

La BCE continuera d'inonder le marché en liquidités

Conclusions

L'intervention de Draghi jeudi dernier a envoyé un signal fort aux marchés, avec un discours hyper accommodant sur sa politique monétaire. Même s'il affiche l'intention de réduire le niveau du QE à 30Mds€ par mois à partir de janvier 2018, il est prêt à le retoucher à tout moment en cas de besoin. Il maintient le réinvestissement des titres venus à échéance pour une « période très longue » et garde les guichets ouverts pour les refinancements à 3 mois aussi longtemps que nécessaire, et en tout cas jusqu'à fin 2019. Et il maintient le niveau des taux actuels « for an extended period » et bien au-delà de la fin du QE. Malgré son mandat restreint à la stabilité des prix, l'approche « machiavélique » de Draghi a permis de sauver l'euro et l'Europe de sa profonde dépression. Tous les voyants sont au vert et la croissance de la zone au 2^{ème} trimestre a été de 2.3% et l'on attend 2.2% de hausse pour l'année qui sera la meilleure depuis la crise. L'indicateur de confiance des ménages et des industriels s'affiche au plus haut historique d'avant la crise. L'inflation structurelle se rapproche de l'objectif de 2% en passant en quelques mois de 0.75% à 1.25% et 1.5% si l'on inclut l'énergie et l'alimentation.

Contrastant avec la BCE, la Fed est en pleine politique de retrait de liquidités avec une hausse quasi sûre des taux le 13 décembre et une réduction programmée de son bilan avec un rythme qui devrait atteindre 50Mds \$ par mois en octobre 2018. Le marché n'est pas resté impassible et l'on a assisté à une tension sur les taux à 10 ans proches de 2.5%, et le 30 ans à 3%. Le retrait des liquidités en 2018 devrait être l'évènement majeur pour le successeur de Janet Yellen et pourrait faire tanguer les marchés.

Tous les voyants sont au vert en Eurozone avec notamment une forte reprise de l'investissement au rythme de 5% par an, encouragée par des taux toujours très bas et négatifs jusqu'à 7 ans, créant une bulle dans l'immobilier. L'effet immédiat de la conférence de presse a été la baisse de l'euro et les indices boursiers se sont envolés vers les plus hauts. Pour un investisseur en euro, c'est l'indice MSCI EMU qui affiche les meilleurs scores sur l'année avec une hausse de 16% contre 11.8% aux US dans la même devise. Ce sont les pays émergents qui sont en tête avec 19.8%. La performance la plus remarquable est celle du secteur IT avec 35% ! de hausse menée par les GAFAM. Amazon, qui a pris 13% dans la journée de vendredi, continue de créer une révolution en mettant en quasi-faillite le commerce de détail. Mais la révolution digitale va au-delà du commerce comme le montre le succès de Netflix dans les médias ou l'avènement de la voiture électrique autonome. Les fonds Digital ont profité de ces tendances en affichant depuis le début de l'année 24.7% pour Digital Stars Europe, 25.8% pour Digital Stars Europe ex UK et 32.7% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.

L'accélération de la croissance mondiale est l'autre facteur qui explique les hausses en 2017. Le rebond attendu est à 3.2% pour 2017 ainsi que pour 2018, contre 2.8% en 2016. Et les prévisions sont revues à la hausse comme pour la zone Euro à 2.2%. Les parutions de résultats de T3 n'ont pas été une grande surprise et la hausse de 8.6% des profits est maintenue en 2017 ainsi que les 11% pour 2018. Les profits en zone Euro sont également inchangés à un haut niveau de 19% en 2017. La valorisation du marché américain devient très tendue après la hausse récente, avec notre objectif de cours à 2483 points en cas de réduction de l'IS et 2273 points sans réforme. Avec une clôture à 2581 points c'est très tendu. Pour l'indice MSCI EMU notre objectif est inchangé à 133 points pour une clôture à 129. Le marché va poursuivre sa hausse faute d'investissements alternatifs et avec l'abondance de liquidités. La BCE est très rassurante mais ne peut pas seule soutenir les marchés. L'action de la Fed sera déterminante en 2018 si elle retire trop de liquidités du marché. Nous maintenons notre position de surpondérer les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

Jacques Chahine



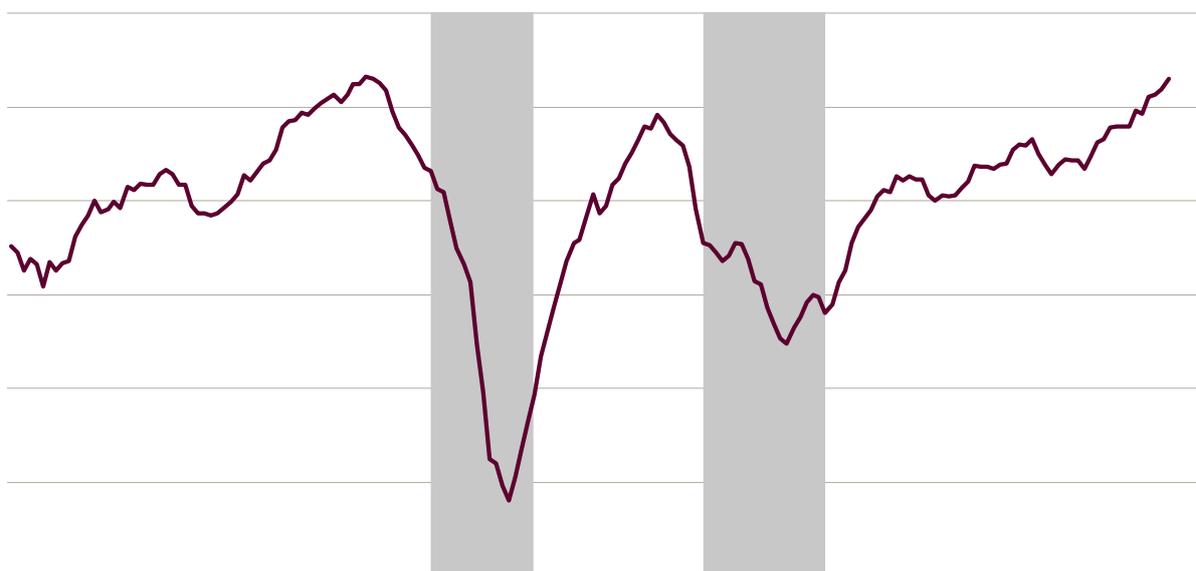
Discours hyper accommodant de la BCE

Alors que la Fed est en pleine action pour normaliser sa politique de taux, la BCE, dans le dernier discours de Draghi, affiche une volonté de politique monétaire hyper accommodante. Parlant des APP (Asset Purchase Programme), il indique qu'il passera de 60Mds€ à 30Mds€ par mois à partir de Janvier 2018 jusqu'en Septembre 2018, mais il s'empresse d'ajouter se tient prêt à tout moment pour augmenter le montant et la durée si cela devait être nécessaire. Il confirme le réinvestissement des titres venus à maturité pour une période « très longue ». Il maintient les guichets ouverts pour les refinancements à 3 mois aussi longtemps que nécessaire et en tout cas jusqu'à fin 2019. Et, concernant le niveau des taux, il déclare "we continue to expect them to remain at their present levels for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchases".

La BCE en passe de réussir son pari

Cette politique est nécessitée par la persistance d'une trop faible inflation qui rend indispensable le soutien d'une politique monétaire expansionniste. A noter que le discours de la BCE évite soigneusement de parler d'un soutien de la croissance ou de l'emploi, contrairement à la Fed dont c'est également la mission. La mission de la BCE est cantonnée exclusivement à la stabilité des prix et c'est un Draghi « Machiavel » qui a réussi avec ce mandat restreint à sauver l'Euro et remettre la zone en état de marche. Tous les voyants sont au vert et la croissance de la zone au 2^{ème} trimestre a été de 2.3% contre 2% attendus alors qu'on attend 2.3% au 3^{ème} trimestre qui a été revu significativement à la hausse. L'année 2017 continue d'être fortement revue à la hausse à 2.2%, ce qui donnera la meilleure année pour la zone depuis la crise financière. Cela se reflète dans une confiance au plus haut dans l'économie.

