

## La volatilité au plus bas depuis 30 ans

### Conclusions

Dans la lettre de cette semaine nous analysons le niveau historiquement très bas de la volatilité des marchés et les raisons derrière ce phénomène. Les grandes crises ont été généralement précédées par des faibles niveaux de volatilité, mais ce niveau très bas peut durer très longtemps dans un marché qui poursuit sa hausse. Le prix d'un indice VIX future a tendance à revenir à sa moyenne. Ainsi pour une volatilité de 9.59 vendredi dernier, le future en mai 2018 était à 16.83. De même, la volatilité observée n'est pas la même que la volatilité implicite dans les options. Sur les 6 derniers mois, la volatilité observée n'a été que de 7.2%. Le record historique de volatilité reste la crise de 2008 où elle a atteint 88%.

Si le faible niveau de volatilité est annonciateur de l'éclatement d'une bulle, c'est probablement celle des liquidités énormes injectées par les banques centrales. Dans un environnement de taux quasi-nuls face à un rendement de 2% du dividende et qui s'accroît, la valeur des actifs est INFINIE si cela se poursuit. La dernière crise des *subprimes* a eu pour catalyseur la hausse des taux de la Fed à 5.25% et une courbe des taux parfaitement plate qui a asséché les liquidités. Est-ce que la Fed va rééditer cette manœuvre ? Cela est peu probable et l'annonce de la normalisation de son bilan à 10Mds \$ par trimestre mettra 100 ans pour retrouver le bilan d'avant la crise. Par ailleurs, la dette de 20 trillions de \$ du gouvernement est détenue à hauteur de 5.5 trillions de \$ par les agences gouvernementales, 4.5 trillions par la Fed et 7 trillions par les étrangers. Le marché privé local a donc peu de capacité. Une fausse manœuvre de la Fed peut entraîner soit la hausse des taux, soit la chute du \$ entraînant la défiance des investisseurs étrangers. Il nous semble donc que la Fed est condamnée à porter la dette longtemps encore.

La faible volatilité tient donc essentiellement aux politiques accommodantes des banques centrales qui ont peur de casser la belle mécanique par des gestes incontrôlés. Leur action réduit la volatilité sur les taux et se transmet sur les actions. Au niveau des indicateurs économiques, la visibilité n'a jamais été aussi bonne. Mais la volatilité agit comme un volcan avec une éruption inattendue. Le catalyseur pourrait être le risque géopolitique de la Corée ou de l'Iran ou l'éclatement d'une bulle sur le crédit en Chine. Ainsi le maintien des politiques monétaires accommodantes couplé à une reprise de la croissance mondiale vont rester les moteurs du marché.

La croissance mondiale robuste se confirme à 3.2% en 2017 menée par le bassin asiatique où la Chine et l'Inde sont responsables de 1.4 points. Tous les pays sont en croissance et 2018 est prévu à 3.1%. Cet environnement explique que les marchés sont au plus haut et nos fonds Digital affichent des performances proches des 20%. C'est la technologie et les valeurs de croissance qui sont en tête.

Peu de changement au niveau de la valorisation des marchés, avec un objectif de 2567 points pour le S&P 500 en cas de réforme fiscale et 2350 points autrement. Le CAGR est respectivement à 5.2% et 4.2%. Un point de CAGR impacte le marché de 7% alors qu'un demi-point de taux à 30 ans a un impact de 10% ! Pour la zone Euro, l'objectif de cours est à 132 points pour une clôture à 125 points pour l'indice MSCI EMU. Nous maintenons notre position de surpondérer les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

*Jacques Chahine*



## Le concept de volatilité future

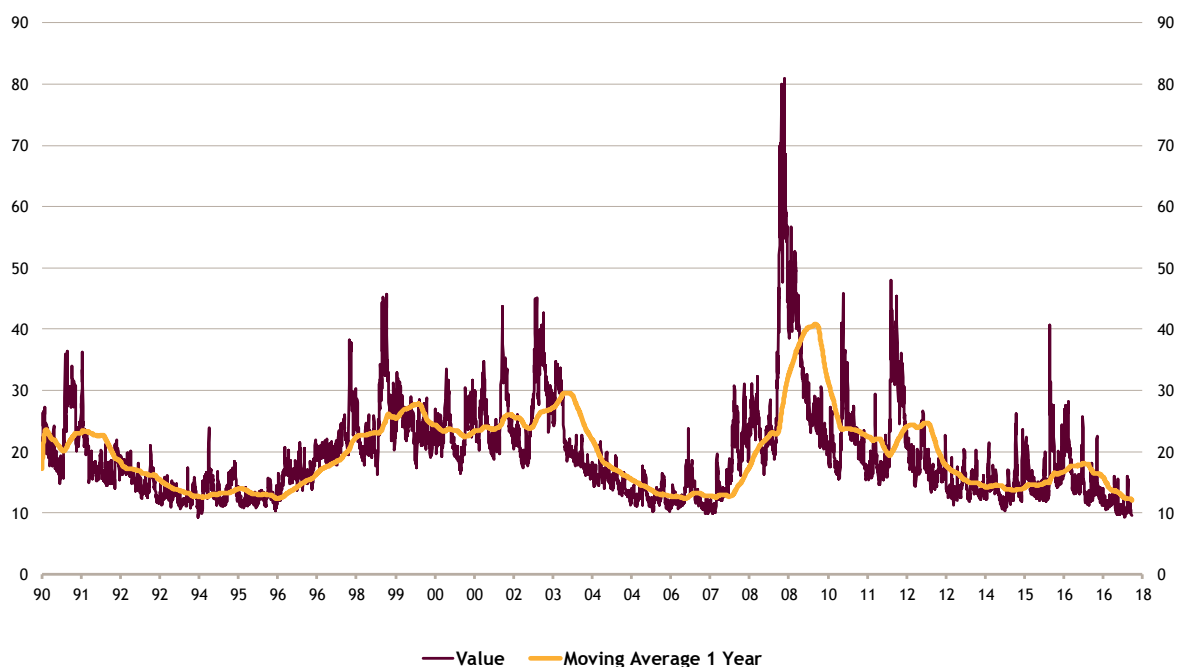
L'indice VIX, qui mesure la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500 est au plus bas depuis 30 ans, même si dans le passé nous avons observé des périodes où celle-ci était très basse, comme en 1995 et en 2007, à la veille de la survenance du Krach le plus violent de notre ère en 2008.

La volatilité joue un rôle majeur dans le calcul du prix des options. Selon la formule célèbre de Black et Sholes, le prix d'une option peut être calculé précisément si l'on connaît la volatilité de l'actif. Plus cette volatilité est élevée (le risque est élevé) plus l'option va coûter cher. En pratique, on peut mesurer la volatilité passée sur une période d'un mois, 6 mois ou sur n'importe quelle durée. Mais une option porte sur le futur et on ne peut que prendre un pari sur ce que sera cette volatilité à un horizon donné. Le pricing des options se fait donc à un prix dont le marché évalue le risque. Il en découle une volatilité « implicite » à partir du cours d'une option. L'indice le plus célèbre VIX calcule les volatilités implicites à partir d'une série de puts et de calls sur l'indice S&P 500 et des prix d'exercice les plus actifs à un horizon moyen d'un mois. L'indice VIX et la volatilité observée peuvent différer substantiellement. Par exemple, vendredi dernier le VIX était à 9.59% alors que la volatilité sur les 6 derniers mois était tombée à 7.2%. L'écart signifie qu'aucun investisseur ne ferait un pari qu'une telle volatilité va persister à court terme.

