

## Récession ou crise passagère ?

### Conclusions

Notre longue expérience des économistes et analystes est qu'il est impossible d'anticiper un véritable retournement du marché. Malgré quelques erreurs, c'est l'inflexion des cours qui donne le signal de révisions des profits et ensuite les révisions macro économiques. Notre outil de Prime de Risque peut détecter un excès de valorisation, mais cela peut durer longtemps et aller assez loin avant que la pendule ne se remette à l'heure. La tension était suffisamment élevée le 28 septembre pour que nous passions à une exposition en-dessous de son benchmark avec un objectif de cours à 2633 points pour le S&P 500 qui a été atteint vendredi dernier. Une petite coïncidence dans les chiffres... Depuis cette date, les objectifs de cours ont baissé, d'une part sous l'impact de la hausse des taux longs le mois dernier, et d'autre part en raison des révisions des profits pour ce mois-ci. Notre dernier objectif est de 2478 points pour des taux à 30 ans à 3.35%. Nul doute que ce taux peut reculer si les marchés restent maussades et un taux à 3% donnerait des cours à 2646 points en ligne avec les cours actuels. Notre simulation d'une récession légère donne un cours à 2377 pour des taux qui reviendront à 2.75% et nous considérons ce cours comme étant le « worst case scenario ». L'upside est à rechercher dans une modération des actions de la Fed et la fin des guerres commerciales.

La forte chute des cours a donné le top des révisions des profits 2019 que nous estimons à 5.1% contre 10% le mois dernier et un consensus qui a reculé à 8%. Les révisions de résultats affectent TOUS les secteurs sauf l'énergie que les analystes n'ont pas eu le temps de corriger suite à la forte chute du baril. Les petites déceptions sur les GAFAAM ont donné le signal de valorisations excessives avec des corrections qui ont pesé lourd dans les indices. Le colosse GE qui a perdu les  $\frac{3}{4}$  de sa valeur en deux ans pèse sur les profits et surtout sur le marché de la dette. Celle-ci s'est fortement gonflée depuis la crise avec un stock d'obligations émises qui atteint 4.8 trillions \$ contre 2.9 en 2010. L'analyse que nous avons faite montre que le spread par rapport aux emprunts d'Etat s'est creusé d'autant plus que la notation était faible. La poursuite des hausses des taux pourrait mettre en péril des milliards de dette dans le High Yield avec un effet désastreux sur l'économie. Le phénomène pourrait peser encore plus lourd dans les pays émergents endettés en \$. Un léger reflux des taux à 2 ans laisse espérer moins de hausses en 2019.

Nous constatons un effritement de la croissance mondiale en 2019 qui devrait revenir à 3.2% contre 3.4% en 2018. L'Europe est la plus fortement revue à la baisse avec la Chine qui affiche une révision symbolique mais significative selon le protocole chinois. Les indicateurs de l'économie américaine sont bons mais on voit apparaître un recul récent de l'ISM et surtout de l'immobilier. La chute de la bourse pourrait entamer le niveau record de la confiance des consommateurs. La forte correction sur les pays émergents crée quelques appétits avec un P/E 2018 revenu à 11.3x pour une zone en croissance économique de plus de 5%.

L'environnement des risques a quelque peu reculé avec l'impact nul de l'Iran sur le marché pétrolier et les premiers signes positifs sur le Brexit. La zone Euro pose toujours des risques au niveau bancaire et la croissance économique ralentit malgré l'injection de trillions € de la BCE. La dette italienne continue de poser un risque pour la stabilité. La baisse du baril est par contre très favorable au budget du consommateur. La rentabilité des sociétés de la zone est très faible avec des créances douteuses : le cours de Deutsche Bank se traite à 28% des fonds propres ! La valorisation du marché européen est extrêmement complexe et se traite « à la casse » mais avec des risques.

Notre opinion d'alléger (exposition en-dessous de son benchmark) reste inchangée, nous sommes dans l'attente de signes de détente de la Fed et sur la guerre commerciale pour nous repositionner. Le récent discours apaisant de Jérôme Powell ouvre la porte à quelques espoirs.

*Jacques Chahine*



## La vérité est dans les cours

Dans notre précédente lettre du 27 octobre, nous n'avions constaté aucun signe de correction tant au niveau macro-économique que micro-économique dans la santé des sociétés américaines, malgré la sévère correction qui sévissait. Avec notre très longue expérience des économistes et analystes financiers, leurs prévisions n'ont jamais donné un signe précurseur de l'arrivée d'une crise. Par exemple, personne n'a vu venir la crise des subprimes et ses effets dévastateurs. En pratique, c'est toujours le marché qui donne le signal des grandes inflexions. Cela arrive qu'il se trompe, il va alors s'autocorriger. Une récession est toujours précédée par une correction de cours, mais toute correction de cours ne signifie par récession. Dans l'actualité que nous vivons, bien malin celui qui pourra prédire que la baisse va s'accélérer et nous faire rentrer en récession ou que les choses vont rentrer dans l'ordre. Il est toujours facile après coup de dire qu'il était évident que telle ou telle bulle devait éclater.

Nous avons la chance d'avoir un outil de valorisation du marché dans notre modèle de Prime de Risque qui a eu le mérite de nous indiquer un excès de valorisation du marché américain, mais sincèrement un dépassement d'un cours d'équilibre peut durer longtemps et aller assez loin avant que la pendule ne se remette à l'heure. Voici les « fair values » du S&P500 qui étaient donnés par notre modèle ces derniers mois :

### Fair value du S&P 500 selon le modèle Chahine Capital

Date	Valeur indice	Fair Value	Opinion
24/08/18	2 875	2 748	Exposition selon son benchmark
28/09/18	2 914	2 633	En dessous de son benchmark
26/10/18	2 659	2 557	En dessous de son benchmark
23/11/18	2 633	2 478	En dessous de son benchmark

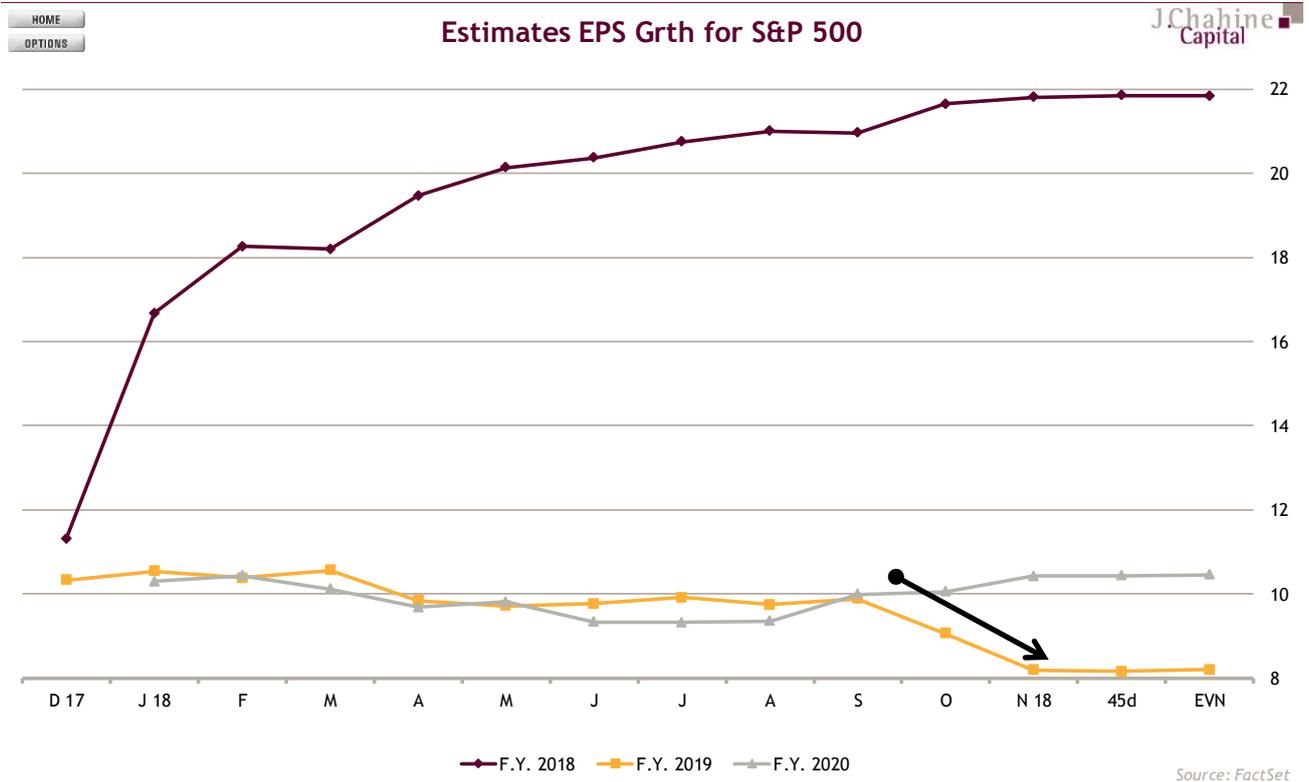
Plusieurs phénomènes sont venus précipiter le marché pour le faire revenir à son cours d'équilibre, et notamment les hausses successives des taux de la Fed et les tensions commerciales avec la Chine qui ont fini par faire souffrir les sociétés américaines. Dans l'évaluation de fin octobre, nous avons subi une hausse des taux à 30 ans qui a impacté à la baisse notre valorisation et ce mois-ci c'est le début de dégradation des profits 2019 qui a porté le coup et mis l'objectif de cours du S&P 500 à 2478 pour des taux à 30 ans à 3.35%. Mais soulignons la très forte sensibilité des cours aux taux longs. Par exemple, un retour du 30 ans à 3% donnerait un objectif de cours à 2646, soit quasiment le cours actuel. De même, une normalisation des relations commerciales avec la Chine pourrait soutenir les cours et les profits de la technologie très fortement affectés par la guerre commerciale. Le monde financier attend avec fébrilité la rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping en cette fin de semaine pour voir si des progrès peuvent être accomplis dans les négociations commerciales entre les deux plus grandes économies.

