



Le retour vers des valorisations plus réalistes

Conclusions

Dans notre lettre du 29 septembre nous avons conclu que le marché américain était proche d'une bulle avec une surévaluation de 11% et nous sommes passés à une opinion alléger tout en reconnaissant qu'il était impossible de prédire quand une correction pouvait intervenir. La hausse continue des taux d'intérêt a finalement provoqué une correction salutaire, mettant le S&P500 à 2659 points contre notre objectif de 2633. La tension additionnelle sur le 30 ans à 3.35% remet le cours objectif à 2557 points alors qu'une détente à 3% justifie un cours à 2747 points. L'aspect le plus étonnant du mois est que tous les fondamentaux sont restés remarquables, alors qu'on aurait pu penser que les parutions intensives des résultats en T3 étaient l'occasion de réorienter les prévisions. Il n'en a rien été et la hausse des profits 2018 a été revue à la hausse à 21.7% et celle des profits 2019 confirmée à 9.6%. On a juste observé que le rythme de révisions up/down est redevenu neutre. La stabilité des prévisions 2019 masque néanmoins une hausse substantielle dans l'énergie et des ajustements dans le secteur industriel, les produits de base et la communication. Octobre pouvait également se prêter à des ajustements macro économiques, cela n'a pas été vraiment le cas. Tout juste on constate que l'économie américaine est revue légèrement en hausse en 2019 alors que l'Europe est revue en baisse.

Tous les indicateurs macro économiques américains sont au beau fixe, confirmés par une forte croissance du PIB en T3. Est-ce à dire que le marché se trompe ? On a vu une correction pire en février et le marché est reparti. Le scénario idéal est celui d'une correction salutaire offrant un point d'entrée. Les perspectives économiques pour 2019 sont une croissance mondiale de 3.2% contre 3.4% pour cette année, qui pourrait se concrétiser si les tensions commerciales se résolvait. Nous avons prédit que la guerre commerciale s'arrêtera si Wall Street souffre. Le moment est peut-être venu... La correction sur les marchés actions a frappé partout et notamment les pays émergents. Aux US, elle s'est concentrée sur les titres du Nasdaq qui avaient flambé démesurément et ce sont ceux qui risquent de souffrir en premier de la guerre commerciale avec la Chine. Comme tout le marché, les fonds Digital ont souffert du retournement brutal mais nous sommes confiants dans le modèle qui a montré à plusieurs reprises dans le passé sa capacité à s'adapter à ces tendances.

L'environnement dans l'Eurozone est caractérisé par le maintien de taux bas confirmé par la BCE. Le 30 ans allemand est à peine à 1%. Malgré cette attractivité, les investisseurs voient plusieurs risques dans la montée du populisme, l'affaiblissement de la chancellerie allemande, le Brexit et surtout le bras de fer avec l'Italie dont la dette est reléguée à un cran au-dessus du junk par Moody's. Malgré un P/E revenu à 13.3X 2018, un dividende de 4% et un Euro très bon marché l'appétit n'est pas là. Jusqu'à quand ? Notre cours d'équilibre pour le MSCI EMU est à 135 points pour un cours à 113.

Dans notre précédente lettre nous étions passés à alléger sur le marché US et réinvestir les liquidités en bons du trésor américain à 2 ans offrant un rendement de 2.85%. Cette stratégie a été payante puisque le \$ s'est apprécié sur la période. Par alléger, nous entendions revenir en dessous de son propre benchmark. Au cours élevé actuel du \$ et au niveau déjà bien corrigé des actions, une position d'attente nous paraît sage. Les parutions en cours des résultats américains sont l'occasion de scruter l'impact des taux et de la guerre commerciale sur l'activité future. Une correction de 100 points sur le S&P500 avec des taux longs qui devraient normalement refluer pourrait être un point d'entrée.

Jacques Chahine



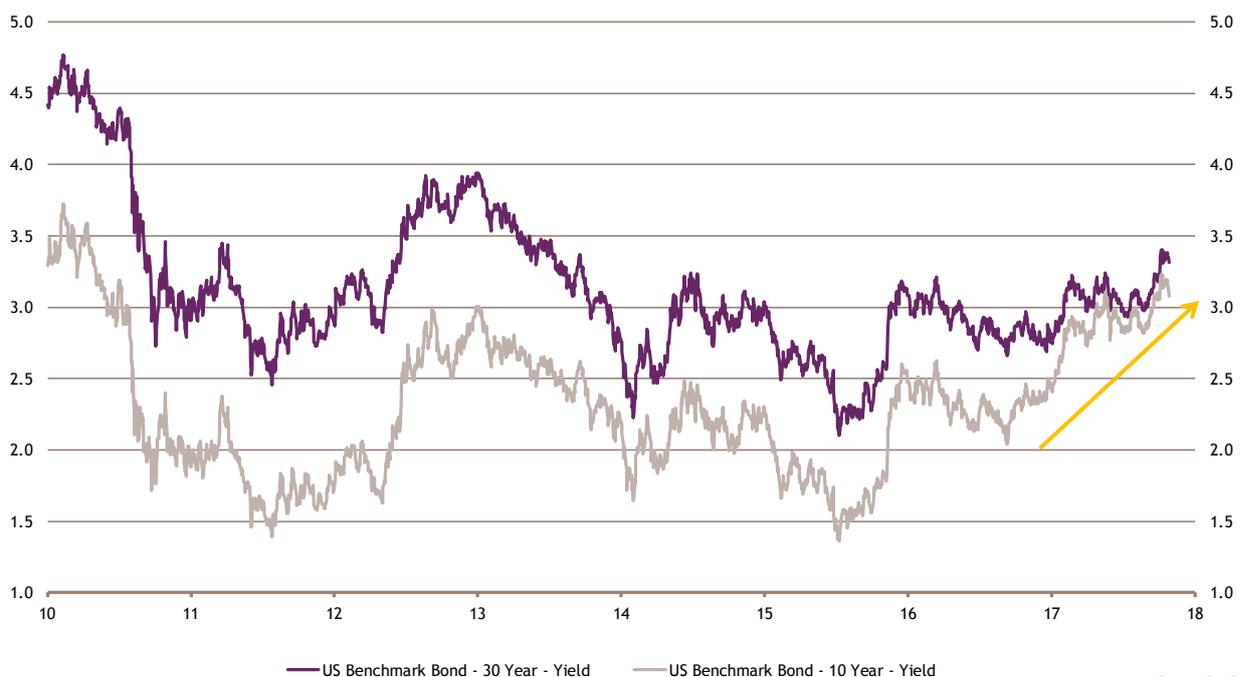
Un dégonflement salutaire de la bulle

Dans notre lettre du 29 septembre notre modèle de Prime de Risque trouvait le marché américain proche d'une bulle avec une surévaluation de 11% et nous sommes passés à une opinion d'alléger tout en reconnaissant qu'il était impossible de prédire quand une correction pouvait intervenir. La hausse des taux d'intérêt a joué un rôle prépondérant dans notre évaluation avec le 30 ans qui a franchi allégrement le seuil des 3% et la Fed qui montrait toujours des fortes velléités de maintenir la pression sur les taux. A cela s'est ajouté un sentiment de malaise sur les guerres commerciales tous azimuts menées par Trump et notamment en Chine qui est un énorme débouché pour les sociétés de la Silicon Valley. La correction a été sévère au mois d'Octobre et l'indice S&P 500 a terminé vendredi dernier à 2659 points alors que notre évaluation du marché était donnée à 2633 points. Les excellents résultats du 3^{ème} trimestre et le maintien des perspectives de profit par le consensus des analystes n'ont pas suffi à rassurer Wall Street. La valorisation de ce mois a baissé de 100 points à 2557 uniquement sous l'effet de la tension des taux à 30 ans qui sont passés de 3.20% à 3.35% avec une pointe à 3.40%. Les taux à 10 ans ont franchi la barre psychologique des 3% pour atteindre 3.22% avant de revenir à 3.12% quand les intervenants vendent les actions et se réfugient dans les taux. Mais le taux plus élevé des emprunts à 30 ans laisse anticiper une poursuite de la hausse des taux plus courts dans le futur, ce qui ne plait évidemment pas au marché.