### La volatilité est extrêmement « volatile »

The VIX volatility index of S&P 500 since inception

J. Chahine  
Capital



Le graphique de volatilité sur 30 ans montre que la période récente est retombée à l'un des plus bas historiques en dessous de 10% ,et il faut remonter à la période 2005-2007 pour retrouver une succession de faible volatilité. Rappelons qu'une volatilité implicite de 10% pour le VIX signifie qu'il y a 66% de probabilité que l'indice S&P 500 s'apprécie ou se déprécie de 10% sur un horizon de 1 an.



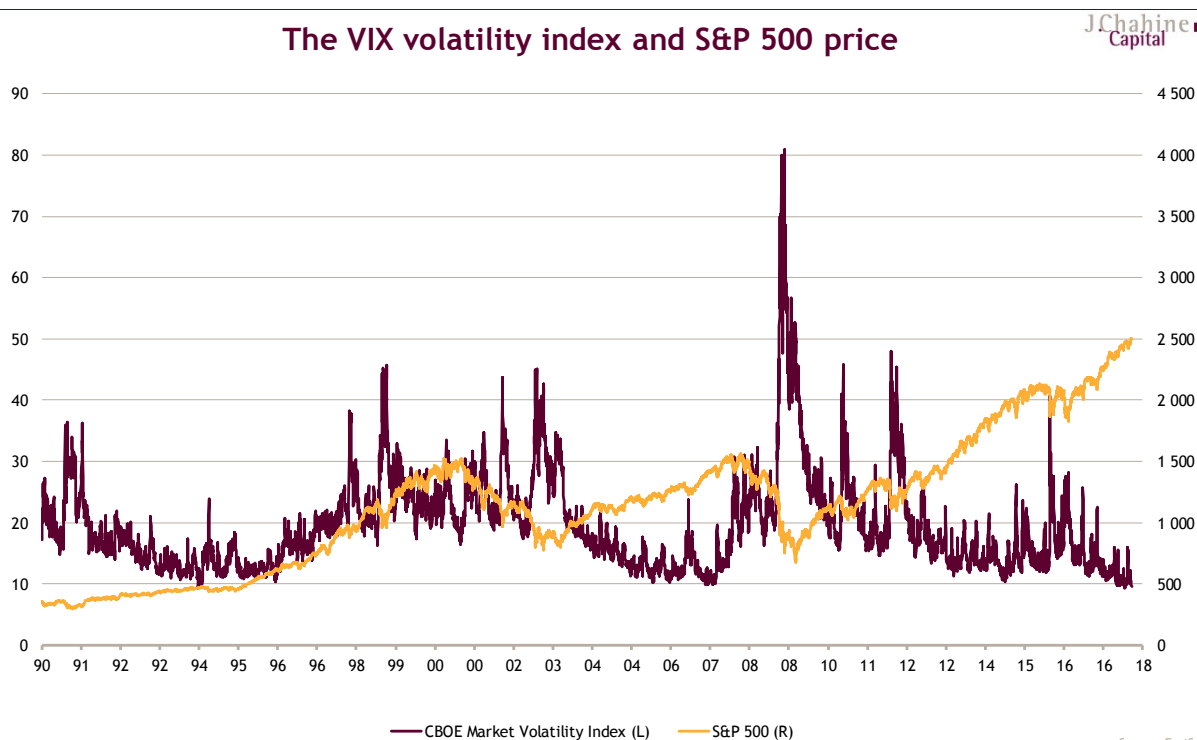
## La crise de 2008 a battu le record historique de volatilité

Nous avons ajouté au graphique de volatilité du VIX une moyenne mobile sur 1 an pour voir les grands mouvements. Les grandes crises voient systématiquement une grande éruption de la volatilité qui retourne ensuite à la normale une fois que le marché reprend son cours normal. On voit ainsi l'éruption de volatilité en 90-91 lors de la première crise du Golfe, suivie d'une période de normalisation jusqu'en 1996 où le marché n'a pas cessé de grimper. Arrive ensuite la folie de la bulle Internet à partir de 1997-98 où la volatilité explose dans un marché haussier explosif. Au plus haut de la bulle Internet, la volatilité était plus raisonnable en dessous des 20% et la bulle éclate sur ce niveau bas. La correction de la bulle a donné lieu à des « frayeurs » extrêmes avec des pics de volatilité dépassant les 40%. En octobre 2002, le marché s'est stabilisé alors que la volatilité était à son extrême et a reflué ensuite très brutalement lors du « bull market » jusqu'en juillet-août 2007 pour se situer à un niveau relativement bas de 15%. Cette faible volatilité signifie que le marché n'avait pas vu venir la correction historique de 2008.

La crise financière de 2008 a vu des volatilités inégalées sur l'historique de 30 ans avec des pointes à 80% alors que les précédents records étaient à 45%. Mais la correction de 2008 était également la plus sévère de toute notre ère. La reprise des marchés à partir du 11 mars 2009 a vu le dégonflement rapide de la volatilité qui s'est poursuivi jusqu'à ce jour avec évidemment des grosses pointes à l'occasion de frayeurs ponctuelles, comme le « flash crash » d'août 2015.

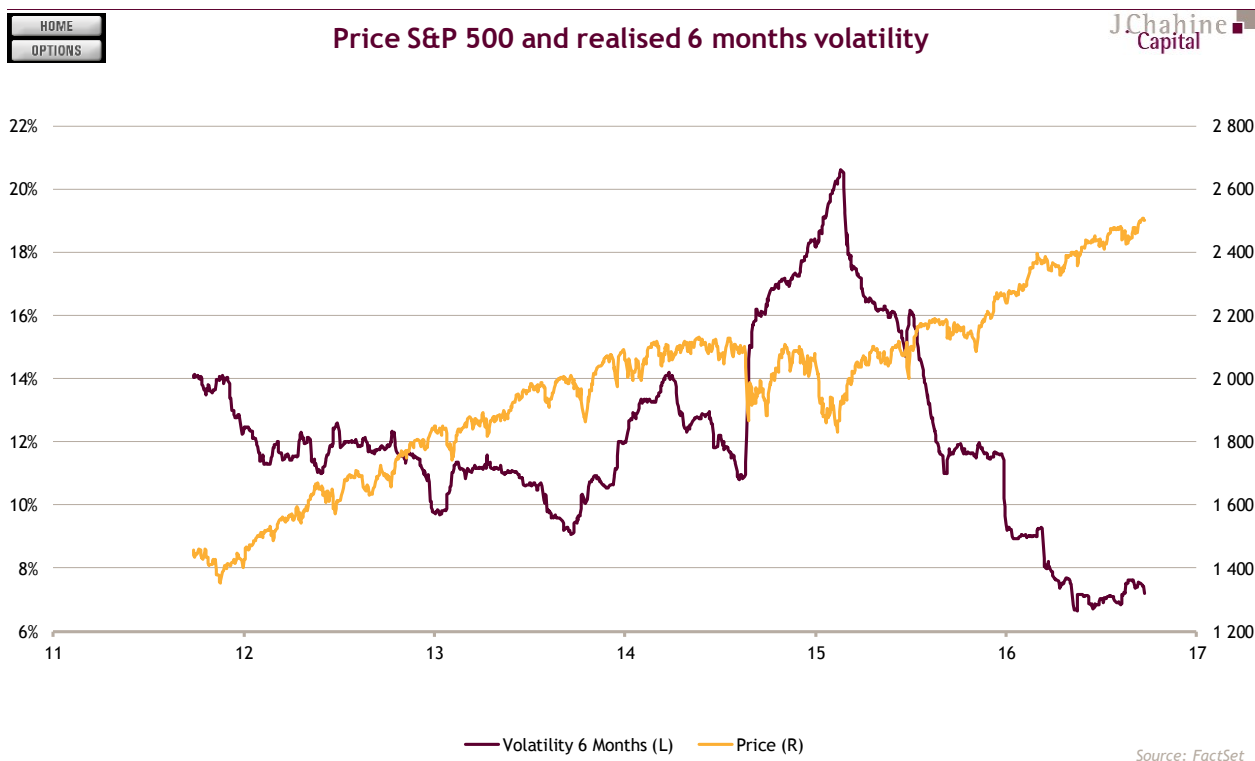
L'examen du VIX sur une moyenne mobile d'un an montre qu'on est au niveau historique le plus bas à 12.1% contre 12.5% pour les points bas des cycles précédents. Mais le passé ne nous dit pas combien de temps les points bas peuvent durer pendant lesquels le marché continue de s'apprécier. Personne ne peut dire non plus si une éruption du VIX signifie que la vraie correction va arriver. La configuration actuelle nous dit simplement qu'on est en haut de cycle sans vraiment savoir jusqu'où ira le plus haut.