## La révision des profits 2019 a commencé

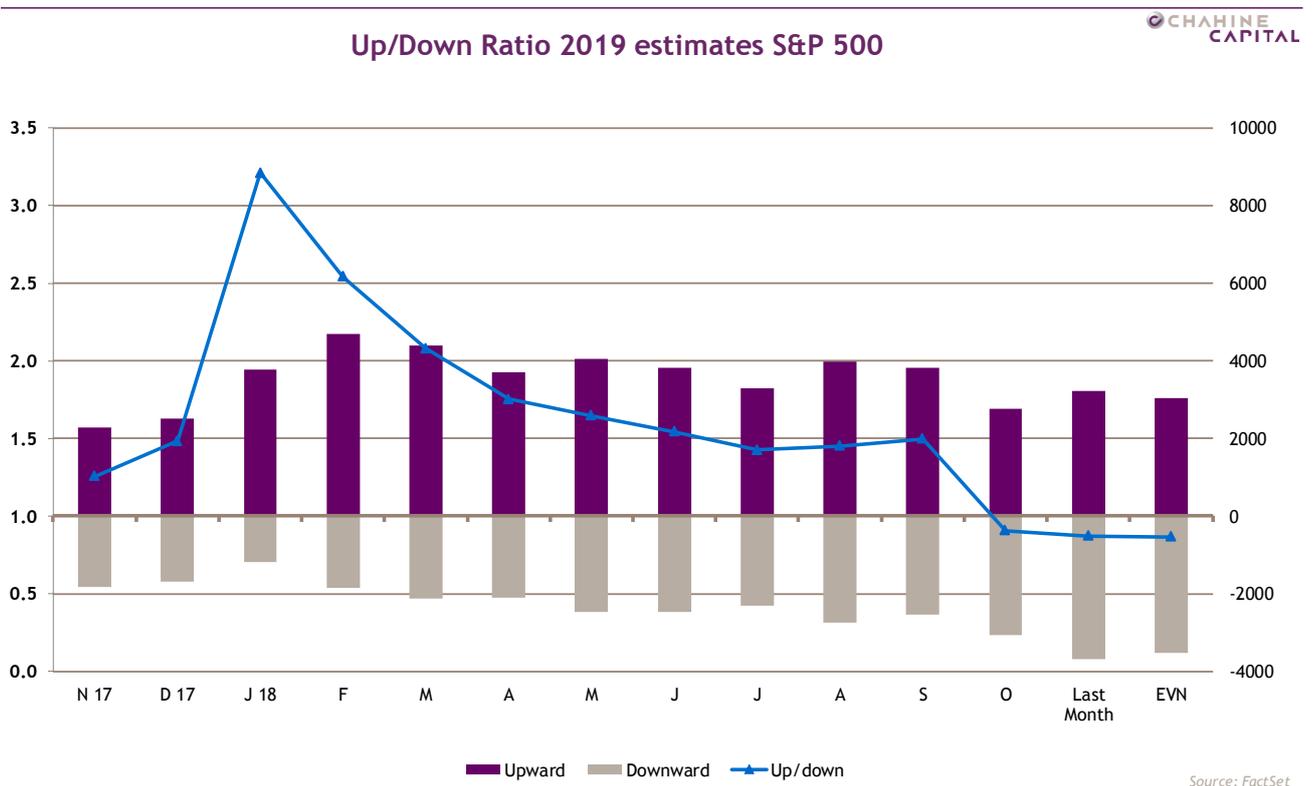
C'est la correction des cours qui a enclenché le début de révisions des bénéfices depuis fin septembre. La croissance des bénéfices 2019, immuable depuis des mois à 10% est passée à 8% aux dernières estimations. Cette baisse s'explique pour moitié par les révisions en hausse des profits 2018 qui reste une année mémorable, et pour moitié par la baisse absolue des profits 2019. Pour la première fois en octobre et novembre, le nombre de révisions à la baisse dépasse les révisions à la hausse.



Apparition des premières révisions à la baisse pour 2019



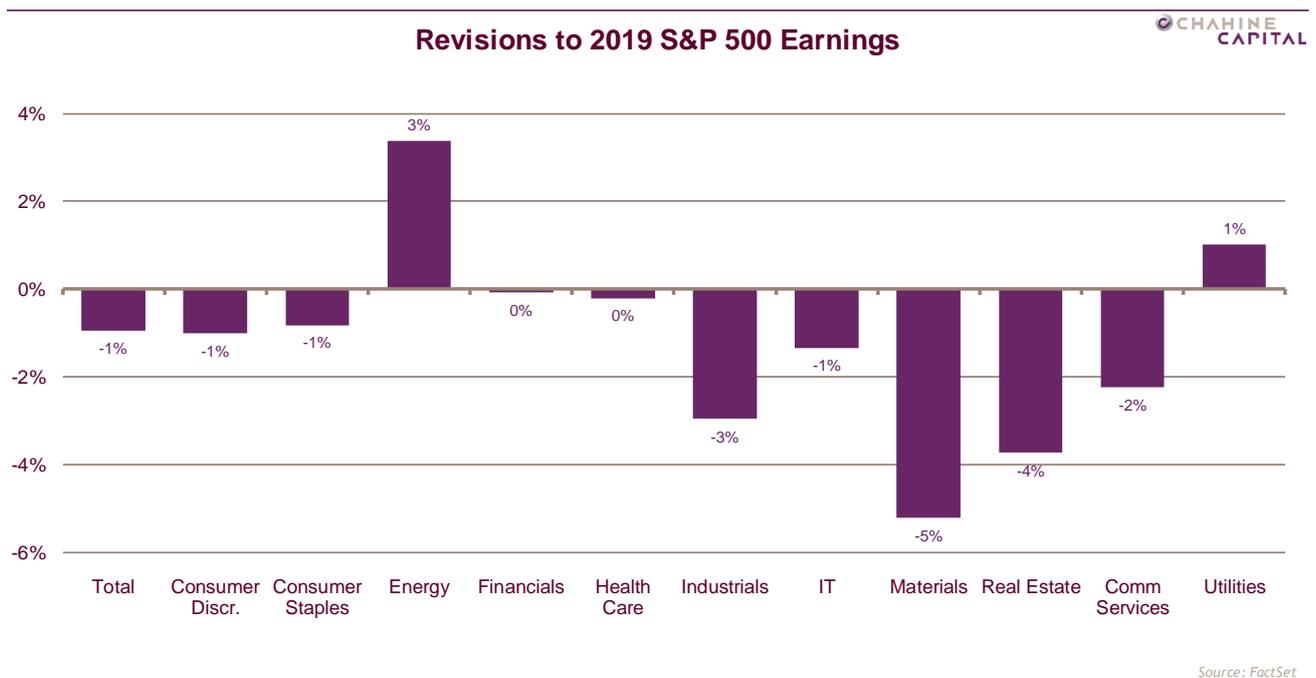
Le ratio Hausse/Baisse est tombé en dessous de 1





Si l'on analyse les révisions par secteur, ils sont tous en négatif sauf l'énergie qui est supposée surfer sur la hausse du prix du baril. Or cette hausse est aujourd'hui de l'histoire ancienne avec l'effondrement soudain du prix du baril qui n'a pas laissé le temps aux analystes de revoir leurs estimations. Entre le 3 octobre et la dernière clôture, le prix a baissé de 34% ! Le consensus malgré cette baisse affiche une révision à la hausse de 3% des profits alors que les cours de bourse sont maintenant en baisse de 12% depuis le début de l'année et de 18% sur leur plus haut d'octobre. C'est l'une des raisons pour lesquelles notre estimation Top Down de hausse des profits 2019 est ramenée à 5.1% ce mois ci, contre 10% le mois dernier.

## Révisions sur tous les secteurs, l'énergie va suivre



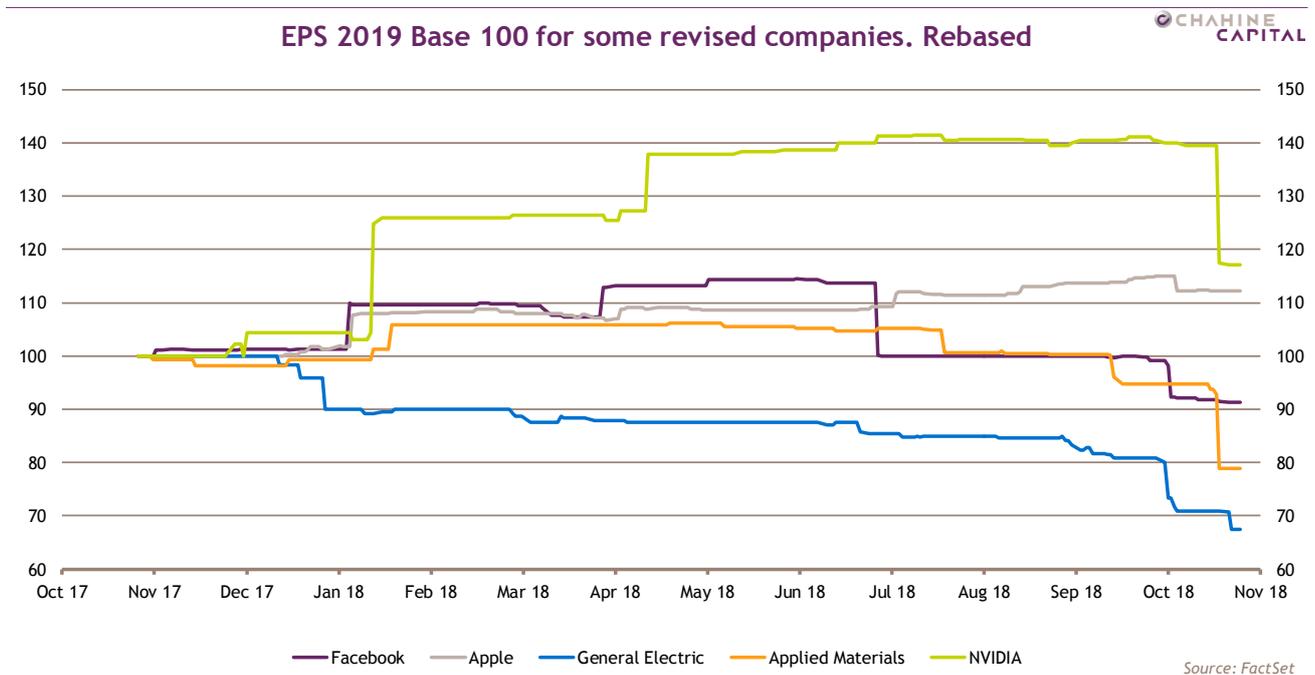
Les fortes révisions de profits dans le secteur industriel sont illustrées par les forts déboires du géant General Electric, mais Johnson Controls, Northrop, 3M, Caterpillar ainsi que l'ensemble des compagnies aériennes sont révisés en baisse. De façon surprenante, beaucoup de sociétés américaines sont impactées par la guerre commerciale non pas pour des difficultés d'exporter, mais par les hausses de tarifs qui ont été imposées comme sur l'acier et l'aluminium et les importations de la Chine.