Les taux à 30 ans sont au plus haut depuis 2013

US Long term Government Bond yield

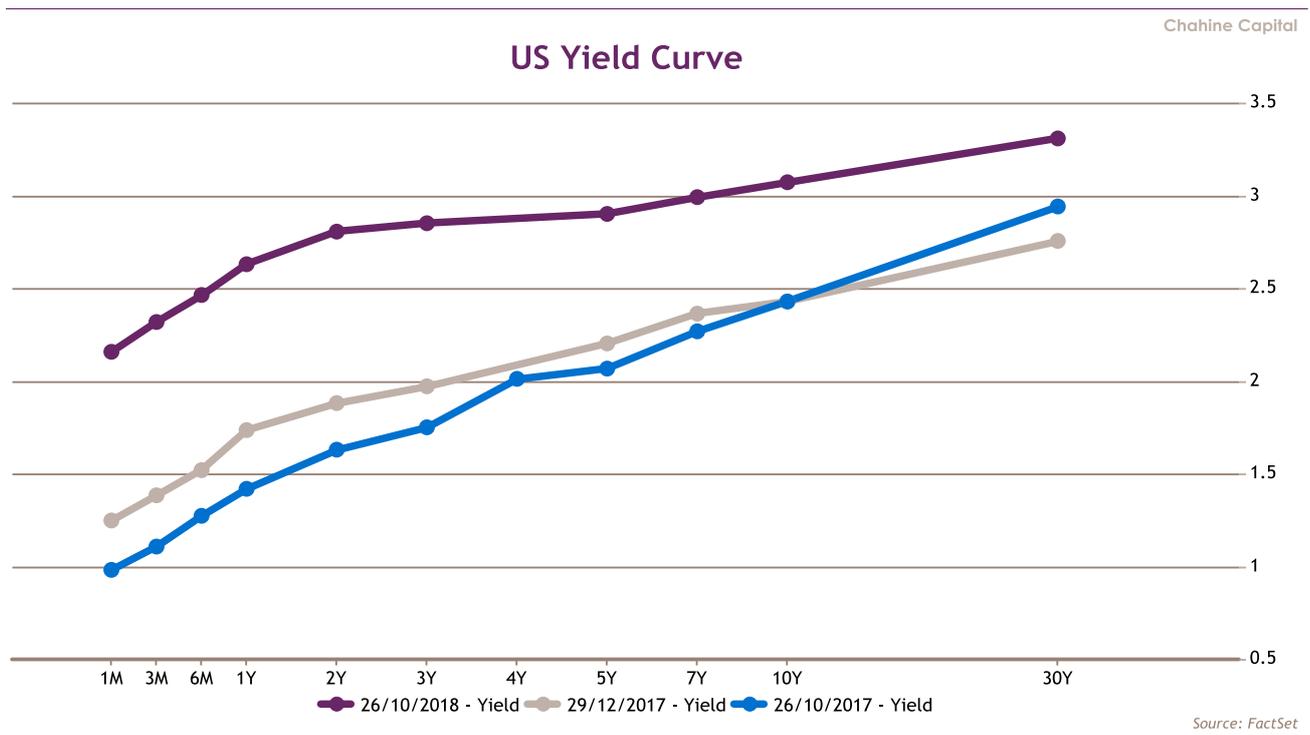
CHAHINE
CAPITAL



La crise a eu comme effet de pentifier la courbe des taux, ce qui est plutôt favorable sur un plan macro économique. Les taux à 2 ans qui reflètent les actions futures de la Fed se sont quelque peu calmés à 2.81% contre 3.07% pour le 10 ans. Cela signifie que le marché attend un peu plus de retenue de la part de la Fed.



Courbe des taux nettement plus haute



Aucun impact de la crise sur les profits

Malgré la forte correction du marché, cela n'a pas donné le signal d'une révision des profits d'autant plus qu'on était en pleine période de parutions propice aux sociétés pour infléchir leurs perspectives. L'année 2018 est quasiment jouée et les dernières estimations prévoient une hausse de 21.7%, alors qu'on attendait 21% avant la saison de parutions. Avec la moitié de la capitalisation de l'indice publiée, les bénéfices sont en moyenne supérieurs de 4.1% par rapport aux attentes de fin Juillet et les révisions sur T4 sont symboliques de 1.5% à la baisse qui permettront au final de battre cette attente.

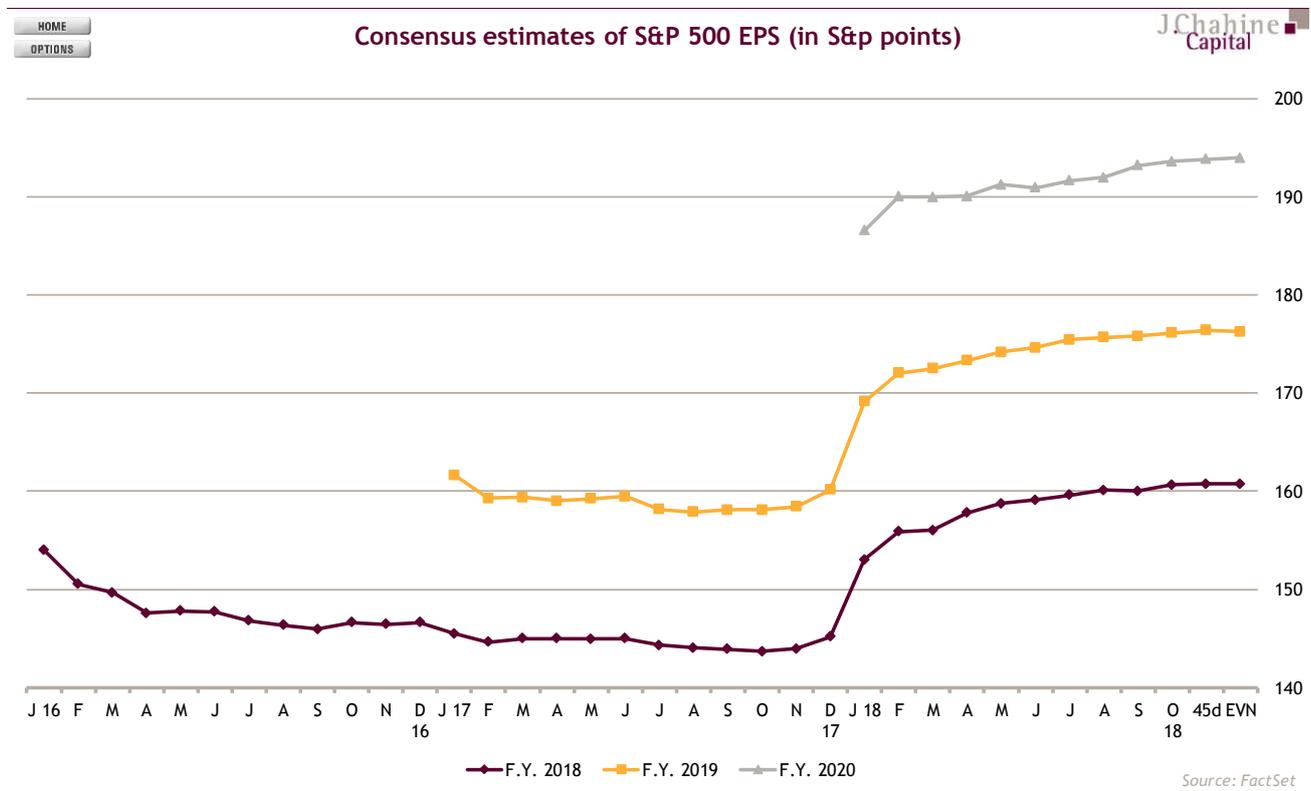
Mais l'attention se concentre sur les perspectives de 2019 car les sociétés commencent à mieux mesurer l'impact des taux et les effets de la guerre commerciale comme la hausse des tarifs sur l'acier ou sur les restrictions mises par la Chine. Globalement, les estimations de profits sont restées les mêmes qu'avant l'annonce des résultats du 3^{ème} trimestre. Mais cette stabilité masque des grandes divergences sectorielles. En effet, le secteur de l'énergie voit ses profits revus de 6% à la hausse, alors que le secteur industriel est revu en baisse de 1%. Les secteurs de consommation cyclique et non cyclique voient les profits s'effriter quelque peu. Les produits de base sont revus à la baisse de 2% et l'immobilier sensible au taux est également revu en baisse de 2%. Le secteur informatique tire son épingle du jeu mais la communication est revue en baisse.

Un indicateur intéressant est le ratio des révisions de bénéfices Hausse/Baisse. Après le torrent de révisions à la hausse dû aux réformes fiscales, le mois d'Octobre a marqué une nette cassure suite aux parutions de résultats. Le ratio est passé de 1.5 à 0.94 en 1 mois. Si ce trend se poursuit avec les prochaines parutions, cela signifie que les profits ont atteint un pic et qu'il sera difficile de faire des étincelles comme en 2018. Néanmoins, le consensus attend 9.7% de hausse en 2019 et quasiment autant en 2020. Ce serait remarquable si ces prévisions et notamment celles de 2019 se concrétisaient.