La confiance dans l'économie au plus haut d'avant la crise



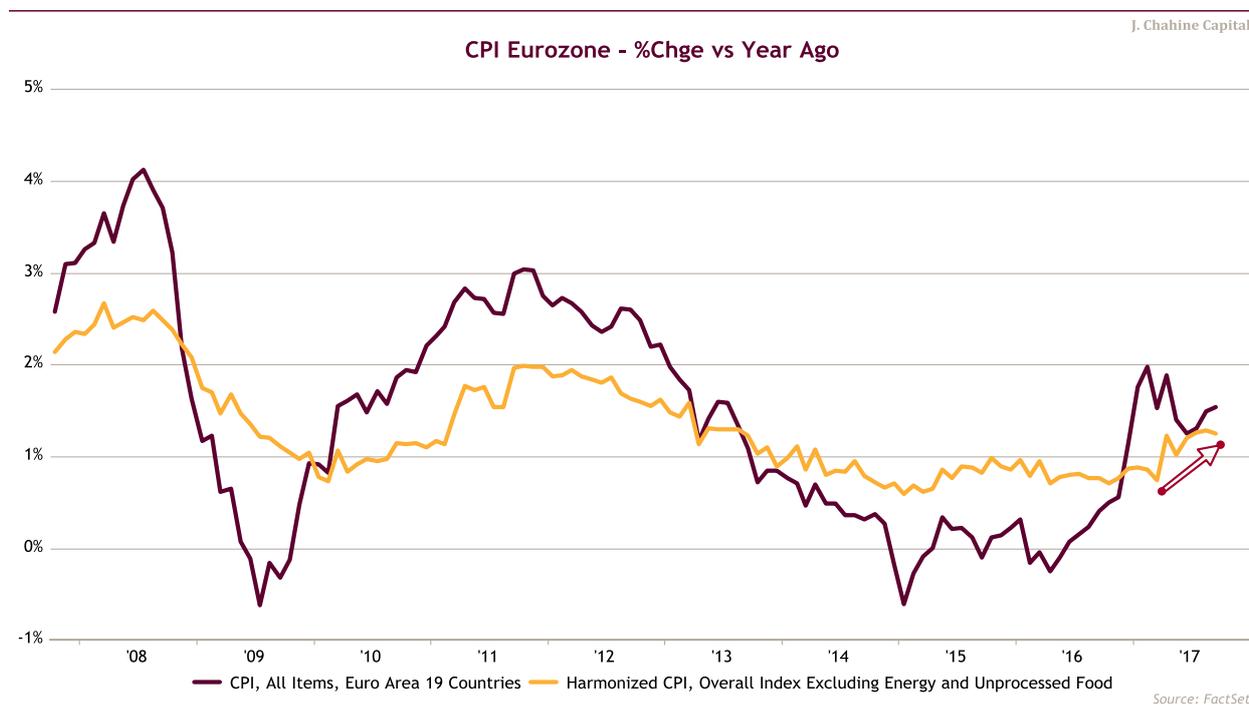
L'indicateur de sentiment économique est un indice synthétique de la confiance des ménages et des entreprises sur leur perception de l'économie. Il a retrouvé récemment son niveau d'avant la crise.



L'inflation pas aussi bénigne dans l'Eurozone

Il faut tempérer quelque peu le discours de la BCE sur l'inflation. S'il est vrai que tout au long de 2016 l'inflation a été quasi nulle en raison de l'impact de la chute du pétrole, il n'en est pas de même en 2017 où l'on voit l'effet inverse et le décollage de l'inflation structurelle hors énergie et produits de base alimentaires. L'inflation structurelle est passée de 0.75% à 1.25% alors que l'inflation totale s'établit à 1.5%. L'Allemagne pourrait hausser la voix car l'inflation 2017 est prévue à 2% et les allemands ont l'horreur de l'inflation. Ceci pourrait tempérer l'ardeur de Draghi si l'inflation pointait du nez plus que prévu courant 2018, dans une croissance mondiale qui s'accélère et qui risque de peser sur le cours de certaines matières premières. On citera l'épiphénomène de la crise du beurre dont les cours ont doublé par un déséquilibre entre l'offre et la demande. D'autres tensions de ce type peuvent apparaître sur d'autres produits de base en raison de la hausse de la demande des pays émergents dont la croissance est fulgurante en 2017 et qui se poursuivra en 2018.

Quelques signes d'inflation eu Eurozone

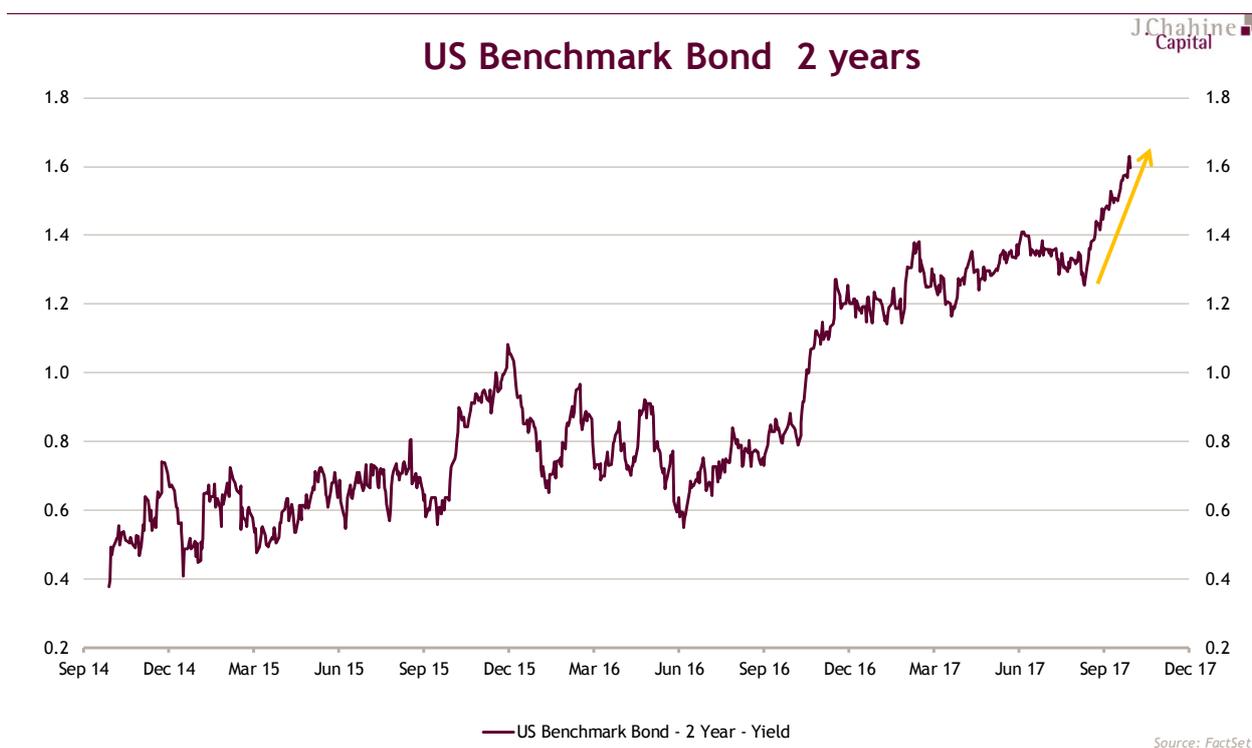


La Fed en pleine politique de retrait de liquidités

Si la BCE est encore en pleine expansion monétaire, la Fed est en phase de normalisation de sa politique dans un cycle de hausse des taux et de réduction de son bilan. Depuis début Septembre, les taux à 2 ans n'ont pas cessé de monter en anticipation des hausses prochaines de la Fed. Ainsi, la probabilité d'une hausse le 13 décembre prochain s'établit à 91%. Deux autres hausses sont probables en 2018.