Nous avons illustré l'évolution du consensus des profits 2019 de quelques sociétés importantes pour montrer la cassure qu'il y a eu à partir du mois d'octobre. Pour Apple par exemple, le marché était habitué à voir un coup de pouce aux profits à chaque parution trimestrielle. La cassure est nette à partir des résultats de T3 où Apple décide d'arrêter de donner des chiffres de vente de l'iPhone et où le marché se tourne vers ses fournisseurs pour constater un ralentissement des commandes. La cassure sur Facebook date des parutions de T2 et depuis cette date les révisions sur les profits n'ont pas cessé. General Electric a perdu 75% ! de sa capitalisation sur 2 ans avec une dette de 114Mds\$. Sa dette est sur le point de rejoindre le niveau junk. Cet exemple extrême illustre l'impact des hausses de taux de la Fed.

Nvidia est représentatif des sociétés dans les microprocesseurs qui ont profité de hausses vertigineuses avec l'explosion de la demande et se retrouvent avec des stocks importants et une demande en retrait comme le ralentissement du data mining dans la crypto monnaie. On trouve dans le secteur IT des fortes révisions chez Texas Instruments, Qualcomm, Seagate (stockage données), Micron, Analog Devices...



## Les révisions des profits 2019 dans des grands groupes



## La hausse des taux met en danger la dette High Yield

Si GE est un exemple extrême d'une société endettée, l'argent facile du Q/E a incité les sociétés à s'endetter quasiment gratuitement, d'où l'envolée des émissions d'obligations ces dernières années. Sur le S&P 500, les obligations émises sont passées de 2887Mds\$ en 2010 à 4828Mds aux derniers chiffres, une hausse de 67% en 8 ans. Dans le même temps, la dette fédérale a progressé de 55%, sauf que le gouvernement fédéral ne s'est pas enrichi sur la période.

Jusqu'en 2016, les taux de la Fed étaient à 0%, aujourd'hui on est à 2% et on anticipe 2.5 à 3% courant 2019. Par rapport aux obligations émises sur 10 ans, l'écart est moins visible, il serait en moyenne de 1% de plus aujourd'hui que dans le passé. Néanmoins, le spread des taux s'est tendu depuis le mois de septembre et notamment sur les obligations de moindre qualité qu'on appelle le High Yield ou Junk Bonds dont tout le monde était encore friand il y a peu de temps.

L'émission d'obligations a également été très active en Europe dont le niveau atteint 2377Mds€ pour les sociétés non financières, un niveau beaucoup plus inquiétant qu'aux US au vue des capitalisations boursières respectives : 26.000 milliards \$ pour les US contre 9.000mds \$ pour l'Europe. Les taux zéro sont attractifs en Europe mais la santé et le bilan des sociétés européennes n'a rien à voir avec les sociétés américaines. En tête des sociétés endettées on trouve Anheuser-Busch InBev avec un stock d'obligations de 134Mds€, dont une grande partie est libellée en \$. Le cours a corrigé de 45% de son plus haut et le groupe affiche des fonds propres de 46Mds€ pour une dette de 97Mds. Le secteur automobile et les télécoms sont les secteurs les plus endettés.



Le tableau ci-dessous montre que ce sont les sociétés les plus fragiles qui ont vu leur spread se tendre le plus, comme pour les catégories BB et B classées en junk bonds par S&P. Le spread de la catégorie B est de 375bp (3.75%) au-dessus des emprunts d'Etat. Il s'est tendu de 112bps sur les deux derniers mois.

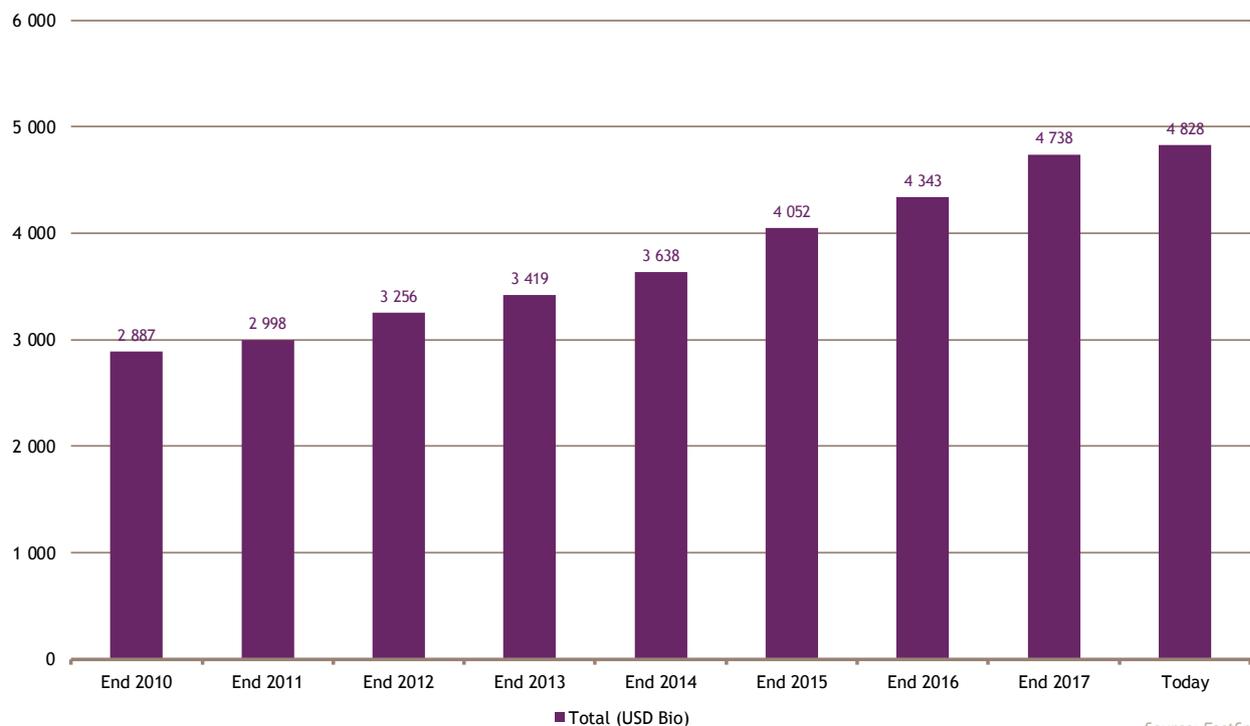
### Ce sont les junk bonds qui ont le plus souffert de la hausse des taux

Rating		Spread par rapport aux emprunts d'état en bps	Tension sur le spread depuis Septembre
Prime	AAA	56	2
High Grade	AA	75	17
Upper medium grade	A	78	17
Lower medium grade	BBB	127	28
Non investment grade speculative	BB	245	65
Highly speculative	B	375	112

### La dette a passablement gonflé depuis la crise

Total Outstanding Corporate Bonds Non-Financial Sectors S&P 500 (USD Bio)

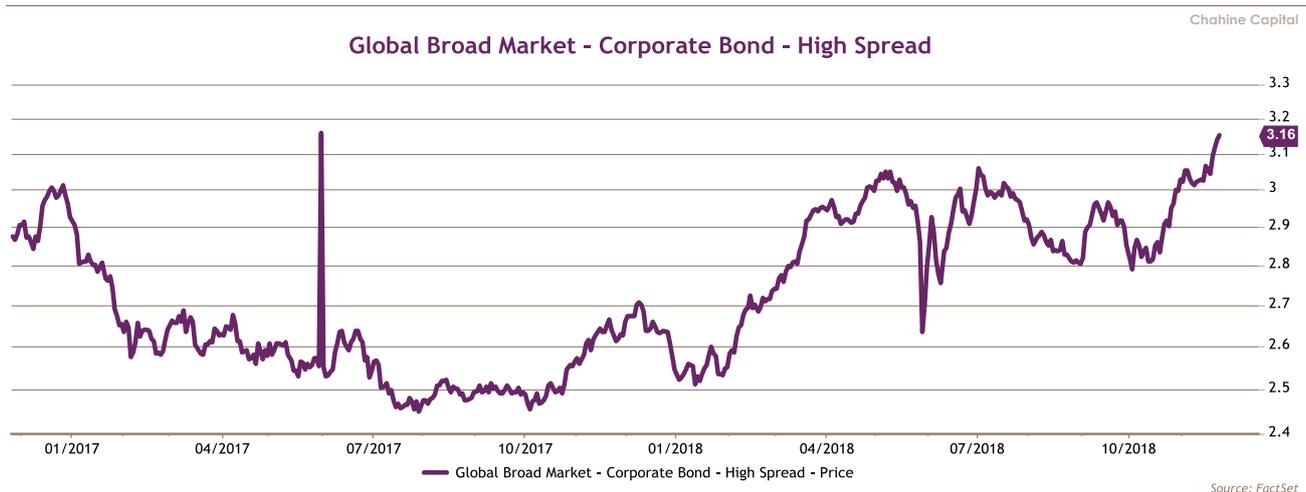
CHAHINE CAPITAL



Les sociétés des pays émergents ont fortement augmenté leurs émissions en \$ qui ont été multipliées par 2.2x depuis 2010. Cette dette se chiffre actuellement à 876Mds\$ pour une capitalisation de 4.600Mds. Mais le financement des pays émergents se fait encore essentiellement via des prêts bancaires et ce sont souvent les Etats qui émettent les obligations.