### L'éclatement d'une bulle difficile à détecter par le VIX





## La volatilité historique diverge substantiellement du VIX



## La volatilité future a pour règle le retour à la moyenne

Il existe un marché future sur le VIX réservé aux investisseurs avertis et “sportifs”. Le graphique ci-dessous donne la structure des futures vendredi dernier. Alors que le VIX Spot était à 9.59, la prochaine échéance du 27 septembre était à 10.53% et celle du 4 octobre à 11.28%. Si un investisseur pense qu’à 9.59%, le VIX est très bon marché et qu’il l’achète jusqu’au 4 octobre, tout le marché pense aussi la même chose. Pour réaliser un profit, il faudrait que le VIX dépasse 11.28%. Il en est de même s’il regarde un future au 16 mai 2018 où le pari est qu’il dépasse les 16.83%. L’indice VIX a une propriété importante de retour à la moyenne. Ainsi quand le VIX en temps de crise est à 40, le futur aura tendance à être plutôt à 25. Ainsi, un VIX très bas signifie une hausse probable à terme avec une probable baisse du marché et inversement. Hélas, nul ne connaît le timing de ces mouvements.

## Le VIX annonce-t-il l’éclatement de la bulle de liquidités ?

Il est clair que le niveau très bas du VIX peut dégénérer sans prévenir dans l’éclatement d’une bulle, comme c’était le cas dans les crises passées. La dernière grosse bulle de l’histoire était la crise des *subprimes* que personne n’avait vraiment vu venir. Si l’on doit citer une seule bulle actuelle, c’est le niveau ahurissant de liquidités injectées par les banques centrales rendant la disposition de capitaux quasiment gratuite. En théorie actuarielle, des actifs comme les actions, qui donnent un rendement de dividende et qui ont la propriété de croître cahin-caha de 4% par an, ont une valeur INFINIE. Tant qu’une telle martingale durera, les actions continueront à avoir un pouvoir d’attraction.

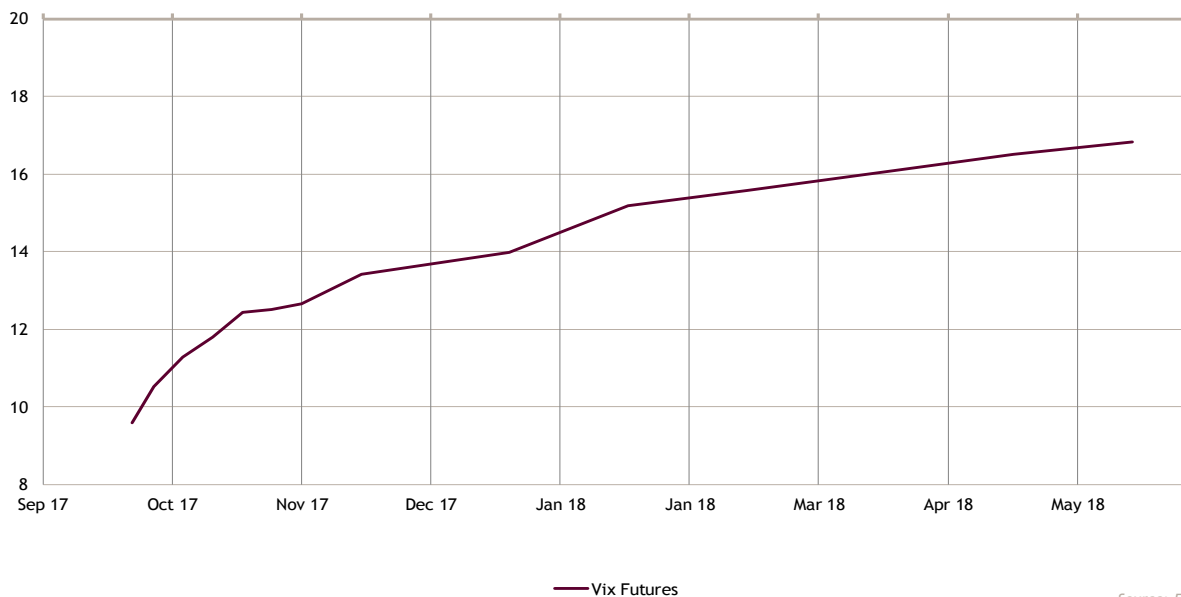


## Le VIX future a tendance à revenir à la moyenne

HOME  
OPTIONS

Vix futures as of 22 September 2017

J.Chahine  
Capital



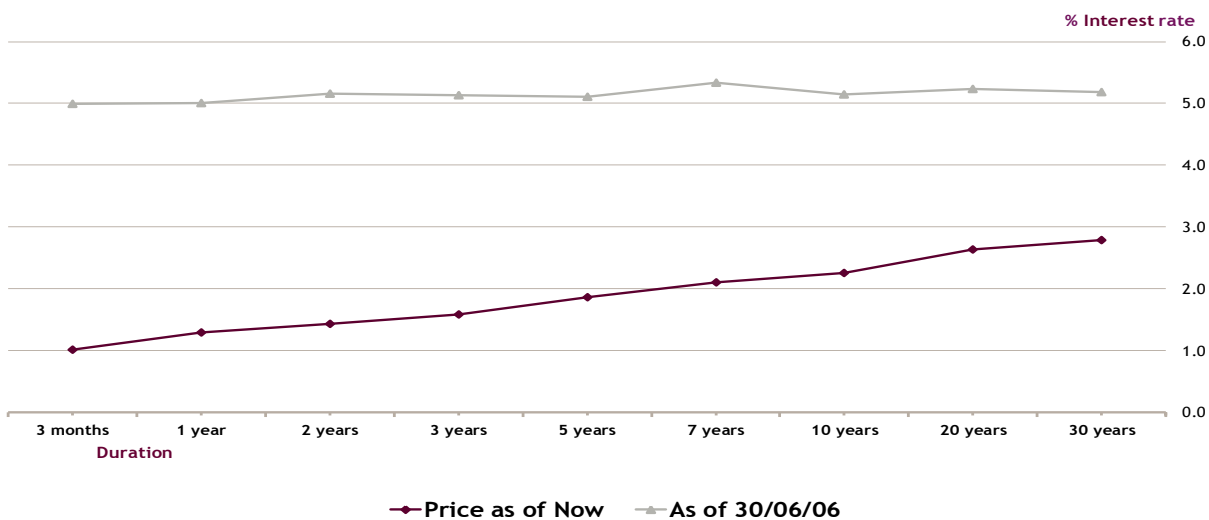
Source: FactSet

La question est donc de savoir comment la bulle sur les taux va se terminer. Nous n'avons malheureusement pas d'équivalent dans l'histoire, sauf à prendre des cycles classiques des banques centrales obligées de relever les taux quand l'économie est en surchauffe et que l'inflation gronde. Ce faisant, les marchés finissent par corriger et le cycle de baisse des taux recommence. On a oublié qu'avant la crise de 2008, le taux de la Fed était à 5.25%, la courbe des taux était complètement plate et le 10 ans était aussi à 5.25%. Une telle courbe plate est le signe avant coureur d'un ralentissement, qui n'a pas manqué d'éclater avec la violence que l'on sait.

