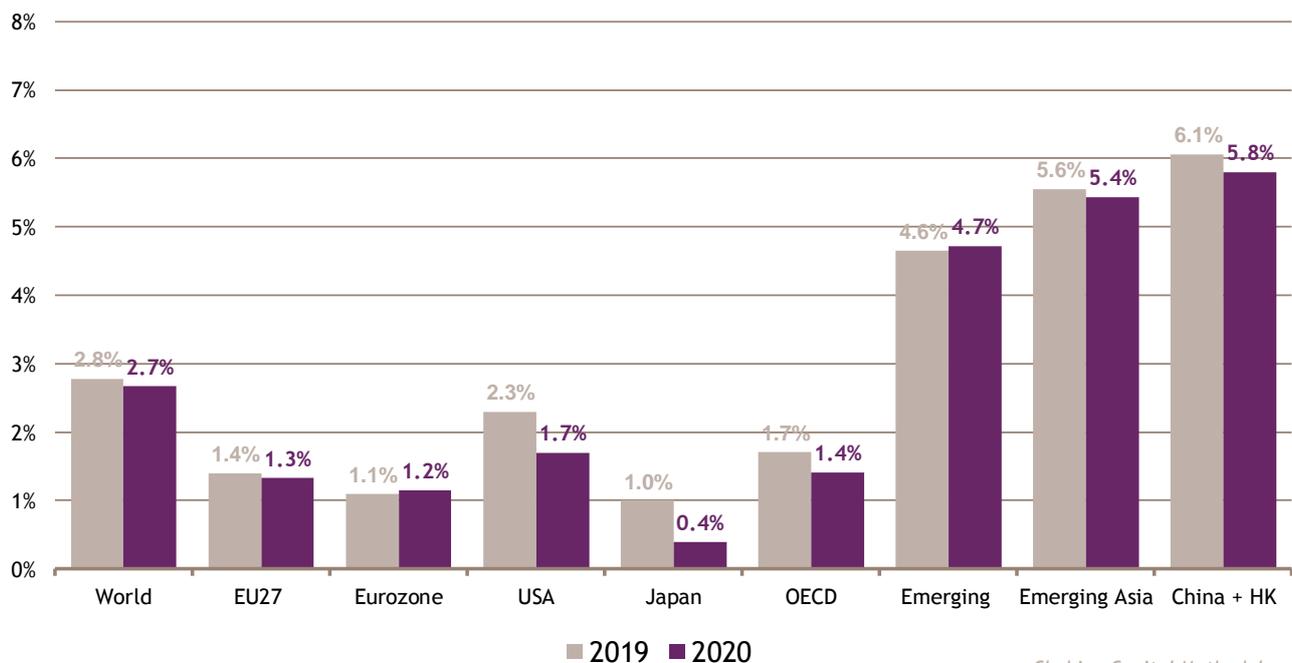
Jusqu'où ira le ralentissement économique ?

Les prévisions de croissance économique continuent de s'éroder un peu partout dans le monde pour 2019 et 2020. On est légèrement en-dessous de 2.8% pour la croissance 2019 (en devises et non en pouvoir d'achat comme le FMI). 2020 est déjà en-dessous de 2019 avec 2.67% de hausse. Les prévisions pour les US l'année prochaine continuent de reculer à 1.7% seulement (loin des 3% dont rêve Donald Trump). Il y a quelques mois on était à 1.9%. La zone Euro est passée de 1.4% à 1.15% et l'Allemagne de 1.4% à 0.8%. En revanche la France se maintient aux environs de 1.3%. Le Royaume-Uni n'est plus qu'à 1%.

Le ralentissement en Chine est difficile à mesurer, car les prévisions sont généralement fabriquées par le Parti qui manie soigneusement le 1/10^{ème} de point. C'est le cas de 2020 qui passe pour la première fois en-dessous du seuil des 6%. Les pays émergents restent globalement bien orientés en Asie et en Europe de l'Est.