L'envolée des taux à 2 ans anticipe plusieurs hausses de taux

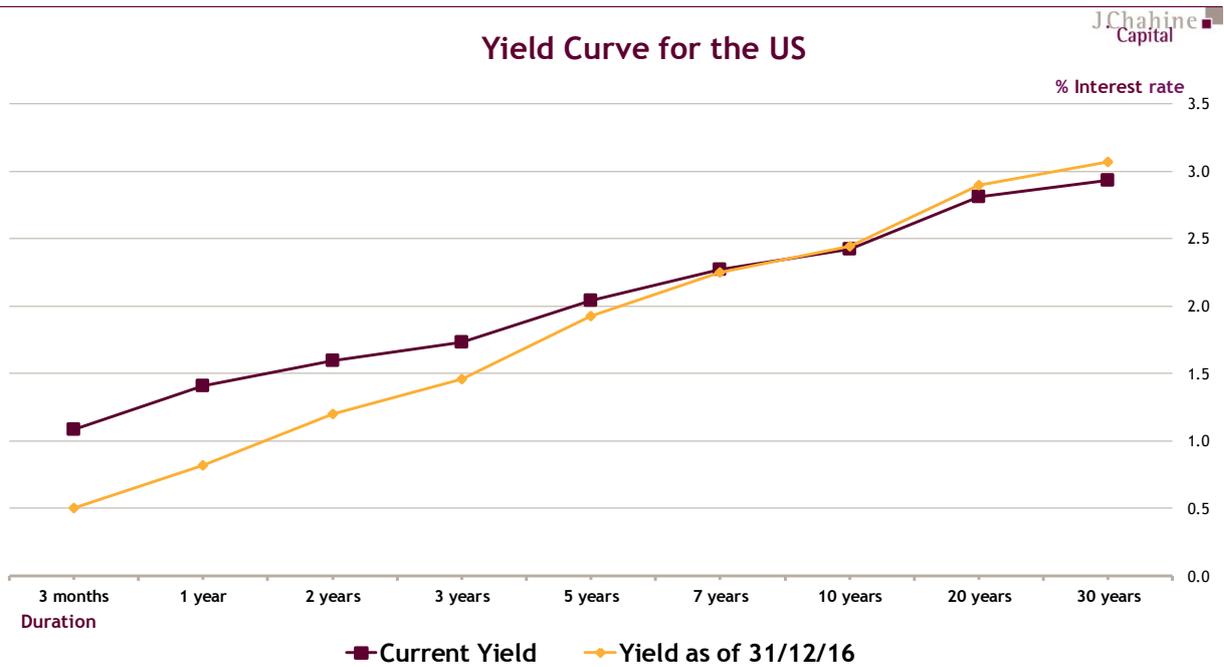


La courbe des taux américains continue de s'aplatir, ce qui est le signe de hausses de taux courts ultérieurs, mais ne présente pas encore un caractère inquiétant. On sait que les krachs boursiers sont toujours précédés d'une courbe de taux plate, voire parfois inversée. Et en effet, les taux longs se sont tendus, le 10 ans passant de 2.13% début septembre à 2.45% vendredi dernier. Le 30 ans s'est également tendu de 2.72% à 2.96% sous l'effet des intentions de la Fed. En dehors des hausses de taux programmées, celle-ci compte réduire substantiellement son bilan, passant de rachats de 10Mds\$ par mois actuellement à 50Mds \$ en Octobre 2018, soit un rythme de 600Mds \$ par an, ce qui nous paraît considérable compte tenu de la capacité d'absorption limitée du marché national.

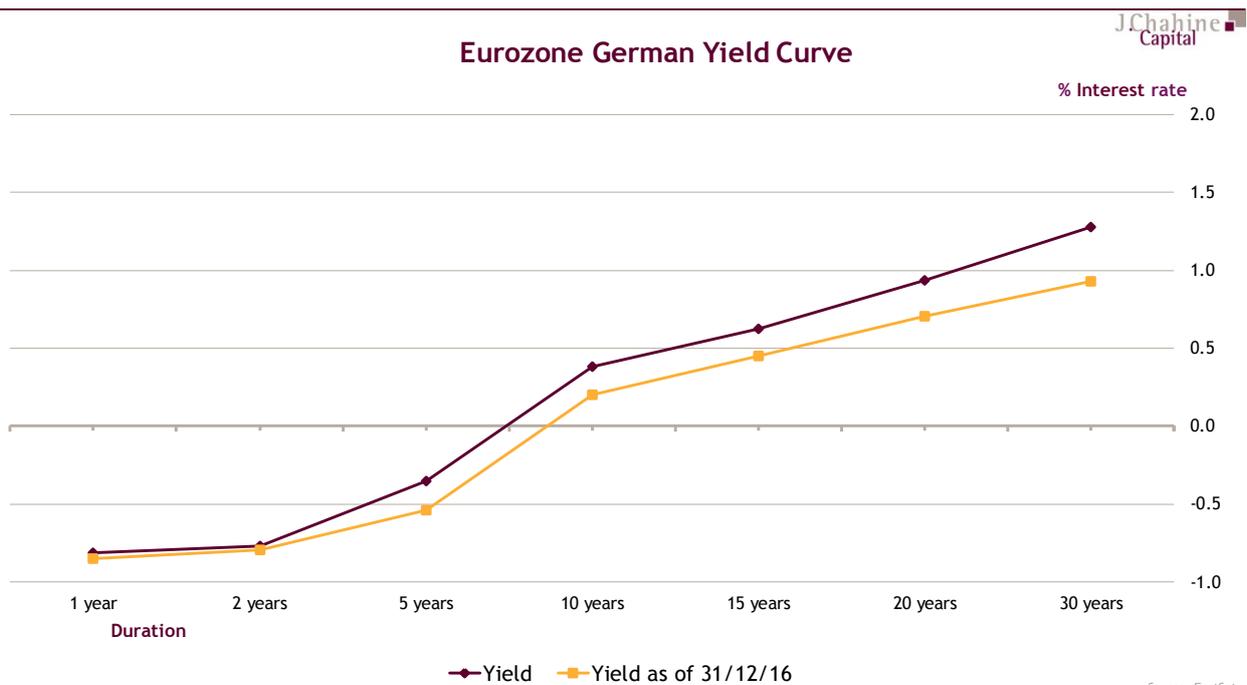
Si ces intentions se confirment, ce sera le signal de la fin du marché haussier, à moins que la croissance économique s'accélère sérieusement.



Vers un aplatissement de la courbe des taux US



La courbe des taux reste bien pentue en Eurozone



Forte reprise de l'investissement dans l'Eurozone

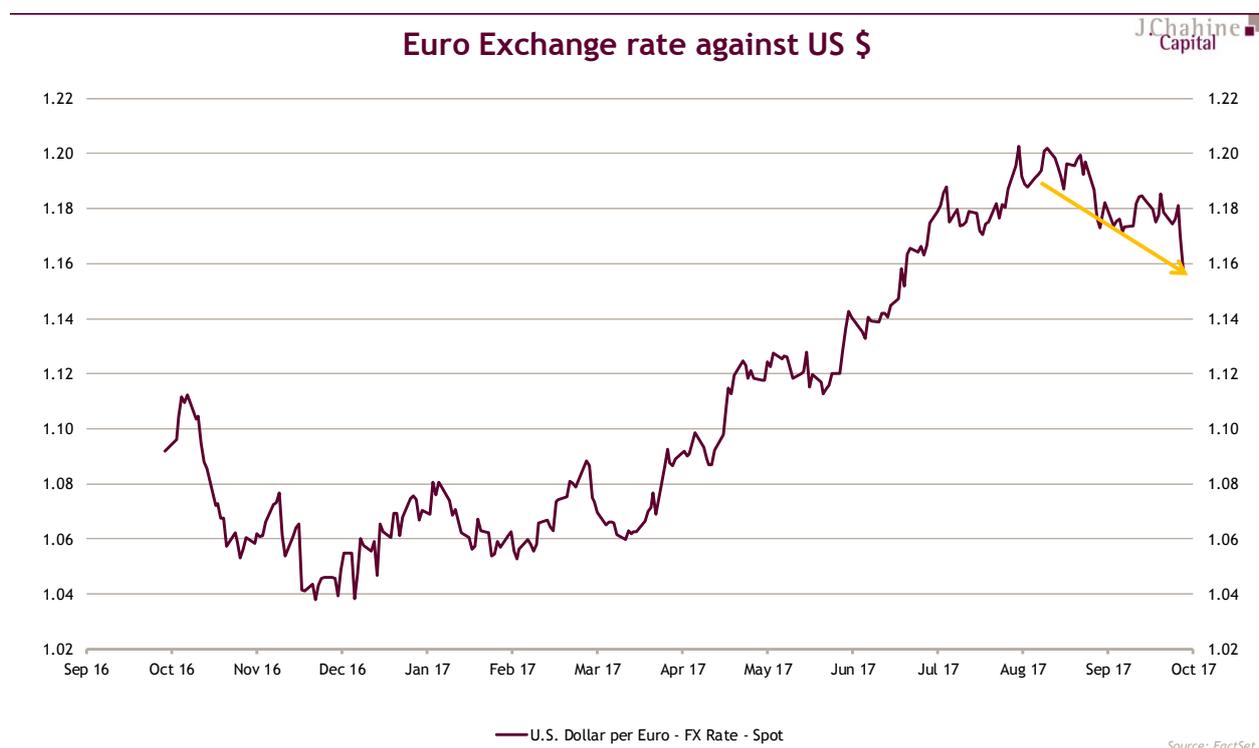


Compte tenu de l'action de la BCE, l'argent continue de couler à flot dans la zone, avec des taux négatifs jusqu'à une échéance de 7 ans ! Inutile de dire qu'avec la reprise constatée, les investissements vont bon train un peu partout. Depuis le deuxième semestre de 2016, l'investissement est en hausse entre 4 et 5% alors que celle de la consommation est entre 1.6 et 1.8%. L'immobilier continue de s'envoler avec l'argent facile. Des immeubles de bureaux dans les beaux quartiers du centre de Paris se vendent avec une rentabilité inférieure à 3%. Même à ce taux, l'affaire reste attractive quand on peut emprunter à 2% et que la rentabilité reste indexée sur l'inflation.

