

## Le marché américain fait fi des risques ambiants

### Conclusions

Dans la torpeur estivale, le marché américain a poursuivi sa hausse faisant fi des brûlants sujets d'actualité dans une faible volatilité, et retrouve son record historique. Sur 10 ans, l'indice réalise une performance moyenne annualisée de 10.6%, similaire à notre fonds européen Digital. L'indice de la zone Euro fait deux fois moins bien sur la période. Cette performance exceptionnelle est attribuée à la baisse massive des taux et aux injections de liquidité. La réforme fiscale de Trump a ajouté un accélérateur. Les profits ont explosé avec 21% pour 2018 et 10% attendus pour 2019, confirmés par d'excellents résultats en T2 (+25.7%). Le marché a balayé les risques ambiants : les guerres commerciales, la déstabilisation du marché pétrolier avec l'Iran, l'effondrement de la Livre turque et la propagation aux pays émergents, la Corée du Nord et les déboires de Trump avec la Justice. Le bras de fer avec la Chine est légitime tant ce pays a usé et abusé de l'Occident. Mais avant d'obtenir des résultats, les risques de dérapage sont grands et par contagion on risque d'assister à une contraction des échanges et à un ralentissement mondial avec une montée des risques financiers un peu partout.

Ces incertitudes n'ont pas entamé la croissance mondiale en 2018 qui reste stable à 3.4%, mais la répartition s'est modifiée. Les Etats Unis accélèrent alors que l'Europe, le Japon et quelques pays émergents marquent le pas. Le consensus n'a pas révisé la Chine et l'Inde. Les performances boursières se sont concentrées aux US, alors que l'ensemble des autres pays affiche des performances négatives ou poussives et tout le monde est négatif en \$. La technologie américaine continue de tirer les indices, accompagnée de la hausse des BIG Pharma qui mènent Trump en bateau. Le discours accommodant de la Fed rassure les marchés malgré deux hausses de taux prévues cette année. Mais la courbe des taux qui s'aplatit peut soulever quelques inquiétudes alors que le taux à 30 ans reste aux alentours de 3%. Le déficit du budget qui se creuse à vive allure n'inquiète pas les marchés.

La hausse du pétrole a ponctionné le pouvoir d'achat, notamment en Europe, alors que les Etats Unis ont accéléré leur production. Les tensions géopolitiques et surtout le SOUS INVESTISSEMENT notoire depuis 2015 en sont la cause. Les réserves prouvées ont baissé de 5 ans sur un marché où la demande a été forte. La consommation d'énergie est en hausse de 1.9%, un peu plus que la moitié du PIB, et doit le rester dans les 3 prochaines années. La demande de pétrole croit encore de 0.7% et heureusement que l'on constate l'arrivée massive des énergies renouvelables qui progressent de plus de 17% par an. La transformation inéluctable du parc automobile en électrique devrait enlever la tension sur le pétrole où les prix des futurs à 3-4 ans sont nettement en dessous du prix spot.

Malgré la hausse des marchés, les P/E ont eu tendance à baisser à 17x les résultats des 12 prochains mois à comparer à 14x-15x avant la crise. Mais la baisse du 30 ans de 5 à 3% devrait justifier une appréciation de 39%. Mais notre calcul de Prime de Risque fait également intervenir les perspectives de croissance et donne un objectif de cours de 2748 points pour le S&P 500. Nous sommes en très haut de cycle et aucun modèle ne pourrait extrapoler les mêmes hausses de profits. Les marges GAAP ont atteint le record historique de 10.2% et sont donc fragiles.

La montée des risques handicape la zone Euro où la défiance est forte face à la dette italienne. Le surcoût payé représente 2.6% du PIB. Il faut ajouter la fragilité des banques européennes et l'exposition à la dette turque. L'évolution des profits en 2018 est faible à 6%. Les faibles taux créent une bulle dans l'immobilier. Notre objectif de cours est à 133 points pour une clôture à 125 sur le MSCI Emu.

Nous maintenons notre position neutre sur les actions (pondération selon le benchmark)

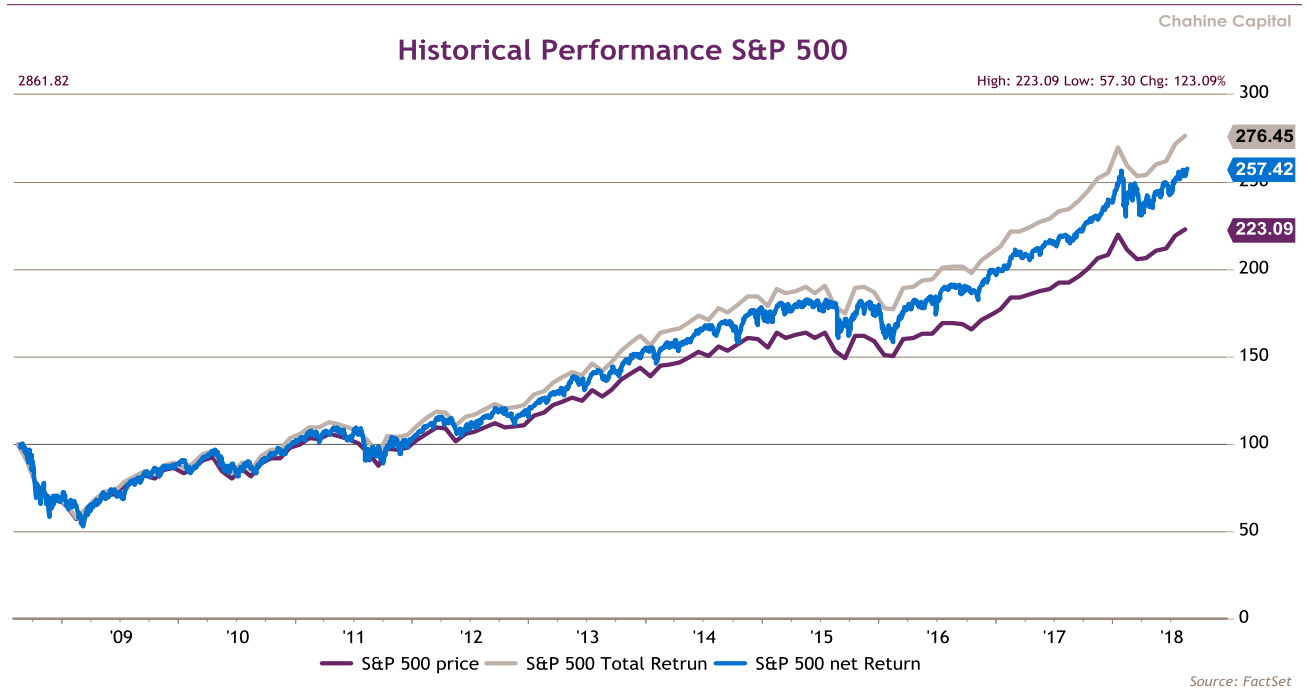
*Jacques Chahine*



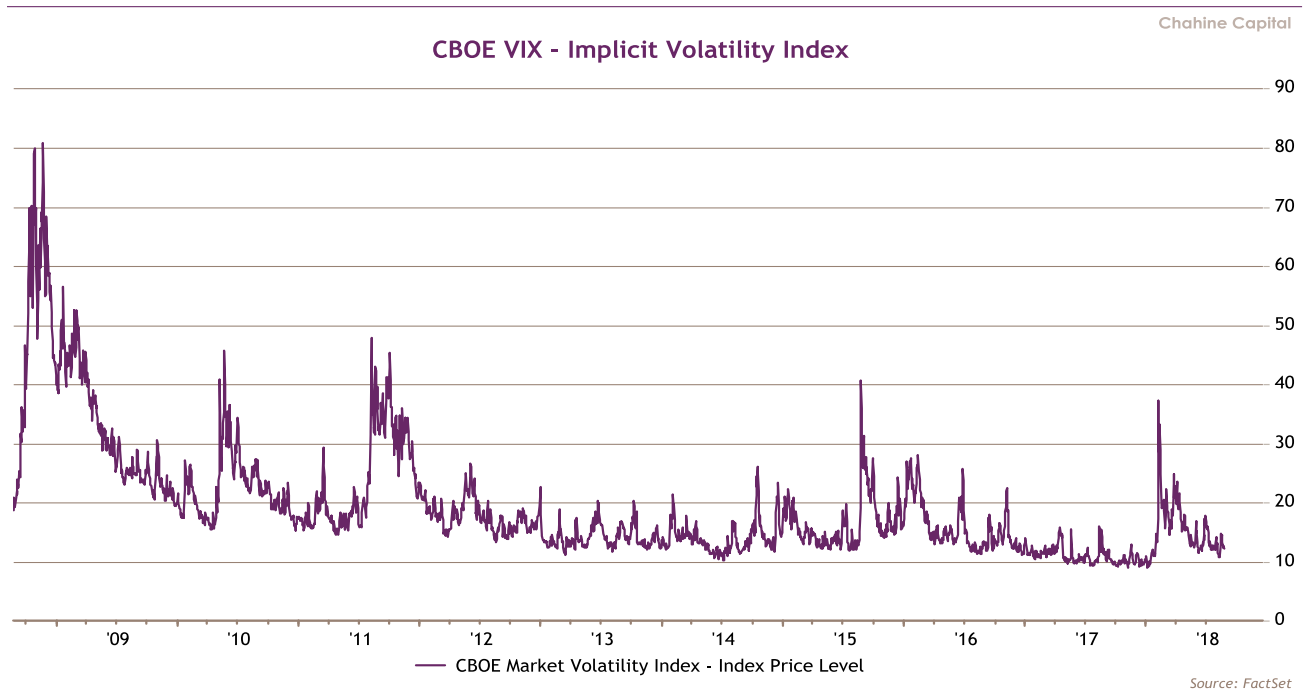
## Solides performances dans un environnement peu volatil

Dans la torpeur estivale, le marché américain a poursuivi sa hausse faisant fi des brulants sujets d'actualité et a retrouvé son record historique, poursuivant une hausse ininterrompue depuis le 9 Mars 2008. Sur 10 ans, l'indice a été multiplié par 2.76x si l'on inclut le dividende total, soit une performance moyenne annualisée de 10.62%, et beaucoup plus si l'on retient le point bas où l'indice était déprimé de 50%.

### Performance impressionnante du marché américain



### Performance réalisée avec un niveau de risque faible





Avec quelques épisodes de forte volatilité sur la période de 10 ans, l'indice Vix qui mesure le risque est resté remarquablement bas, souvent proche de la ligne des 10%, et étonnamment durant cette période d'une montée des risques perçus par les opérateurs. Cette hausse a profité essentiellement aux plus riches qui possèdent tous un portefeuille actions. Les 10% des familles les plus riches détiennent 84% des actions contre 77% en 2001. Et sur les 10%, la concentration chez les 1% est impressionnante.

En comparaison avec la zone Euro, l'indice représentatif MSCI Euro a réalisé une performance de 68% sur 10 ans, soit un CAGR de 5.3% par an et de 6.3% si l'on inclut la Grande Bretagne et les autres pays de l'UE.

Sur la même période, notre fonds Digital a performé de 10.4% par an et 0.5% de mieux pour la part institutionnelle.

## Baisse des taux et liquidités abondantes expliquent la hausse

---

Cette performance exceptionnelle est sans conteste attribuée à la baisse massive des taux et aux programmes de QE partout dans le monde qui ont mis des liquidités impressionnantes sur les marchés qui se sont naturellement portés vers des actifs plus risqués mais bien plus rémunérateurs, et qui ont profité de la reprise de l'économie notamment américaine. Et comme si cela n'était pas suffisant, un coup d'accélérateur a été imprimé par Donald Trump via la réforme fiscale qui a fait exploser les profits en 2018 et qui se poursuivent en 2019. La prévision des profits 2018 est passée de 10.5% avant la réforme fiscale à 21.2% aux dernières estimations accélérées de 0.8% après les excellents résultats du 2<sup>ème</sup> trimestre. Et 2019 devrait progresser d'un autre 10%.