Une croissance mondiale poussive sans espoir d'accélération

2019-2020 GDP Growth Forecast of major Geographic zones



Chahine Capital Methodology

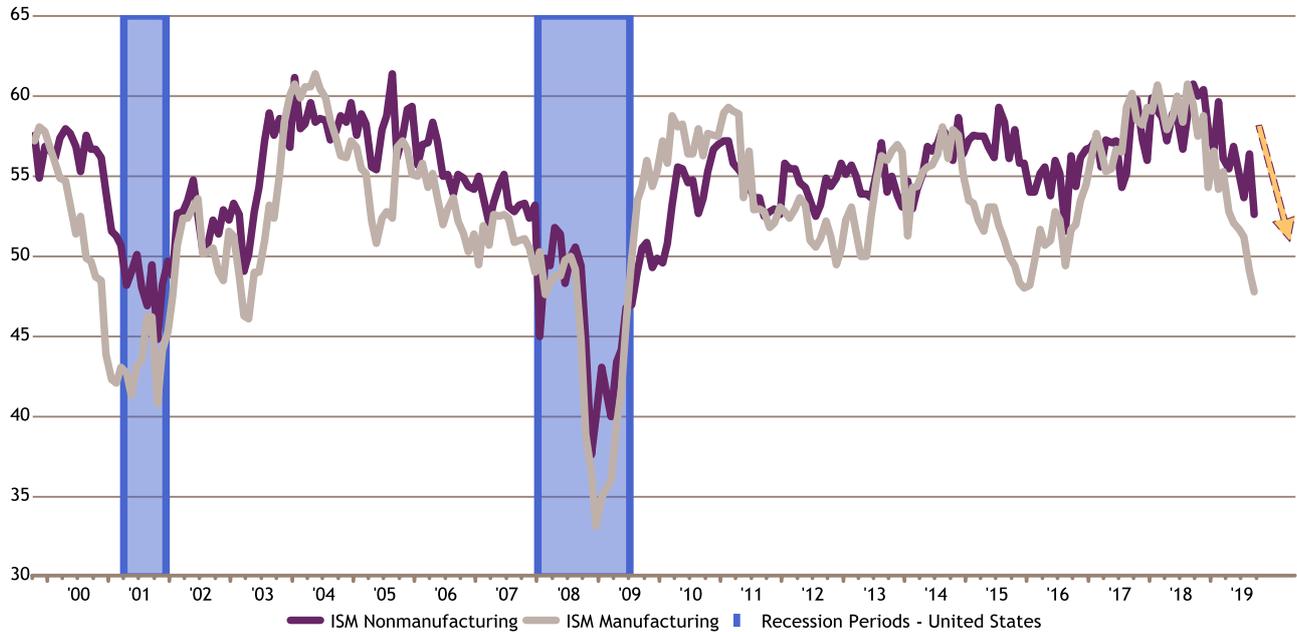
Les indices PMI ou ISM manufacturiers poursuivent leur chute. L'indice ISM américain continue de plonger mais le PMI concurrent affiche un léger rebond. L'indice PMI est tombé à 42 points en Allemagne confirmant le fort ralentissement de l'activité manufacturière.