## On est très loin des taux d'avant la crise

United States of America Yield Curve

J.Chahine  
Capital



Source: FactSet



Aujourd'hui on est en phase timide de normalisation des taux de la Fed, qui sont encore 1 point en-dessous de l'inflation. Avant la crise, les taux de la Fed étaient 2.5 points au-dessus de l'inflation. La hausse des taux de l'époque a mis à jour la bulle des *subprimes* avec les effets que l'on connaît.

## Il sera très difficile de sortir de la bulle de liquidités

Comment va-t-on sortir de cette période d'argent gratuit que nous vivons depuis presque 10 ans ? Cela s'est traduit par le gonflement du bilan de la Fed qui est passé de moins de 1 trillion de \$ à 4.5 trillions. Les détenteurs de la dette se décomposent comme suit :

- Agences gouvernementales (dont sécurité sociale) 5.5 trillions
- Sur les 14.5 trillions du public, 7 trillions sont détenus par les étrangers, dont Chine et Japon, 4.5 trillions par la Fed et le reste par le public et fonds de pensions.

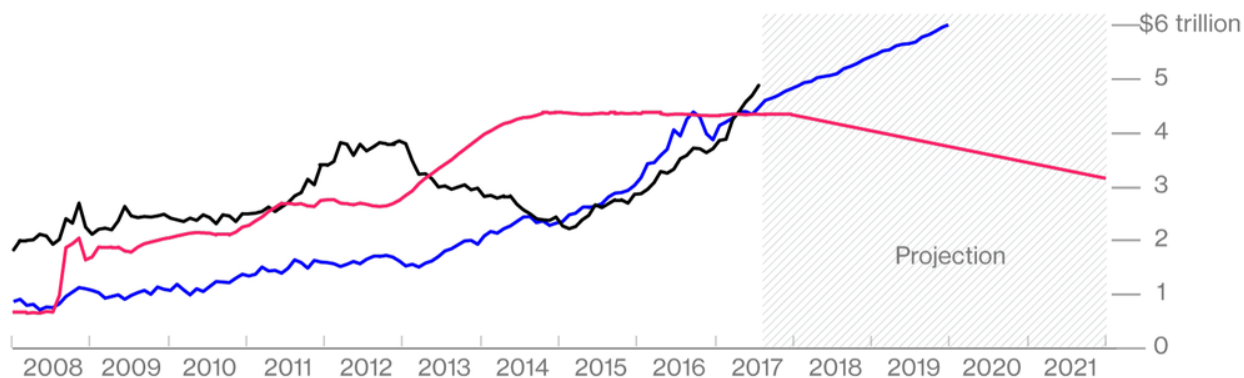
La Fed a annoncé le début de normalisation de son bilan en l'allégeant de 10 milliards \$ par trimestre soit 40 milliards par an. À ce rythme, la réduction du bilan de 1 trillion prendra... 25 ans. Et pour les 4 trillions, 100 ans. Les chiffres qui figurent plus haut montrent clairement qu'il n'existe pas un marché privé local pour absorber cette dette de façon significative. Par ailleurs, toute velléité de procéder agressivement ira impacter les taux et forcer les étrangers à se débarrasser d'une partie de leurs avoirs, ce faisant entraînant la chute du \$. La Fed risque ainsi d'avoir à porter longtemps son fardeau et jouer sur les taux pour maintenir la valeur de la devise. Mais un accident est toujours possible lorsque les taux vont se rapprocher au moins du niveau de l'inflation à 2%. Par ailleurs, le maintien d'une politique accommodante risque de gonfler la valeur des actifs à l'infini ce qui n'est pas désirable. C'est la raison pour laquelle quand on lit le discours de Yellen, on a l'impression qu'elle marche en permanence sur des œufs.

## La normalisation du bilan de la Fed sera très laborieuse

### Central Banks Balance Sheets

Japan moving into uncharted waters

■ Bank of Japan ■ European Central Bank ■ Federal Reserve



Note: BOJ projection assumes the yen-dollar exchange rate remains at the current level and the BOJ's asset holdings continue to increase at the current level.  
The Fed. forecast is the baseline scenario from the 2016 annual report, and assumes that balance sheet normalization begins in January 2018.