## Le marché fait fi des risques

---

On voit que le marché veut ignorer les problèmes géopolitiques du moment et qui ne sont pas minces :

- 1) La montée en ligne des guerres commerciales tous azimuts : Chine en priorité, l'Alena avec le Mexique et le Canada, l'Union Européenne, l'Asie...
- 2) Le retour des sanctions sur l'Iran qui déstabilise le marché pétrolier
- 3) L'effondrement de la livre turque amplifié par les sanctions américaines et qui s'est propagé aux pays émergents fortement endettés.
- 4) Les tensions avec la Russie et la cyberguerre
- 5) La crise en Corée du Nord qui a peu d'espoir de se terminer malgré les pourparlers en cours

## La Chine au centre des débats

---

Le bras de fer avec la Chine est de loin le plus important et concerne l'ensemble des partenaires commerciaux. Malgré la multiplication par 2.2x du PIB Chinois depuis 8 ans, le pays continue de se comporter de façon déloyale par rapport à tous ses partenaires et non seulement américains. Avec une administration centralisée, il a imposé ses règles à tous ceux qui voulaient s'introduire sur le marché chinois. Dans le même temps il a profité de l'ouverture mondiale des pays développés. Les sociétés devaient avoir un chapeau chinois obligatoirement, ce qui est le cas de tous les constructeurs automobiles où 50% du capital doit être chinois. Les propriétés intellectuelles où le know how devait être partagé. Beaucoup de produits ont un quota, des licences locales doivent être obtenues, les codes sources des logiciels doivent être fournis, des standards spécifiques pour raison de sécurité nationale... Et par-dessus tout cela, le pays a encore sa devise entièrement contrôlée par le Parti. On se rappellera les mésaventures de Danone avec son partenaire Wahaha qui a développé en douce un business parallèle. Plus récemment, toutes les sociétés de panneaux solaires allemandes sont tombées en faillite suite à la concurrence des fabricants chinois.

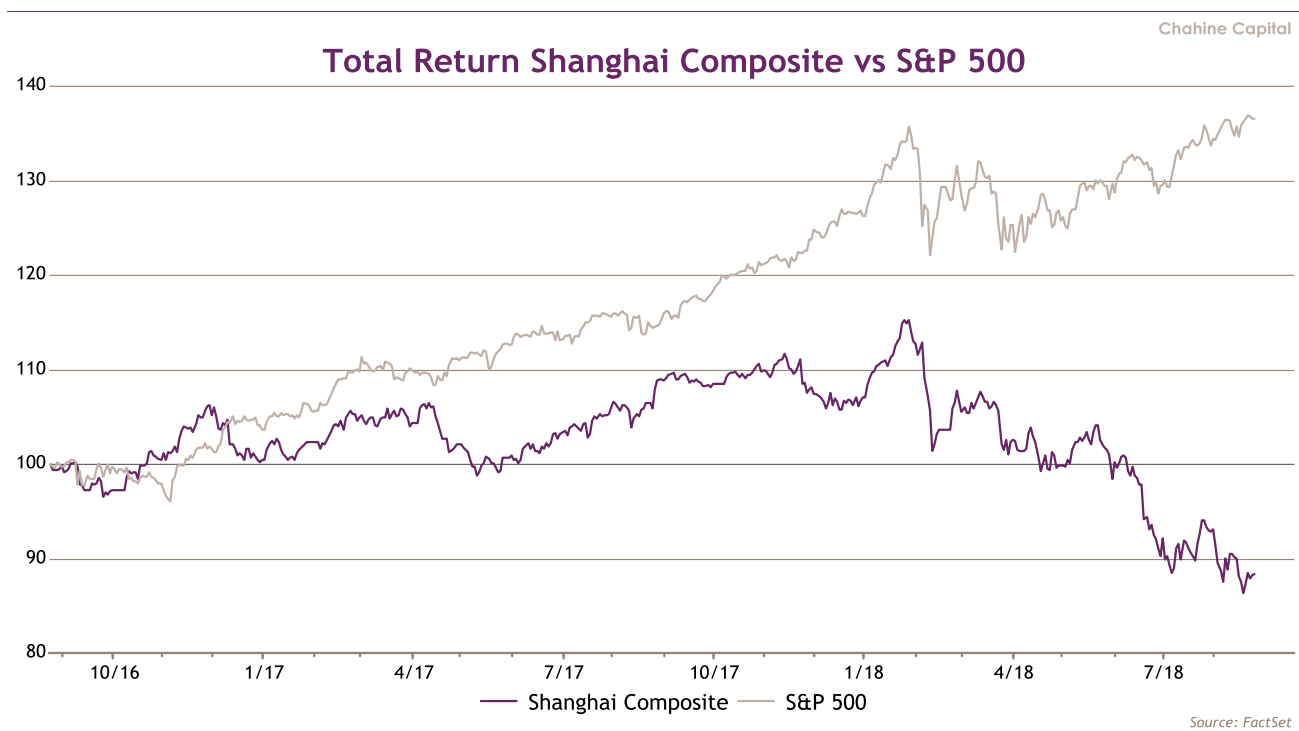


La Chine, qui a pu rejoindre l'OMC en 2001, devait respecter toute une série de règles d'ouverture qu'elle n'a jamais observées. Elle a profité à fond des ouvertures de l'Occident et a pratiqué un jeu sournois pour bloquer son marché et développer ses propres champions en copiant au maximum l'Occident. Le respect de la propriété intellectuelle n'est toujours pas garanti et il faut être optimiste pour faire confiance aux tribunaux chinois.

C'est donc une énorme tâche que l'Amérique, mais également l'Europe, doit accomplir pour retrouver des accords de réciprocité et une ouverture véritable du marché sans tricherie. D'ailleurs, la Chine a commencé à avoir quelques sentiments de culpabilité et vient d'assouplir quelques restrictions en réduisant sa liste de secteurs hors limites pour les investisseurs, dont l'énergie et le transport. Mais le chemin sera très long pour que le pays adopte le même niveau d'ouverture que ses partenaires.

Mais sur ce long parcours à venir, le danger de perturbations à l'ordre économique mondial est grand. D'abord, les tarifs imposés par les US aux produits chinois vont se répercuter directement dans l'indice des prix qui n'a pas besoin de ce choc, étant déjà à 2.9% de hausse sur 1 an et 2.3% hors Alimentation et Energie. La Fed, dans son dernier compte rendu, s'inquiète de l'impact de cette guerre sur la situation économique. Pour le moment, c'est la Chine qui semble avoir le plus à perdre pour ses sociétés exportatrices. La contreperformance du marché boursier Chinois contre son homologue américain est saisissante depuis le début des hostilités. L'indice de Shanghai a perdu 18% de sa valeur depuis mi-mars alors que dans le même temps le S&P 500 gagnait 4%. Certes, l'indice boursier ne reflète pas l'économie chinoise qui reste entièrement administrée et le gouvernement a toujours su injecter les capitaux nécessaires pour fabriquer la croissance décrétée du PIB.

## Sévère correction du marché Chinois





Mais l'impact sur les sociétés américaines pourrait survenir rapidement si elles étaient ciblées sur leurs exportations, comme c'est le cas sur Harley Davidson. Le secteur informatique a le plus à perdre si des fournisseurs alternatifs prenaient position.

## Turquie et risque de contagion aux Emergents

---

L'autre alerte sur les marchés est venue de la rapide dégradation de la situation financière turque où la Livre a perdu 38% de sa valeur depuis le début de l'année. Des raisons spécifiques peuvent expliquer cette situation, mais les analystes guettent depuis longtemps l'impact de la normalisation des taux sur les marchés émergents lourdement endettés en \$. La crise turque a été un révélateur et plusieurs pays émergents ont vu leur devise se déprécier, rendant leur dette en \$ bien plus difficile à rembourser. L'Inde et l'Indonésie ont vu leur devise se déprécier entre 7 et 9% depuis le début de l'année et ce sont deux locomotives asiatiques dont le ralentissement peut affecter la croissance mondiale. Même un ralentissement chinois suite aux guerres commerciales pourrait se répercuter encore plus sur la croissance mondiale. L'Asie contribue pour moitié à la croissance mondiale et la Chine seule pour 1/3. Une punition américaine sur tous ces pays aurait un effet boomerang pour les grandes multinationales cotées, réduisant substantiellement leurs profits et se propageant sur l'ensemble de la cote. La guerre commerciale s'arrêtera quand Wall Street va souffrir. On espère qu'il ne sera pas déjà trop tard pour arrêter ces guerres fratricides. D'ailleurs, les signes de ralentissement de la croissance mondiale commencent à se multiplier.

## L'Iran et impact sur le pétrole

---

Les sanctions contre l'Iran ne sont pas grand-chose en elles mêmes, mais c'est leur impact sur le marché pétrolier qui peut poser problème. Dans un marché déjà tendu, le retrait de 1 à 2 Millions barils/jours crée des tensions perceptibles et un autre choc sur l'approvisionnement pétrolier peut mettre le feu aux poudres. L'Allemagne manifeste quelques signes de rébellion contre l'impérialisme américain qui l'empêche de commercer avec l'Iran grâce au Dieu Dollar. Le ministre des affaires étrangères appelle l'Europe à se munir de son propre système de paiement, un fond monétaire Européen et un concurrent du Swift. Encore faut-il que le gouvernement allemand manifeste un peu plus d'intérêt pour une Europe plus intégrée.

## Nouvelle répartition de la croissance mondiale

---

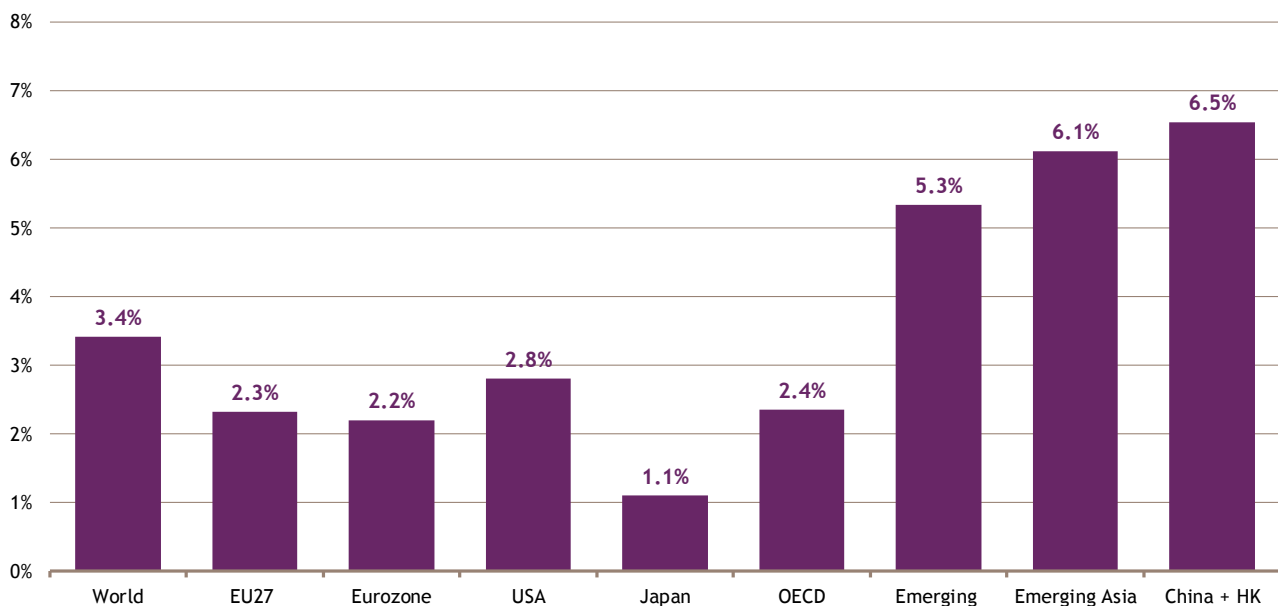
Les diverses tensions et incertitudes énumérées plus haut n'ont pas entamé la croissance mondiale en 2018 qui reste stable à 3.4% en devises et 3.7% en parité de pouvoir d'achat. Mais cette stabilité cache une grande disparité où la hausse qui s'accélère aux Etats Unis masque un début d'effritement dans d'autres zones, comme l'Eurozone, la Grande Bretagne (qui est prévue à 1.3%), le Japon et quelques pays émergents, comme le Brésil, qui souffrent de la force du \$. Mais le consensus n'a pas touché la Chine et l'Inde qui sont des gros contributeurs à la croissance mondiale. Après un second trimestre très vigoureux aux Etats Unis avec 4.1% en rythme annuel, la hausse du PIB devrait atteindre 2.8% en 2018 bénéficiant de la relance enclenchée par la réforme fiscale. Mais le consensus ne prévoit pas une réédition de cette hausse en 2019 comme le rêve Donald Trump, et retient 2.4% pour le moment.