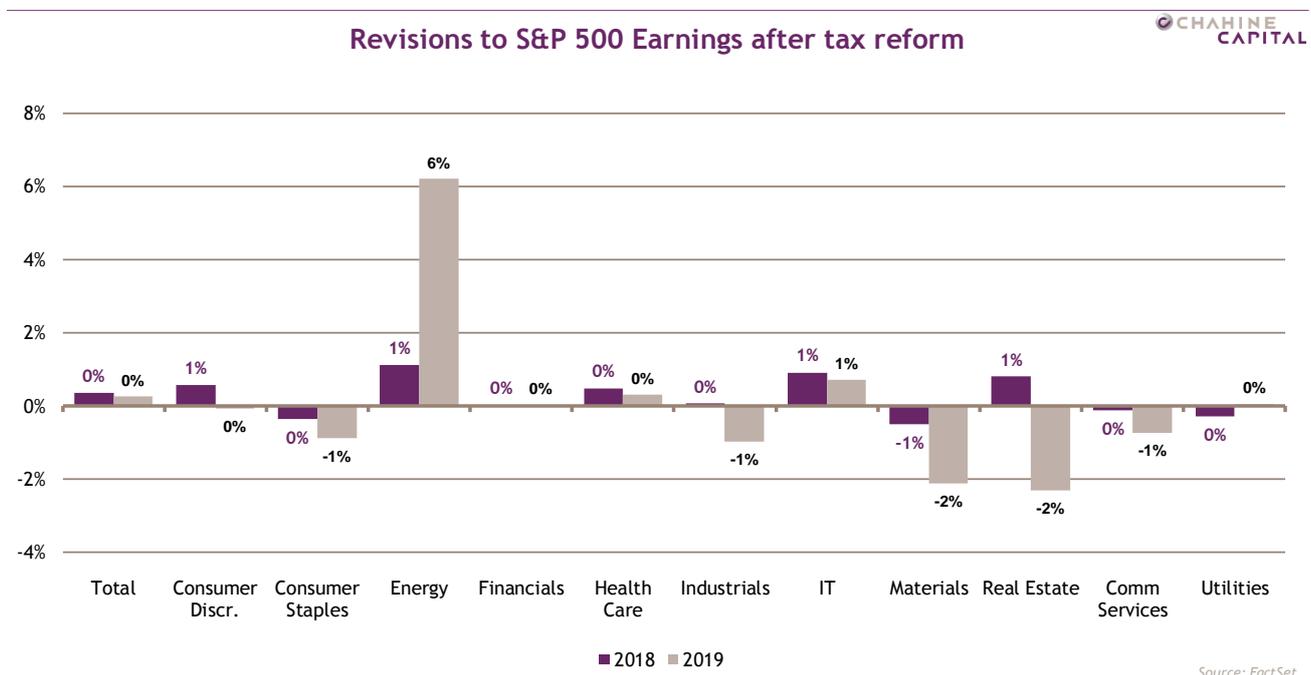


La hausse de 2019 est fortement influencée par le secteur de l'énergie qui poursuit sa recovery avec 28% de hausse de ses profits. Mais le moindre ralentissement économique ferait baisser le prix du baril. D'ailleurs, le prix du WTI est passé de 75\$ à 69\$ avec la correction du marché au mois d'Octobre.

Les prévisions des profits futurs globalement stables

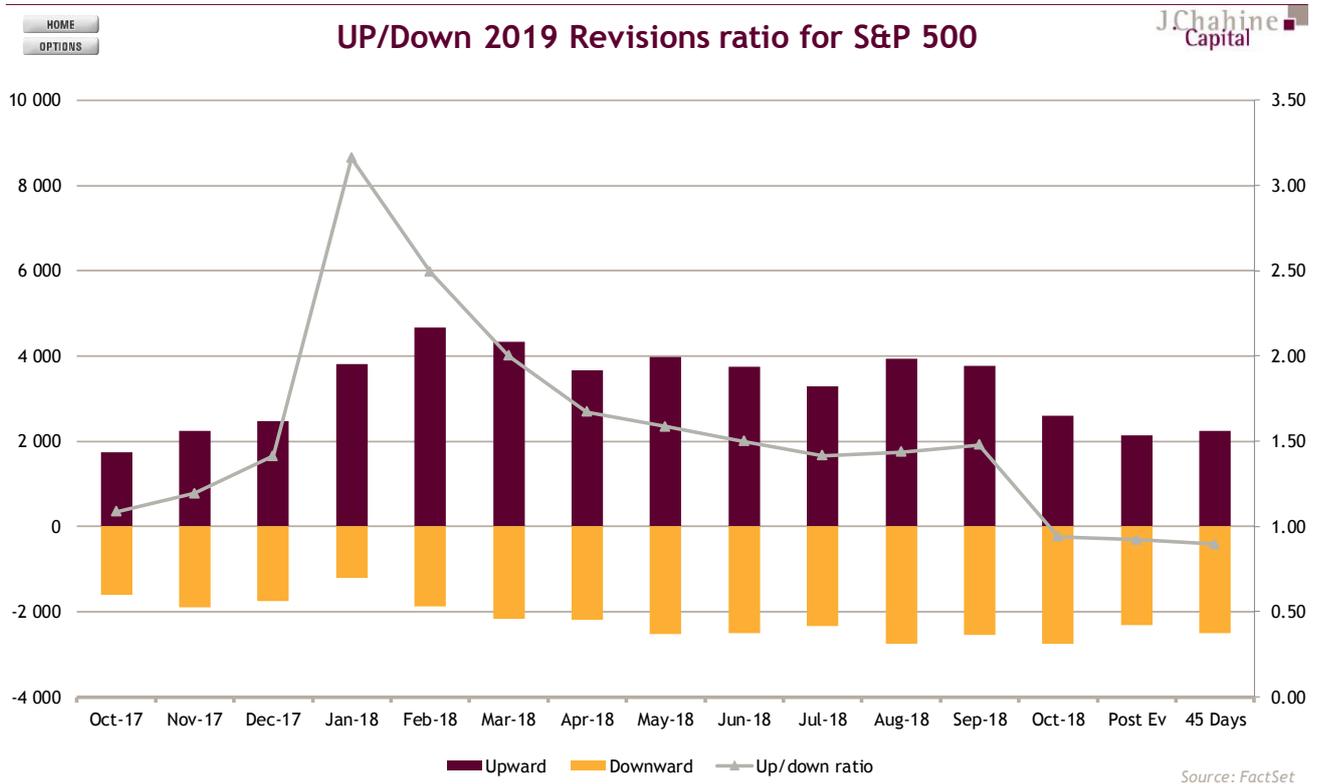


Une forte révision dans l'énergie masque plusieurs baisses





L'indicateur Hausses/Baissees s'est inversé après les parutions



Par sociétés, dans les profits revus à la hausse on trouve toutes les pétrolières comme Exxon ou Chevron, puis Microsoft dont les profits 2019 sont revus en hausse de 1.2Mds\$, Boeing, Merck, Biogen... Dans les révisions en baisse on trouve Western Digital, Honeywell, Texas Instrument, Applied Material, les compagnies aériennes et même Google. On voit ainsi l'impact sur les sociétés exportatrices de composants électroniques.

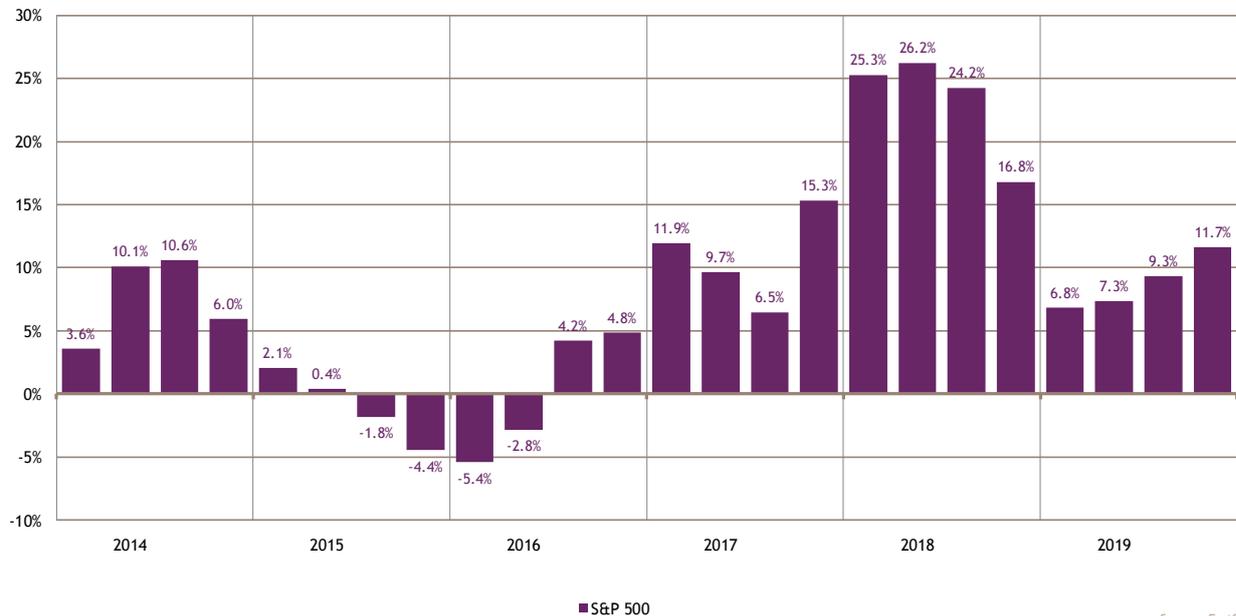
La hausse des profits au 3^{ème} trimestre a été très vigoureuse à 24.2% boostée par 12% d'impact de la réforme fiscale et 3% de financial engineering résultant de l'achat de leurs titres par les sociétés. Le phénomène de rachat a été accéléré par le rapatriement bon marché des profits des grands groupes parqués à l'étranger. Au 4^{ème} trimestre la hausse devrait se ralentir à 16.8% par un effet de base de fin 2017 qui avait vu déjà un impact fiscal favorable. Les hausses de 2019 devraient se normaliser à un chiffre pour atteindre en moyenne 9.6%. Comme on l'a vu, cette hausse n'a pas été fondamentalement remise en cause par les parutions du 3^{ème} trimestre malgré un marché très chahuté. Tout juste, le niveau des révisions à la hausse marque une pause. Le rachat des titres à hauteur de plus de 3% devrait se ralentir en 2019 sous l'effet de la baisse de rapatriement des profits et de la hausse des taux.