## Tension sur le spread des obligations US High Yield



Cette analyse sur la dette montre que le resserrement des taux de la Fed qui paraît soutenable en général, a des effets secondaires importants sur toute une catégorie d'emprunteurs qui doivent subir des hausses d'autant plus importantes qu'ils sont plus fragiles. Nous pensons en revanche qu'il n'y a pas de soucis pour les grands groupes qui ont des bilans solides et qui pour beaucoup ont une montagne de cash.

## Un effritement de la croissance mondiale en 2019

Si les cours de bourse agissent avec retard sur les prévisions de bénéfices, ils agissent encore plus tard sur les prévisions de croissance économique. Le consensus des économistes ne prévoit pour le moment aucune récession pour 2019, voire pas de ralentissement sur la croissance mondiale, qui s'est ajustée très à la marge de 3.7% à 3.6% en parité de pouvoir d'achat (FMI). Ceci est à comparer aux 3.7% réalisés en 2017. Convertie en devises, la croissance va passer de 3.4% en 2018 à 3.2% en 2019, avec un léger recul dans toutes les zones. En termes de révisions, les États-Unis sont revus légèrement à la hausse alors que l'Eurozone a été révisée au fil des mois de 2% à 1.6%, l'Allemagne et la France subissent des reculs. Les chiffres chinois sont « décrétés » par le Parti, qui n'aime pas perdre la face. Une révision de croissance de 6.3 à 6.2% marque en réalité une tendance lourde. Le marché Chinois de l'automobile vient de se retourner brutalement, de même pour l'Europe, alors qu'il se maintient aux US.

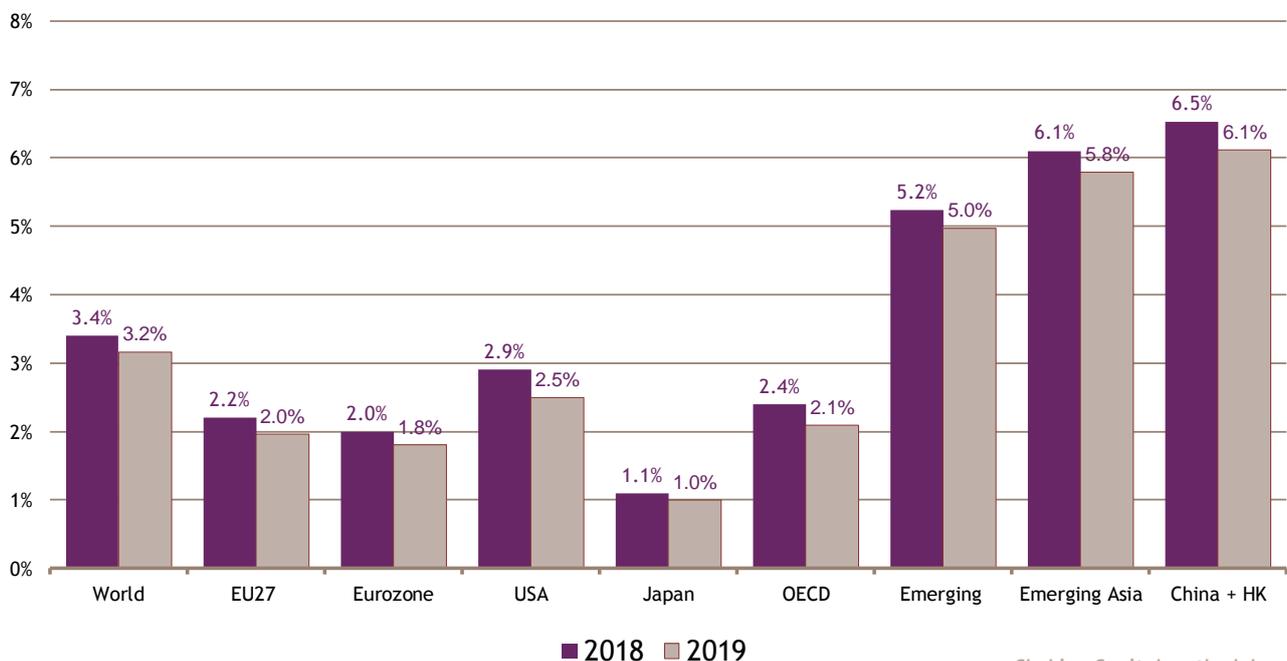
L'économie américaine tourne pour le moment au même rythme et la plupart des indicateurs sont bien orientés, avec une confiance des ménages au plus haut, un taux de chômage au plus bas, des salaires en hausse et beaucoup de créations d'emplois. On observe néanmoins une hausse récente dans les inscriptions au chômage, un recul en octobre de l'indice ISM manufacturier et des services, et un recul significatif dans l'immobilier qui continue de renchérir avec des taux d'intérêt qui se tendent. Et, si la bourse continue de tanguer, ce sera la confiance qui sera entamée.



## Le consensus ne voit pas de ralentissement significatif en 2019

2019 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE  
CAPITAL



Chahine Capital methodology

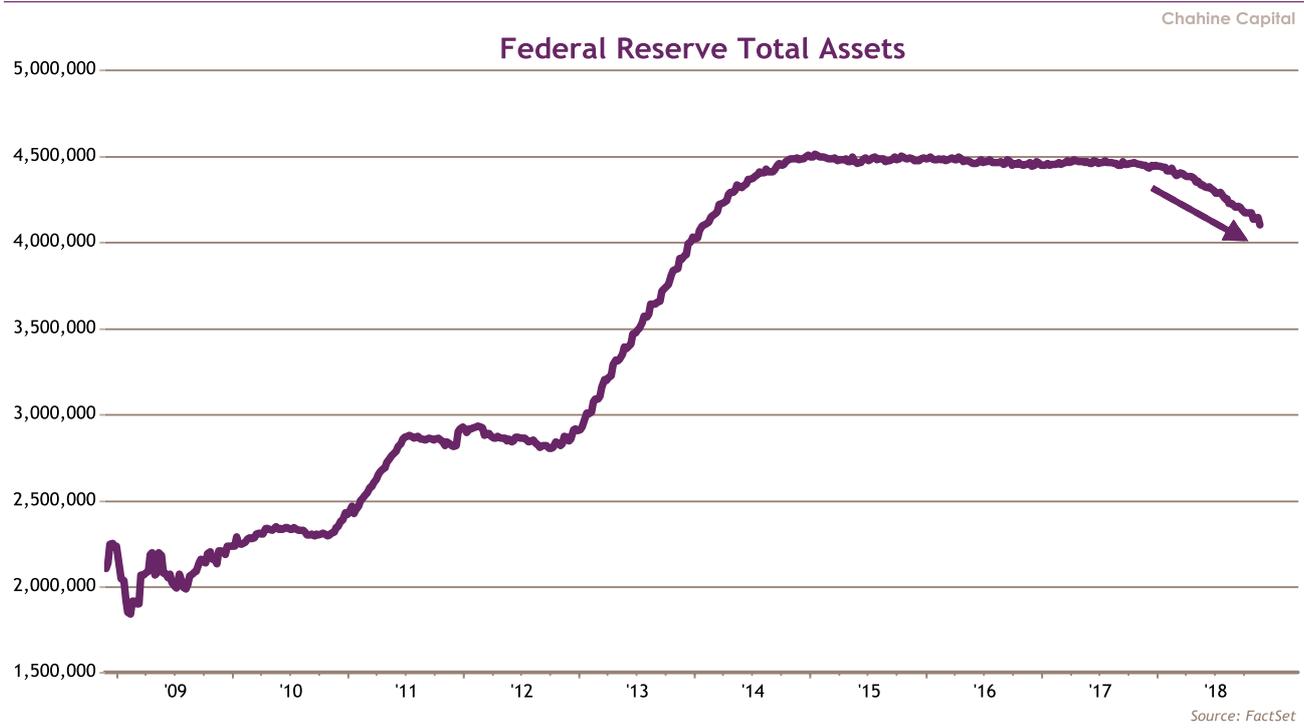
## Vers plus de modération de la Fed ?

La Fed continue de faire son travail doucement mais sûrement en allégeant son bilan gonflé par le Q/E. Celui-ci a diminué de 400Mds\$ en passant à 4.1 trillions. Il ne faut pas s'étonner que cette ponction vienne peser sur les obligations à long terme. Le bilan de la Fed reste modeste par rapport à celui de la BCE qui continue de progresser pour s'établir à 4.6 trillions € sans compter le Japon seul qui a imprimé pour l'équivalent de 5 trillions \$.