## L'Asie continue d'être la locomotive de la croissance mondiale

2018 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE  
CAPITAL



Chahine Capital methodology

## Le marché américain grand bénéficiaire

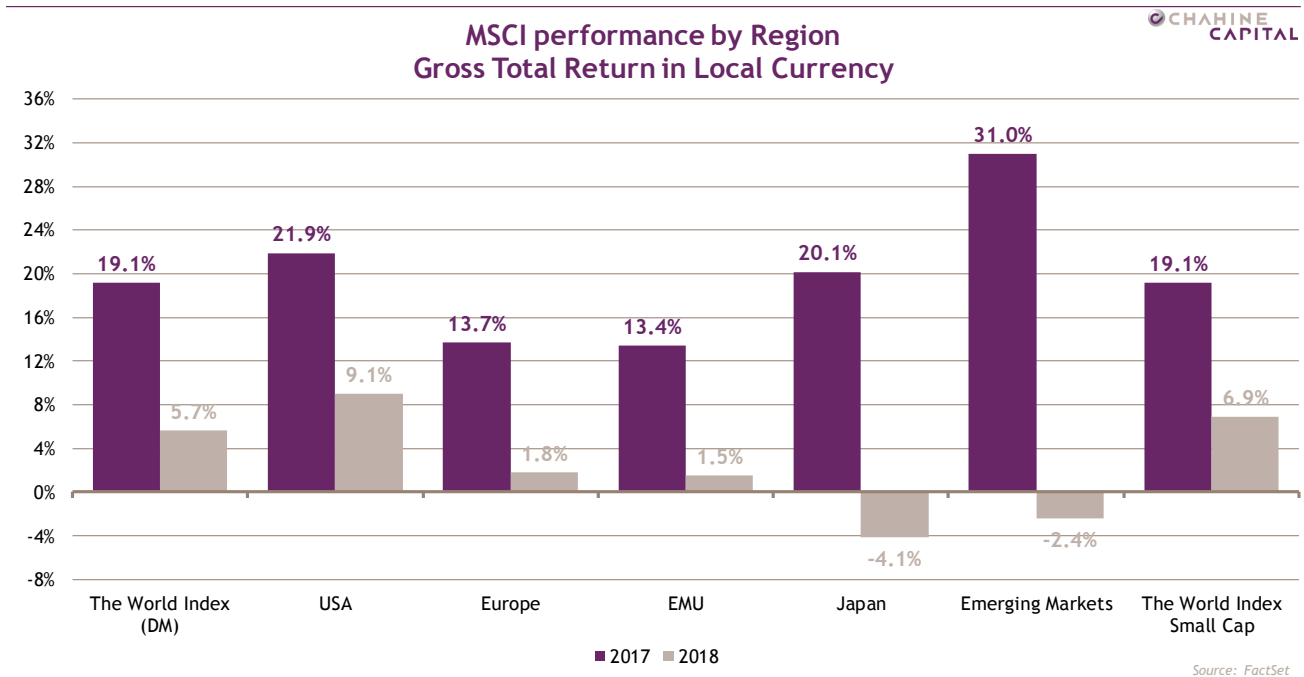
Le maintien de la croissance mondiale à haut niveau pour 2018 et la bonne santé des entreprises américaines en particulier permettent d'afficher des bons scores boursiers en 2018 notamment aux USA où les profits ont battu des records. L'indice MSCI World progresse de 5.7% en monnaie locale avec dividende réinvesti. Mais cette hausse est due en grande partie aux Etats Unis où l'indice MSCI progresse de 9.1% alors que la zone Euro progresse de 1.5%. Le Japon est négatif ainsi que les pays émergents. La situation en \$ est moins brillante et toutes les régions sont en baisse sauf les Etats Unis.

Par secteur, c'est toujours la technologie qui est en tête malgré les multiples alertes donnés par les bureaux d'étude sur la valorisation. La hausse en 2018 atteint un impressionnant 17%, menée par Apple et Microsoft qui progressent de 30% ! La deuxième hausse la plus élevée est la santé avec 11.3%, menée toujours par les US. Nous avons conclu rapidement qu'il s'agissait de la bio technologie, mais c'est faux. C'est BIG PHARMA qui mène la danse aux Etats Unis avec des hausses de plus de 20% pour Pfizer et Merck. Les annonces lénifiantes de Trump de réguler les prix n'ont abouti à rien et le pricing des médicaments aux US est un énorme Capharnaüm où toute la chaîne des fabricants, grossistes, assureurs, est d'accord de littéralement plumer les pauvres assurés. Les profits sont là pour le démontrer. La hausse de 9.4% dans les cycliques n'est que le reflet d'Amazon et de Netflix en hausse de 63 et 87%.

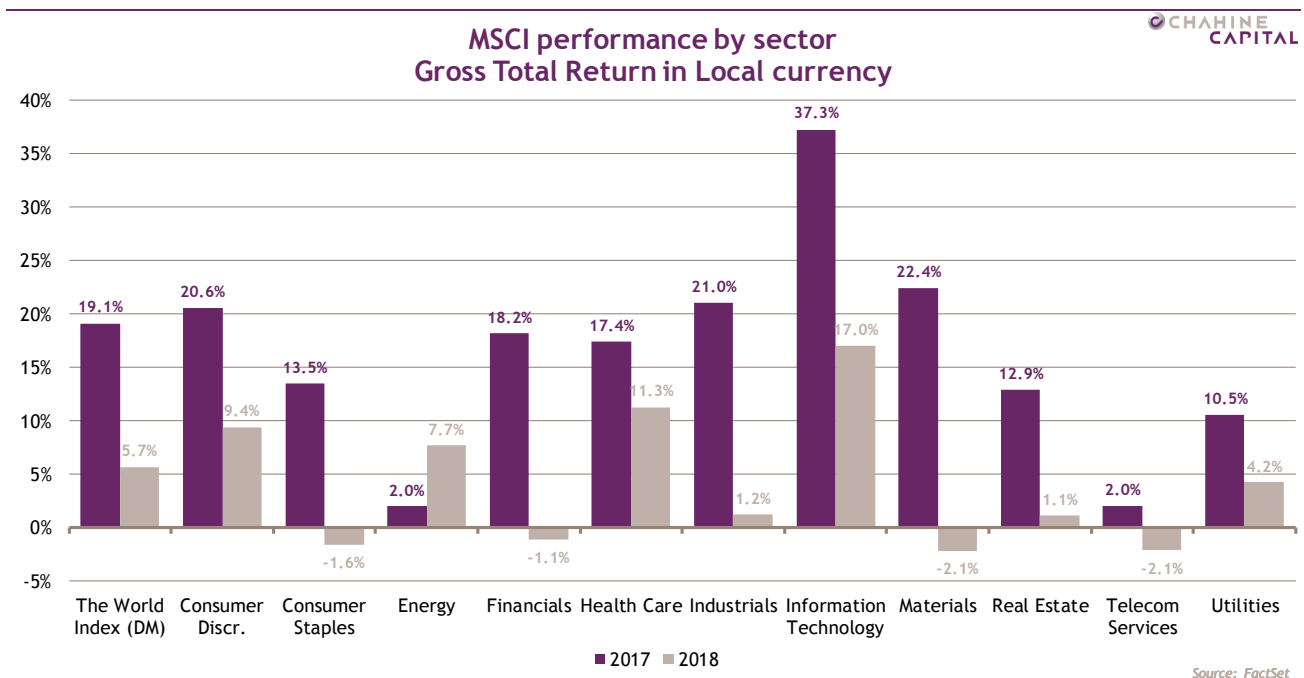
La chaîne de valeur continue d'aller aux US où la capitalisation boursière représente 61% de l'indice mondial. Comme disent les chinois « nous exportons le revenu et vous importez les profits ».



## Le marché américain domine largement les hausses



## L'informatique américaines et Big Pharma sont à la fête



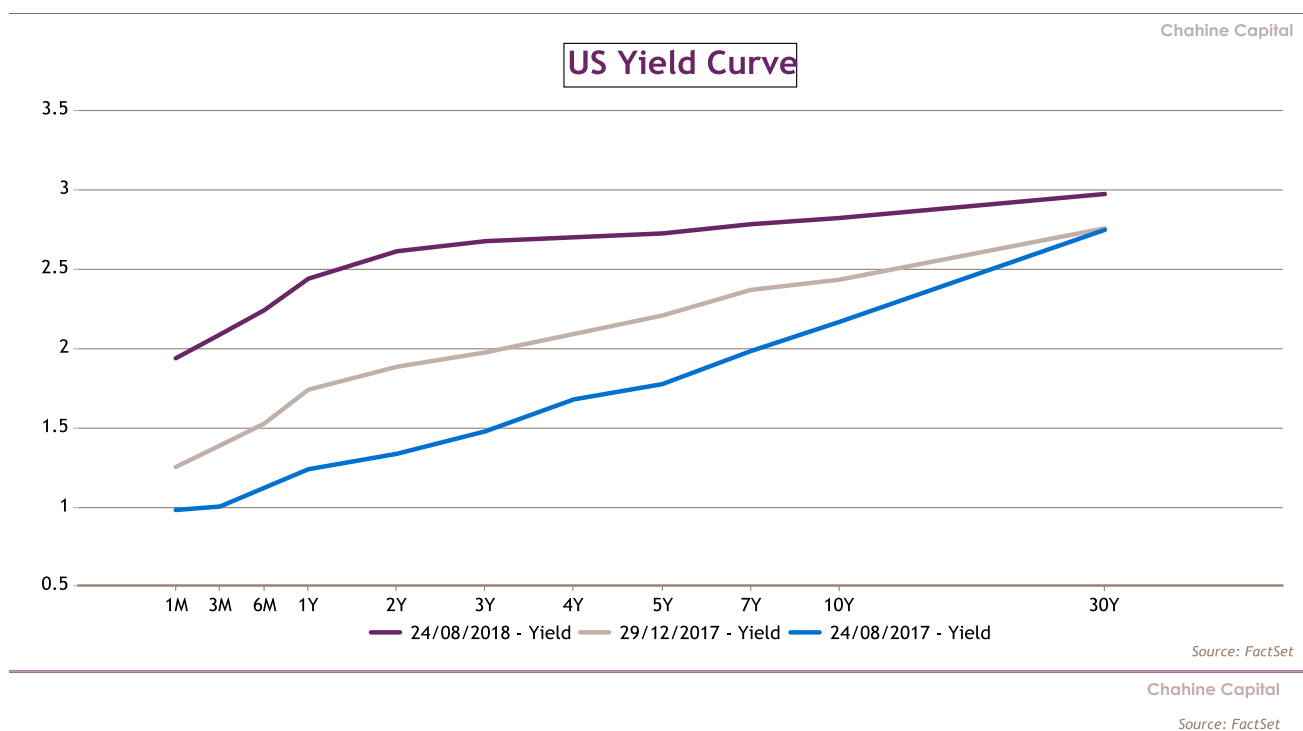
Malgré la mollesse des hausses en Europe, les fonds Digital surperforment leurs indices de référence avec 3.25% de hausse pour Digital Stars Europe depuis le début de l'année, 5.3% pour Digital Stars Europe ex UK et 4.2% pour Stars Europe Smaller Companies. Le fonds Digital peut être investi également en \$ US hedgé et a réalisé 4.35% de hausse.