La BCE redonne de la compétitivité en faisant chuter l'euro

Suite à la conférence de presse de Mario Draghi, l'effet a été immédiat sur les marchés financiers. D'abord l'euro a baissé par rapport au \$ et les indices boursiers européens ont flambé. Les investisseurs étrangers raisonnent en \$ et les actions apparaissent donc moins chères dans cette devise. On peut soupçonner la BCE d'une volonté de faire refluer l'euro par son action, pour arrêter la hausse vertigineuse de l'euro en 2017 qui a handicapé les bourses européennes et freiné l'effet de richesse.

Chute de l'euro face au \$



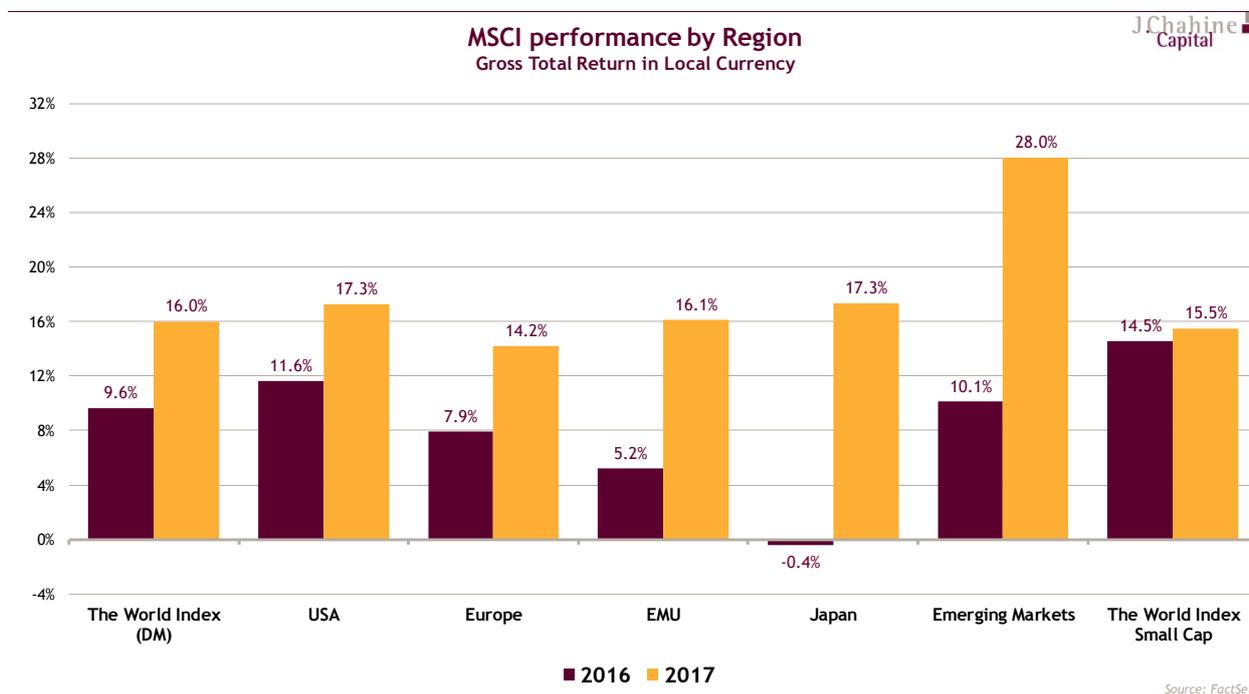
Les marchés financiers au plus haut partout

La baisse du \$ et le discours très rassurant de Mario Draghi ont mené les marchés de la zone vers leurs plus hauts historiques avec des performances sur l'année qui dépassent déjà largement celles de 2016. En monnaie locale, la performance de l'Eurozone est proche des US avec 16.1% sur l'année contre 17.3% incluant les dividendes bruts payés. La palme des hausses continue de revenir aux pays émergents avec 28% en monnaie locale et 31.6% en \$. Le Japon est au plus haut avec 17.3% en Yen et 20.2% en \$. La Grande-Bretagne vient en queue de liste avec 8.6% en £ et 15% en \$. Nous affichons plus bas un tableau de performances en € qui donne les rentabilités d'un investisseur de la zone qui n'a pas pris de couverture de change. C'est effectivement dans la zone Euro qu'il aurait eu la meilleure rentabilité, juste derrière les pays émergents. Notons que les performances que nous donnons sont maximales

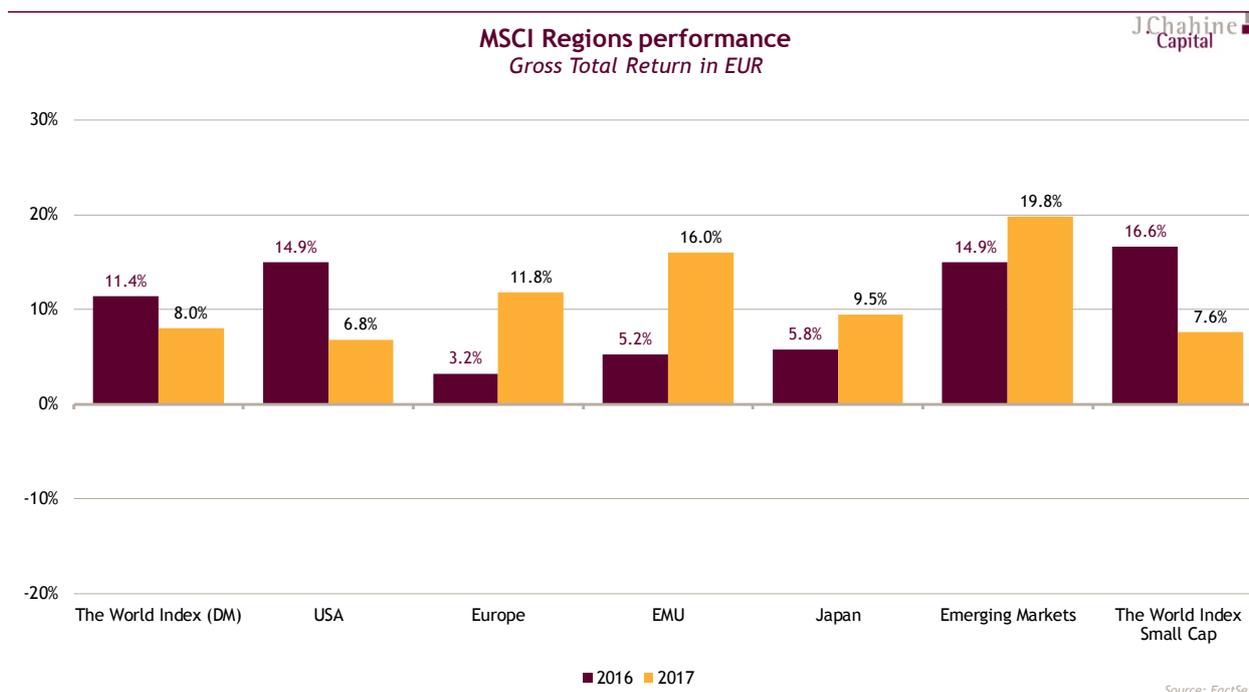


incluant le dividende brut. En pratique, le mieux qu'on peut réaliser est de se rapprocher d'un dividende Net avec un ETF, ce qui enlève entre un demi-point à 1 point de performance selon les marchés.

Très belle performance sur tous les marchés



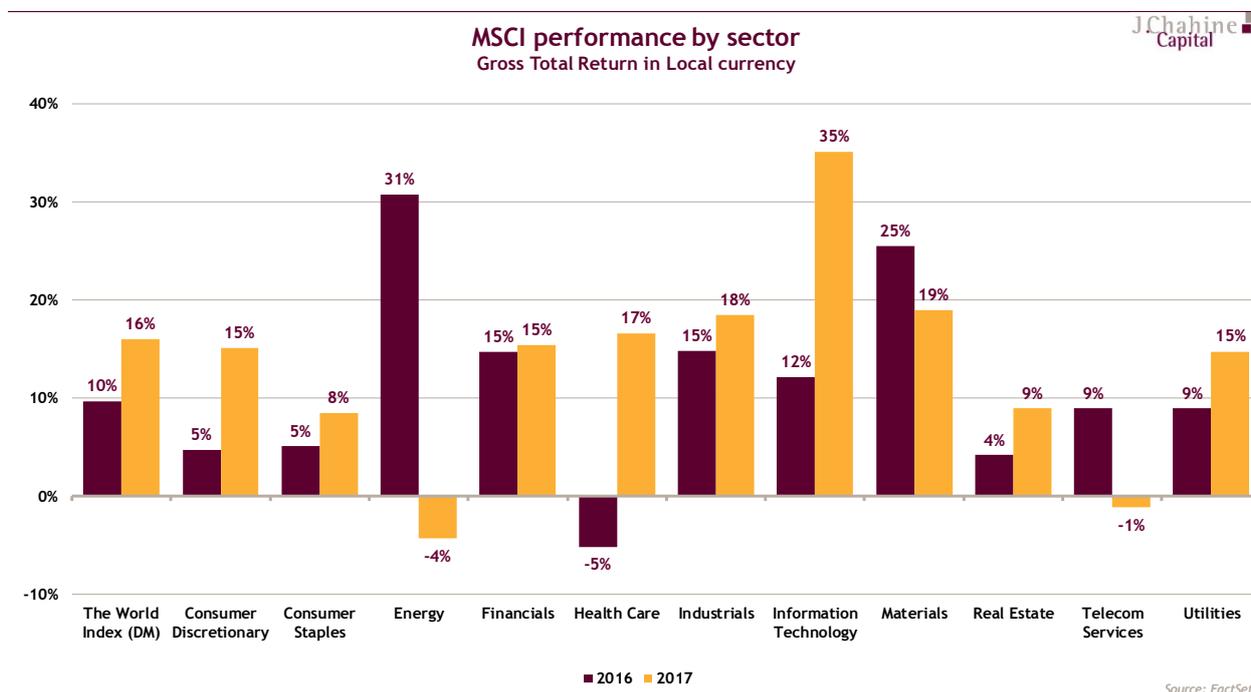
Pour un investisseur en euro, la zone Emu est gagnante