Les indices d'activité manufacturière et services en retournement

Chahine Capital

ISM Purchasing Managers Index USA



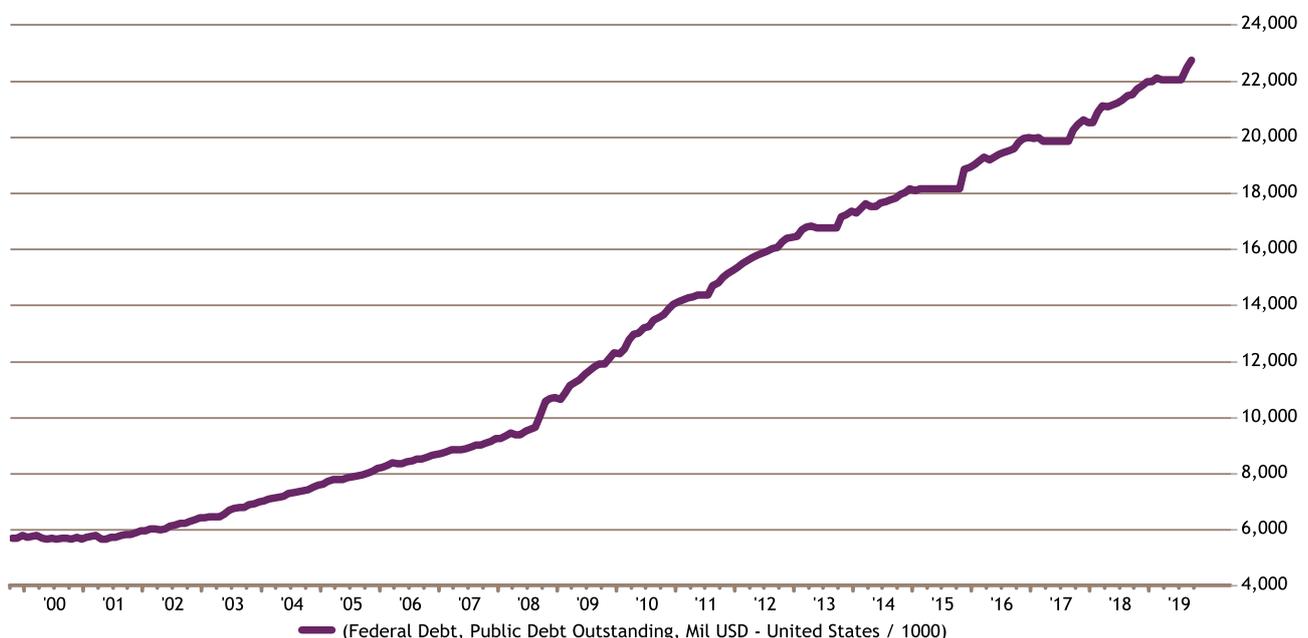
Source: FactSet

La réforme fiscale de Trump, qui devait remplir les caisses de l'État grâce à la croissance, les a au contraire complètement vidées. Mr Trump continue d'acheter de la croissance à crédit où la dette fédérale, que plus personne ne regarde, s'est envolée à 23 trillions de \$. Le déficit atteint maintenant le trillion \$, le plus haut depuis la crise de 2008, représentant 5% du PIB en période de croissance. Qu'en sera-t-il lors du retournement économique ?

L'Amérique achète sa croissance à crédit

Chahine Capital

USA Federal Debt Total Amount Outstanding Bio\$



Source: FactSet



La bataille contre les inégalités se propage

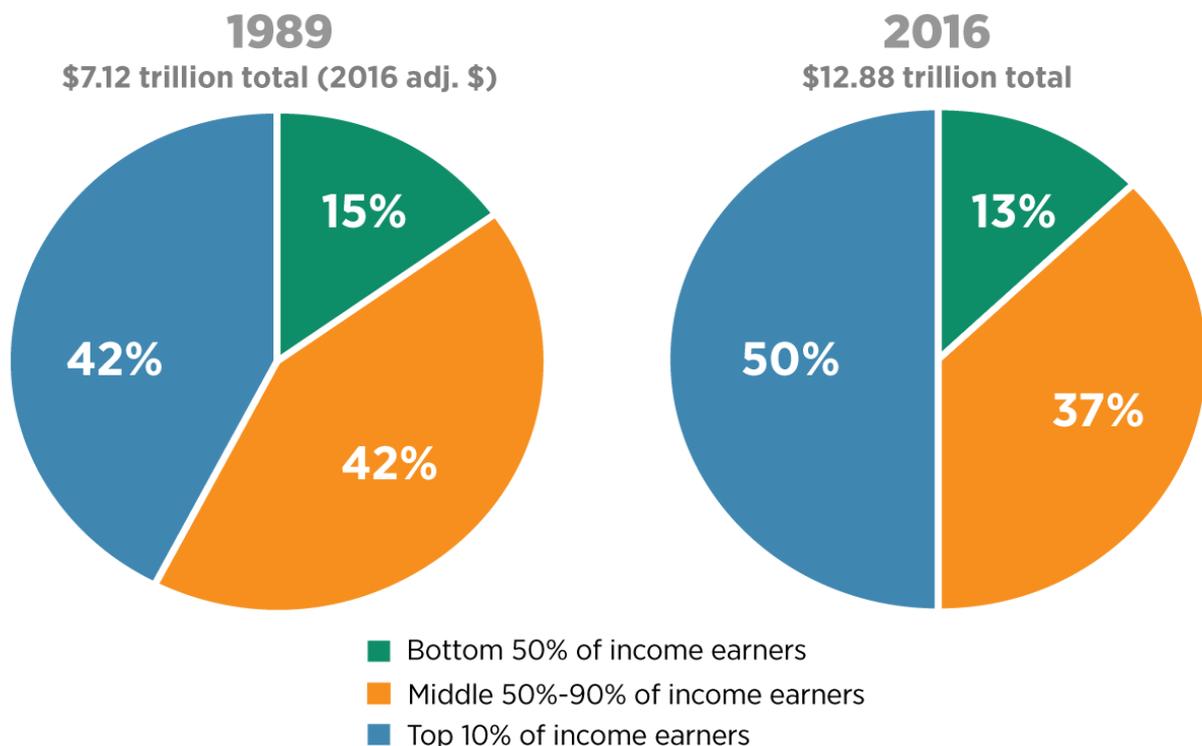
Avec le ralentissement économique, le problème des inégalités devient de plus en plus aigu à travers le monde. Le peuple se révolte un peu partout contre ses dirigeants et cela a commencé avec les gilets jaunes en France. Pourtant la France est le pays qui offre le filet social le plus vaste et où les inégalités ont moins progressé que partout ailleurs. Le peuple est descendu dans la rue au Liban, en Algérie, en Equateur, au Chili, en Irak... L'étincelle est venue souvent d'une mesure fiscale comme le ticket de métro au Chili, ou la taxation de WhatsApp au Liban ou encore le prix de l'essence en Equateur. Dans beaucoup de ces pays la corruption endémique accapare les ressources du pays au profit des politiciens.