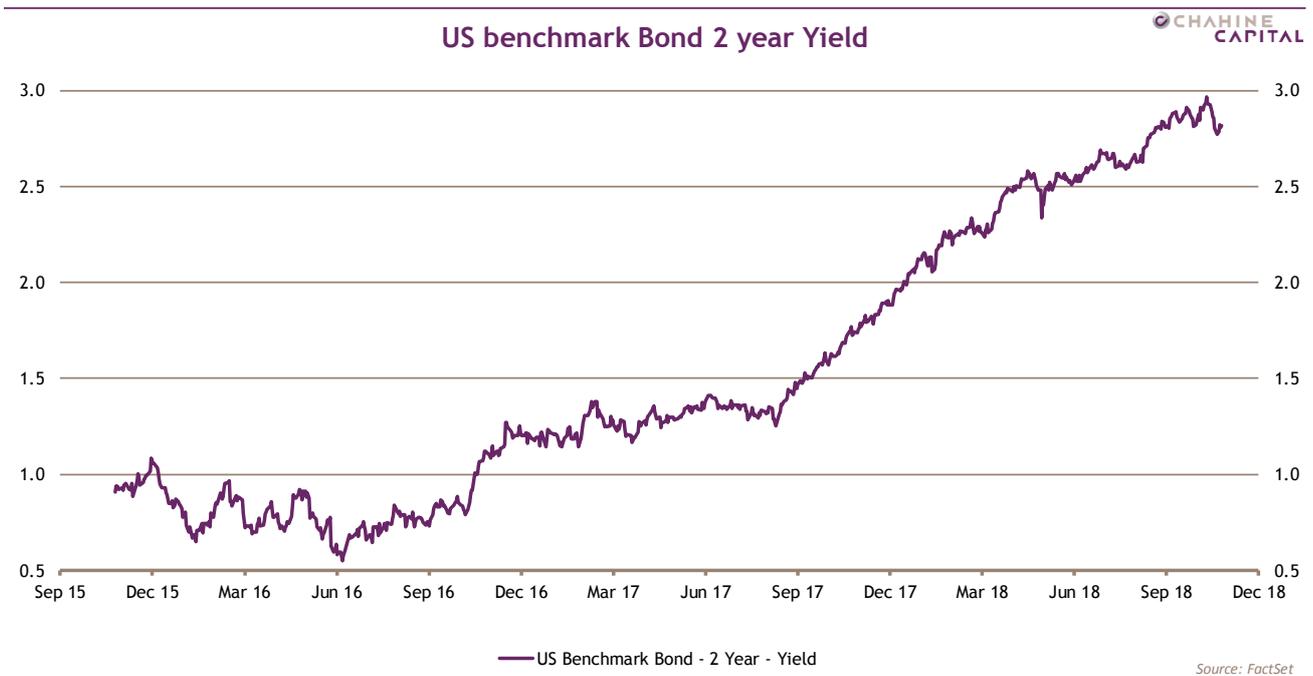
Le marché est donc pour le moment dans l'attente d'un geste de la Fed et d'un geste de Donald Trump dans la guerre commerciale. Nous avons recommandé fin septembre de parquer les liquidités en bons du Trésor à 2 ans, ce qui a permis une rémunération de presque 3% et un gain sur la devise. Cette martingale est très populaire et a fait baisser légèrement les taux à 2 ans, ce qui signifie que le marché attend un peu moins de hausses de taux de la Fed en 2019, deux au lieu de trois. Ce geste permettrait un premier soulagement, car il n'est pas certain qu'il impactera les taux longs. Quant à la guerre commerciale, les investisseurs sont sceptiques sur un accord. Mais la baisse sévère des marchés n'arrange pas Donald Trump s'il veut se faire réélire. Nous avons parié que « La guerre commerciale s'arrêtera si Wall Street souffre ». Nous verrons prochainement si Trump estime que la correction actuelle est suffisante.



## Le retrait du Q/E par la Fed pèse sur les taux



## Vers moins de hausses de taux de la Fed ?

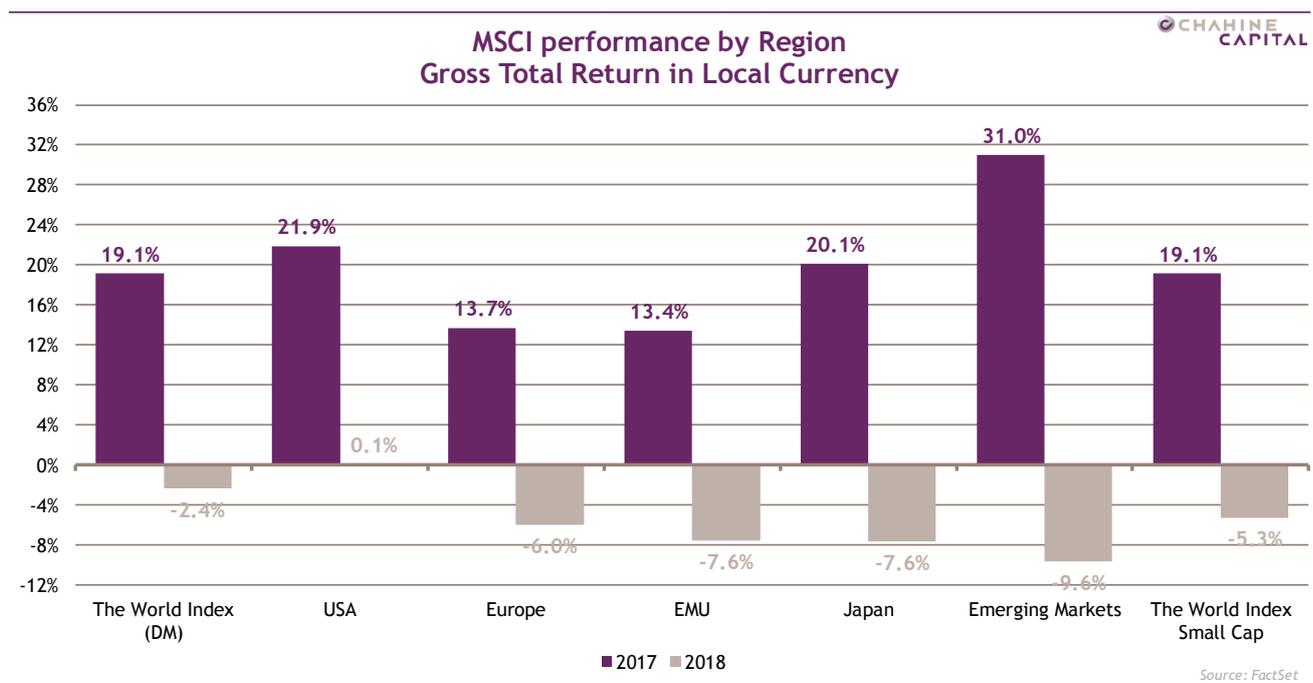




## Marchés financiers partout dans le rouge

La performance mondiale des marchés est passée dans le rouge pour 2018, avec le marché américain à l'équilibre grâce aux dividendes. La correction par rapport au plus haut vient juste d'égaliser celle de février, mais le sentiment général nous semble plus pessimiste. Les marchés émergents sont les plus impactés avec une baisse de 9.6% en monnaie locale et 14.2% en \$. La zone Euro est en baisse de 7.6% et de 10% si l'on exclut le dividende. L'Europe élargie affiche une moindre chute grâce aux marchés nordiques et à la Suisse.

### Pas de quoi se réjouir du cru 2018



Plusieurs stratégies sont tentées d'acheter les marchés émergents à la casse. Nous n'avons pas d'opinion particulière sur le sujet, mais le graphique ci-dessous peut inspirer nos lecteurs. Le P/E 2018 est tombé à 11.3x, mais le bénéfice 2018 est révisé à la baisse, tout en restant encore au-dessus de 2017. Il paraît étrange qu'une zone avec un tel potentiel de croissance économique ait des performances boursières aussi mauvaises. Parmi d'autres facteurs, on peut citer le manque de transparence et une réglementation légère.

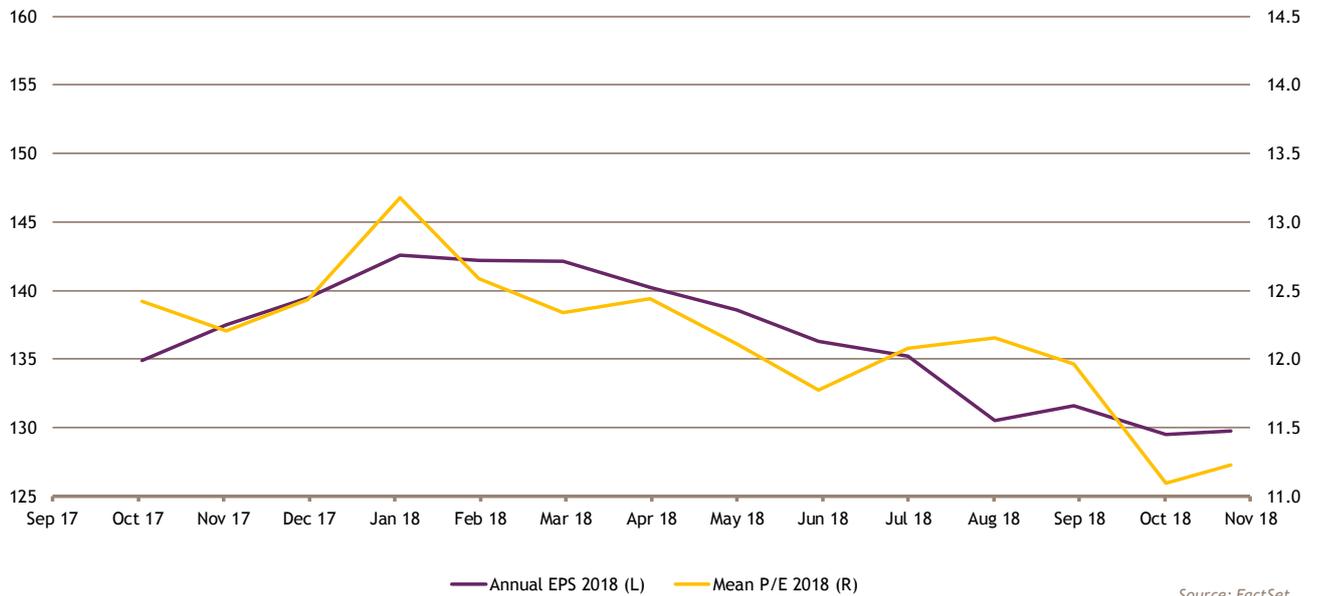
La forte baisse des cours des matières premières en cas de ralentissement économique impacte fortement ce secteur. Le secteur financier est le deuxième perdant, essentiellement en Europe où l'on sait que le secteur est passablement exposé aux risques. Malgré les sévères corrections des GAFAAM, le secteur IT est encore en hausse sur l'année ainsi que le secteur de la santé. Malgré une performance positive à fin septembre en raison du prix du baril, le secteur énergie a sombré dans le rouge avec le plongeon du pétrole. Tellement vite, que les analystes n'ont même pas eu le temps d'ajuster leurs résultats, car rien ne dit que d'ici un mois le baril ne repartira pas à la hausse.