Par secteur, on notera la performance démesurée du secteur IT avec une hausse de 35% ! sur l'année due en majeure partie aux Etats-Unis et concentrée sur les poids lourds du GAFAM.

Hausse vertigineuse du secteur IT



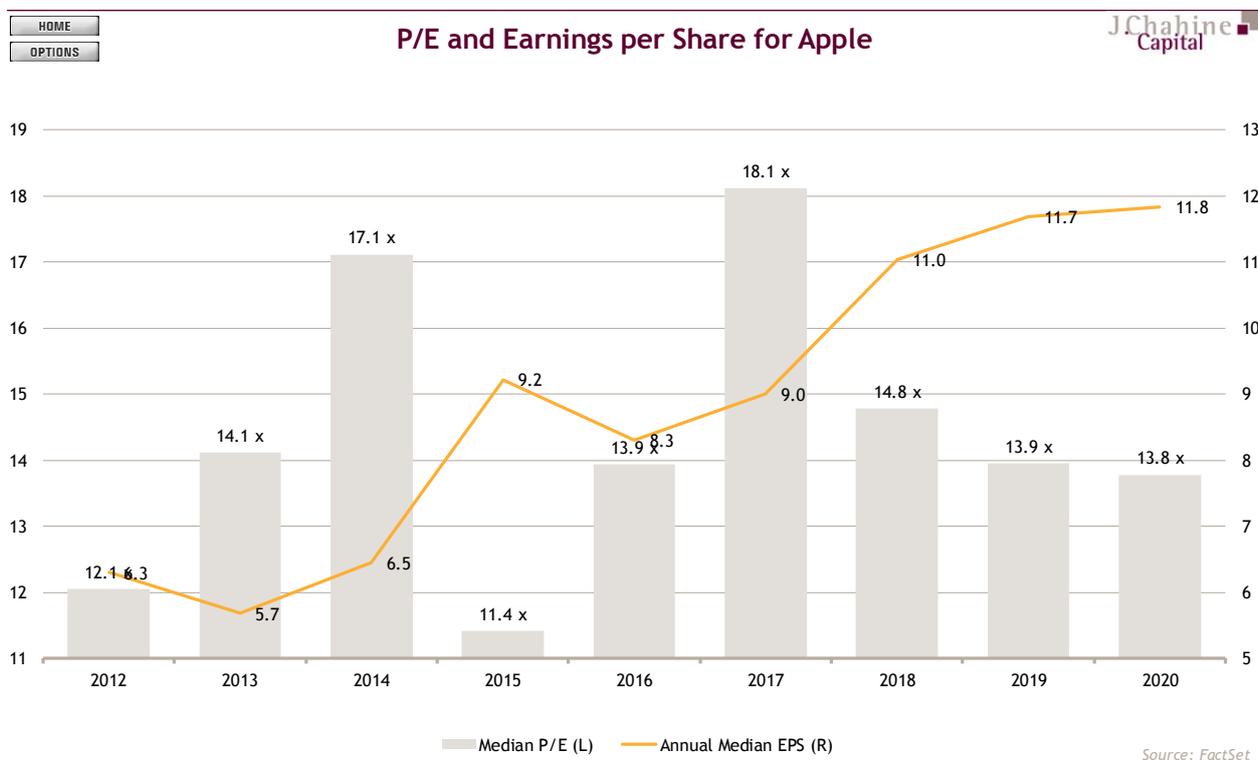
Plus gros contributeurs à la hausse de l'IT

	% change YTD
Apple Inc.	42.5
Microsoft Corporation	37.2
Facebook, Inc. Class A	54.6
Alphabet Inc. Class C	32.1
NVIDIA Corporation	89.7
Mastercard Incorporated Class A	44.9
Oracle Corporation	34.4
Adobe Systems Incorporated	72.2
Intel Corporation	25.1
PayPal Holdings Inc	80.0
Broadcom Limited	44.9
Applied Materials, Inc.	77.0
Cisco Systems, Inc.	18.0
Texas Instruments Incorporated	36.1
salesforce.com, inc.	47.1
Micron Technology, Inc.	86.4
Lam Research Corporation	98.5



Il est étonnant qu'après tant d'années Apple continue de performer ainsi alors qu'on pourrait penser le marché des smartphones est à saturation. Mais le consensus continue de croire à une poursuite de la croissance, en tout cas pour 2018, qui commence en T3 et va donc inclure les ventes énormes de fin d'année. Les projections se ralentissent au-delà de cette date. Ce qu'on remarque c'est la valorisation énorme en 2017 à 18.1x les résultats, faisant suite à la hausse de 42.5% du titre ! Le secteur IT se paie en moyenne 21.1x les résultats 2017, mais les profits n'arrêtent pas de hausser au rythme de 12% en moyenne par an.

Des valorisations qui font peur si les profits ralentissent



Dans cette liste, nous n'avons pas inclus Amazon (secteur consommation cyclique) qui a bondi de 13% ! vendredi, suite à des résultats bien au-dessus du consensus. Le titre affiche une hausse de 47% depuis le début de l'année et Jeff Bezos est devenu l'homme le plus riche du monde devant Bill Gates avec un patrimoine estimé à 93Mds\$.

L'effet Amazon sur le commerce de détail

Le contre coup du succès d'Amazon est la mutation gigantesque en cours dans le commerce de détail et la disparition programmée ou la faillite de beaucoup de commerçants, avec une mutation du paysage des centres commerciaux qui sont en difficulté. Le tableau ci-dessous résume d'un coup d'œil cette énorme mutation. Amazon capitalise 443Mds\$ et, face à lui, tous les commerces sont en perte de vitesse rapide, sans compter ceux qui ont déjà disparu. Les seuls qui résistent un peu sont Home Depot, la plus grosse chaîne d'équipement de la maison, et le numéro 2 Loewe's. la nature pondéreuse des marchandises et le besoin de conseil en font un cas un part. Et en vérité, Home Depot a considérablement développé son propre e-commerce permettant aux clients d'acheter sur Internet et de venir chercher la marchandise et le conseil.



Foot Locker, un détaillant en chaussures de sport a perdu plus de la moitié de sa capitalisation avec la commercialisation de la prestigieuse marque Nike sur Internet et chez Amazon. Les grands magasins sont en faillite, les ventes de pièces détachées automobiles et les chaînes de vente textiles se portent mal. Par extension, le secteur immobilier à la tête des centres commerciaux subit le choc de la défection des clients.

Mais la nouvelle économie touche aussi les médias classiques avec l'ascension fulgurante de Netflix ; tout comme le métier des agences de voyages qui a été squatté par Priceline (booking.com parmi d'autres marques). La capitalisation boursière d'Amazon dépasse l'ensemble du retail si l'on exclut l'équipement de la maison.