Aux États-Unis, on commence à voir des candidats aux prochaines élections « trotskystes » comme Bernie Sanders et certains veulent introduire... l'ISF. Il faut dire que les États-Unis font partie des pays où les inégalités sont criantes, qu'elles soient ethniques ou raciales. Trump a chloroformé le peuple avec sa réforme fiscale qui a distribué des trillions de \$ aux riches à travers l'appréciation de leurs portefeuilles titres que les gens modestes ne possèdent pas. Ces inégalités ne cessent de se creuser comme le montre l'enquête de la Fed arrêtée à 2016. Et l'enquête de 2019 verra la poursuite nette de ces écarts. Les 50% des ménages les plus modestes n'accaparent que 13% du gâteau contre 15% il y a 27 ans. Les statistiques constantes des enquêtes sur l'emploi montrent que le salaire horaire arrive à peine à rattraper l'inflation alors que la richesse produite par le capital s'est accrue de 6% en moyenne sur les 20 dernières années.

Les 10% des ménages les mieux payés accaparent 50% du gâteau

Income Distribution (Pre-tax)

How U.S. earners' shares of the total household income pie have changed



■ FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS



Le problème des inégalités n'est pas seulement un problème d'éthique, mais aussi un problème économique. Dans la mesure où les classes moyennes disposent de moins en moins de pouvoir d'achat, il ne sert à rien de produire des merveilles alors qu'il n'y aura plus personne capable de les acheter, ce qui ralentit inmanquablement la croissance économique. Nous nous demandons d'ailleurs si la croissance molle de ces 10 dernières années n'est pas imputable au manque de pouvoir d'achat au détriment des plus riches.