En tout état de cause, la baisse du baril est une excellente nouvelle pour le consommateur et l'Europe en particulier qui doit importer tout son pétrole. Espérons que les Gilets Jaunes français verront le changement des prix à la pompe.

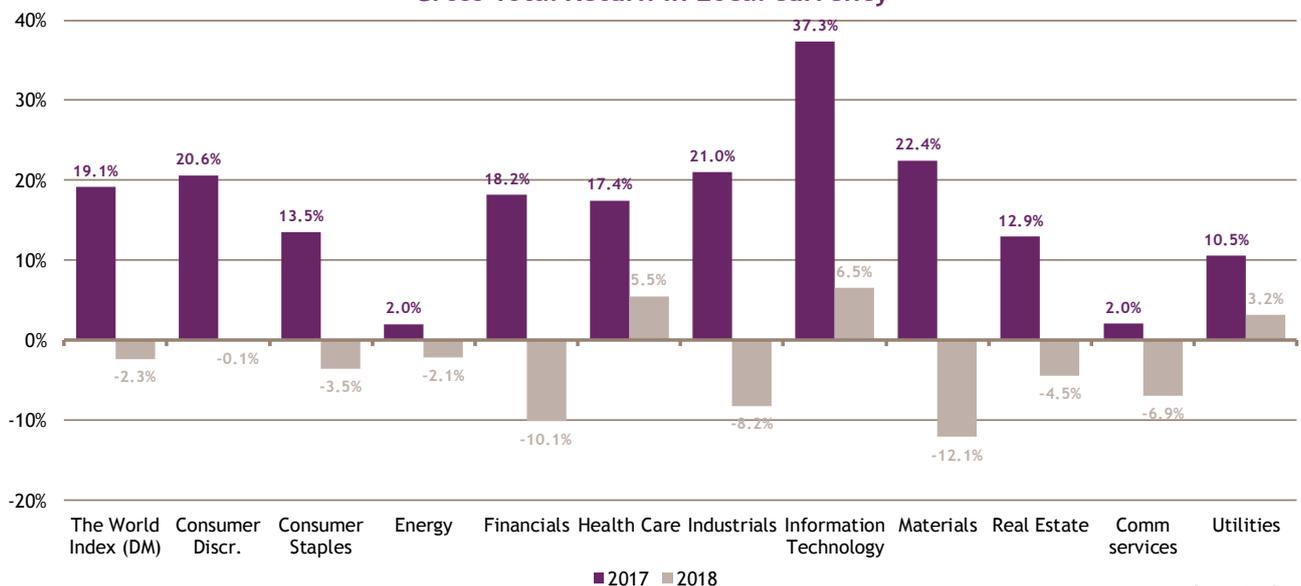
### Est il temps d'acheter les émergents ?

EPS 2018 for MSCI Emerging Markets and P/E ratio



### Quelques secteurs restent encore dans le vert

MSCI performance by sector  
Gross Total Return in Local currency





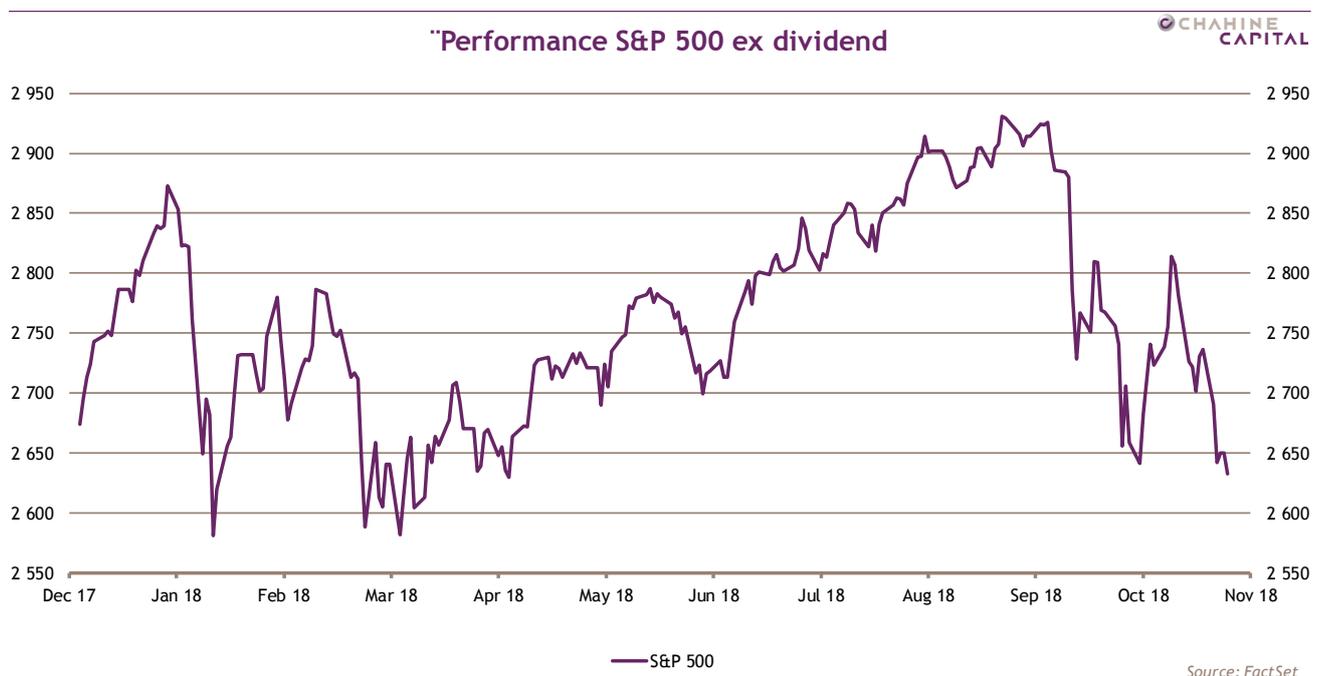
## L'évolution des risques sur les marchés

Nous mettons à jour les risques qui subsistent dans l'environnement actuel :

- 1) La montée en ligne des guerres commerciales tous azimuts : Chine en priorité, Union Européenne, Asie...
- 2) La remontée des taux de la Fed et cascades de défaillances dans le High Yield
- 3) La montée du populisme en Europe, créances douteuses dans les banques italiennes et autres
- 4) Le retour des sanctions sur l'Iran et le risque de déstabilisation du marché pétrolier : **risque maîtrisé**
- 5) Le risque sur les devises des pays émergents fortement endettés en \$.
- 6) Les tensions avec la Russie et la cyberguerre
- 7) La crise en Corée du Nord qui a peu d'espoir de se terminer malgré les pourparlers en cours
- 8) L'approche de l'échéance du Brexit : **niveau en baisse suite accord**

Le risque majeur est que l'enchaînement d'un ou plusieurs de ces événements soit la cause d'un ralentissement marqué ou d'une récession.

### Les deux corrections de 2018



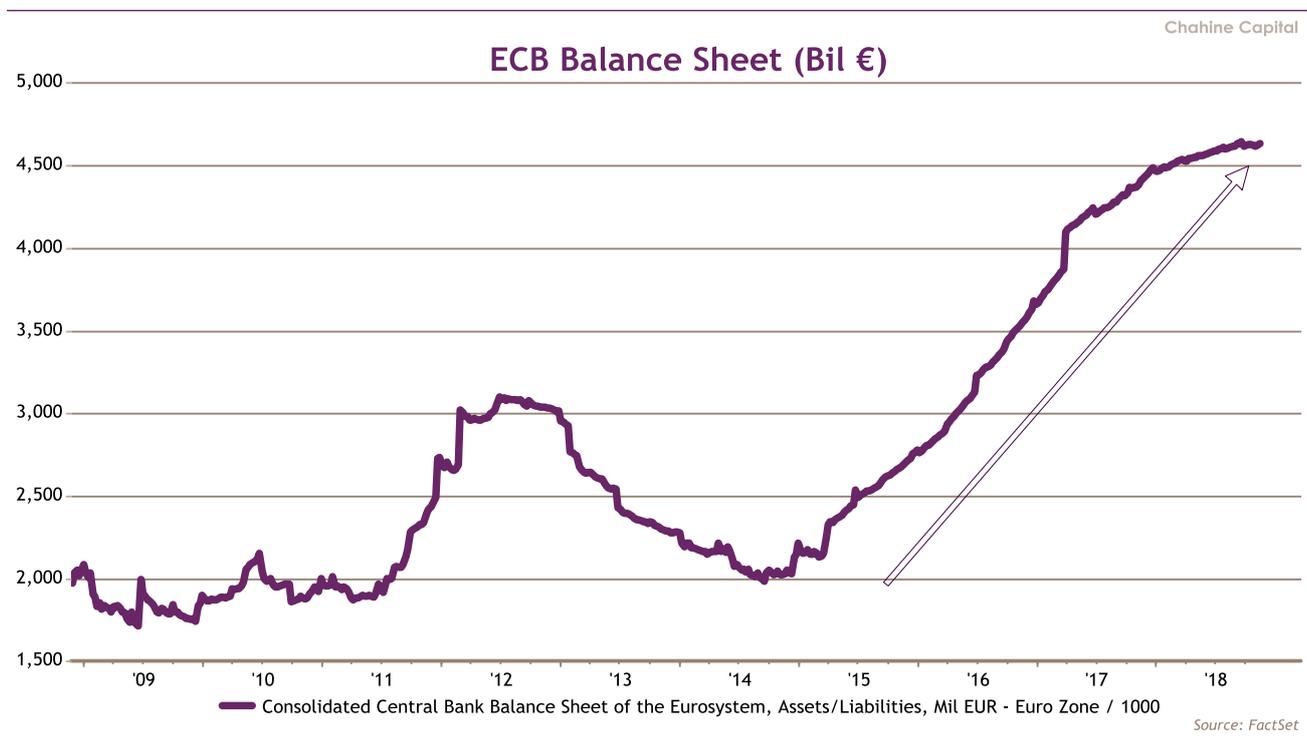
Nous avons retracé les deux corrections majeures intervenues en 2018, la première en Février de 2018 après un démarrage foudroyant en Janvier. La correction a été sévère de 10.2% du plus haut. A l'époque, c'est la guerre commerciale avec la Chine qui avait déclenché le signal, mais les taux, en hausse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