## La Fed continue d'avoir un discours accommodant

La politique de taux de la Fed reste graduelle et a été confirmée par Jerome Powell dans la réunion annuelle des banquiers centraux à Jackson Hole. Cela n'empêche pas de confirmer une hausse quasi certaine en septembre et une poursuite graduelle de ces hausses. Le marché attend encore une hausse en décembre. La courbe des taux poursuit son aplatissement alors que l'inflation se poursuit à 2.9% impactée par la hausse du pétrole et 2.3% en éliminant cet effet. Les taux courts restent donc NEGATIFS. L'écart entre les taux à 2 ans de 2.61% contre 2.97% pour le 30 ans reste minuscule. Une courbe de taux plate, voire inversée, signifie que les taux dans le futur sont amenés à baisser, ce qui est le signe que l'économie va mal.

### Poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux

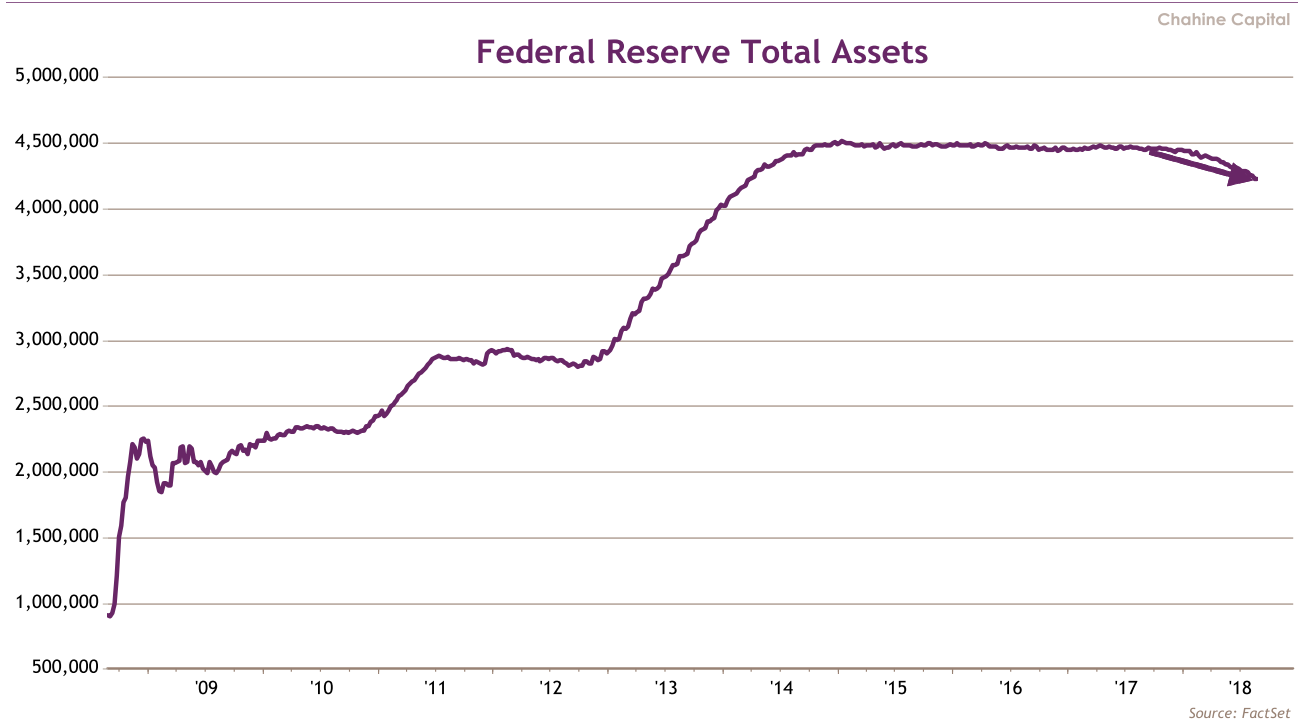


Le marché a non seulement absorbé les hausses de taux jusque là, mais également l'allègement programmé du bilan de la Fed. Celle-ci a réduit son bilan de 4.500Mds\$ l'année dernière à 4.230Mds en s'allégeant des emprunts du Trésor. C'est un rythme plus que prudent et il faudrait 12 ans à ce rythme pour arriver au 1000mds d'avant la crise. Mais pendant que la Fed allège son bilan, le déficit budgétaire se creuse à vive allure passant de 400Mds à 800Mds. Il devrait passer à 1 trillion en 2019.

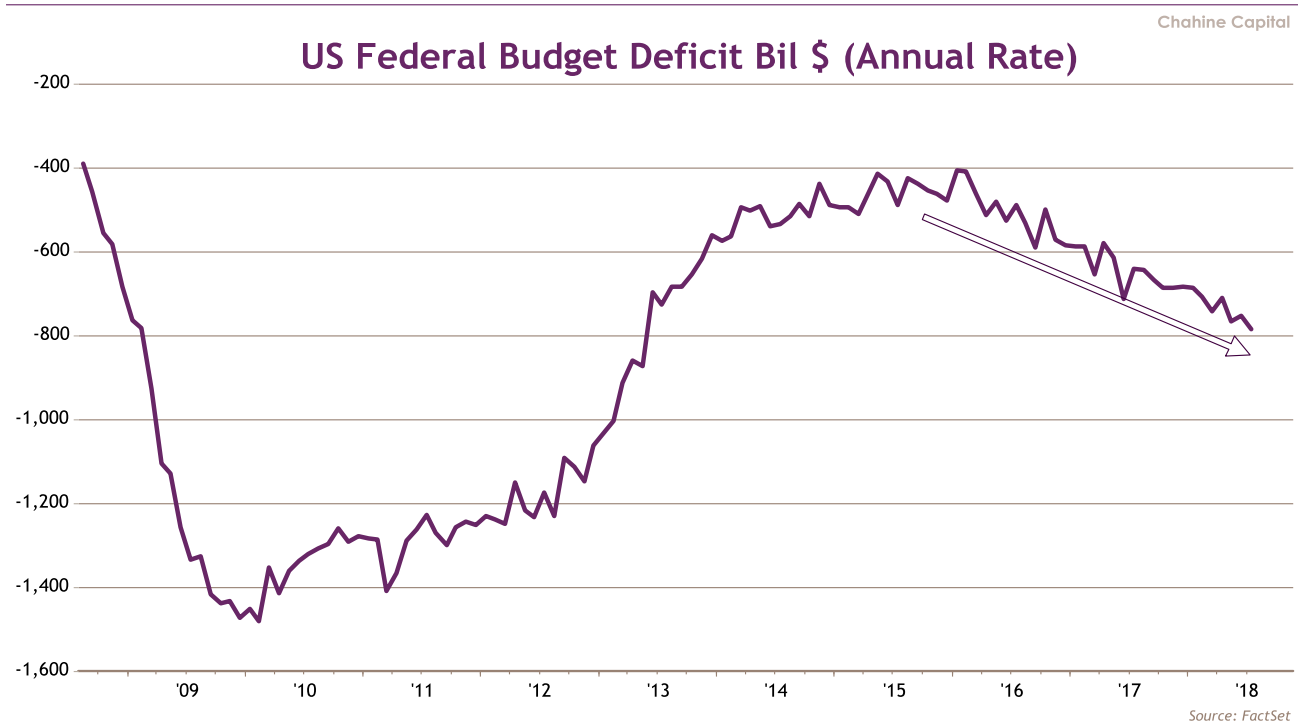




## Très lent allègement du bilan de la Fed



## Pendant ce temps, le déficit se creuse à vive allure

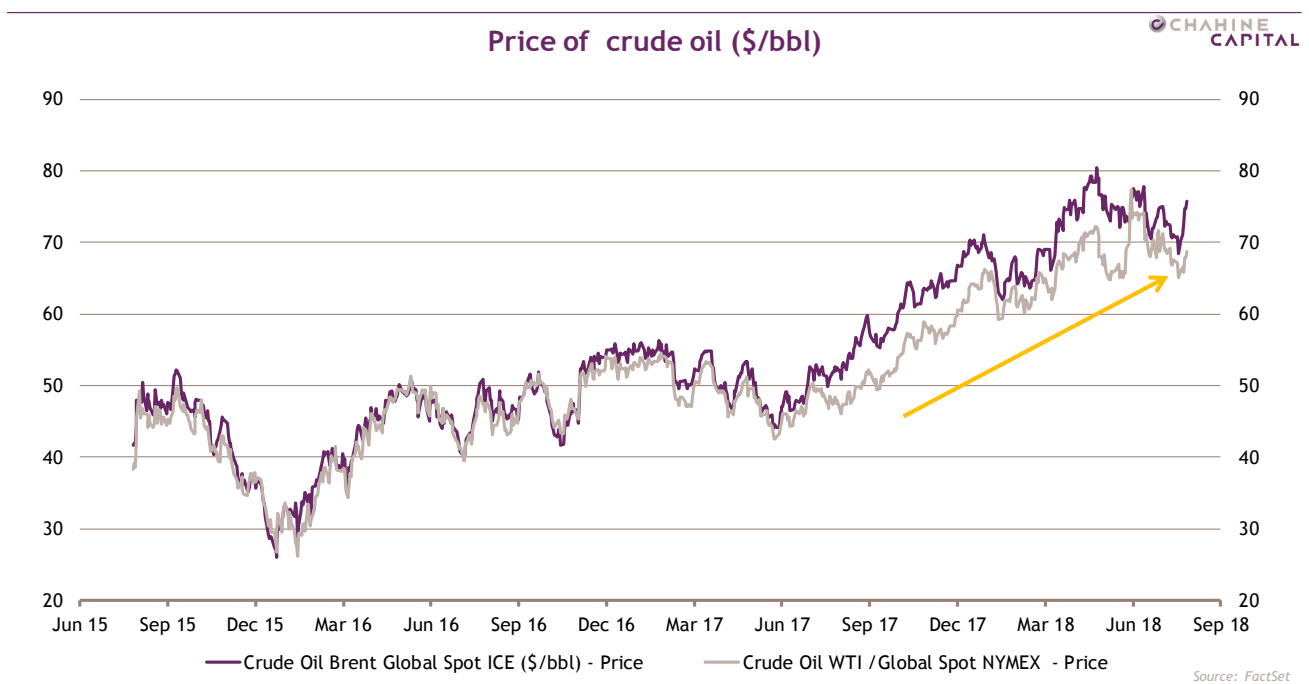




## Le pétrole a ponctionné du pouvoir d'achat

La reprise en 2018 a été contrecarrée par la hausse ininterrompue du pétrole qui est venue mordre sur le pouvoir d'achat des ménages, surtout en Europe où l'on a dû subir en plus l'appréciation du \$. Les Etats Unis, qui sont autonomes en termes de production ont été moins impactés.