Source: BOJ, ECB, Fed data compiled by Bloomberg

**Bloomberg**

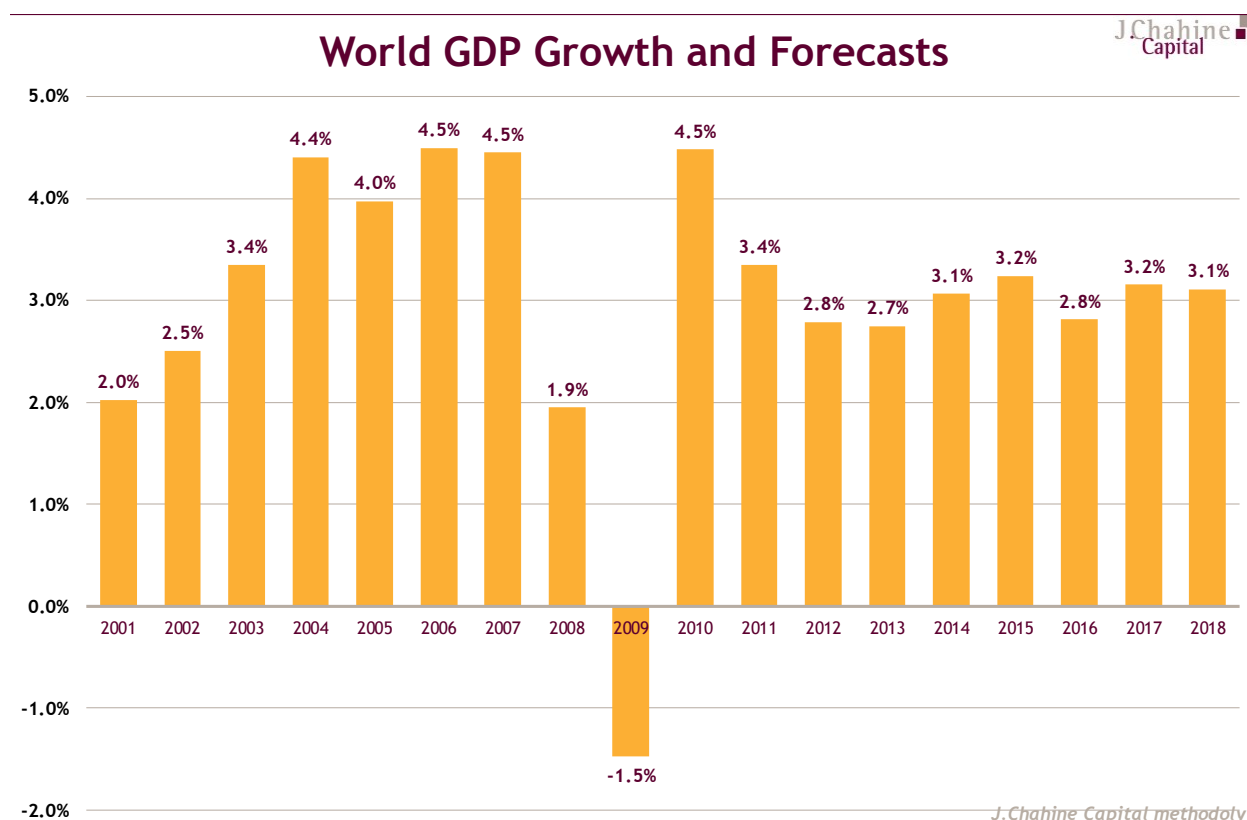


On peut conclure sur cette analyse de la faible volatilité qu'elle tient essentiellement aux politiques accommodantes des banques centrales qui ont très peur de casser la belle mécanique par des gestes incontrôlés. L'action des banques centrales sur le marché obligataire a réduit la volatilité et s'est transmise sur le marché actions. Au niveau des indicateurs économiques, la visibilité n'a jamais été aussi bonne. Mais la volatilité agit comme un volcan : calme pendant longtemps et une éruption inattendue. Le catalyseur pourrait être le risque géopolitique de la Corée ou de l'Iran ou l'éclatement d'une bulle sur le crédit en Chine. Mais le maintien des politiques monétaires couplé à une reprise de la croissance mondiale vont rester les moteurs du marché.

## La croissance mondiale menée par l'Asie

Selon notre mode de calcul exposé dans notre précédente lettre, la croissance mondiale reste confirmée à 3.2% en volume et les premiers chiffres de 2018 sont du même ordre de grandeur.

### Reprise confirmée de la croissance mondiale



Nous donnons à nos lecteurs ce mois-ci l'opportunité de voir les bassins de croissance 2017 et 2018 dans les principaux pays en importance. On voit en tête très clairement le bassin asiatique avec l'Inde, la Chine, les Philippines, le Viêt Nam, la Malaisie et l'Indonésie. De quoi largement expliquer la hausse fulgurante de leurs marchés. La Chine et l'Inde sont responsables de 1.4 point de croissance sur les 3.2.



## Forte progression des pays émergents

	GDP %Change Constant Price, National Currency				
Country	2014	2015	2016	2017	2018
India	7.2%	7.9%	6.8%	7.1%	7.5%
China	7.3%	6.9%	6.7%	6.7%	6.3%
Philippines	6.2%	5.9%	6.8%	6.4%	6.3%
Vietnam	6.0%	6.7%	6.2%	6.3%	6.3%
Malaysia	6.0%	5.0%	4.2%	5.3%	4.9%
Indonesia	5.0%	4.9%	5.0%	5.1%	5.4%
Romania	3.1%	3.9%	4.8%	5.0%	4.3%
Ireland	8.4%	26.3%	5.2%	4.3%	3.7%
Turkey	5.2%	6.1%	2.9%	4.2%	3.2%
Lithuania	3.5%	1.8%	2.3%	4.1%	3.9%
Poland	3.3%	3.9%	2.8%	3.9%	3.4%
Czech Republic	2.7%	4.5%	2.4%	3.8%	3.0%
Hungary	4.0%	3.1%	2.0%	3.7%	3.5%
Israel	3.2%	2.5%	4.0%	3.6%	4.2%
Cyprus	-1.5%	1.7%	2.8%	3.5%	2.4%
Thailand	0.9%	2.9%	3.2%	3.5%	3.5%
Hong Kong SAR	2.8%	2.4%	1.9%	3.4%	2.4%
Luxembourg	4.7%	3.5%	4.0%	3.4%	3.2%
Slovak Republic	2.6%	3.8%	3.3%	3.2%	3.5%
Sweden	2.6%	4.1%	3.3%	3.1%	2.5%
Spain	1.4%	3.2%	3.2%	3.0%	2.5%
Netherlands	1.4%	2.0%	2.1%	2.9%	2.0%
Canada	2.6%	0.9%	1.4%	2.8%	2.0%
Korea	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.6%
New Zealand	2.8%	3.1%	4.0%	2.8%	3.0%
Argentina	-2.5%	2.6%	-2.3%	2.6%	3.3%
Finland	-0.6%	0.3%	1.4%	2.5%	1.5%
Portugal	0.9%	1.6%	1.4%	2.5%	1.8%
Austria	0.6%	1.0%	1.5%	2.5%	1.7%
Singapore	3.6%	1.9%	2.0%	2.4%	2.4%
Australia	2.8%	2.4%	2.5%	2.3%	2.7%
Taiwan Province of Chir	4.0%	0.7%	1.5%	2.2%	2.0%
United States	2.4%	2.6%	1.6%	2.2%	2.3%
Germany	1.6%	1.5%	1.8%	2.1%	1.8%
Mexico	2.3%	2.6%	2.3%	2.1%	2.1%
Eurozone	1.2%	2.0%	1.7%	2.0%	1.8%
Colombia	4.4%	3.1%	2.0%	1.8%	2.5%
Norway	1.9%	1.6%	1.0%	1.7%	1.9%
Belgium	1.7%	1.5%	1.2%	1.6%	1.6%
France	0.6%	1.3%	1.2%	1.6%	1.6%
United Kingdom	3.1%	2.2%	1.8%	1.6%	1.3%
Chile	2.0%	2.3%	1.6%	1.5%	2.4%
Japan	0.3%	1.2%	1.0%	1.4%	1.1%
Russia	0.7%	-2.8%	-0.2%	1.4%	1.5%
Italy	0.1%	0.8%	0.9%	1.3%	1.2%
Switzerland	2.0%	0.8%	1.3%	1.3%	1.7%
Greece	0.4%	-0.2%	0.0%	1.0%	1.7%
Nigeria	6.3%	2.7%	-1.5%	0.8%	2.0%
South Africa	1.7%	1.3%	0.3%	0.7%	1.3%
Brazil	0.5%	-3.8%	-3.6%	0.5%	2.0%