Amazon rafle la mise



	Sector	Market Cap	% Change Year YTD	% Change Year 2016
The digital Economy				
Amazon.com, Inc.	Internet & Direct Marketing Retail	443 811	46.8%	10.9%
Netflix, Inc.	Internet & Direct Marketing Retail	87 449	61.2%	8.2%
Priceline Group Inc	Internet & Direct Marketing Retail	94 534	29.0%	15.0%
Expedia, Inc.	Internet & Direct Marketing Retail	15 267	9.3%	-8.9%
TripAdvisor, Inc.	Internet & Direct Marketing Retail	4 054	-20.1%	-45.6%
The Old Economy				
Foot Locker, Inc.	Apparel Retail	4 243	-55.5%	8.9%
Advance Auto Parts, Inc.	Automotive Retail	6 222	-51.6%	12.4%
Macy's Inc	Department Stores	6 199	-45.0%	2.4%
L Brands, Inc.	Apparel Retail	11 003	-32.1%	-31.3%
Signet Jewelers Limited	Specialty Stores	4 682	-29.2%	-23.8%
Kimco Realty Corporation	Retail REITs	7 894	-27.0%	-4.9%
AutoZone, Inc.	Automotive Retail	16 647	-26.2%	6.5%
Tractor Supply Company	Specialty Stores	7 474	-23.2%	-11.3%
O'Reilly Automotive, Inc.	Automotive Retail	19 981	-22.0%	9.9%
Ulta Beauty Inc	Specialty Stores	11 745	-22.0%	37.8%
Macerich Company	Retail REITs	6 881	-20.2%	-12.2%
GGP, Inc.	Retail REITs	11 735	-20.1%	-8.2%
Target Corporation	General Merchandise Stores	33 841	-16.6%	-0.5%
Federal Realty Investment Trust	Retail REITs	8 853	-14.5%	-2.7%
Nordstrom, Inc.	Department Stores	4 588	-14.5%	-3.8%
Kohl's Corporation	Department Stores	7 308	-13.8%	3.7%
Simon Property Group, Inc.	Retail REITs	49 743	-11.8%	-8.6%
Regency Centers Corporation	Retail REITs	9 219	-9.3%	1.2%
Genuine Parts Company	Distributors	13 205	-7.5%	11.2%
Realty Income Corporation	Retail REITs	15 062	-6.2%	11.3%
TJX Companies Inc	Apparel Retail	46 147	-6.1%	6.0%
Ross Stores, Inc.	Apparel Retail	25 533	-2.7%	21.9%
Dollar General Corporation	General Merchandise Stores	21 379	12.4%	3.1%
Lowe's Companies, Inc.	Home Improvement Retail	70 380	13.3%	-6.5%
CarMax, Inc.	Automotive Retail	14 079	15.5%	19.3%
Gap, Inc.	Apparel Retail	6 120	18.9%	-9.1%
LKQ Corporation	Distributors	11 395	19.9%	3.4%
Dollar Tree, Inc.	General Merchandise Stores	22 359	20.8%	-0.1%
Tiffany & Co.	Specialty Stores	10 176	21.5%	1.5%
Home Depot, Inc.	Home Improvement Retail	203 300	24.8%	1.4%
Best Buy Co., Inc.	Computer & Electronics Retail	14 848	29.4%	40.1%

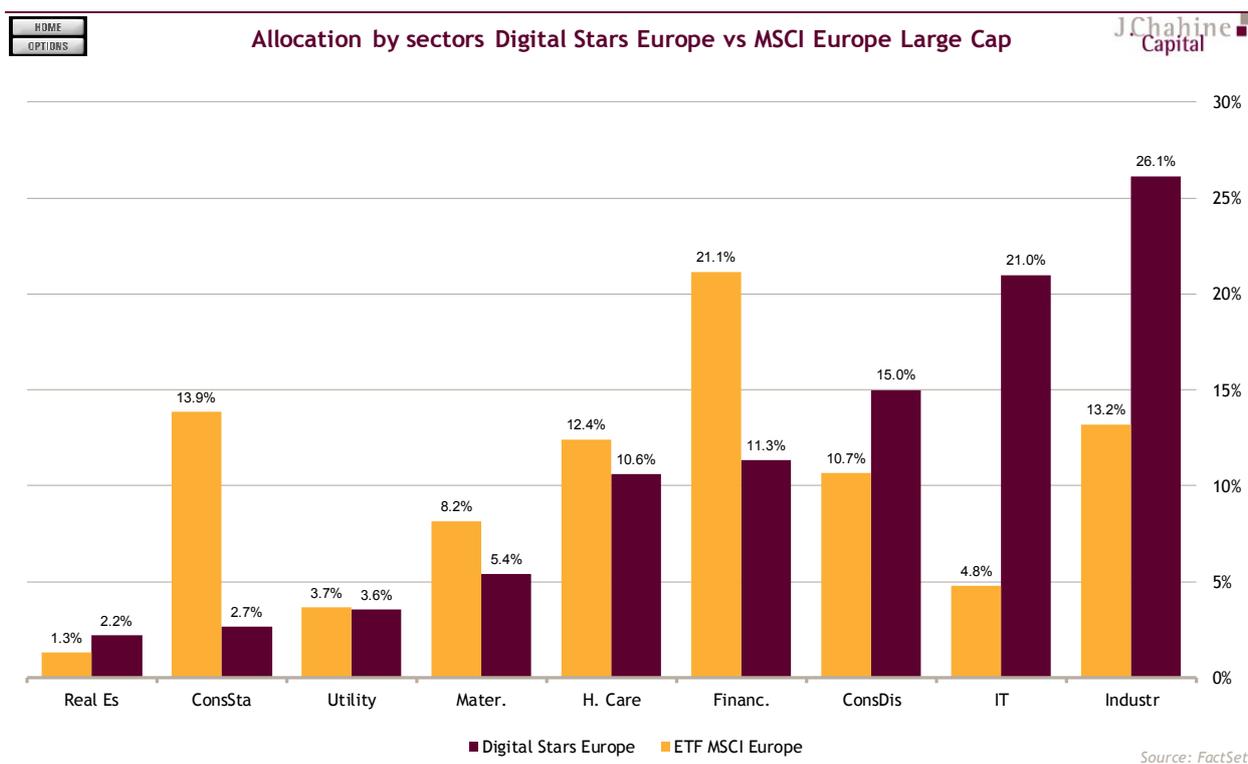
La transformation n'est pas encore terminée, car l'attaque s'organise autour du commerce alimentaire et des drugstores. Tous les secteurs seront impactés tôt ou tard, que ce soit la finance avec les Fin-Tech, l'automobile avec la voiture électrique et autonome... Les nouvelles start-ups ne seront pas prêtes de se tarir et la France de Macron devrait mettre les bouchés doubles pour rentrer dans le jeu.



Les fonds Digital profitent à fond de ces évolutions

Nos fonds Digital, de par leur construction sur le momentum, ont profité pleinement de ces tendances fondamentales. Le secteur industriel, en forme au niveau mondial, est à 26.1% de pondération dans Digital contre 13.2% pour l'indice européen. L'informatique, très peu représentée dans les grosses capi avec 4.8% est à 21.0% dans le fonds et les biens de consommation cycliques sont également surpondérés. Ceci se fait essentiellement au détriment des banques « boursouflées » dans les indices ainsi que les biens de consommation courante qui ne font pas fantasmer pour le moment. Cela a permis à notre fonds phare Digital Stars Europe d'afficher 24.7% de performance sur l'année. Le fonds Digital Stars Europe ex UK profite de l'absence de la Grande-Bretagne et affiche 25.8% de hausse. Notre dernier né depuis un peu moins d'un an, Digital Stars Europe Smaller Companies est à 32.7% grâce à la non sélection des très grosses valeurs et l'accès à des valeurs à très fort potentiel de croissance.

Des paris gagnants pour Digital grâce au momentum



La croissance mondiale continue d'accélérer

Le deuxième pendant après les taux qui explique la hausse des marchés est l'accélération de la croissance mondiale en 2017. Nous avons souligné dans le passé l'opacité de la méthode du FMI sur le calcul de cette croissance, les chiffres cités étant souvent en parité de pouvoir d'achat. Les taux de croissance que nous calculons agrègent du « vrai argent ». 2017 devrait voir la croissance mondiale rebondir à 3.2% contre 2.8% en 2016 et 2018 est prévu identique. Les prévisions de 2017 sont constamment revues à la hausse, avec comme exemple significatif les prévisions de l'Eurozone qui sont passées de 1.7% à 2.2% en peu de temps.