Retour vers une croissance à un chiffre en 2019

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE CAPITAL



Source: FactSet

Pas de remise en question de la croissance économique

Au niveau macro économique, on ne constate pas de révisions particulières de la croissance mondiale, avec une économie américaine revue plutôt à la hausse et l'économie en Europe revue légèrement à la baisse. Les prévisions pour 2019 de la croissance mondiale selon notre méthode d'agrégation sont légèrement inférieures à 2018 avec 3.2% contre 3.4% sous l'effet d'un léger retrait de la Chine qui ne peut évidemment pas maintenir indéfiniment une croissance de plus de 6%. En revanche, l'Inde continue son rattrapage partant d'un niveau très bas avec une hausse prévue de 7.5%. A titre de comparaison, l'Inde représente 2.8% du PIB mondial contre 17.8% pour la Chine avec des populations devenues les mêmes. Sur les 3.2% de croissance, les pays émergents contribuent à hauteur de 1.8% et 1.2% pour la Chine seule. Ces chiffres montrent le danger d'une crise systémique dans les pays émergents qui pourrait être provoquée par la raréfaction du financement en \$.

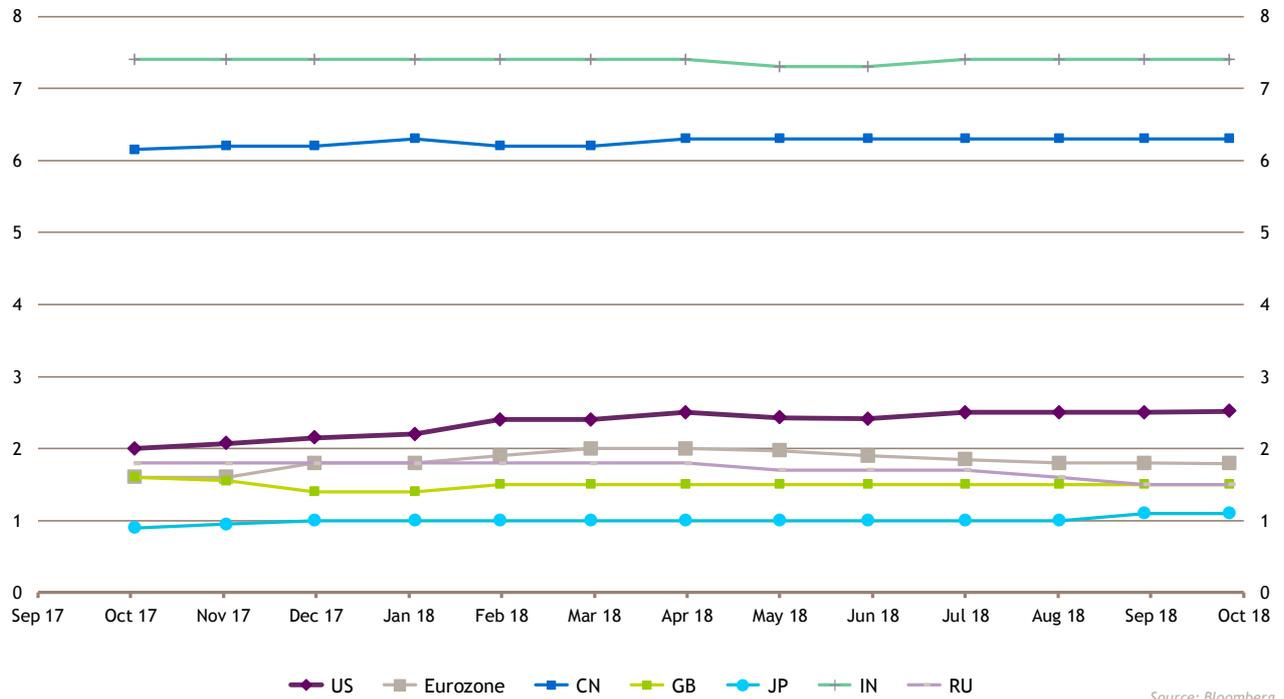
Le consensus économique prévoit une hausse du PIB américain de 2.52% en 2019, revue à la hausse de 2.41%. En zone Euro, le consensus est révisé la baisse de 2% à 1.8% en raison de la France et de l'Allemagne dans une moindre mesure. Les économistes ne voient pas l'Italie repartir en 2019 et révisent la croissance à la baisse à 1.1%. Le Japon jouit d'une croissance inespérée de 1.1% revue à la hausse. Compte tenu de sa démographie négative, c'est un bon chiffre.