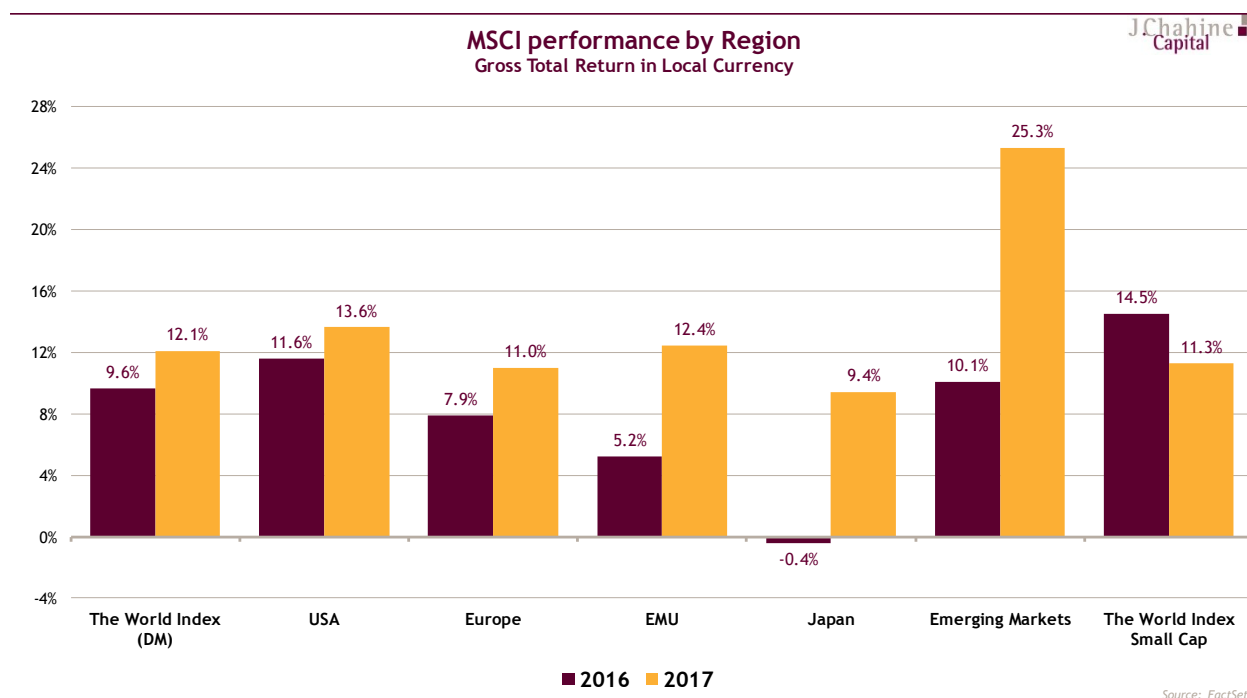
On trouve ensuite les pays de l'Est Européen ainsi qu'Israël. Les grands pays de l'OCDE affichent des taux de croissance plus qu'honorables, mais qui font pâle figure face aux Émergents. 2% pour l'Eurozone où la confiance des consommateurs est au plus haut, et 1.6% seulement pour la Grande-Bretagne, ramenée à 1.3% en 2018. Si les économistes voient juste, l'effet du Brexit devrait se sentir l'année prochaine, sauf à inventer une formule de Brexit sans Brexit, sur laquelle travaillent ardemment les politiciens. Même le Japon anémique est en pleine euphorie avec le retour d'une croissance à plus de 1% dans une population déclinante.

La croissance américaine, prévue à 2.2% en 2017, risque de souffrir sous l'effet dévastateur des récents ouragans, mais un rattrapage probable peut intervenir en 2018 lors de la reconstruction. La Fed dans son discours table maintenant sur une croissance normative de 1.8% sur les années lointaines après avoir retenu le chiffre de 2%. Sous l'effet de la baisse récente du \$, le poids des US dans le PIB mondial est passé de 25.6% à 25%, ce qui reste élevé par rapport aux années antérieures à 23% suite à l'appréciation du \$. Le poids de la Chine monte inexorablement et s'affiche à 18.3% en 2018. Ce qui est remarquable dans ce tableau, c'est que l'ensemble des pays est en croissance en 2017 avec une probable poursuite en 2018 sauf accident conjoncturel.

## Les marchés financiers au plus haut

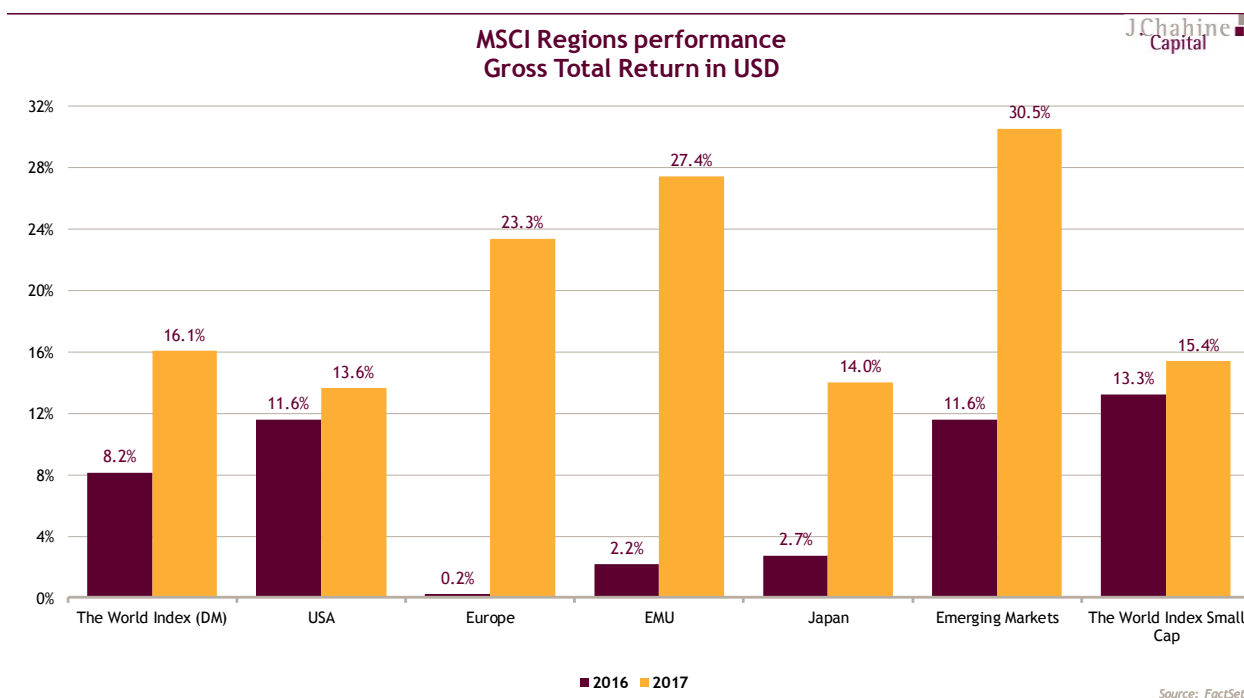
Dans un environnement porteur de taux très bas, de croissance économique robuste et des profits en hausse à deux chiffres, 2017 s'annonce comme un excellent cru sur l'ensemble des marchés. En ligne avec l'économie, ce sont les pays émergents qui sont en tête avec 25.3% en monnaie locale suivis des États-Unis et l'Eurozone. Mais la performance en \$ est tout autre, avec la zone Euro en hausse de 27.4% depuis le début de l'année avec dividende brut réinvesti, et les Émergents à 30.5%.