Accélération de la croissance mondiale



World GDP Growth and Forecasts



Les bassins de forte croissance

Country	2017	2018	2019
India	7.1%	7.4%	7.5%
China	6.7%	6.4%	6.2%
Philippines	6.4%	6.4%	6.6%
Vietnam	6.3%	6.5%	6.2%
Romania	5.5%	4.1%	3.5%
Malaysia	5.4%	5.0%	4.8%
Indonesia	5.1%	5.4%	5.6%
Turkey	5.0%	3.3%	3.7%
Lithuania	4.4%	4.3%	2.5%
Ireland	4.4%	3.7%	3.0%
Czech Republic	4.0%	3.1%	2.9%
Poland	4.0%	3.6%	3.3%
Hungary	3.7%	3.5%	2.9%
Cyprus	3.5%	2.4%	1.9%
Hong Kong SAR	3.5%	2.6%	2.4%
Thailand	3.5%	3.5%	3.4%
Luxembourg	3.4%	3.2%	2.3%
Israel	3.3%	4.2%	2.9%

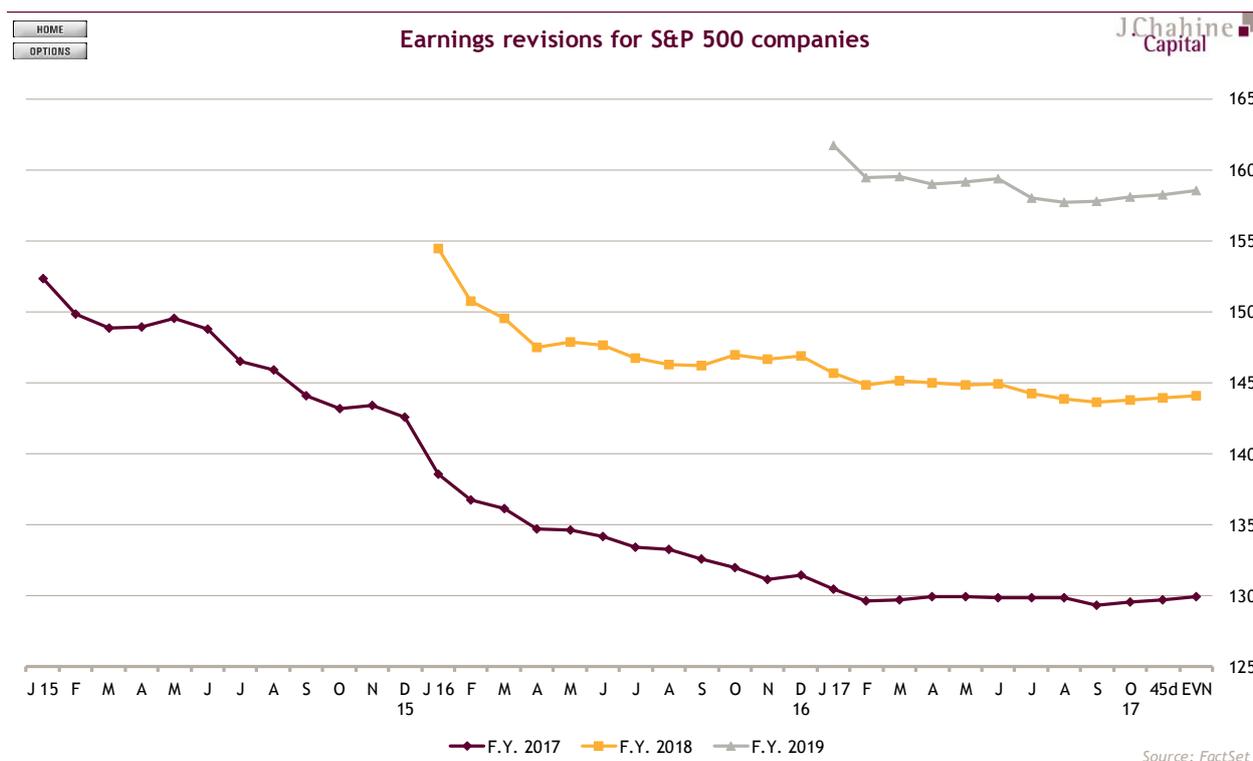
Le tableau ci-dessus illustre la très forte croissance des pays émergents, incluant tout l'est de l'Union Européenne. Les pays développés ont des taux de croissance légèrement supérieurs à 2%.

Les profits des sociétés US bien orientés en 2017 et 2018



L'accélération de la croissance a eu impact favorable sur les profits qui affichent un niveau élevé stable, les révisions en baisse compensent les révisions à la hausse. Les parutions du 3^{ème} trimestre aux Etats-Unis vont bon train et 2/3 de la capitalisation boursière du S&P 500 est connue. On attend Apple pour le 3 novembre. De la même manière qu'il n'y a plus de volatilité sur le marché, il n'y a pas non plus volatilité sur les prévisions des profits ! Suite aux parutions, les sociétés ont fait un petit coup de mieux sur le trimestre en cours et raboté un peu les prévisions du prochain T4. Au final, le BNA 2017 est exactement le même que ce que l'on a prévu au mois de février. Les prévisions 2018 ont été très légèrement revues à la hausse, ce qui représente une jolie croissance de 11%.

Très grande stabilité dans les prévisions



Dans les surprises négatives, on cite GE qui a affiché 2Mds\$ de moins que prévu et révisé fortement à la baisse les profits du 4^{ème} trimestre. Le groupe industriel le plus puissant du monde fait face à un déficit de 31Mds\$ pour son fonds de pension alors qu'il a racheté pour 50Mds \$ de ses titres pour booster le cours de l'action, mais sans succès. La dernière valeur qui reste dans le Dow Jones depuis sa création risque bientôt d'avoir à le quitter. Et le rachat de la partie électrique d'Alstom bat de l'aile avec les plans de restructuration. Les résultats du 3^{ème} trimestre font également apparaître plusieurs milliards de pertes des assureurs liées à la récente vague d'ouragans et les compagnies aériennes ont eu un manque à gagner. Côté surprises positives, on trouve Intel avec 1Md\$ de mieux, Microsoft et Google, ainsi que les pétrolières.

La croissance des profits au 3^{ème} trimestre a été de 4.2%, impactée par plusieurs milliards de provisions faites par les assureurs pour les sinistres des ouragans.

Les profits en 2018 ont quelque chance d'être impactés positivement par la réforme de l'impôt sur les sociétés en plein débat actuellement. Comme nous le pensions, il est question d'un taux d'imposition

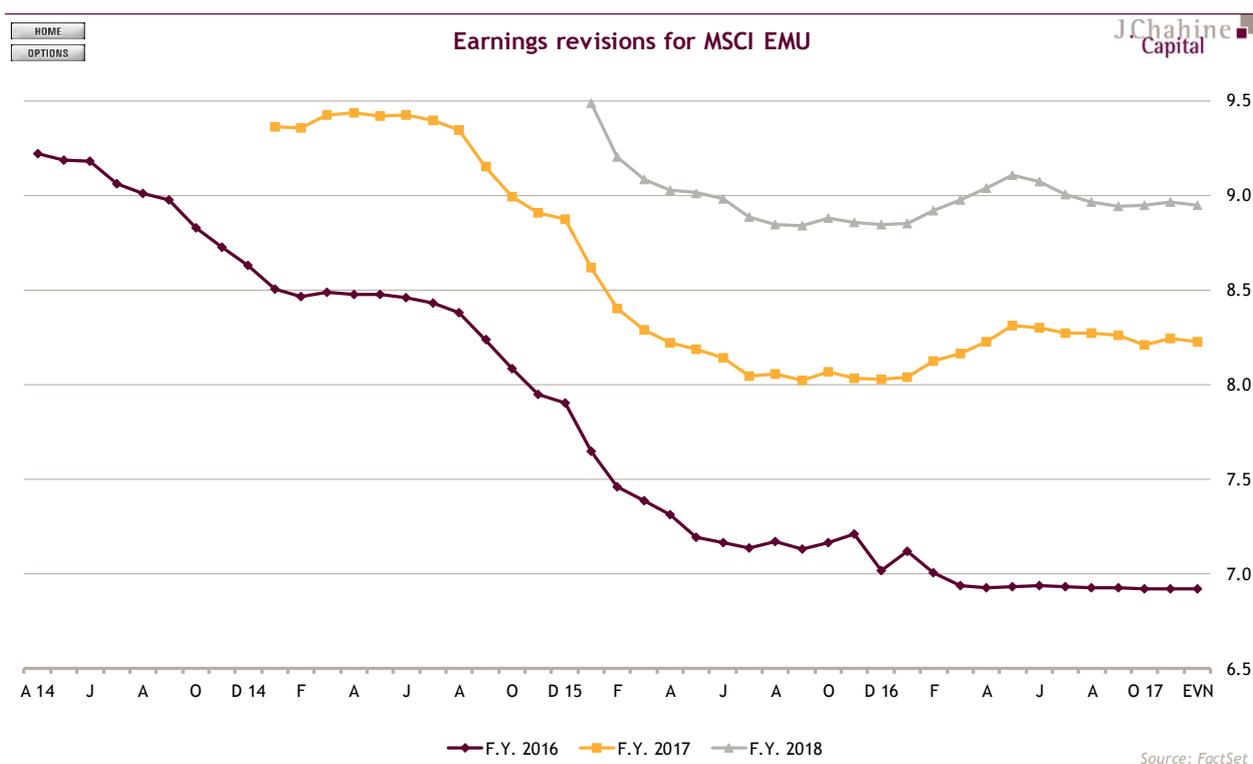


faciale à 20% et non 15%. Nous avons calculé qu'une telle mesure donnerait une hausse des profits exceptionnelle de 9.4% et une hausse des marges déjà au plus haut.