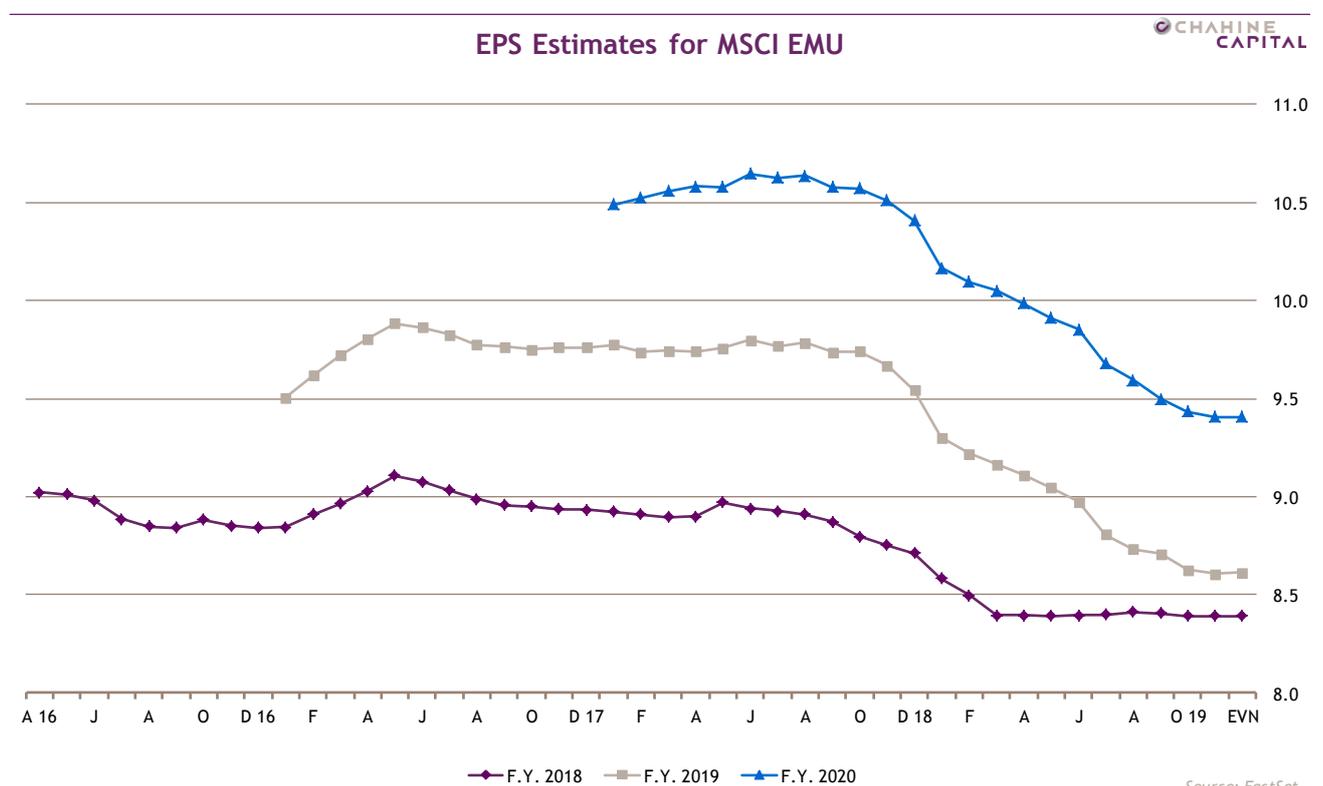
Les programmes de Q/E sont responsables depuis 10 ans du creusement des inégalités, sans conteste. En effet, on dit que l'argent va aux riches, et effectivement l'argent distribué par les banques centrales a atterri chez les ménages les plus solvables qui se sont enrichis grâce à des achats d'actifs à bon compte. Les recommandations de Draghi dans le sens d'une stimulation fiscale vont dans le bon sens et nous avons évoqué souvent la théorie de l'hélicoptère money. Tout le monde espère une relance en Europe à travers une stimulation fiscale et notamment en Allemagne.

Valorisation du marché européen

Après la hausse fulgurante de ces derniers mois, le marché de la zone Euro se trouve pratiquement à son prix. Les taux longs se sont tendus passant de 0.41% à 0.60% pour la moyenne des 30 ans en zone euro.

Les prévisions de profits pour 2019 rejoignent rapidement ceux de 2018 et notre projection à 2% risque d'être optimiste. Les responsables de cet état de fait sont les matières premières avec en tête Arcelor Mittal dont les profits s'effondrent. On trouve aussi Daimler, BASF, Vonovia, Covestro, Total, Renault, Eni, Telefonica, Société Générale dont les profits reculent de plusieurs centaines de millions, voire de milliards.