### La hausse du pétrole a entamé le pouvoir d'achat des ménages



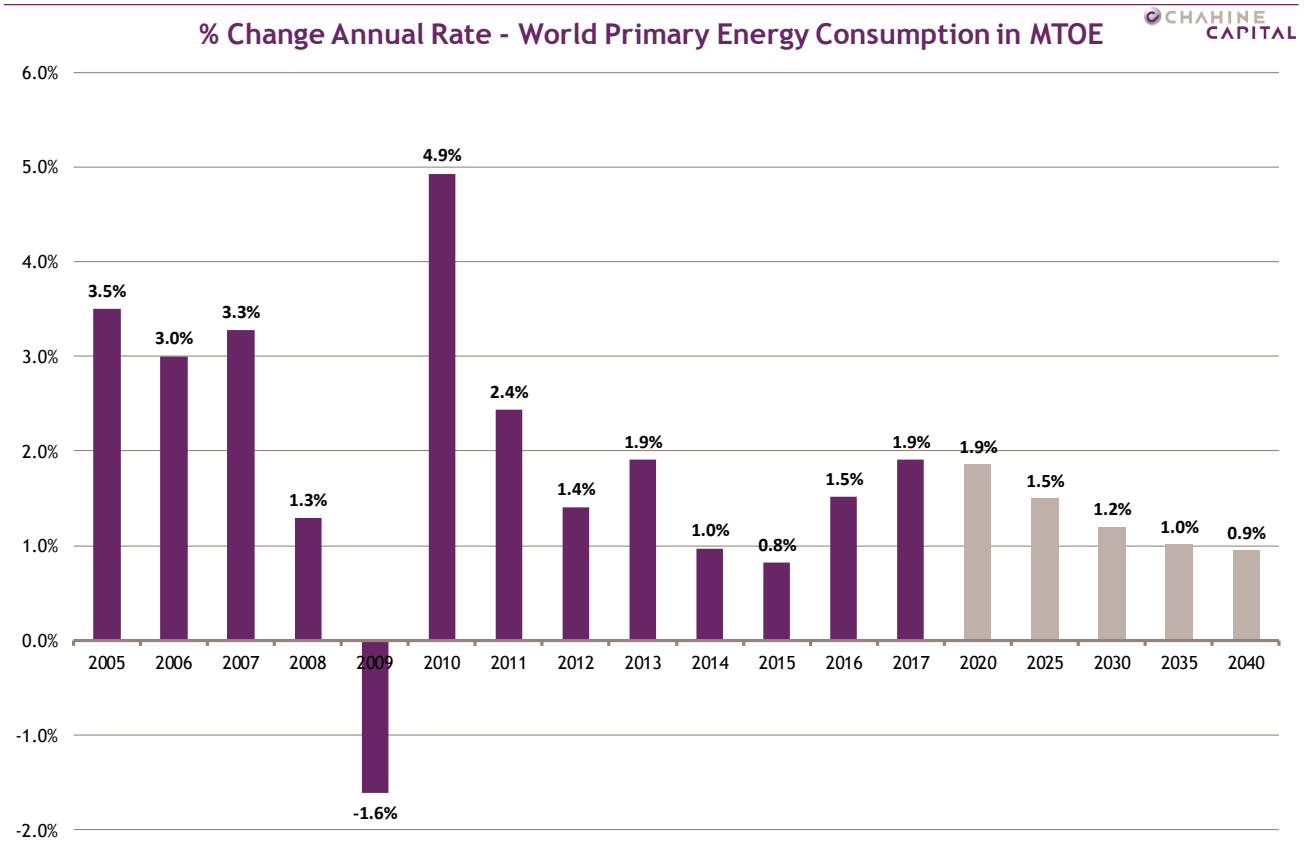
Les tensions géopolitiques ne sont pas le seul facteur explicatif de cette hausse, mais surtout le SOUS INVESTISSEMENT notoire depuis 2015 où le prix du baril s'est effondré et les sociétés pétrolières ont complètement arrêté les investissements. Depuis cette date, on tape principalement dans les puits existants et les arrivées de nouveau pétrole se sont faites rares si ce n'est un peu le pétrole de schiste américain. Les réserves prouvées sont passés de 55 ans à 50 ans pour le pétrole et de 58 à 53 ans pour le gaz naturel.

Dans le même temps, la forte croissance économique de 2017 a accéléré la demande d'énergie à 1.9% en 2017, soit un peu plus de la moitié de la croissance de l'économie mondiale. Les statistiques BP montrent par ailleurs que la consommation de pétrole a dépassé la production en 2017 de 1.6Millions barils/jour, et on connaît la sensibilité des prix quand il y a une tension sur la demande.

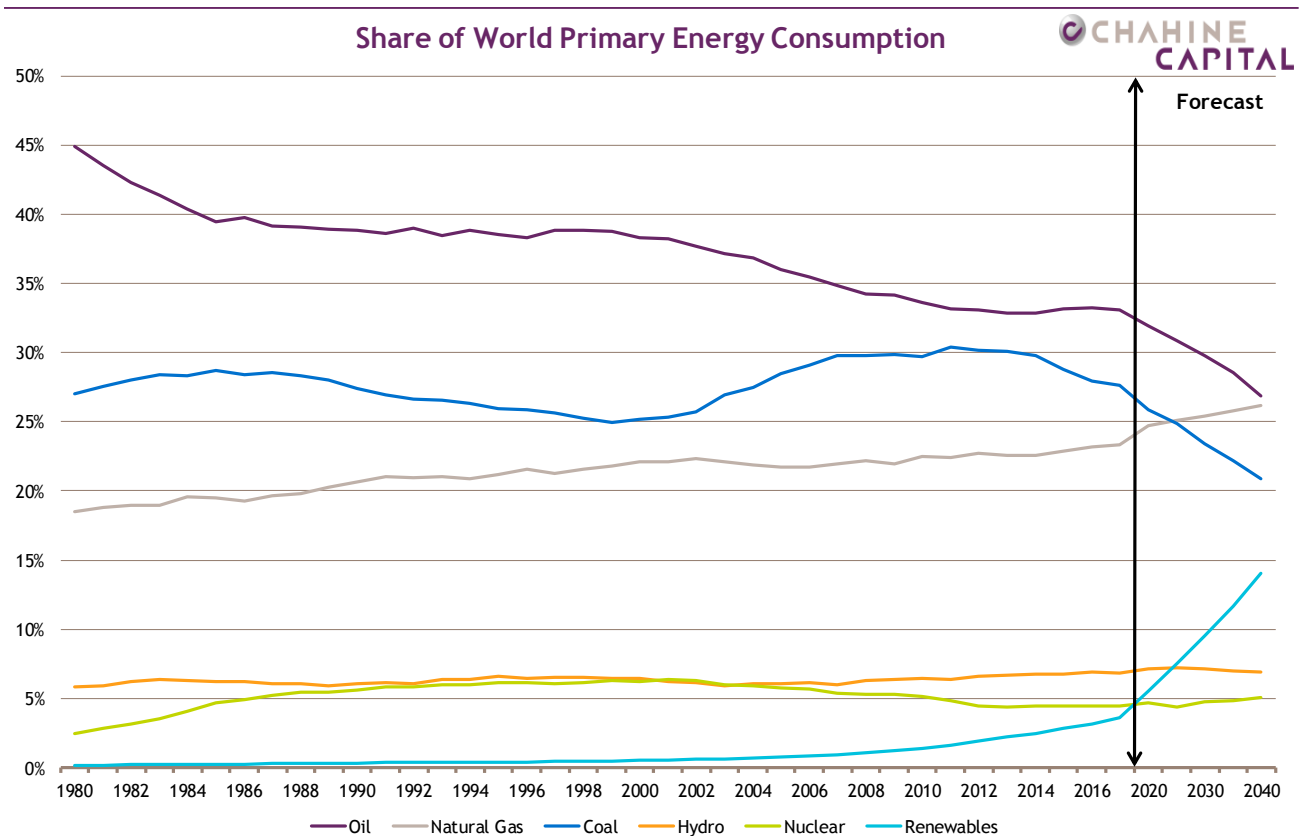
La part du pétrole dans le mix énergétique a baissé, mais moins qu'on pouvait l'espérer avec l'arrivée des énergies renouvelables. Celles-ci ont remplacé essentiellement le charbon qui poursuit une baisse accélérée. La demande de pétrole est prévue en hausse au rythme de 0.7% par an jusqu'en 2020 contre une demande de 1.9% pour le mix énergétique. BP prévoit une stabilisation de la demande à l'horizon 2030 et si c'est le cas il faudra reprendre le programme d'investissement des années 2000, alors que les grands groupes continuent d'investir dans des programmes à court terme comme le pétrole de schiste.