## Ralentissement 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. Malgré ces injonctions massives de liquidités, l'économie est en train de ralentir passant d'une prévision de 2% au plus haut à 1.6% pour 2019. La hausse au 3<sup>ème</sup> trimestre a été d'un maigre 0.2% par rapport au 2<sup>ème</sup> trimestre, l'Allemagne affichant une baisse. Le bras de fer se poursuit avec l'Italie où le 10 ans a atteint un plus haut à 3.63% avant de refluer à 3.42%. 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 devait 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. Au vu du bilan énorme de la BCE, on se demande qu'est ce qu'elle peut faire de plus si un ralentissement plus marqué survenait. La Fed est autrement plus à l'aise pour intervenir.

### Bilan énorme qui limite des futures marges de manœuvre



Avec l'accord signé avec le Royaume Uni sur le Brexit, le danger a diminué d'un cran sans disparaître puisque tout le monde est suspendu maintenant au vote du parlement britannique. Un rejet de l'accord sèmerait la confusion qui pourrait aboutir dans un scénario rose à un nouveau référendum et le maintien du pays dans l'Union. Mais que de volatilité pour arriver jusque là !

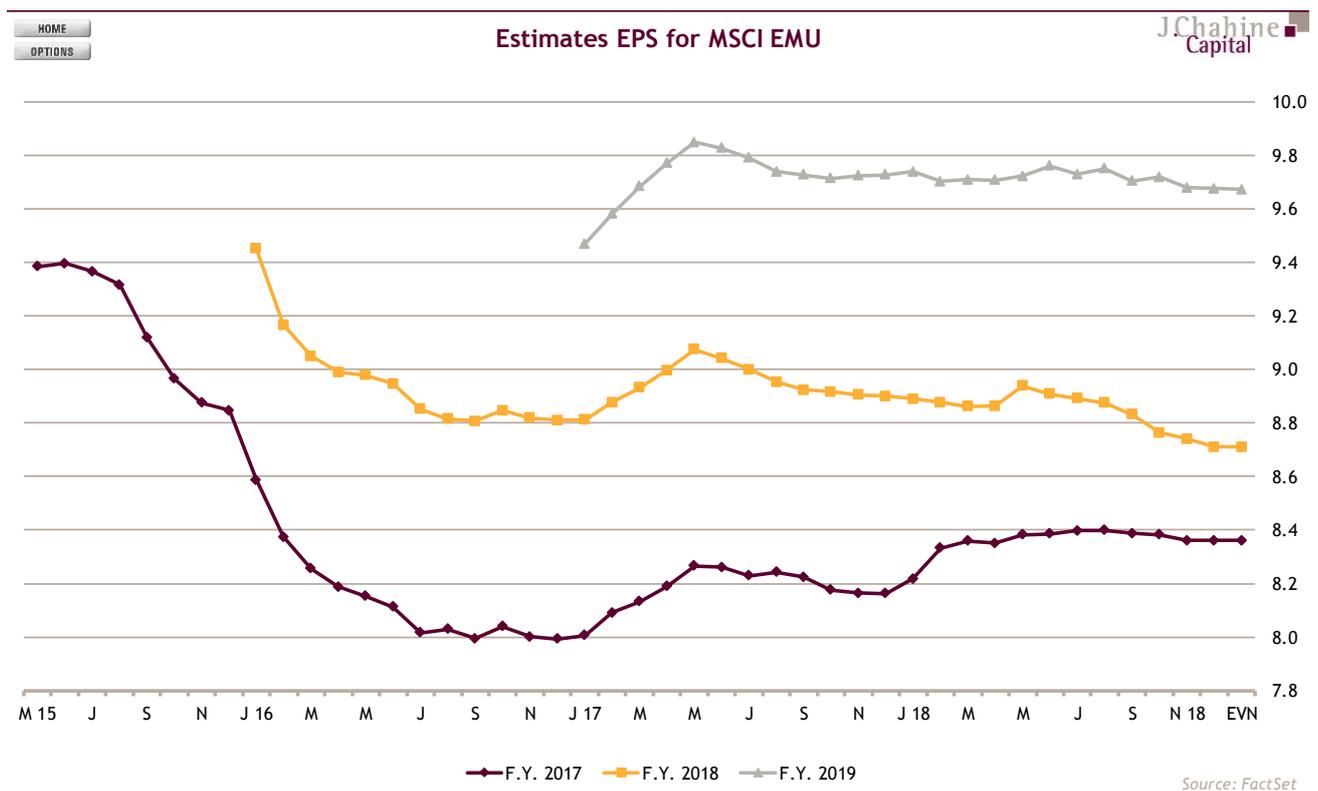
La courbe des taux reste immuable avec un 30 ans allemand qui revient à 1% ! L'investissement de choix dans la zone reste l'immobilier pour autant que le projet soit de qualité. Il faut ajouter à ce tableau la montée du populisme et l'affaiblissement de la Chancelière ce qui affaiblit énormément la zone. L'inflation a atteint 2.2% en septembre mais 1.2% si on exclut l'énergie le tabac et l'alimentation. La



hausse fulgurante de l'énergie a ponctionné lourdement le portefeuille des ménages et justifie une partie du ralentissement constaté. Mais la baisse brutale du baril, s'il se stabilise à ces niveaux, devrait redonner du pouvoir d'achat.

Dans cet environnement, les profits des sociétés en 2018 n'arrêtent pas de s'effriter et passent à 4%. Le rebond de 11% en 2019 est très illusoire. Il repose sur un rebond de Total (prévisions remises en question), un retour à meilleure fortune de banques comme la Deutsche Bank ou Unicredit, l'automobile allemande... Autant de secteurs où règne la grande incertitude sur la croissance mondiale et la guerre des tarifs. Le juste maintien des profits en 2019 serait une bonne nouvelle. D'ailleurs les analystes révisent à la baisse le niveau des profits et la hausse 2019 reste un effet de base par rapport à 2018 qui reflue.

## Aucune bonne nouvelle sur les profits en zone Euro



## Valorisation des marchés

Le taux à 30 ans américain est resté stable à 3.32%, mais le cycle de révisions des profits 2019 est entamé alors que 2018 restera l'année record. Alors que le consensus 2019 est à 8.2% nous retenons 5.1% dans une approche Top Down dans un scénario d'un petit ralentissement de l'économie mondiale. Le mois dernier notre estimation était celle du consensus à 10%. Pour 2020, nous retenons 8% de hausse contre 10.2% pour le consensus. L'objectif de cours revient à 2478 points contre 2557 le mois précédent, avec un CAGR qui recule à 3.6% contre 4.2%. Nous reconnaissons volontiers que cette estimation est en dessous d'un CAGR séculaire qui devrait s'établir entre 4 et 4.5% avec un PIB entre 2 et 2.2% et une inflation entre 2 et 2.1%. Mais au niveau de la psychologie du marché, quand les chiffres sont en baisse aucun investisseur ne va parier sur un rebond miraculeux en 2020 ou 2021. Le seul élément à court terme qui peut soutenir les valori-



sations est une baisse des taux longs à 3% par exemple, ce qui mettrait le prix d'équilibre à 2646 soit proche du cours actuel de 2633 points.

Nous simulons le cours objectif dans l'hypothèse d'une légère récession qui verrait les profits baisser de 5.5% en 2019. Dans ce cas, les taux longs vont certainement refluer vers 2.75% et le cours objectif s'établirait à 2377 points. Nous pensons que ce niveau de cours est le risque maximum encouru par un investisseur dans l'attente de voir si la Fed et Donald Trump pourront éviter le ralentissement économique.

## Entre espoir de baisse des taux et arrêt de la guerre commerciale

### S&P 500 - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	2.75%	3.00%	3.32%	3.50%	3.75%
Mild recession: 18.5% in 2018, -5.5% in 2019, and 8% in 2020 - CAGR =1.8%	2 377	2 254	2 111	2 037	1 942
Implied Scenario CAGR 4.6% over 8 years	2 989	2 832	2 650	2 556	2 434
Base scenario: 21.8% in 2018, 5.1% in 2019 and 8.5% in 2020 - CAGR = 3.6%	2 792	2 646	2 478	2 391	2 278
Current Index S&P 500	2 633				

En zone Euro, le taux moyen pondéré des emprunts à 30 ans est stable à 1.69%. Nous avons révisé ce mois-ci notre estimation top down des profits 2019 à 3% contre 10.7% pour le consensus. Le CAGR sur 8 ans est à -4.6% qui étonne certains de nos lecteurs. Malheureusement, la rentabilité des sociétés européennes gorgées de banques, d'automobiles et d'industrielles ne cesse de se détériorer et des pans entiers de ces groupes sont menacés de graves dangers. Les dividendes restent attractifs mais il faut savoir que le niveau est à peine égal à celui distribué en 2007. Les taux longs sont tellement bas que malgré ces déboires, le marché est aux alentours de son cours d'équilibre à 117 points contre une clôture à 113 points.