Perpétuelle révision des bénéfices





Coté positif, on trouve plusieurs milliards € de rebond, mais dont la fiabilité laisse à désirer. Par exemple BMW devrait faire 1200M€ de mieux en 2019 mais ses profits sont revus à la baisse à vive allure. Même remarque pour Volkswagen et Bayer. Naturgy est une situation de retournement. Le cocotier revient à AB InBev dont les cours ont chuté comme une pierre suite à un profit warning. La veille encore, on révisait ses profits à la hausse. Il faut descendre du côté de SAP, LVMH ou Airbus pour trouver quelques croissances crédibles. On ne sera donc pas surpris si à l'arrivée les profits 2019 seront en retrait sur 2018.

Le marché unique financier n'existe pas, chaque pays a son AMF et la transparence reste opaque depuis des décennies et l'IFRS n'a pas vraiment amélioré les prévisions des analystes. On se met à rêver devant la rigueur de la communication financière américaine qui rend le marché tellement efficient.

Les rebonds de bénéfices sont loin d'être fiables (en M€)

	GICS Level 1 Sector	ISO Country	Price	Company Market Cap.	% Change YTD	2018 Earnings	2019 earnings	Delta 19-18	Revisions 2019 since Jan
Naturgy Energy Group, S.A.	Utilities	ES	23.63	23 255	6.15%	-942	471	1 414	5
Bayerische Motoren Werke AG	Consumer Discretionary	DE	69.43	44 922	-1.80%	1 601	2 801	1 200	-964
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Consumer Staples	BE	73.68	148 778	27.70%	2 374	3 281	907	61
Allianz SE	Financials	DE	221.55	94 039	26.50%	7 614	8 354	740	-52
Volkswagen AG Pref	Consumer Discretionary	DE	172.36	85 943	24.07%	4 557	5 263	706	-247
Bayer AG	Health Care	DE	66.54	62 052	9.87%	5 724	6 398	675	-209
SAP SE	Information Technology	DE	119.22	146 462	37.14%	4 439	5 102	663	204
Enel SpA	Utilities	IT	6.88	69 947	36.40%	3 349	3 951	601	84
Munich Reinsurance Company	Financials	DE	250.10	36 094	31.25%	2 332	2 918	586	185
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	Consumer Discretionary	FR	383.95	194 060	48.70%	3 636	4 206	570	171
Airbus SE	Industrials	FR	123.52	96 110	47.12%	3 157	3 726	569	360

Mais le driver des cours reste les taux qui sont ridiculement bas, même pour 30 ans. Le CAGR négatif étonne nos lecteurs, mais l'exercice plus haut montre bien qu'il n'y a pas de croissance et qu'au prochain retournement de cycle les profits vont subir un choc. Les vraies pépites sont dans le luxe et Airbus qui va tailler des croupières à Boeing. De façon générale, le poids de la bourse en zone euro est très faible par rapport au PIB et l'économie reste financée par les banques.

Le marché est à son cours d'équilibre

MSCI EMU - Valuation end 2019

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.60%	0.75%	1.00%
Depression scenario: -5% in 2019, and +2% in 2020 - CAGR -10%	106	99	96	92	87
Implied Scenario: CAGR -7.4% over 8 years	141	131	127	122	115
Base scenario: 2% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR -7.3%	140	130	126	121	113
Current Index MSCI EMU	127				



Conclusions

Dans une certaine ambiance euphorique où les problèmes avec la Chine se sont estompés, avec un Brexit proche d'un accord et des taux très bas, l'indice S&P 500 américain est à 3023 points, à 3 points de son plus haut. Notre évaluation du marché s'est tendue, passant de 2865 points à 2834 points indiquant une surévaluation de 7.7% sur le dernier cours. Les raisons de cette tension sont la hausse des taux et la poursuite de l'effritement des profits. La repentification de la courbe des taux se poursuit avec une dernière baisse de la Fed prévue cette semaine et un statu quo pendant de longues années qui pourra évoluer au gré des données macro-économiques. L'émergence de l'inflation, manifeste dans le CPI, pourrait changer la donne, alors que la Fed regarde l'indice PCE plus sage.