### Les marchés volent de record en record

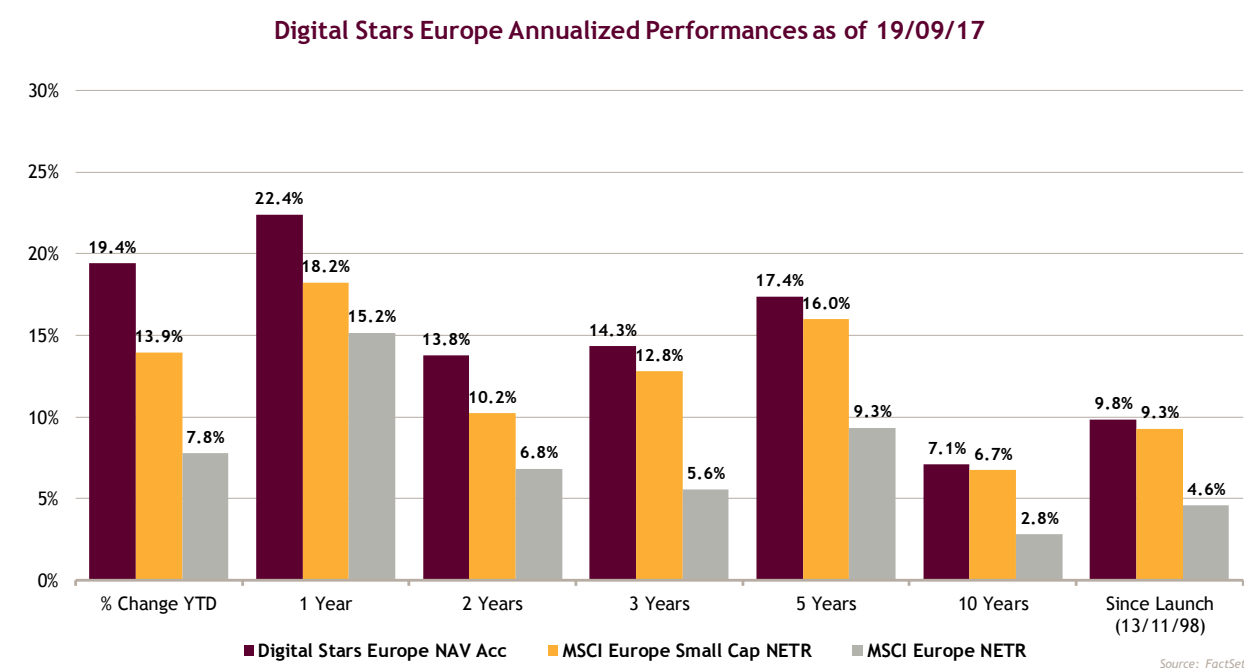




## Hausses fulgurantes en \$ US



## Très bon comportement de nos fonds Digital

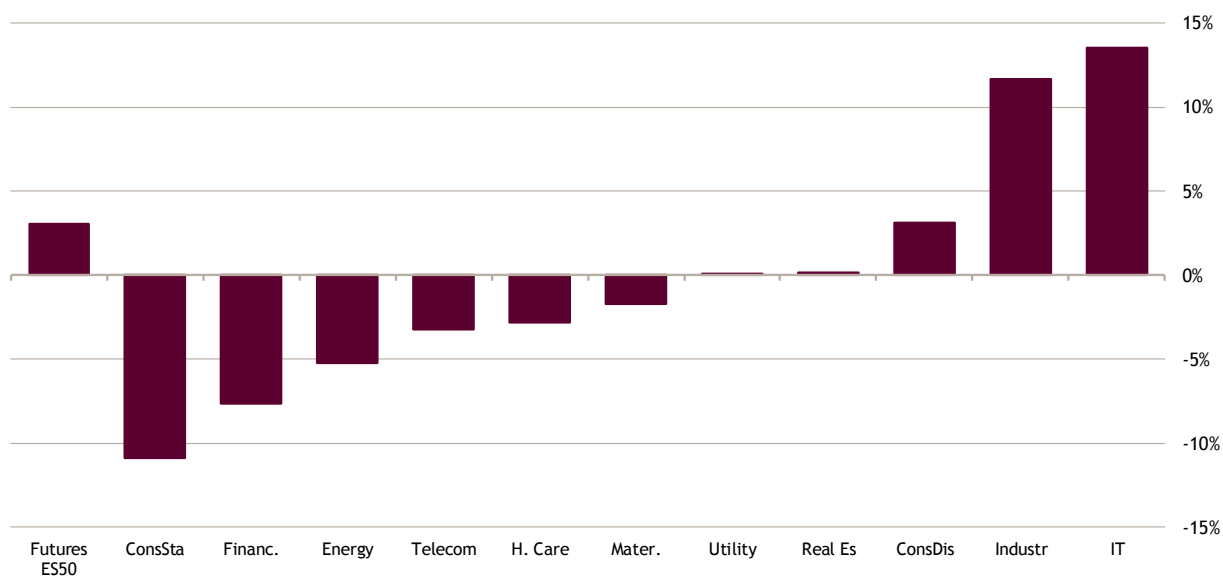


Notre fond Digital Stars Europe, qui célèbre sa dix-neuvième année d'existence, bat des records avec une progression de 19.4% depuis le début de l'année net de frais. La philosophie du modèle reste la même depuis plus de 20 ans avec des améliorations tout au long du parcours. Le chiffre le plus impressionnant reste la performance annualisée sur 19 ans de 9.8% par an. Notre dernier fonds, Digital Stars Europe Smaller Companies réalise quant à lui une performance de 29.4% en 2017.



## Le secteur IT, principal pari de Digital

Active Weights by GICS Sector of Digital Stars Europe vs MSCI Europe in EUR  
as of 31/08/17



La composition sectorielle du fonds ressemble plus à l'indice S&P 500 qu'à l'indice européen MSCI Europe. La technologie est 14% au-dessus du MSCI Europe qui est à 5%.

## Valorisation des marchés

Le marché américain reste toujours dans une valorisation tendue après avoir progressé de 62 points sur le S&P 500 entre deux valorisations. L'objectif du cours est à 2567 points dans l'hypothèse d'une réforme fiscale (de plus en plus incertaine) et 2350 points pour le statu quo. Les taux à 30 ans se sont légèrement tendus à 2.80%. L'indice a clôturé à 2501 points. Le CAGR sur 8 ans ressort à 4.2% sans le coup de pouce de la réforme fiscale, correspondant à 2 points d'inflation et 2.2% de croissance du PIB sans amélioration de marge. On peut juger un tel objectif de CAGR un peu pessimiste, car en réalité les grandes sociétés multinationales sont exposées à la croissance mondiale qui est plutôt de 3%. La correction du \$ pourrait apporter également un coup de pouce ainsi que la poursuite du rachat d'actions que les gens oublient. En effet, dans un environnement de taux toujours favorable, les sociétés rachètent environ 2% de leurs titres en complément du dividende. Cela a pour effet de rehausser du même montant le BNA, sachant que le coût de la dette est faible et que les sociétés disposent d'une montagne de cash sans rentabilité.

La marge « Non Gaap » des sociétés va encore grimper en 2017 à un record historique de 10.3% grâce aux marges colossales des grands groupes technologiques.

Les profits en 2017 vont grimper de 8.7%, chiffre qui reste stable et tout à fait décent. Les profits 2018 sont ramenés à 8.7%, en-dessous du consensus. Nous avons calculé que 1 point de CAGR a un impact de 7% sur les cours de l'indice. Par contre, une hausse d'un demi-point sur le 30 ans a un impact négatif de 10% sur les cours. C'est la raison pour laquelle les taux restent nettement plus scrutés que les profits.



## Valorisation tendue, mais pas de bulle

### S&P 500 - Valuation end 2017

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016

	30 Years Gvt bonds				
	2.50%	2.80%	3.00%	3.25%	3.50%
No tax reform: +8.7% in 2017, +8.5% in 2018 and +9.5% in 2019 (Normative). CAGR = +4.2%	2 510	2 350	2 253	2 141	2 037
Implied Scenario CAGR 5.3% over 8 years	2 674	2 501	2 395	2 274	2 162
Base scenario: +8.7% in 2017, +18.7% in 2018 and +9.5% in 2019 (Normative) CAGR = +5.4%	2 742	2 567	2 461	2 338	2 225
Current Index S&P 500 (as of 21/09/2017)	2 501				

La modélisation du marché Européen reste plus complexe que celle des États-Unis. En effet, le marché a un caractère fortement cyclique, dominé par les banques, les biens cycliques dont l'automobile, et les produits de base. Avec la reprise de la croissance mondiale, on constate bien la reprise des profits en 2017 qui vont progresser de 20% en zone euro. Mais les analystes restent prudents pour les années suivantes avec un modeste rebond de 8.2% en 2018. Le CAGR reste négatif à -1.2% sur 8 ans, ce qui est très pessimiste. Malgré cela, le cours objectif du MSCI EMU ressort à 132 points pour une clôture à 125. Il faut noter que les sociétés européennes distribuent toujours un gros dividende de 3.4% car il s'agit pour la plupart de sociétés bien établies et non de valeurs de croissance.