### Accélération de la demande d'énergie avec la croissance

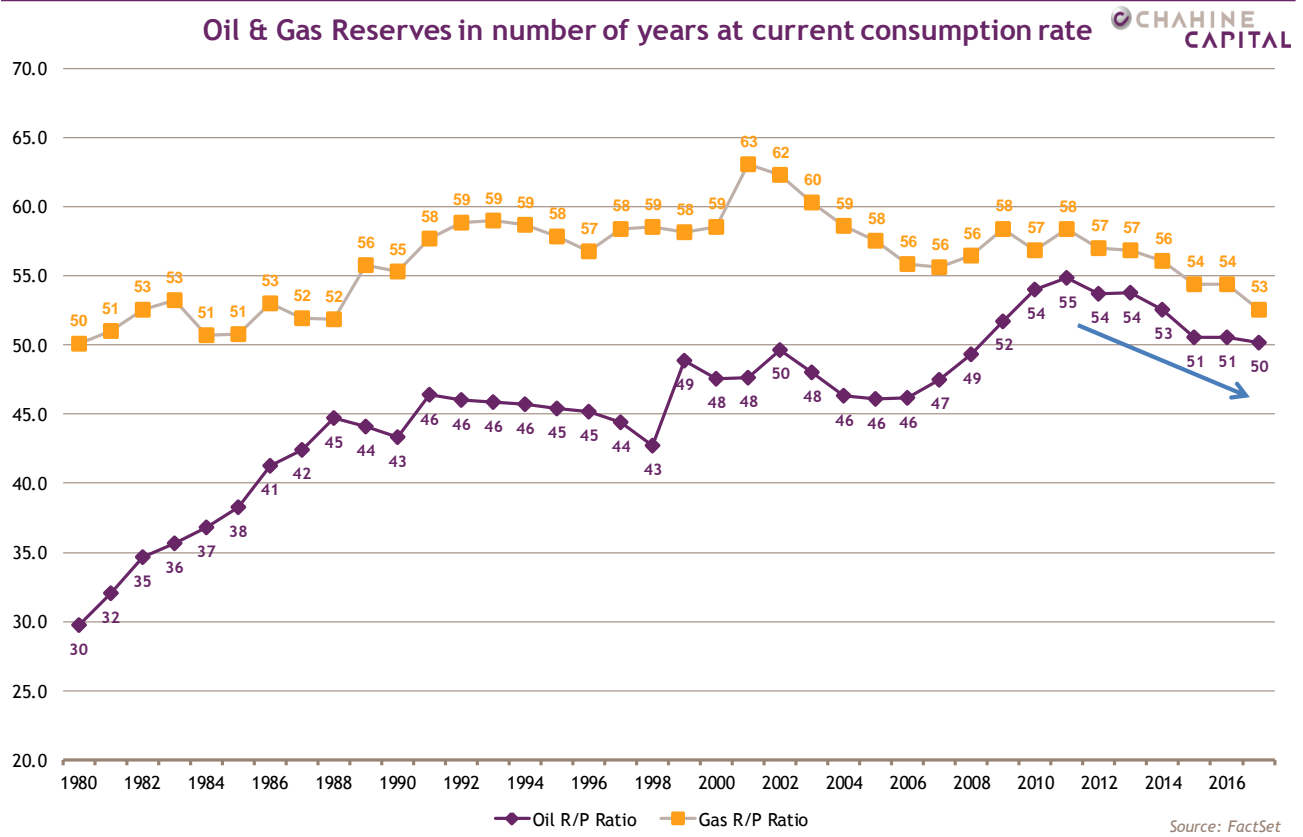


### Baisse de la part du pétrole, mais hausse en valeur absolue

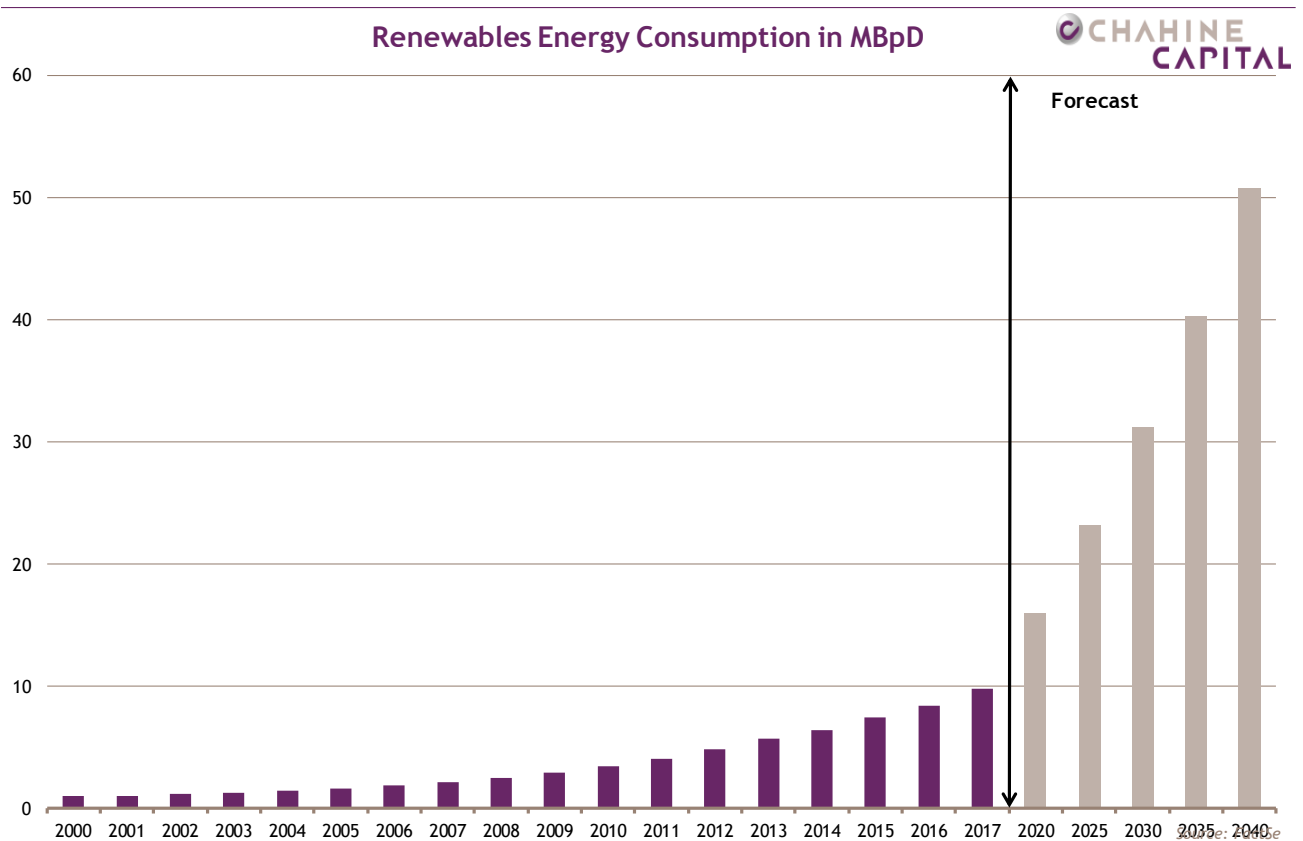




### Baisse des réserves prouvées faute d'investissements récents



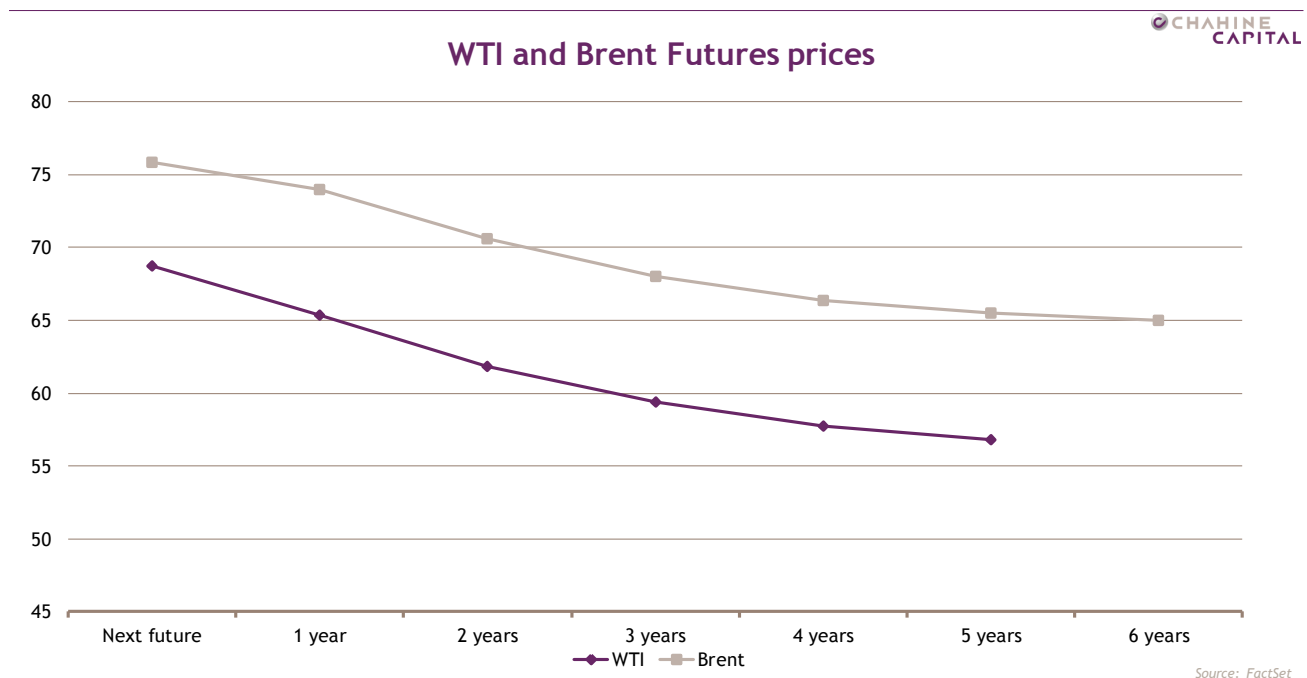
### Est-ce que les renouvelables se substitueront au pétrole ?





Dans le mix énergétique, la part prise par les renouvelables ne se dément pas et la consommation a accéléré à 17% en 2017 et devrait se poursuivre à un rythme plus soutenu. La consommation 2017 représente 10MBJ, soit la production de l'Arabie Saoudite. Tout dépendra du développement de la voiture électrique qui utilisera l'électricité d'origine renouvelable et du gaz naturel. Les facteurs géopolitiques peuvent améliorer ou détériorer la situation, comme en Iran, au Venezuela ou en Libye. Le marché semble penser qu'il y a malgré tout une détente en vue comme le montre la courbe des futurs où le WTI à 3 ans se négocie à 60\$ contre 68\$ pour le Spot.

## Le marché pense que le pétrole se retournera à la baisse



## Très fortes hausses des profits aux US

Le premier facteur de soutien au marché américain a été les profits vigoureux et surtout des bonnes perspectives pour 2019. L'impact de la réforme fiscale a été de propulser les profits de 10% par rapport à leur niveau sans réforme fiscale qui était également de 10%. La résultante a été une hausse de 21% des profits pour 2018 qui s'est confirmée au fur et à mesure des trimestres, avec une hausse de 25.2% au premier trimestre, 25.7% au second et 20.7% attendus en T3 et 17.7% attendus en T4 pour un annuel à 21.1%. Comme toujours, ces perspectives ont été anticipés déjà en 2017 où le marché a réalisé une hausse de 19.4% ex dividende. La même logique voudrait que la hausse 2018 se calque sur les profits 2019, attendus en hausse de 9.9%. Nous en sommes aujourd'hui à 7.4%.



## Des perspectives robustes de profits revus à la hausse

	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 018	Revision vs M-2%	
	S&P 500	2018	2017	2019	2018	2019	2018	2017	Div Yield	Fiscal 18	Fiscal 19
S&P 500	100.0%	7.4%	19.4%	16.3 x	17.9 x	9.9%	21.1%	11.0%	1.88%	0.7%	0.8%
S&P 500 Consumer Discretionary	13.4%	16.1%	21.2%	20.1 x	22.4 x	11.3%	15.7%	4.2%	1.26%	0.4%	-0.1%
S&P 500 Consumer Staples	7.7%	-7.1%	11.7%	17.5 x	18.6 x	6.3%	10.9%	7.9%	3.03%	-1.4%	-2.5%
S&P 500 Energy	5.9%	2.9%	-4.4%	15.8 x	19.3 x	22.0%	96.1%	227.0%	2.85%	-2.0%	3.0%
S&P 500 Financials	13.5%	0.7%	20.1%	12.2 x	13.3 x	9.2%	30.6%	9.0%	1.93%	1.1%	0.7%
S&P 500 Health Care	14.4%	10.9%	19.1%	15.7 x	16.9 x	7.8%	12.4%	5.9%	1.62%	1.7%	1.0%
S&P 500 Industrials	9.6%	0.8%	18.8%	15.6 x	17.6 x	12.4%	19.3%	6.0%	1.94%	1.2%	1.0%
S&P 500 Information Technology	25.7%	17.7%	37.0%	18.2 x	20.1 x	10.8%	18.9%	19.4%	1.17%	0.2%	1.2%
S&P 500 Materials	2.5%	-2.0%	20.3%	14.9 x	16.4 x	9.6%	28.9%	15.6%	2.02%	1.2%	3.1%
S&P 500 Real Estate	2.8%	1.4%	7.2%	38.6 x	39.6 x	2.8%	-2.7%	-25.2%	3.40%	2.3%	1.4%
S&P 500 Telecommunication Services	1.9%	-5.3%	-5.7%	10.5 x	10.7 x	1.6%	17.6%	3.3%	5.42%	3.1%	2.3%
S&P 500 Utilities	2.7%	1.5%	8.4%	16.5 x	17.1 x	3.8%	8.9%	0.0%	3.45%	0.9%	-0.8%

La hausse soutenue de l'indice depuis la crise financière est sous le double effet du retour à la profitabilité substantielle et la baisse du taux à 30 ans historique qui est passé de 5% à 3%. Cette baisse justifie une appréciation de 39% des mêmes cash flows. Le P/E de l'indice S&P s'affiche à 16.3x les résultats 2019, et est en baisse notable en raison du gonflement des profits découlant de la réforme fiscale. Le graphique ci-dessous, retraçant l'historique du P/E calculé sur les prochains 12 mois montre qu'on est actuellement à 16.9x les résultats contre 14x-15x avant la crise, soit une appréciation entre 12 et 20% largement justifiée par le faible niveau des taux à 30 ans. Ceci n'est évidemment pas un calcul précis, car il faut mettre en face également les perspectives de croissance, ce que nous faisons avec notre modèle de Prime de Risque. Nous voulions simplement souligner les commentaires simplistes qu'on trouve ici et là sur « l'explosion » des P/E.