Bonne croissance aux US, effritement en Eurozone

2019 GDP Forecast for main countries

CHAHINE CAPITAL

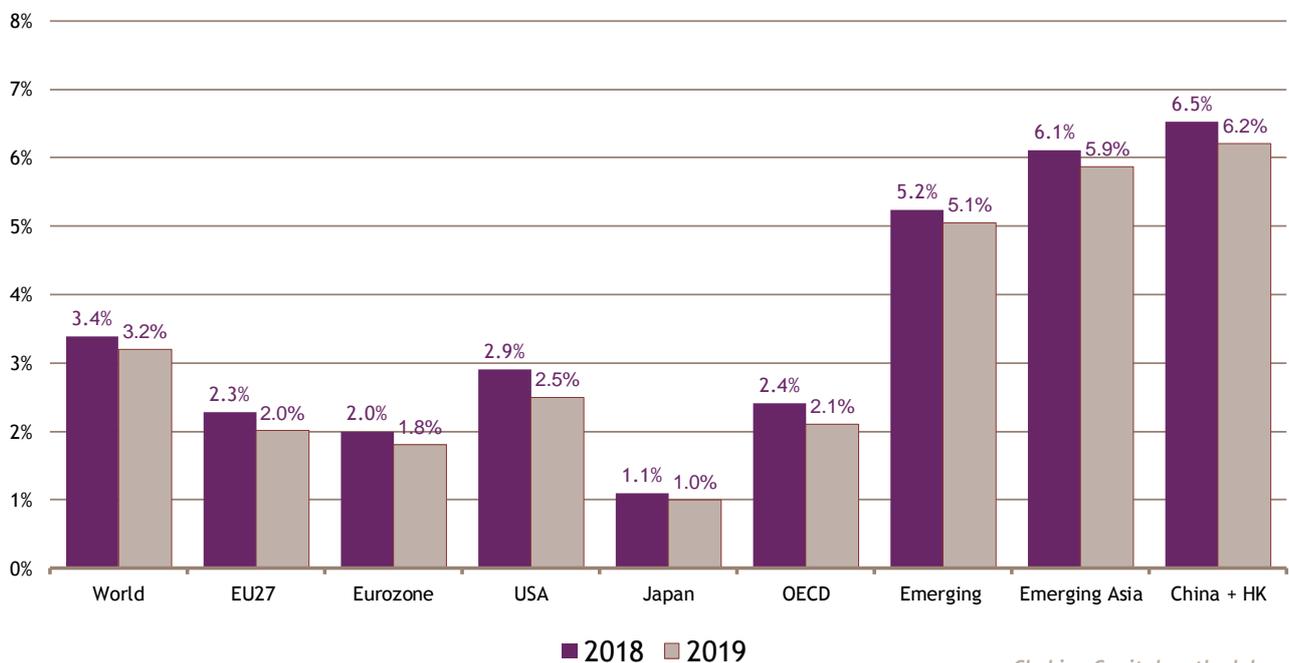


Source: Bloomberg

Léger recul de la croissance mondiale en 2019

2019 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE CAPITAL



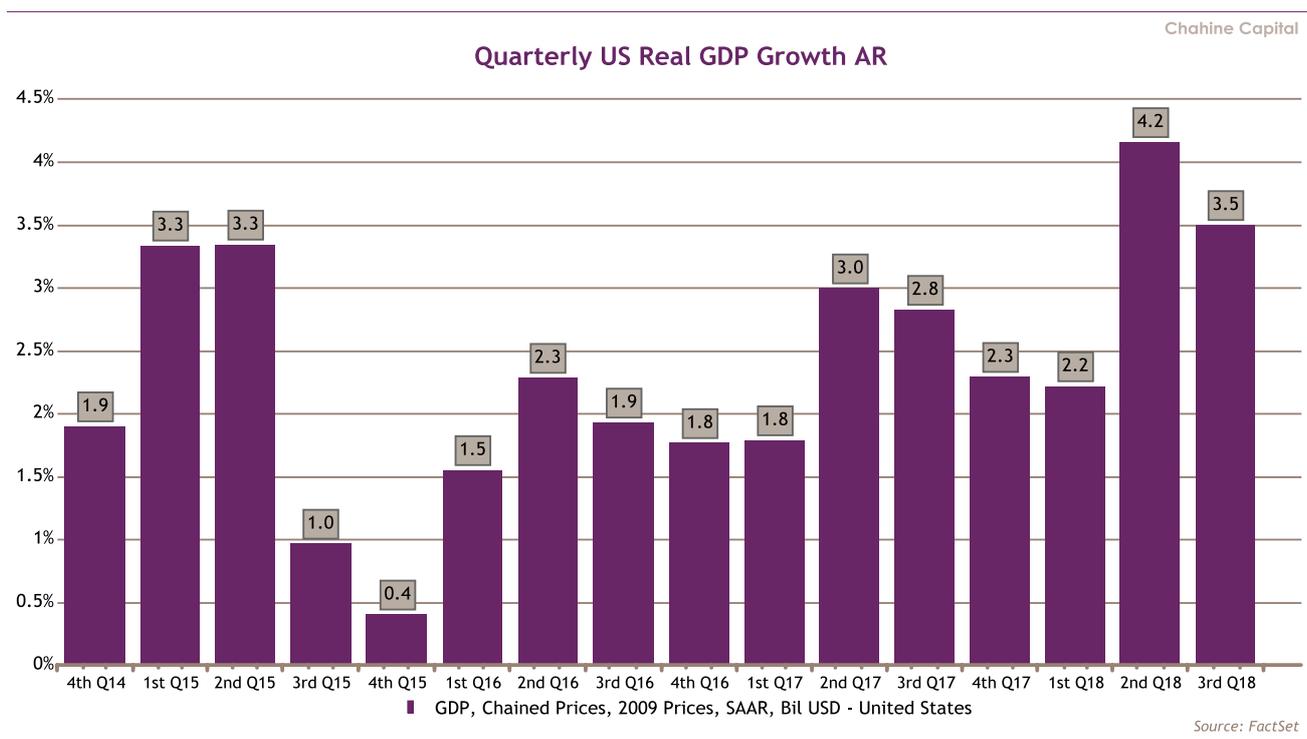
Chahine Capital methodology



L'économie américaine toujours sur un nuage

La publication de la croissance américaine au 3^{ème} trimestre a constitué une surprise positive s'affichant à 3.5% en rythme annualisé contre 3% attendus. La consommation s'est envolée avec une hausse de 4%, cependant l'investissement privé est en légère baisse notamment dans la construction. Le consensus attend une hausse de 2.7% pour le dernier trimestre, la partie inventaire pouvant impacter fortement cette donnée. L'indice des prix de la consommation privée, très surveillé par la Fed et dérivé des comptes nationaux, a progressé de 1.6% en rythme annualisé en T3 contre 2% en T2. Ce chiffre est à comparer aux 2.2% d'inflation affichés en Septembre.

Très bons résultats économiques au 3^{ème} trimestre



L'examen des principaux indicateurs américains montre une économie toujours en pleine expansion avec des statistiques de l'emploi à leur plus haut historique, avec moins de 200.000 inscriptions au chômage par semaine alors que ça n'était jamais tombé en dessous des 300.000 dans toute l'histoire. Par contre, le taux de participation s'est structurellement modifié passant à 62.5% contre 66% avant la crise. Ce mouvement s'explique par l'arrivée à la retraite des baby boomers et le plus faible taux de participation des jeunes qui sont plus scolarisés. Il est certain qu'avec la tension actuelle sur le marché du travail, peu de demandeurs ne trouvent pas un emploi, même si ce n'est pas toujours un emploi de rêve.

L'indice ISM manufacturier est au plus haut historique à 62% ainsi que l'indicateur de confiance des consommateurs. L'immobilier marque un arrêt avec une baisse sensible du rythme de ventes des maisons neuves et la baisse des nouvelles demandes de permis qui ne sont jamais revenues à leur niveau de plus de 2 millions d'unité avant la crise (1.3M actuellement).



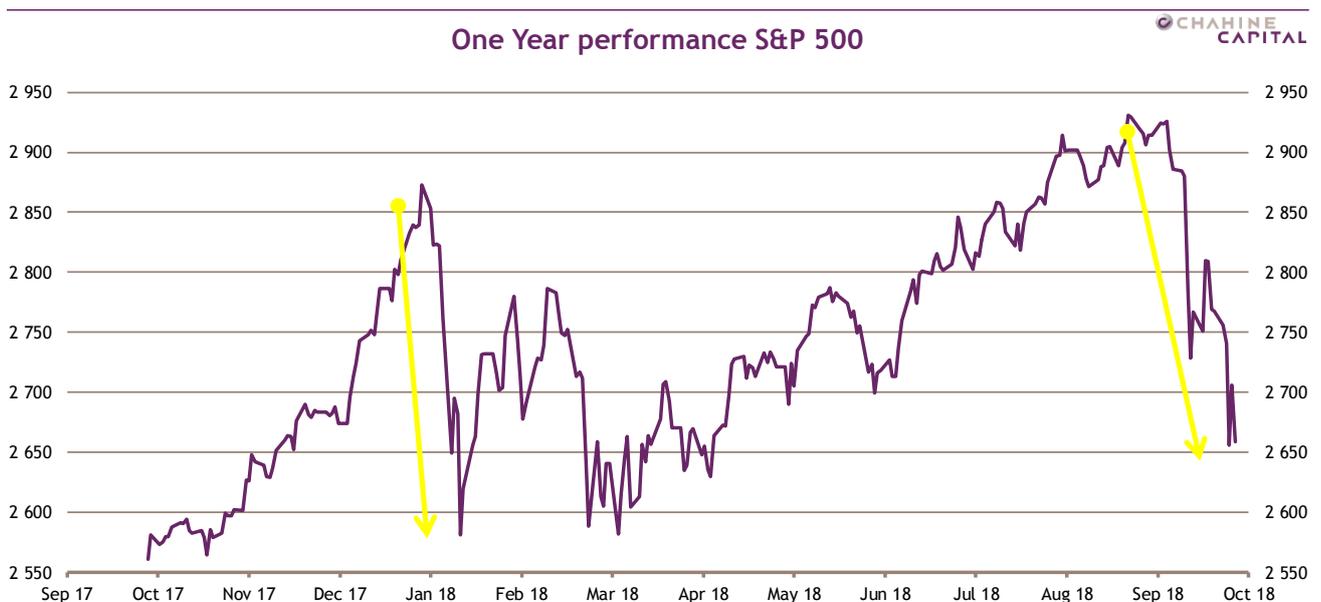
Une similitude avec la correction de début d'année ?

Malgré ces statistiques rassurantes, le marché a entamé une sévère correction motivée par la rapidité des hausses des taux et les divers risques qui peuvent émerger. La correction actuelle n'est pas loin de nous rappeler le crash de 1987 de 22% en un jour dans un environnement économique idyllique mais des taux qui montaient. Tout le monde voyait venir alors la récession. Mais deux mois après, nous discutons avec la direction de l'Oréal leur demandant s'ils voyaient venir la crise. Pas du tout nous ont-ils répondu, nos affaires continuent de marcher très fort. Et le marché est reparti de l'avant. Le fait que les dirigeants des énormes sociétés qui ont annoncé leurs résultats en Octobre ne perçoivent pas de ralentissement est assez troublant.

A part l'inquiétude légitime sur la hausse des taux, les risques perçus par le marché peuvent se résumer ci-dessous :

- 1) La montée en ligne des guerres commerciales tous azimuts : Chine en priorité, Union Européenne, Asie...
- 2) La montée du populisme en Europe, les créances douteuses dans les banques italiennes
- 3) Le retour des sanctions sur l'Iran et le risque de déstabilisation du marché pétrolier
- 4) le risque sur les devises émergentes fortement endettées en \$
- 5) Les tensions avec la Russie et la cyberguerre
- 6) La crise en Corée du Nord qui a peu d'espoir de se terminer malgré les pourparlers en cours
- 7) L'approche de l'échéance du Brexit