Les profits par action des sociétés seront au mieux stables pour 2019 alors que les parutions de T3 en cours font apparaître une baisse par rapport à l'an dernier. Les surprises négatives l'emportent sur les surprises positives avec les déboires de Boeing et des technologiques exposées à la Chine. Seul Microsoft poursuit une trajectoire impressionnante devenant la première capitalisation. Dans la foulée des parutions, les perspectives de T4 ont été fortement réduites et les premiers trimestres de 2020 affichent une nette inflexion. Les analystes restent toujours optimistes, l'exemple patent étant Boeing avec des profits de 12.8Mds en 2020, bien plus élevés que l'année record de 2018. À lui seul, Boeing explique 9% de la hausse en 2020. Alors que les GAFAM sont attaqués de tous les côtés pour abus de monopole, leurs prévisions sont toujours très brillantes tandis que les nouvelles introductions en bourse comme Uber sont des flops. Les profits sont probablement en haut de cycle jusqu'à l'arrivée de la prochaine révolution technologique. Du fait de la stagnation des profits et de la hausse du marché, les P/E se sont fortement tendus à 18.7x 2019 et 17.1x 2020. Le volume des fusions acquisitions, en baisse de 31% malgré des taux très bas, semble indiquer que les candidats sont chers. La valorisation d'un marché étant loin d'une science exacte ; elle peut se modifier si le ralentissement actuel est passager, si la Fed fait une énième injection de liquidités ou si la Prime de Risque exigée par le marché baisse en raison de la baisse de volatilité...

Les prévisions de croissance économique continuent de s'éroder un peu partout dans le monde pour 2019 et 2020. On est légèrement en-dessous de 2.8% pour la croissance 2019 et 2.67% pour 2020. Le chiffre significatif est la prévision de seulement 1.7% aux US l'année prochaine. L'Eurozone ralentit passablement à 1.15% et l'Allemagne n'est qu'à 0.8% alors que la France se maintient à 1.2%. La Chine ralentit passant en-dessous du seuil symbolique des 6%. Les indices PMI poursuivent leur baisse dans l'industrie et les services. L'Amérique continue d'acheter sa croissance à crédit, la dette atteignant le niveau symbolique de 100% du PIB et le déficit de 5%.

Avec le ralentissement économique, le problème des inégalités entre dans la rue à commencer par les gilets jaunes, le Chili, le Liban... L'Amérique ne fait qu'accentuer le phénomène et des candidats « trotskystes » comme Bernie Sanders émergent et parlent d'un ISF. Alors que les salaires progressent péniblement à 3%, le capital s'est apprécié de 6.3% ces 20 dernières années. Le problème des inégalités s'est traduit par une croissance économique atone par manque de pouvoir d'achat des classes moyennes.

Nous préconisons toujours une sous-pondération des actions par rapport à son benchmark, (35% par rapport à un benchmark de 40%). Ces 35% sont d'ailleurs devenus au moins 40% avec la hausse des marchés. Notre modèle trouve le marché européen à son cours d'équilibre.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 25/10/2019 (in local currency)