## Les P/E ont récemment reculé sous l'impact des gros profits

Next Twelve months P/E for S&P 500

CHAHINE  
CAPITAL



Source: FactSet

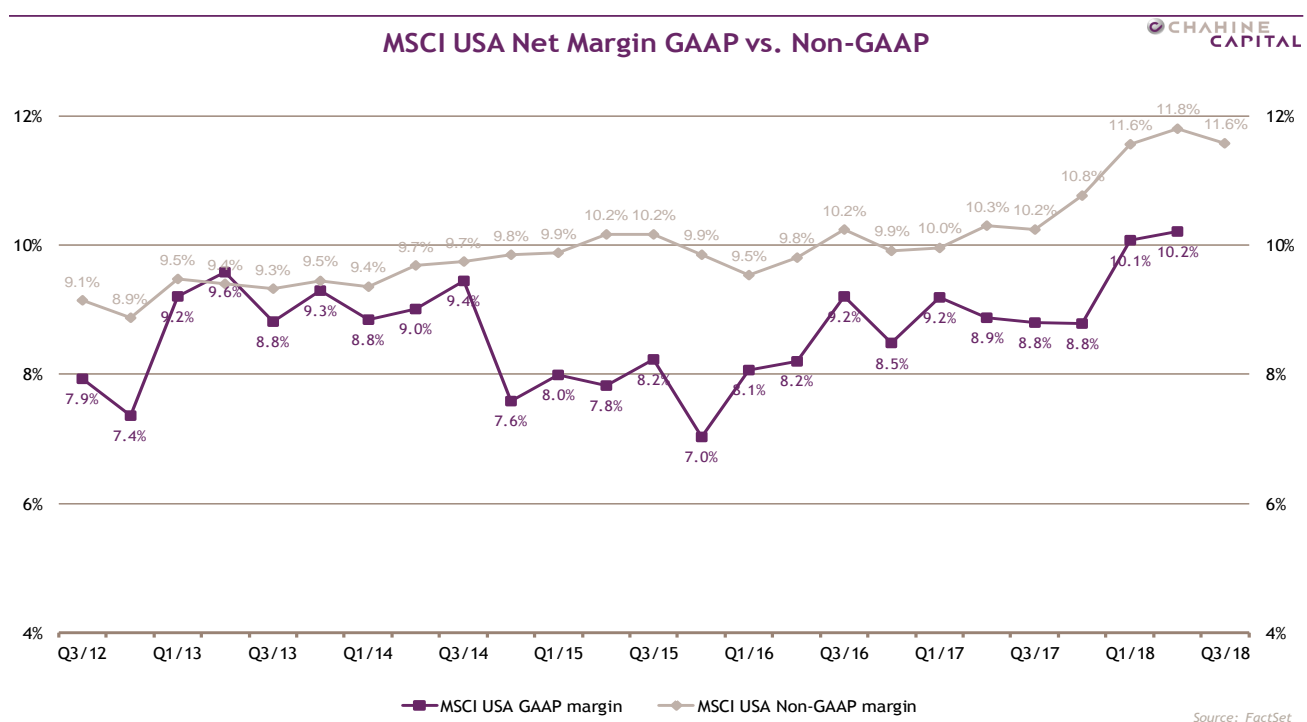


L'analyse détaillée sectorielle du S&P 500 selon le tableau plus haut montre que quasi tous les secteurs sont revus à la hausse, à l'exception des produits de consommation courante qui ne font plus fantasmer et où la bataille est rude entre fabricants et distributeurs comme on le voit pour Carrefour et Casino. L'ascension du secteur IT est fulgurante en 2017 et se poursuit en 2018 malgré les multiples alertes sur le secteur par les analystes. Une croissance régulière des profits à deux chiffres explique cet engouement. Mais on n'est jamais à l'abri d'un accident quand un multiple est à 18.2x 2019 et qu'arrive une déception. La guerre commerciale qui s'accroît pourra impacter le secteur qui dépend énormément de l'International pour ses profits. La surperformance des biens de consommation cycliques est le fait des deux locomotives Amazon et Netflix qui comptent pour 25 et 5% de l'ensemble du secteur cyclique ! Le P/E élevé n'est que le reflet du fort potentiel de croissance de ces stars. Nous avons également souligné la bonne santé des Big Pharma qui mènent Trump en bateau (ou qui se laisse mener) en poursuivant une spirale de hausse de leurs médicaments complètement amortis. Le secteur financier est délaissé après sa forte appréciation en 2017 suite à la réforme fiscale et l'allègement des contraintes. Malgré des prévisions de hausse de 9% en 2019 revus à la hausse, le secteur sous performe l'indice.

La hausse des profits américains est soutenue par ailleurs par les programmes d'achat d'actions, qui s'est accéléré depuis la mesure de rapatriement des profits sans trop de pénalités. Le rythme est passé de 2.4% de la capi à 3.2% et Apple a doublé ses achats à 20Mds\$ par trimestre, soit 80Mds \$ pour l'année. Cela augmente d'autant les profits par action.

Cet environnement exceptionnel américain a amené les marges des sociétés à des niveaux inégalés dans l'histoire où un pic avait été atteint en 2006 à 8.8% en normes Gaap contre un record de 10.2% au deuxième trimestre 2018. En normes Non Gaap excluant des exceptionnels, l'envolée devrait se poursuivre à 12.2% en 2019. Cela donne le vertige et on se demande combien de temps une telle martingale peut se poursuivre.

## Jusqu'où iront les marges des sociétés ?



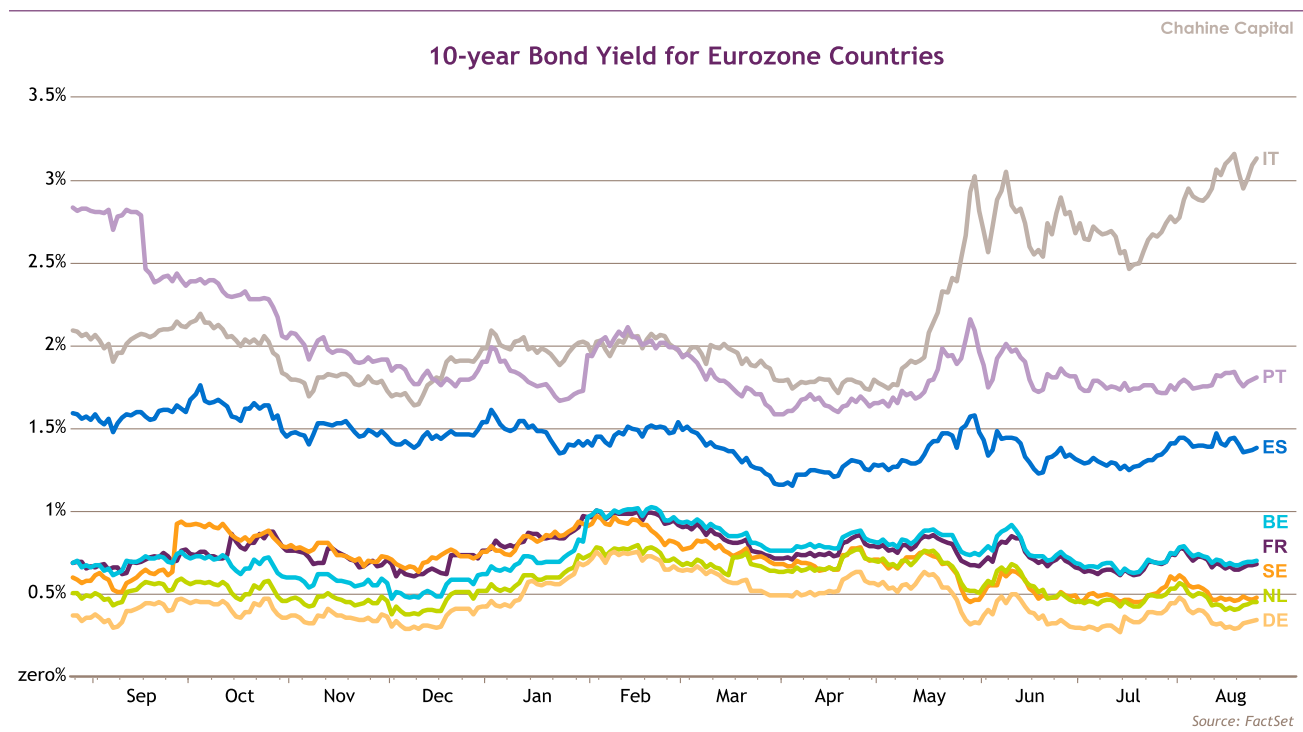


## Montée des risques dans la zone Euro

L'environnement dans l'Eurozone est caractérisé par la poursuite du programme Q/E de la BCE dont le bilan atteint 4.614Mds€ et qui continue de croître. Cela permet de maintenir les taux très bas et le taux directeur de la BCE reste négatif. La courbe des taux reste pentue et le 30 ans Allemand est à 1%. Cela commence à créer une bulle sur l'immobilier où des immeubles de bureaux dans les meilleurs quartiers se vendent avec un taux de capitalisation de 3% et les banquiers sont contents de prêter à long terme à des taux en dessous de 2%.

Les perspectives de croissance se sont légèrement effritées dans la zone en Allemagne aussi bien qu'en France avec une inflation qui s'accélère en raison de l'énergie à 2.1% et 1.3% hors énergie. Le Brexit reste un facteur de grande incertitude et impacte pour le moment essentiellement la Grande Bretagne qui voit son PIB revu à la baisse à 1.3% en 2018 et 1.4% en 2019. L'Italie commence à poser un risque systémique et son taux à 10 ans est revenu à un plus haut à 3.1%. Mr Trump a offert « son aide » à l'Italie pour financer sa dette et semer la zizanie en Europe. 2% de prime de risque pour l'Italie signifie aussi un déficit de 2.6% additionnel du PIB car la dette est à 130% du PIB.

### Le risque souverain italien très présent



Le marché boursier européen est resté décevant pour 2018 avec une hausse de 1.5% avec dividende brut. La rentabilité reste médiocre avec une hausse limitée à 6% pour 2018 et peu de sociétés attractives dans les grosses capitalisations. Le marché se méfie du secteur financier qui baisse de 8% mais distribue 5% de dividendes. Il est exposé à la dette turque. Il n'est pas étonnant dans ce contexte de voir la prudence de Mario Draghi qui souhaite continuer la politique accommodante pour le moment. Compte tenu de ce contexte, il ne faut pas être surpris du faible taux de capitalisation du marché Zone Euro à 12.8 x 2019 et 14.0 x 2018.





En tout état de cause, il ne faut pas espérer que le marché européen fasse cavalier seul, il sera toujours asservi au bon vouloir de Wall Street et des tendances qui s'y dégagent. C'est la raison pour laquelle notre analyse porte essentiellement sur les fondamentaux du marché américain.

## Valorisation des marchés

Le marché américain a dépassé son plus haut, mais il ne s'agit pas d'une spirale haussière puissante. Notre modèle de Prime de Risque switch d'année fin Juin et la projection part de 2018 à 2026. Comme les années futures subissent un léger effritement, le CAGR a tendance à diminuer. Ceci est logique car des croissances élevées ne peuvent jamais être soutenues à perpétuité ; nous appliquons du coup un taux de lissage. Le CAGR du mois ressort à 4.2%, ce qui serait logique et prudent après un parcours aussi fou des bénéfices (2.1% d'inflation et 2.1% de croissance du PIB). On a vu par ailleurs que les marges sont au plus haut historique et nous sommes en territoire inconnu quant au potentiel de continuer la croissance du profit plus vite que le revenu. Nous avons énuméré les risques qui peuvent casser cette belle mécanique et une certaine prudence s'impose. C'est la raison pour laquelle depuis le début d'année, notre position est neutre (exposition aux actions selon son benchmark) et nous continuons de maintenir cette position. Nos modèles donnent un objectif de 2748 points pour le S&P 500 alors qu'il s'est envolé à 2875. Ce n'est pas ce qu'on appelle une bulle, mais cela nécessite une certaine prudence. D'autant que les hypothèses retenues peuvent être considérées comme généreuses avec 21% pour 2018, 10% en 2019 et 8.5% en 2020 année normative. Le 30 ans est maintenu stable à 3% mais pourrait se tendre avec des effets encore plus dévastateurs que les profits. La Fed considère que l'inflation qui dépasse ses objectifs de 2% est gérable, mais une autre accélération demanderait une réponse plus vigoureuse.