Les deux corrections de 2018



Source: FactSet

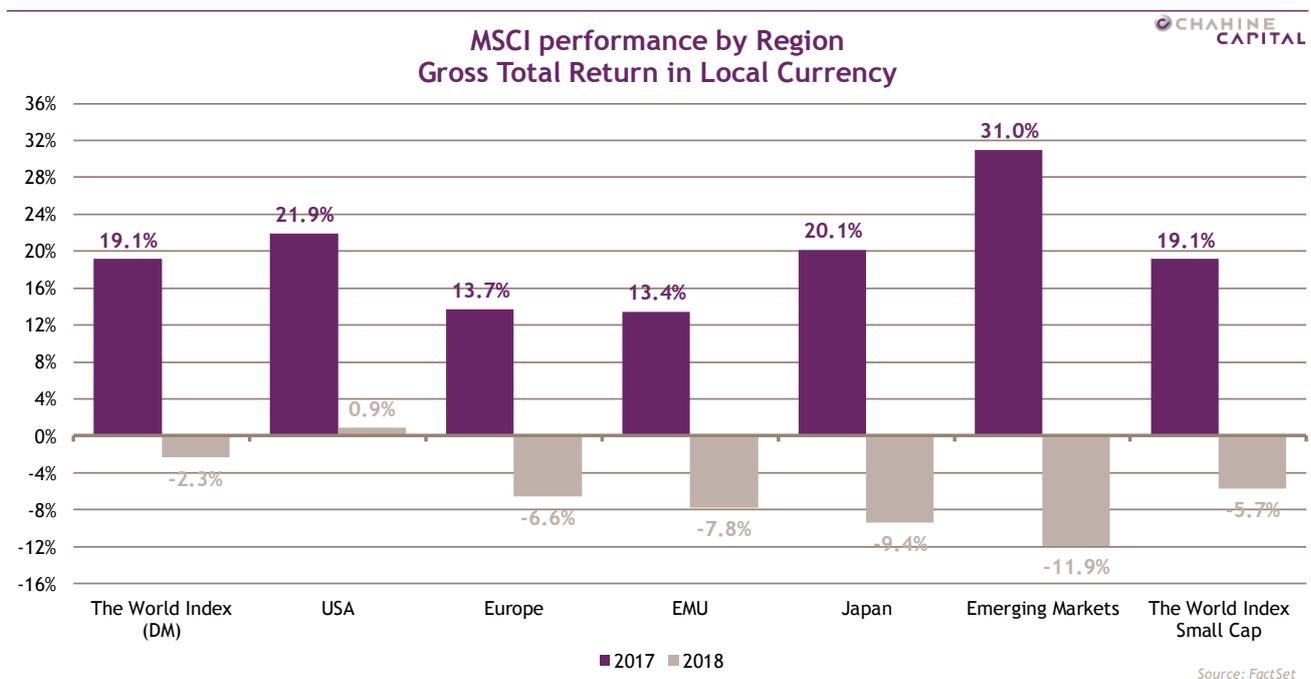
Nous avons retracé les deux corrections majeures intervenues en 2018, la première en Février après un démarrage foudroyant en Janvier. La correction a été sévère de 10.2% du plus haut. A l'époque, c'est la guerre commerciale avec la Chine qui avait déclenché le signal, mais les taux, en hausse déjà, inquiétaient



moins le marché, restant en dessous de la barre des 3%. Au fur et à mesure que l'impact de la guerre commerciale avec la Chine s'estompait, le marché a repris de la hauteur et a atteint des niveaux de valorisation excessifs. La hausse des taux ayant repris de plus belle est alors devenue un révélateur du malaise et nous sommes maintenant en territoire de correction de 9.4%.

Comme il fallait s'y attendre le marché américain entraîne les autres places financières et les performances sont partout négatives depuis le début de l'année. Le marché américain a corrigé plus que l'Europe en relatif du fait que la correction a porté essentiellement sur les valeurs technologiques. Il est légèrement négatif sur le cours et légèrement positif si on inclut le dividende.

Les marchés sont dans le rouge surtout les émergents

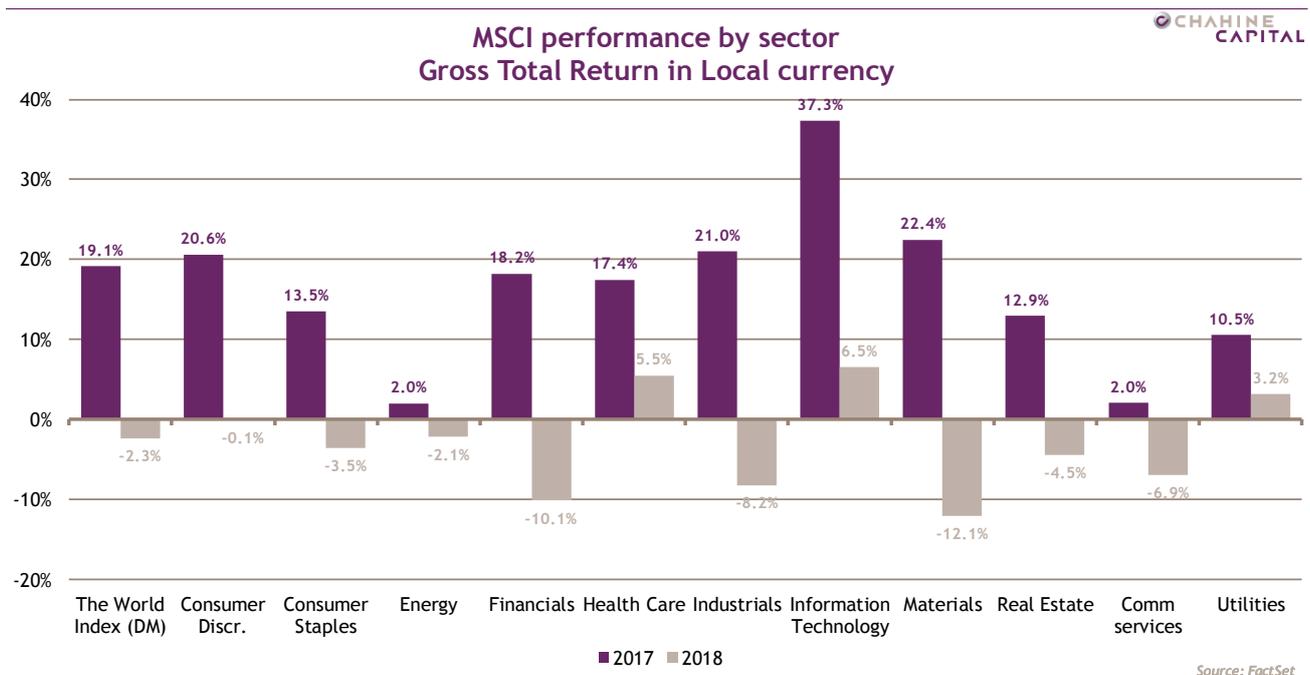


Par secteur, le marché a corrigé de façon aveugle toutes les valeurs qui avaient grimpé excessivement, ce qui a porté sur les GAFAM, la technologie en général et la santé. Malgré cette correction, les deux secteurs sont encore positifs. Il faut noter que la technologie exporte beaucoup et rapatrie des profits colossaux de l'international. La guerre commerciale, si elle s'accroît, aura des répercussions importantes. Comme à chaque correction, le marché s'est orienté brutalement vers les secteurs défensifs.

Dans notre lettre du 2 juillet, nous avons titré « La guerre commerciale s'arrêtera si Wall Street souffre ». Le temps de la négociation est peut-être arrivé pour le président Trump en pleine période électorale avec un marché financier qui ne doit certainement pas lui plaire et les lobbyistes qui doivent s'impatienter. Une rencontre est prévue avec Xi Jinping au G20 le 30 Novembre en Argentine qui sera d'autant plus importante si les marchés financiers restent maussades.



Forte correction sur la technologie et la santé



Nos fonds Digital ont souffert de cet environnement où les valeurs de qualité et de croissance ont été les plus touchées. Digital Stars Europe affiche une baisse de 10% depuis le début de l'année, Digital Stars Europe Ex-UK une baisse de 7.7% et Digital Stars Europe Smaller Companies une baisse de 12.0%. Le fonds a connu dans son historique des retournements similaires et le modèle a réussi à chaque drawdown à s'adapter aux nouvelles données.