Data as of 25/10/19	Weight vs		Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	MSCI World	2019	2018	2020	2019	2020	2019	2018	2019	Fiscal 20	Fiscal 19	
MSCI The World Index	100.0%	18.1%	-10.3%	15.8 x	17.2 x	8.5%	0.8%	12.3%	2.47%	-1.4%	-0.8%	
MSCI USA	61.1%	20.9%	-6.5%	17.3 x	18.9 x	9.6%	0.2%	21.9%	1.90%	-1.6%	-0.9%	
MSCI Japan	8.5%	10.9%	-15.8%	13.2 x	13.7 x	3.3%	-5.2%	1.1%	2.55%	-1.5%	-0.9%	
MSCI EMU	14.2%	18.1%	-14.5%	13.5 x	14.8 x	9.5%	2.5%	0.3%	3.46%	-1.8%	-1.5%	
MSCI Europe	25.5%	17.3%	-13.1%	13.8 x	15.0 x	8.6%	4.6%	5.3%	3.75%	-1.2%	-0.6%	
MSCI Europe ex Energy	23.8%	18.4%	-13.7%	14.1 x	15.1 x	7.5%	6.3%	2.0%	3.57%	-0.8%	-0.1%	
MSCI Austria	0.1%	13.6%	-26.7%	9.7 x	10.4 x	8.0%	-16.4%	11.3%	4.01%	-1.6%	-1.2%	
MSCI Belgium	0.6%	17.9%	-24.9%	15.4 x	15.6 x	1.3%	15.3%	-0.5%	3.30%	-1.5%	-0.8%	
MSCI Denmark	0.7%	19.3%	-12.4%	19.7 x	22.1 x	12.0%	-2.8%	-0.8%	2.20%	-2.2%	-0.5%	
MSCI Finland	0.4%	6.4%	-1.5%	15.9 x	17.7 x	11.0%	-3.6%	2.4%	4.26%	-7.7%	-4.1%	
MSCI France	5.2%	20.8%	-9.7%	14.2 x	15.7 x	10.0%	5.2%	6.3%	3.26%	-1.3%	-1.0%	
MSCI Germany	3.7%	16.9%	-20.3%	13.1 x	14.7 x	12.2%	-0.3%	-9.8%	3.12%	-1.4%	-1.1%	
MSCI Great-Britain	5.6%	8.2%	-12.7%	12.4 x	13.3 x	7.0%	0.0%	9.7%	4.90%	-4.0%	-2.9%	
MSCI Ireland	0.1%	15.6%	-23.5%	15.4 x	16.0 x	4.3%	-6.6%		1.93%	-2.0%	-1.3%	
MSCI Italy	1.1%	21.8%	-15.5%	10.8 x	11.4 x	6.0%	5.1%	14.3%	4.62%	-0.2%	-1.0%	
MSCI Netherlands	1.6%	21.9%	-10.9%	16.0 x	17.8 x	11.4%	-5.1%	6.3%	3.05%	-4.3%	-3.7%	
MSCI Norway	0.4%	8.9%	-6.0%	13.3 x	15.8 x	19.0%	-7.8%	19.7%	4.65%	-2.2%	-4.0%	
MSCI Spain	1.3%	10.0%	-15.0%	11.8 x	12.4 x	5.1%	7.6%	-4.9%	4.62%	-0.9%	-1.3%	
MSCI Sweden	1.0%	22.1%	-8.1%	15.5 x	16.3 x	5.2%	27.9%	-7.3%	3.79%	-4.2%	-4.4%	
MSCI Switzerland	3.3%	22.3%	-10.1%	16.8 x	18.3 x	8.8%	10.6%	24.9%	3.08%	-0.4%	-0.2%	
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.3%	24.5%	-17.5%	13.5 x	14.9 x	10.1%	-0.7%	-7.4%	2.98%	-3.1%	-2.0%	
MSCI Europe Consumer Staples	3.6%	18.7%	-11.3%	17.2 x	18.5 x	7.3%	11.3%	7.8%	3.02%	0.4%	0.7%	
MSCI Europe Energy	1.7%	5.1%	-5.0%	10.8 x	13.1 x	21.7%	-11.5%	50.2%	6.07%	-5.0%	-6.2%	
MSCI Europe Financials	4.4%	13.2%	-21.8%	10.0 x	10.4 x	4.5%	9.8%	6.1%	5.24%	-1.1%	-0.6%	
MSCI Europe Health Care	3.1%	20.0%	-2.5%	15.9 x	17.2 x	8.4%	8.2%	4.8%	2.93%	0.4%	1.1%	
MSCI Europe Industrials	3.4%	24.2%	-15.0%	16.3 x	17.8 x	8.7%	6.9%	2.7%	2.77%	-0.4%	0.4%	
MSCI Europe Information Technology	1.4%	27.1%	-8.2%	19.7 x	22.8 x	15.7%	9.1%	12.2%	1.33%	-1.6%	0.6%	
MSCI Europe Materials	1.7%	14.6%	-16.4%	13.9 x	15.2 x	9.2%	-2.5%	2.2%	4.22%	-3.6%	-3.6%	
MSCI Europe Real Estate	0.3%	13.2%	-17.5%	16.3 x	14.7 x	-10.1%	-18.8%	11.1%	4.58%	-1.7%	3.4%	
MSCI Europe Communication Services	1.3%	4.2%	-10.7%	14.0 x	15.3 x	9.4%	3.2%	-9.0%	4.57%	1.0%	1.0%	
MSCI Europe Utilities	1.3%	20.3%	-1.6%	14.9 x	16.2 x	8.5%	17.5%	-14.6%	4.70%	0.3%	1.4%	

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 25/10/2019



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.