## Encore un potentiel de hausse en Eurozone

### MSCI EMU - Valuation end 2017

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016

	30 Years Gvt bonds				
	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
Depression scenario: +19.2% in 2017, +5% in 2018 and +5% in 2019 (Normative). CAGR = -4.4%	119	112	106	101	96
Implied Scenario: CAGR -1.8% over 8 years	141	133	125	119	113
Base scenario: +19.2% in 2017, +8.2% in 2018 and +8.5% in 2019 (Normative) CAGR = -1.2%	149	140	132	125	119
Current Index MSCI EMU (as of 21/09/2017)	125				



## Conclusions

Dans la lettre de cette semaine nous analysons le niveau historiquement très bas de la volatilité des marchés et les raisons derrière ce phénomène. Les grandes crises ont été généralement précédées par des faibles niveaux de volatilité, mais ce niveau très bas peut durer très longtemps dans un marché qui poursuit sa hausse. Le prix d'un indice VIX future a tendance à revenir à sa moyenne. Ainsi pour une volatilité de 9.59 vendredi dernier, le future en mai 2018 était à 16.83. De même, la volatilité observée n'est pas la même que la volatilité implicite dans les options. Sur les 6 derniers mois, la volatilité observée n'a été que de 7.2%. Le record historique de volatilité reste la crise de 2008 où elle a atteint 88%.

Si le faible niveau de volatilité est annonciateur de l'éclatement d'une bulle, c'est probablement celle des liquidités énormes injectées par les banques centrales. Dans un environnement de taux quasi-nuls face à un rendement de 2% du dividende et qui s'accroît, la valeur des actifs est INFINIE si cela se poursuit. La dernière crise des *subprimes* a eu pour catalyseur la hausse des taux de la Fed à 5.25% et une courbe des taux parfaitement plate qui a asséché les liquidités. Est-ce que la Fed va rééditer cette manœuvre ? Cela est peu probable et l'annonce de la normalisation de son bilan à 10Mds \$ par trimestre mettra 100 ans pour retrouver le bilan d'avant la crise. Par ailleurs, la dette de 20 trillions de \$ du gouvernement est détenue à hauteur de 5.5 trillions de \$ par les agences gouvernementales, 4.5 trillions par la Fed et 7 trillions par les étrangers. Le marché privé local a donc peu de capacité. Une fausse manœuvre de la Fed peut entraîner soit la hausse des taux soit la chute du \$ entraînant la défiance des investisseurs étrangers. Il nous semble donc que la Fed est condamnée à porter la dette longtemps encore.

La faible volatilité tient donc essentiellement aux politiques accommodantes des banques centrales qui ont peur de casser la belle mécanique par des gestes incontrôlés. Leur action réduit la volatilité sur les taux et se transmet sur les actions. Au niveau des indicateurs économiques, la visibilité n'a jamais été aussi bonne. Mais la volatilité agit comme un volcan avec une éruption inattendue. Le catalyseur pourrait être le risque géopolitique de la Corée ou de l'Iran ou l'éclatement d'une bulle sur le crédit en Chine. Ainsi le maintien des politiques monétaires accommodantes couplé à une reprise de la croissance mondiale vont rester les moteurs du marché.

La croissance mondiale robuste se confirme à 3.2% en 2017 menée par le bassin asiatique où la Chine et l'Inde sont responsables de 1.4 points. Tous les pays sont en croissance et 2018 est prévu à 3.1%. Cet environnement explique que les marchés sont au plus haut et nos fonds Digital affichent des performances proches des 20%. C'est la technologie et les valeurs de croissance qui sont en tête.

Peu de changement au niveau de la valorisation des marchés, avec un objectif de 2567 points pour le S&P500 en cas de réforme fiscale et 2350 points autrement. Le CAGR est respectivement à 5.2% et 4.2%. Un point de CAGR impacte le marché de 7% alors qu'un demi-point de taux à 30 ans a un impact de 10% ! Pour la zone Euro, l'objectif de cours est à 132 points pour une clôture à 125 points pour l'indice MSCI EMU. Nous maintenons notre position de surpondérer les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 22/9/2017 (in local currency)

	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 017	Revision vs M-2%	
	2017	2016	2018	2017	2018	2017	2016	Div Yield	Fiscal 18	Fiscal 17
MSCI The World Index	13.8%	5.5%	16.2 x	17.7 x	9.2%	17.6%	0.4%	2.5%	0.3%	0.7%
MSCI USA	12.1%	9.2%	17.6 x	19.5 x	11.2%	9.8%	1.4%	2.0%	-0.3%	0.0%
MSCI Japan	7.5%	-2.6%	13.4 x	14.1 x	5.5%	15.9%	13.1%	2.2%	2.0%	2.4%
MSCI EMU	9.4%	1.8%	14.0 x	15.2 x	8.0%	19.5%	-0.6%	3.2%	-0.7%	0.0%
MSCI Europe	5.6%	-0.5%	14.5 x	15.7 x	7.7%	15.8%	-4.0%	3.5%	-0.4%	0.2%
MSCI Europe ex Energy	6.6%	-2.1%	14.5 x	15.6 x	7.6%	13.8%	-1.4%	3.3%	-0.1%	0.2%
MSCI Europe Consumer Discretionary	5.6%	-4.0%	12.4 x	13.4 x	8.0%	17.3%	11.1%	3.0%	0.1%	-0.5%
MSCI Europe Consumer Staples	3.3%	-2.1%	18.3 x	20.1 x	9.7%	8.6%	0.3%	2.9%	-0.9%	-0.8%
MSCI Europe Energy	-7.0%	24.1%	15.4 x	16.9 x	9.8%	56.8%	-37.5%	5.8%	-4.6%	-0.7%
MSCI Europe Financials	7.6%	-5.3%	11.5 x	12.4 x	8.0%	22.6%	-19.2%	4.2%	0.7%	0.9%
MSCI Europe Health Care	3.7%	-10.9%	15.8 x	16.9 x	6.9%	-1.5%	5.8%	3.0%	-1.6%	-0.5%
MSCI Europe Industrials	11.2%	8.3%	16.5 x	18.3 x	10.8%	10.7%	0.2%	2.6%	-0.4%	-0.3%
MSCI Europe Information Technology	15.6%	3.1%	19.6 x	22.6 x	15.1%	11.4%	0.0%	1.5%	-1.2%	-0.4%
MSCI Europe Materials	9.4%	24.5%	15.4 x	15.6 x	0.7%	38.2%	9.7%	3.0%	1.6%	1.9%
MSCI Europe Real Estate	-1.0%	-5.8%	14.9 x	13.1 x	-12.3%	-16.6%	91.6%	4.3%	-1.1%	3.5%
MSCI Europe Telecommunication Services	-2.0%	-17.2%	15.1 x	16.4 x	8.8%	7.7%	1.0%	4.7%	-1.0%	-0.5%
MSCI Europe Utilities	8.6%	-10.0%	14.0 x	14.6 x	4.7%	3.7%	-8.6%	4.9%	0.4%	1.2%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 22/09/2017



### 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 NON-INFRINGEMENT. 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 Luxembourg 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).