Montée des risques dans la zone Euro

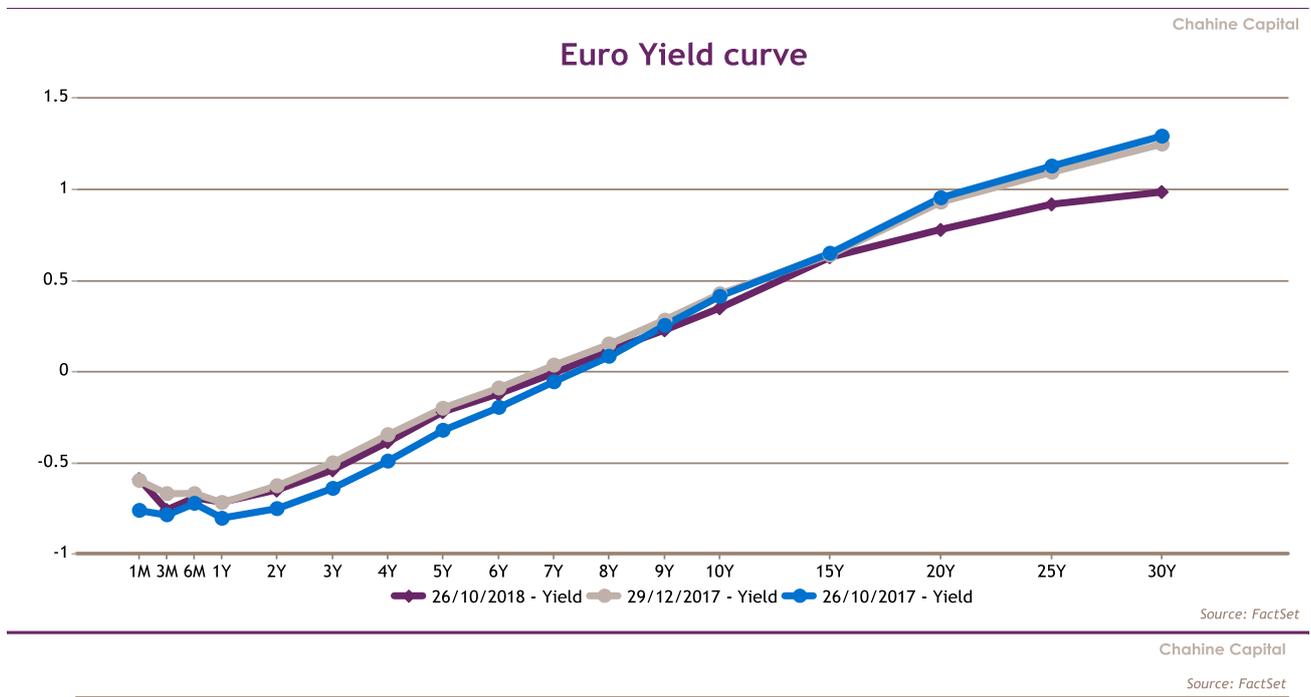
L'environnement dans l'Eurozone est caractérisé par le maintien de taux bas aussi longtemps qu'il le faut et en tout cas jusqu'après l'été 2019. Le programme Q/E qui a gonflé le bilan de la BCE à 4.6 trillions € devrait s'arrêter en fin d'année. La BCE refuse évidemment de venir au secours de l'Italie en cas de complications avec son budget. Cela reste à voir si l'Eurozone devrait faire face à un orage qui serait autrement plus grave que celui de la Grèce. La BCE avait à l'époque participé au sauvetage de ce pays.

Contrairement aux US, la courbe des taux allemande a reflué, le 30 ans allemand revenant en dessous de 1% ! et le 10 ans à 0.35%. Les taux dans la plupart des pays de l'Eurozone ont également baissé suite à la crise sauf bien entendu en Italie qui présente le risque systémique du moment. Les agences de notation ont dégradé la note, Moody's la mettant juste un cran au-dessus des junk bonds. La bataille avec la Commission Européenne fait rage au sujet du budget et de l'aggravation du déficit et le risque est grand de ne plus trouver personne pour acheter la dette italienne. Il faut ajouter à ce tableau la montée du populisme et l'affaiblissement de la chancellerie ce qui affaiblit énormément la zone. Par ailleurs, le débat sur le Brexit fait rage avec une échéance qui avance à grand pas pour Mars 2019. L'inflation a atteint 2.1% en septembre mais 0.9% si l'on exclut l'énergie le tabac et l'alimentation. La hausse fulgurante de l'énergie a ponctionné lourdement le portefeuille des ménages et justifie le ralentissement constaté.

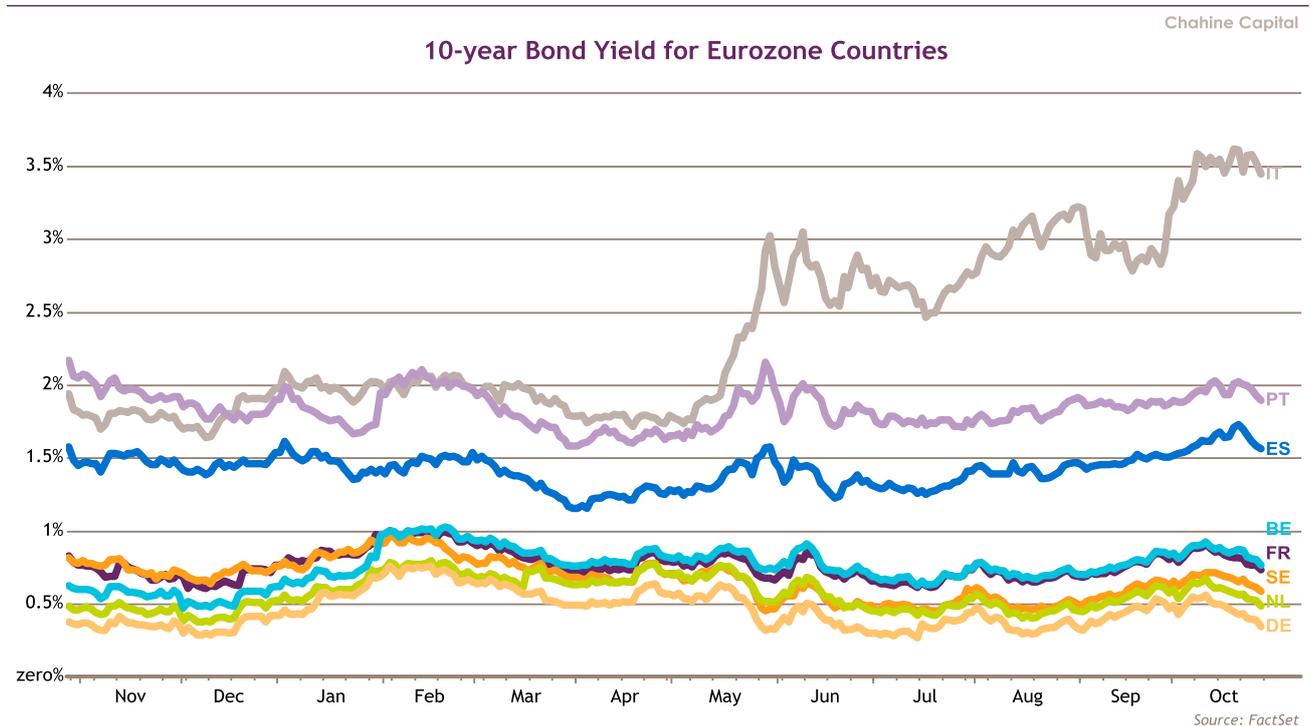


La croissance économique est revue à la baisse passant d'un plus haut de 2.4% à 2% pour 2018 et 1.8% en 2019. Dans cet environnement, les profits des sociétés en 2018 s'effritent et passent en dessous des 5%. Un rebond de 10% est attendu en 2019 mais on risque là aussi quelques déceptions.

La courbe des taux a reculé en zone euro



Les taux italiens restent à des niveaux très élevés





Valorisation des marchés

Du fait de la hausse du 30 ans américain, notre objectif de cours pour le S&P500 revient à 2557 au lieu de 2633. Pas de modification au niveau du CAGR qui reste fixé à 4.2%, pouvant se décomposer en 2.1% d'inflation et 2.1% de croissance économique sur longue période. Si le 30 ans revenait à 3%, l'objectif de cours passerait à 2747 pour une clôture à 2658. Pour justifier le cours actuel avec les taux à 3.35% le CAGR devrait être de 5.2% ; nous laissons à nos lecteurs le loisir d'en apprécier le réalisme. Notre valorisation ne retient pas le scénario d'un vrai retournement de cycle avec un ralentissement de l'économie mondiale. En première approximation, un tel choc pourrait amener l'indice à 2383 points en bottom pour un 30 ans qui reviendrait à 2.75%.

Une bonne partie de la bulle a éclaté

S&P 500 - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	2.75%	3.00%	3.35%	3.50%	3.75%
Mild recession: 21.2% in 2018, -7.2% in 2019, and 8% in 2020 - CAGR = 1.6%	2 383	2 259	2 103	2 042	1 946
Implied Scenario CAGR 5.2% over 8 years	3 073	2 910	2 706	2 625	2 499
Base scenario: 21.2% in 2018, 10.0% in 2019 and 8.5% in 2020 - CAGR = 4.2%	2 898	2 747	2 557	2 481	2 364
Current Index S&P 500	2 658				

En zone Euro, le taux moyen pondéré des emprunts à 30 ans est stable à 1.66%. Le marché reste attractif jusqu'à des taux à 2%, mais la profitabilité des grosses capitalisations reste faible. La valorisation du marché européen reste une énigme : malgré un P/E de 13.3x 2018, un rendement de dividendes revenu à 4% et des taux quasi nuls, le marché reste délaissé. Si le marché a raison dans sa grande sagesse, l'avenir de nos grands groupes ne promet pas d'être brillant. D'ailleurs, le modèle table sur un CAGR 8 ans de -3%. Les seules valeurs de croissance se retrouvent dans les niches des petites et moyennes capitalisations qui ont fait le succès de Digital.