### La prudence s'impose à ces niveaux

<b>S&amp;P 500 - Valuation end 2018</b>		<b>30 Years Gvt bonds</b>				
<i>CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018</i>		2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
<b>Mild recession: 21.1% in 2018, -7% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = 0.9%</b>		2 115	2 003	1 901	1 807	1 722
<b>Implied Scenario CAGR 5.0% over 8 years</b>		3 193	3 017	2 857	2 710	2 575
<b>Base scenario: 21.1% in 2018, 10.0% in 2019 and 8.5% in 2020 - CAGR = 4.2%</b>		3 065	2 900	2 748	2 610	2 483
<b>Current Index S&amp;P 500</b>		<b>2 875</b>				

En zone Euro, le taux moyen pondéré des emprunts à 30 ans est stable à 1.60%. Le marché reste attractif jusqu'à des taux à 2%, mais la rentabilité des grosses capitalisations reste faible. Avec un objectif de taux de 1.75% pour la fin de l'année, le potentiel de hausse s'établit à 7%, mais restera dépendant de Wall Street. D'ailleurs, les investisseurs délaissent l'Europe en raison des risques malgré l'attractivité des taux d'intérêt et du change.



## Un marché soutenu par des taux très bas

### MSCI EMU - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.25%	1.50%	1.60%	1.75%	2.00%
Depression scenario: 5.9% in 2018, -5% in 2019, and +4% in 2020 - CAGR = -6.3%	116	110	107	104	98
Implied Scenario: CAGR -4.3% over 8 years	135	127	125	120	114
Base scenario: 5.9% in 2018, 10.1% in 2019, and 6% in 2020 - CAGR = 3.0%	150	141	138	133	126
Current Index MSCI EMU			125		



## Conclusions

Dans la torpeur estivale, le marché américain a poursuivi sa hausse faisant fi des brûlants sujets d'actualité dans une faible volatilité, et retrouve son record historique. Sur 10 ans, l'indice réalise une performance moyenne annualisée de 10.6%, similaire à notre fonds européen Digital. L'indice de la zone Euro fait deux fois moins bien sur la période. Cette performance exceptionnelle est attribuée à la baisse massive des taux et aux injections de liquidité. La réforme fiscale de Trump a ajouté un accélérateur. Les profits ont explosé avec 21% pour 2018 et 10% attendus pour 2019, confirmés par d'excellents résultats en T2 (+25.7%). Le marché a balayé les risques ambiants : les guerres commerciales, la déstabilisation du marché pétrolier avec l'Iran, l'effondrement de la Livre turque et la propagation aux pays émergents, la Corée du Nord et les déboires de Trump avec la Justice. Le bras de fer avec la Chine est légitime tant ce pays a usé et abusé de l'Occident. Mais avant d'obtenir des résultats, les risques de dérapage sont grands et par contagion on risque d'assister à une contraction des échanges et à un ralentissement mondial avec une montée des risques financiers un peu partout.

Ces incertitudes n'ont pas entamé la croissance mondiale en 2018 qui reste stable à 3.4%, mais la répartition s'est modifiée. Les Etats Unis accélèrent alors que l'Europe, le Japon et quelques pays émergents marquent le pas. Le consensus n'a pas révisé la Chine et l'Inde. Les performances boursières se sont concentrées aux US, alors que l'ensemble des autres pays affiche des performances négatives ou poussives et tout le monde est négatif en \$. La technologie américaine continue de tirer les indices, accompagnée de la hausse des BIG Pharma qui emmènent Trump en bateau. Le discours accommodant de la Fed rassure les marchés malgré deux hausses de taux prévus cette année. Mais la courbe des taux qui s'aplatit peut soulever quelques inquiétudes alors que le taux à 30 ans reste aux alentours de 3%. Le déficit du budget qui se creuse à vive allure n'inquiète pas les marchés.

La hausse du pétrole a ponctionné le pouvoir d'achat, notamment en Europe, alors que les Etats Unis ont accéléré leur production. Les tensions géopolitiques et surtout le SOUS INVESTISSEMENT notoire depuis 2015 en sont la cause. Les réserves prouvées ont baissé de 5 ans sur un marché où la demande a été forte. La consommation d'énergie est en hausse de 1.9%, un peu plus que la moitié du PIB, et doit le rester dans les 3 prochaines années. La demande de pétrole croit encore de 0.7% et heureusement que l'on constate l'arrivée massive des énergies renouvelables qui progressent de plus de 17% par an. La transformation inéluctable du parc automobile en électrique devrait enlever la tension sur le pétrole où les prix des futurs à 3-4 ans sont nettement en dessous du prix spot.

Malgré la hausse des marchés, les P/E ont eu tendance à baisser à 17x les résultats des 12 prochains mois à comparer à 14x-15x avant la crise. Mais la baisse du 30 ans de 5 à 3% devrait justifier une appréciation de 39%. Mais notre calcul de Prime de Risque fait également intervenir les perspectives de croissance et donne un objectif de cours de 2748 points pour le S&P 500. Nous sommes en très haut de cycle et aucun modèle ne pourrait extrapoler les mêmes hausses de profits. Les marges GAAP ont atteint le record historique de 10.2% et sont donc fragiles.

La montée des risques handicape la zone Euro où la défiance est forte face à la dette italienne. Le surcoût payé représente 2.6% du PIB. Il faut ajouter la fragilité des banques européennes et l'exposition à la dette turque. L'évolution des profits en 2018 est faible à 6%. Les faibles taux créent une bulle dans l'immobilier. Notre objectif de cours est à 133 points pour une clôture à 125 sur le MSCI Emu.

Nous maintenons notre position neutre sur les actions (pondération selon le benchmark)

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 24/08/2018 (in local currency)

	MSCI World	2018	2017	2019	2018	2019	2018	2017	Div Yield	Fiscal 19	Fiscal 18
ETF MSCI The World Index	100.0%	2.9%	20.1%	15.0 x	16.4 x	9.4%	14.6%	20.1%	2.41%	0.5%	0.2%
ETF MSCI USA	60.5%	7.5%	19.6%	16.4 x	18.1 x	10.3%	21.2%	12.4%	1.85%	0.8%	0.7%
ETF MSCI Japan	8.1%	-3.9%	16.6%	12.1 x	12.7 x	4.6%	6.6%	26.8%	2.37%	0.5%	0.4%
ETF MSCI EMU	14.7%	-1.0%	10.1%	12.8 x	14.0 x	9.8%	6.0%	21.7%	3.46%	0.1%	-0.1%
ETF MSCI Europe	26.5%	-1.7%	7.2%	13.2 x	14.4 x	9.1%	9.8%	15.2%	3.67%	0.3%	-0.2%
ETF MSCI Europe ex Energy	24.4%	-2.5%	7.8%	13.4 x	14.5 x	8.8%	6.9%	12.8%	3.54%	-0.3%	-0.3%
ETF MSCI Austria	0.1%	-10.3%	36.4%	9.3 x	9.7 x	4.1%	8.6%	28.7%	3.73%	2.0%	2.1%
ETF MSCI Belgium	0.7%	-4.2%	1.7%	16.2 x	17.4 x	7.6%	10.7%	13.3%	4.12%	-1.3%	-0.8%
ETF MSCI Denmark	0.8%	-1.3%	16.3%	18.0 x	19.3 x	7.1%	3.6%	4.2%	2.41%	-2.3%	-2.9%
ETF MSCI Finland	0.5%	12.6%	4.7%	16.3 x	18.0 x	10.2%	4.1%	13.7%	4.27%	1.3%	1.0%
ETF MSCI France	5.2%	3.4%	11.2%	13.6 x	15.0 x	10.6%	10.3%	9.3%	3.26%	1.4%	1.2%
ETF MSCI Germany	4.0%	-5.6%	9.8%	12.1 x	13.3 x	9.9%	-0.5%	14.4%	3.15%	-0.6%	-1.7%
ETF MSCI Great-Britain	6.2%	-1.9%	7.2%	12.5 x	13.5 x	7.3%	11.7%	23.5%	4.35%	2.7%	1.2%
ETF MSCI Ireland	0.1%	-2.5%	21.1%	16.2 x	16.1 x	-0.4%	6.5%	5.3%	1.34%	1.4%	6.8%
ETF MSCI Italy	1.1%	-5.5%	9.3%	9.6 x	10.8 x	11.5%	17.9%	397.9%	4.58%	-1.6%	-1.5%
ETF MSCI Netherlands	1.4%	3.5%	14.3%	14.8 x	16.0 x	8.4%	4.6%	14.1%	3.03%	1.0%	1.5%
ETF MSCI Norway	0.5%	4.9%	18.0%	13.0 x	14.9 x	15.1%	19.0%	49.2%	4.10%	2.1%	-1.1%
ETF MSCI Spain	1.4%	-5.7%	7.8%	11.3 x	12.3 x	9.0%	4.2%	37.2%	4.48%	-1.1%	-0.3%
ETF MSCI Sweden	1.1%	5.2%	6.4%	15.3 x	16.5 x	7.3%	9.8%	3.2%	3.88%	1.4%	0.7%
ETF MSCI Switzerland	3.0%	-2.6%	14.6%	15.2 x	16.7 x	10.1%	33.1%	-5.7%	3.35%	0.2%	0.9%
ETF MSCI Europe Consumer Discretio	3.3%	-1.3%	7.2%	11.4 x	12.5 x	10.1%	4.1%	22.4%	3.28%	-0.1%	-1.3%
ETF MSCI Europe Consumer Staples	3.7%	-2.0%	6.6%	17.7 x	19.3 x	9.2%	6.6%	7.3%	3.10%	-0.5%	-0.3%
ETF MSCI Europe Energy	2.1%	8.9%	0.1%	11.3 x	12.6 x	12.0%	49.6%	63.6%	5.06%	6.4%	0.9%
ETF MSCI Europe Financials	4.8%	-10.4%	8.1%	9.9 x	10.7 x	8.4%	14.0%	12.9%	4.93%	-1.4%	-0.2%
ETF MSCI Europe Health Care	3.2%	4.2%	0.6%	15.5 x	16.7 x	8.0%	4.4%	-3.2%	2.98%	1.2%	1.3%
ETF MSCI Europe Industrials	3.6%	0.2%	13.1%	15.6 x	17.8 x	13.5%	4.3%	11.6%	2.70%	-0.5%	-0.9%
ETF MSCI Europe Information Techno	1.4%	11.3%	17.5%	20.0 x	23.5 x	17.3%	11.6%	9.3%	1.39%	1.5%	-0.1%
ETF MSCI Europe Materials	1.9%	-3.8%	16.0%	12.9 x	13.4 x	4.2%	11.4%	46.6%	3.35%	1.9%	0.1%
ETF MSCI Europe Real Estate	0.3%	-1.7%	7.3%	16.0 x	14.5 x	-9.1%	-10.0%	-11.1%	4.35%	-1.6%	3.4%
ETF MSCI Europe Telecommunicator	1.0%	-13.1%	-2.4%	12.9 x	13.8 x	6.9%	-3.4%	13.6%	5.54%	-2.1%	-1.7%
ETF MSCI Europe Utilities	1.1%	-0.9%	4.3%	13.0 x	13.7 x	5.5%	-1.8%	6.9%	5.37%	-0.6%	-1.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 24/08/2018



### 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).