## 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%	1.69%	1.75%	2.00%
Depression scenario: 0% in 2018, -15% in 2019, and +4% in 2020 - CAGR =-7.6%	98	93	89	87	83
Implied Scenario: CAGR -5.4% over 8 years	125	118	113	111	106
Base scenario: 4.2% in 2018, 3% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -4.6%	130	123	117	116	110
Current Index MSCI EMU	113				



## Conclusions

Notre longue expérience des économistes et analystes est qu'il est impossible d'anticiper un véritable retournement du marché. Malgré quelques erreurs, c'est l'inflexion des cours qui donne le signal de révisions des profits et ensuite les révisions macro économiques. Notre outil de Prime de Risque peut détecter un excès de valorisation, mais cela peut durer longtemps et aller assez loin avant que la pendule ne se remette à l'heure. La tension était suffisamment élevée le 28 septembre pour que nous passions à une exposition en-dessous de son benchmark avec un objectif de cours à 2633 points pour le S&P 500 qui a été atteint vendredi dernier. Une petite coïncidence dans les chiffres... Depuis cette date, les objectifs de cours ont baissé, d'une part sous l'impact de la hausse des taux longs le mois dernier, et d'autre part en raison des révisions des profits pour ce mois-ci. Notre dernier objectif est de 2478 points pour des taux à 30 ans à 3.35%. Nul doute que ce taux peut reculer si les marchés restent maussades et un taux à 3% donnerait des cours à 2646 points en ligne avec les cours actuels. Notre simulation d'une récession légère donne un cours à 2377 pour des taux qui reviendront à 2.75% et nous considérons ce cours comme étant le « worst case scenario ». L'upside est à rechercher dans une modération des actions de la Fed et la fin des guerres commerciales.

La forte chute des cours a donné le top des révisions des profits 2019 que nous estimons à 5.1% contre 10% le mois dernier et un consensus qui a reculé à 8%. Les révisions de résultats affectent TOUS les secteurs sauf l'énergie que les analystes n'ont pas eu le temps de corriger suite à la forte chute du baril. Les petites déceptions sur les GAFAAM ont donné le signal de valorisations excessives avec des corrections qui ont pesé lourd dans les indices. Le colosse GE qui a perdu les  $\frac{3}{4}$  de sa valeur en deux ans pèse sur les profits et surtout sur le marché de la dette. Celle-ci s'est fortement gonflée depuis la crise avec un stock d'obligations émises qui atteint 4.8 trillions \$ contre 2.9 en 2010. L'analyse que nous avons faite montre que le spread par rapport aux emprunts d'Etat s'est creusé d'autant plus que la notation était faible. La poursuite des hausses des taux pourrait mettre en péril des milliards de dette dans le High Yield avec un effet désastreux sur l'économie. Le phénomène pourrait peser encore plus lourd dans les pays émergents endettés en \$. Un léger reflux des taux à 2 ans laisse espérer moins de hausses en 2019.

Nous constatons un effritement de la croissance mondiale en 2019 qui devrait revenir à 3.2% contre 3.4% en 2018. L'Europe est la plus fortement revue à la baisse avec la Chine qui affiche une révision symbolique mais significative selon le protocole chinois. Les indicateurs de l'économie américaine sont bons mais on voit apparaître un recul récent de l'ISM et surtout de l'immobilier. La chute de la bourse pourrait entamer le niveau record de la confiance des consommateurs. La forte correction sur les pays émergents crée quelques appétits avec un P/E 2018 revenu à 11.3x pour une zone en croissance économique de plus de 5%.

L'environnement des risques a quelque peu reculé avec l'impact nul de l'Iran sur le marché pétrolier et les premiers signes positifs sur le Brexit. La zone Euro pose toujours des risques au niveau bancaire et la croissance économique ralentit malgré l'injection de trillions € de la BCE. La dette italienne continue de poser un risque pour la stabilité. La baisse du baril est par contre très favorable au budget du consommateur. La rentabilité des sociétés de la zone est très faible avec des créances douteuses : le cours de Deutsche Bank se traite à 28% des fonds propres ! La valorisation du marché européen est extrêmement complexe et se traite « à la casse » mais avec des risques.

Notre opinion d'alléger (exposition en-dessous de son benchmark) reste inchangée, nous sommes dans l'attente de signes de détente de la Fed et sur la guerre commerciale pour nous repositionner. Le récent discours apaisant de Jérôme Powell ouvre la porte à quelques espoirs.



## Main ratios for markets and sectors as of 23/11/2018 (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%	-5.9%	20.1%	13.9 x	15.1 x	8.5%	14.2%	19.9%	2.62%	-1.2%	-0.5%
MSCI USA	60.4%	-1.8%	19.6%	15.1 x	16.5 x	8.8%	22.1%	12.2%	2.02%	-0.7%	0.6%
MSCI Japan	8.3%	-8.2%	16.6%	11.5 x	11.9 x	3.4%	7.8%	27.4%	2.52%	-1.1%	0.1%
MSCI EMU	14.3%	-10.0%	10.1%	11.7 x	13.0 x	10.7%	4.5%	21.2%	3.74%	-0.3%	-1.0%
MSCI Europe	26.1%	-8.8%	7.2%	12.2 x	13.4 x	9.5%	9.9%	14.7%	3.96%	-0.2%	-0.4%
MSCI Europe ex Energy	24.1%	-9.3%	7.8%	12.5 x	13.6 x	8.7%	6.6%	12.3%	3.81%	-0.7%	-0.7%
MSCI Austria	0.1%	-15.6%	36.4%	8.7 x	9.1 x	4.6%	8.6%	29.1%	3.99%	0.8%	-0.4%
MSCI Belgium	0.6%	-17.2%	1.7%	14.4 x	15.8 x	9.5%	5.7%	13.2%	3.62%	-1.6%	-4.0%
MSCI Denmark	0.7%	-9.8%	16.3%	17.0 x	17.8 x	4.6%	3.4%	3.8%	2.62%	-3.6%	-0.3%
MSCI Finland	0.5%	1.7%	4.7%	13.4 x	15.9 x	18.6%	5.2%	14.6%	4.93%	9.0%	2.3%
MSCI France	5.1%	-5.6%	11.2%	12.5 x	13.8 x	10.4%	10.0%	9.2%	3.56%	-0.6%	-0.1%
MSCI Germany	3.8%	-15.0%	9.8%	11.1 x	12.4 x	11.3%	-3.3%	13.4%	3.46%	-0.8%	-2.5%
MSCI Great-Britain	6.2%	-9.7%	7.2%	11.5 x	12.4 x	7.5%	11.8%	23.2%	4.78%	0.0%	0.0%
MSCI Ireland	0.2%	-16.8%	21.1%	13.2 x	14.0 x	5.9%			1.70%	-1.4%	-3.8%
MSCI Italy	1.1%	-13.4%	9.3%	9.0 x	10.1 x	12.4%	16.0%	395.7%	4.85%	0.3%	-0.7%
MSCI Netherlands	1.3%	-5.3%	14.3%	13.4 x	14.8 x	10.0%	4.7%	13.3%	3.27%	1.0%	0.6%
MSCI Norway	0.5%	-2.7%	18.0%	11.9 x	13.8 x	15.9%	20.3%	48.2%	4.39%	1.5%	0.0%
MSCI Spain	1.4%	-12.1%	7.8%	10.7 x	11.6 x	8.7%	2.4%	37.4%	4.74%	-0.5%	-1.0%
MSCI Sweden	1.0%	-5.5%	6.4%	14.0 x	14.4 x	2.9%	13.4%	2.6%	4.30%	-1.5%	3.4%
MSCI Switzerland	3.2%	-5.4%	14.6%	15.1 x	16.7 x	10.9%	29.9%	-6.1%	3.42%	-1.4%	-1.7%
MSCI Europe Consumer Discretionary	2.9%	-11.8%	11.2%	10.4 x	11.3 x	8.6%	1.6%	22.7%	3.54%	-2.6%	-2.3%
MSCI Europe Consumer Staples	3.8%	-6.0%	6.6%	17.0 x	18.6 x	9.1%	6.7%	7.0%	3.12%	-0.4%	-0.5%
MSCI Europe Energy	2.0%	-2.1%	0.1%	9.5 x	11.0 x	16.1%	54.5%	63.5%	5.75%	4.0%	2.4%
MSCI Europe Financials	4.7%	-16.8%	8.1%	9.2 x	9.9 x	8.2%	14.6%	12.4%	5.34%	-0.6%	-0.4%
MSCI Europe Health Care	3.4%	1.9%	0.6%	15.2 x	16.3 x	7.7%	5.2%	-3.7%	3.05%	0.0%	0.5%
MSCI Europe Industrials	3.4%	-10.8%	13.0%	14.2 x	15.9 x	12.2%	3.5%	11.7%	3.03%	-2.5%	-1.0%
MSCI Europe Information Technology	1.2%	-5.1%	17.5%	16.8 x	19.6 x	16.4%	15.6%	7.7%	1.64%	1.0%	2.2%
MSCI Europe Materials	1.8%	-13.8%	16.0%	11.4 x	12.3 x	7.8%	10.4%	45.3%	3.91%	1.1%	-2.5%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-9.8%	7.3%	14.1 x	13.2 x	-6.6%	-4.9%	-14.9%	4.66%	-0.2%	-2.1%
MSCI Europe Communication Service	1.4%	-8.6%	-4.1%	13.5 x	15.1 x	11.9%	-6.5%	14.8%	4.79%	1.9%	-0.6%
MSCI Europe Utilities	1.2%	-1.7%	4.3%	13.0 x	13.7 x	5.2%	-2.3%	6.8%	5.45%	-0.5%	0.8%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 23/11/2018



### 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).