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%	1.66%	1.75%	2.00%
Depression scenario: 4.7% in 2018, -5% in 2019, and +4% in 2020 - CAGR = -6.3%	115	108	104	102	97
Implied Scenario: CAGR -5.3% over 8 years	126	118	114	112	106
Base scenario: 4.7% in 2018, 10.2% in 2019, and 6% in 2020 - CAGR = -3.0%	148	140	135	132	125
Current Index MSCI EMU	113				



Conclusions

Dans notre lettre du 29 septembre nous avons conclu que le marché américain était proche d'une bulle avec une surévaluation de 11% et nous sommes passés à une opinion alléger tout en reconnaissant qu'il était impossible de prédire quand une correction pouvait intervenir. La hausse continue des taux d'intérêt a finalement provoqué une correction salutaire, mettant le S&P500 à 2659 points contre notre objectif de 2633. La tension additionnelle sur le 30 ans à 3.35% remet le cours objectif à 2557 points alors qu'une détente à 3% justifie un cours à 2747 points. L'aspect le plus étonnant du mois est que tous les fondamentaux sont restés remarquables, alors qu'on aurait pu penser que les parutions intensives des résultats en T3 étaient l'occasion de réorienter les prévisions. Il n'en a rien été et la hausse des profits 2018 a été revue à la hausse à 21.7% et celle des profits 2019 confirmée à 9.6%. On a juste observé que le rythme de révisions up/down est redevenu neutre. La stabilité des prévisions 2019 masque néanmoins une hausse substantielle dans l'énergie et des ajustements dans le secteur industriel, les produits de base et la communication. Octobre pouvait également se prêter à des ajustements macro économiques, cela n'a pas été vraiment le cas. Tout juste on constate que l'économie américaine est revue légèrement en hausse en 2019 alors que l'Europe est revue en baisse.

Tous les indicateurs macro économiques américains sont au beau fixe, confirmés par une forte croissance du PIB en T3. Est-ce à dire que le marché se trompe ? On a vu une correction pire en février et le marché est reparti. Le scénario idéal est celui d'une correction salutaire offrant un point d'entrée. Les perspectives économiques pour 2019 sont une croissance mondiale de 3.2% contre 3.4% pour cette année, qui pourrait se concrétiser si les tensions commerciales se résolvaient. Nous avons prédit que la guerre commerciale s'arrêtera si Wall Street souffre. Le moment est peut-être venu... La correction sur les marchés actions a frappé partout et notamment les pays émergents. Aux US, elle s'est concentrée sur les titres du Nasdaq qui avaient flambé démesurément et ce sont ceux qui risquent de souffrir en premier de la guerre commerciale avec la Chine. Comme tout le marché, les fonds Digital ont souffert du retournement brutal mais nous sommes confiants dans le modèle qui a montré à plusieurs reprises dans le passé sa capacité à s'adapter à ces tendances.

L'environnement dans l'Eurozone est caractérisé par le maintien de taux bas confirmé par la BCE. Le 30 ans allemand est à peine à 1%. Malgré cette attractivité, les investisseurs voient plusieurs risques dans la montée du populisme, l'affaiblissement de la chancellerie allemande, le Brexit et surtout le bras de fer avec l'Italie dont la dette est reléguée à un cran au dessus du junk par Moody's. Malgré un P/E revenu à 13.3X 2018, un dividende de 4% et un Euro très bon marché l'appétit n'est pas là. Jusqu'à quand ? Notre cours d'équilibre pour le MSCI EMU est à 135 points pour un cours à 113.

Dans notre précédente lettre nous étions passés à alléger sur le marché US et réinvestir les liquidités en bons du trésor américain à 2 ans offrant un rendement de 2.85%. Cette stratégie a été payante puisque le \$ s'est apprécié sur la période. Par alléger, nous entendions revenir en dessous de son propre benchmark. Au cours élevé actuel du \$ et au niveau déjà bien corrigé des actions, une position d'attente nous paraît sage. Les parutions en cours des résultats américains sont l'occasion de scruter l'impact des taux et de la guerre commerciale sur l'activité future. Une correction de 100 points sur le S&P500 avec des taux longs qui devraient normalement refluer pourrait être un point d'entrée.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 26/10/2018 (in local currency)

	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 018	Revision vs M-2%	
	MSCI World	2018	2017	2019	2018	2019	2018	2017	Div Yield	Fiscal 19	Fiscal 18
MSCI The World Index	100.0%	-5.6%	20.1%	13.9 x	15.1 x	9.2%	14.3%	19.8%	2.60%	-0.7%	-0.7%
MSCI USA	60.8%	-0.8%	19.6%	15.1 x	16.6 x	9.9%	21.9%	12.2%	2.01%	0.2%	0.3%
MSCI Japan	8.2%	-9.6%	16.6%	11.4 x	11.8 x	3.9%	7.8%	26.4%	2.52%	-1.2%	-0.6%
MSCI EMU	14.1%	-10.1%	10.1%	11.7 x	12.9 x	10.2%	4.6%	21.4%	3.75%	-1.0%	-1.3%
MSCI Europe	26.0%	-9.3%	7.2%	12.2 x	13.3 x	9.4%	9.9%	14.8%	3.97%	-0.3%	-0.5%
MSCI Europe ex Energy	23.8%	-10.3%	7.8%	12.4 x	13.5 x	8.5%	6.8%	12.5%	3.84%	-0.9%	-0.7%
MSCI Austria	0.1%	-14.7%	36.4%	8.9 x	9.2 x	4.4%	7.9%	28.9%	3.96%	-0.2%	-0.8%
MSCI Belgium	0.6%	-18.3%	1.7%	14.1 x	15.5 x	10.2%	6.1%	13.2%	3.68%	-1.9%	-4.1%
MSCI Denmark	0.7%	-14.3%	16.3%	15.8 x	16.7 x	6.0%	4.1%	3.8%	2.76%	-2.4%	-0.2%
MSCI Finland	0.4%	4.1%	4.7%	14.9 x	16.7 x	12.5%	3.4%	13.6%	4.60%	1.4%	-0.6%
MSCI France	5.1%	-5.1%	11.2%	12.5 x	13.8 x	10.8%	9.9%	9.5%	3.54%	0.0%	-0.4%
MSCI Germany	3.8%	-14.9%	9.8%	11.2 x	12.3 x	9.5%	-3.0%	14.2%	3.47%	-2.3%	-1.9%
MSCI Great-Britain	6.2%	-9.9%	7.2%	11.5 x	12.4 x	7.9%	11.5%	23.1%	4.73%	0.1%	-0.5%
MSCI Ireland	0.2%	-13.8%	21.1%	13.6 x	14.3 x	4.8%			1.68%	-0.7%	-2.5%
MSCI Italy	1.1%	-13.5%	9.3%	9.0 x	10.0 x	11.6%	16.9%	393.3%	4.90%	0.0%	-1.1%
MSCI Netherlands	1.3%	-7.4%	14.3%	13.3 x	14.6 x	9.3%	4.2%	12.9%	3.31%	-0.7%	-1.3%
MSCI Norway	0.5%	0.1%	18.0%	12.3 x	14.2 x	15.8%	19.4%	49.4%	4.28%	2.1%	1.0%
MSCI Spain	1.4%	-13.3%	7.8%	10.5 x	11.5 x	9.6%	2.4%	37.2%	4.83%	-1.5%	-1.5%
MSCI Sweden	1.1%	-3.7%	6.4%	14.0 x	14.6 x	4.9%	13.3%	2.9%	4.29%	0.5%	3.1%
MSCI Switzerland	3.1%	-6.9%	14.6%	14.7 x	16.2 x	10.6%	31.3%	-6.0%	3.48%	-1.0%	-1.4%
MSCI Europe Consumer Discretionary	2.8%	-12.7%	11.2%	10.2 x	11.1 x	8.7%	2.5%	22.8%	3.57%	-2.4%	-2.5%
MSCI Europe Consumer Staples	3.7%	-5.9%	6.6%	17.1 x	18.6 x	8.9%	6.4%	7.2%	3.12%	-0.9%	-0.9%
MSCI Europe Energy	2.1%	3.0%	0.1%	10.0 x	11.8 x	17.8%	51.8%	63.5%	5.43%	5.6%	0.9%
MSCI Europe Financials	4.7%	-17.8%	8.1%	9.0 x	9.8 x	7.9%	14.8%	12.5%	5.38%	-0.8%	-0.2%
MSCI Europe Health Care	3.2%	-1.8%	0.6%	14.6 x	15.8 x	8.1%	4.6%	-3.6%	3.16%	-0.7%	-0.9%
MSCI Europe Industrials	3.4%	-10.8%	13.0%	14.0 x	15.8 x	13.4%	4.1%	11.6%	3.05%	-0.9%	-0.5%
MSCI Europe Information Technology	1.2%	-3.7%	17.5%	17.1 x	20.0 x	16.7%	14.4%	8.2%	1.61%	2.1%	1.8%
MSCI Europe Materials	1.8%	-11.8%	16.0%	11.9 x	12.4 x	4.1%	11.3%	46.3%	3.71%	-0.4%	-0.5%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-10.7%	7.3%	14.0 x	13.2 x	-6.2%	-5.7%	-15.0%	4.70%	1.0%	4.0%
MSCI Europe Communication Service	1.5%	-12.6%	-4.1%	13.2 x	14.4 x	9.1%	-6.3%	14.4%	5.02%	-1.8%	-1.8%
MSCI Europe Utilities	1.1%	-4.7%	4.3%	12.6 x	13.3 x	5.4%	-2.3%	7.0%	5.62%	-1.5%	-0.6%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 26/10/2018



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.