Maintien à un haut niveau des profits en Eurozone

En Eurozone, les parutions de résultats souvent parcellaires par ci par là au niveau trimestriel n'ont pas fait bouger les lignes. On confirme donc la hausse de 19% pour 2017, avec quelques surprises positives en raison de l'accélération de la croissance mondiale. En 2018, la hausse des profits est ramenée à 8% ce qui est faible pour un marché en recovery. Malheureusement, le marché européen est gorgé de financières, de biens de consommation non cycliques et de produits de base, ce qui ne fera pas de miracle sur le long terme.

Maintien des profits à un bon niveau en 2017



Valorisation des marchés

Le marché américain devient de plus en plus tendu selon notre modèle avec une hausse de 80 points du S&P500 depuis notre précédente valorisation. Ajouter à cela une tension de 16 bps sur le 30 ans n'arrange pas la Prime de Risque. Notre objectif de cours de fin d'année est à 2483 points contre une clôture à 2581 points vendredi dernier, dans l'hypothèse d'une baisse du taux de l'IS. Autant dire qu'une hausse du marché additionnelle suite à la réussite de cette réforme mettrait le marché en forte surévaluation. Il faut ajouter à cela la perspective d'une politique monétaire plus restrictive et surtout le retrait par la Fed à partir d'Octobre 2018 de 50Mds \$ d'obligations. Il ne faut pas perdre de vue par ailleurs que 2.2% de hausse des profits par action sont du pur financial engineering dû au rachat par les sociétés de leurs titres du même montant. Que se passera-t-il pour les sociétés qui ont fait de la dette pour ces opérations si les taux montent ? Si la réforme Trump ne passe pas ou est fortement diluée, notre cours objectif est ramené à 2273 points, une belle correction en perspective.



Certes, l'ambiance actuelle est à la griserie. Des beaux profits, des dividendes de 2% qui s'accroissent tout les ans de 5% soit une rentabilité de 2+5=7% selon la célèbre formule Gordon Shapiro si la martingale dure jusqu'à la fin des temps.

Notre valorisation peut paraître trop prudente car le CAGR sur 8 ans est à 4.3% en l'absence de réforme, soit une inflation de 2 et un PIB de 2.3%. Difficile de faire plus quand les marges sont au plus haut historique. Peut être également qu'il faut tabler sur la croissance mondiale pour les sociétés multinationales. On peut toujours trouver des arguments rassurants, il nous semble que la marge de manœuvre reste très étroite. D'un autre côté, sortir du marché et rater un rallye peut être coûteux. Ce qui est fascinant pour le moment, c'est la faible volatilité environnante avec le VIX au plus bas historique qui donne un sentiment de sécurité, car au moindre pépin les banques centrales vont intervenir.

Valorisation très tendue sans réforme fiscale

S&P 500 - Valuation end 2017

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016

	30 Years Gvt bonds				
	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
No tax reform: +8.5% in 2017, +10% in 2018 and +9.5% in 2019 (Normative). CAGR =+4.3%	2 532	2 397	2 273	2 160	2 056
Implied Scenario CAGR 6.2% over 8 years	2 858	2 703	2 560	2 430	2 311
Base scenario: +8.5% in 2017, +20.4% in 2018 and +9.5% in 2019 (Normative) CAGR = +5.5%	2 767	2 619	2 483	2 359	2 246
Current Index S&P 500 (as of 26/10/2017)	2 581				

Depuis notre dernière évaluation, l'indice européen a gagné 3% et l'objectif du cours est quasiment inchangé à 133 points pour l'indice MSCI EMU. La clôture est à 129 et il n'est pas exclu d'atteindre notre objectif dans un rallye de fin d'année.

Mais après le Brexit, voilà que l'Europe doit faire face au mouvement séparatiste catalan et un saut dans l'inconnu. Au moment où l'Espagne réalise l'une des meilleures performances en Europe, un idéalisme difficile à comprendre voit le jour pour faire un Etat sans queue ni tête. Espérons que la majorité silencieuse se fera entendre et que les esprits finiront par se calmer.

La valorisation se rapproche de nos objectifs

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: +19.9% in 2017, +5% in 2018 and +5% in 2019 (Normative). CAGR =-4.4%	119	112	106	101	96
Implied Scenario: CAGR -1.4% over 8 years	145	137	129	122	116
Base scenario: +19.9% in 2017, +8.1% in 2018 and +8.5% in 2019 (Normative) CAGR = -1.2%	149	140	133	126	119
Current Index MSCI EMU (as of 26/10/2017)	129				



Conclusions

L'intervention de Draghi jeudi dernier a envoyé un signal fort aux marchés, avec un discours hyper accommodant sur sa politique monétaire. Même s'il affiche l'intention de réduire le niveau du QE à 30Mds€ par mois à partir de janvier 2018, il est prêt à le retoucher à tout moment en cas de besoin. Il maintient le réinvestissement des titres venus à échéance pour une « période très longue » et garde les guichets ouverts pour les refinancements à 3 mois aussi longtemps que nécessaire, et en tout cas jusqu'à fin 2019. Et il maintient le niveau des taux actuels « for an extended period » et bien au-delà de la fin du QE. Malgré son mandat restreint à la stabilité des prix, l'approche « machiavélique » de Draghi a permis de sauver l'euro et l'Europe de sa profonde dépression. Tous les voyants sont au vert et la croissance de la zone au 2^{ème} trimestre a été de 2.3% et l'on attend 2.2% de hausse pour l'année qui sera la meilleure depuis la crise. L'indicateur de confiance des ménages et des industriels s'affiche au plus haut historique d'avant la crise. L'inflation structurelle se rapproche de l'objectif de 2% en passant en quelques mois de 0.75% à 1.25% et 1.5% si l'on inclut l'énergie et l'alimentation.

Contrastant avec la BCE, la Fed est en pleine politique de retrait de liquidités avec une hausse quasi sûre des taux le 13 décembre et une réduction programmée de son bilan avec un rythme qui devrait atteindre 50Mds \$ par mois en octobre 2018. Le marché n'est pas resté impassible et on a assisté à une tension sur les taux à 10 ans proches de 2.5%, et le 30 ans à 3%. Le retrait des liquidités en 2018 devrait être l'évènement majeur pour le successeur de Janet Yellen et pourrait faire tanguer les marchés.

Tous les voyants sont au vert en Eurozone avec notamment une forte reprise de l'investissement au rythme de 5% par an, encouragée par des taux toujours très bas et négatifs jusqu'à 7 ans, créant une bulle dans l'immobilier. L'effet immédiat de la conférence de presse a été la baisse de l'euro et les indices boursiers se sont envolés vers les plus hauts. Pour un investisseur en euro, c'est l'indice MSCI EMU qui affiche les meilleurs scores sur l'année avec une hausse de 16% contre 11.8% aux US dans la même devise. Ce sont les pays émergents qui sont en tête avec 19.8%. La performance la plus remarquable est celle du secteur IT avec 35% ! de hausse menée par les GAFAM. Amazon, qui a pris 13% dans la journée de vendredi, continue de créer une révolution en mettant en quasi-faillite le commerce de détail. Mais la révolution digitale va au-delà du commerce comme le montre le succès de Netflix dans les médias ou l'avènement de la voiture électrique autonome. Les fonds Digital ont profité de ces tendances en affichant depuis le début de l'année 24.7% pour Digital Stars Europe, 25.8% pour Digital Stars Europe ex UK et 32.7% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.

L'accélération de la croissance mondiale est l'autre facteur qui explique les hausses en 2017. Le rebond attendu est à 3.2% pour 2017 ainsi que pour 2018, contre 2.8% en 2016. Et les prévisions sont revues à la hausse comme pour la zone Euro à 2.2%. Les parutions de résultats de T3 n'ont pas été une grande surprise et la hausse de 8.6% des profits est maintenue en 2017 ainsi que les 11% pour 2018. Les profits en zone Euro sont également inchangés à un haut niveau de 19% en 2017. La valorisation du marché américain devient très tendue après la hausse récente, avec notre objectif de cours à 2483 points en cas de réduction de l'IS et 2273 points sans réforme. Avec une clôture à 2581 points c'est très tendu. Pour l'indice MSCI EMU notre objectif est inchangé à 133 points pour une clôture à 129. Le marché va poursuivre sa hausse faute d'investissements alternatifs et avec l'abondance de liquidités. La BCE est très rassurante mais ne peut pas seule soutenir les marchés. L'action de la Fed sera déterminante en 2018 si elle retire trop de liquidités du marché. Nous maintenons notre position de surpondérer les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 27/10/2017 (in local currency)

	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 018	Revision vs M-2%	
	2017	2016	2018	2017	2018	2017	2016	Div Yield	Fiscal 18	Fiscal 17
ETF MSCI The World Index	16.12%	5.51%	16.7 x	18.3 x	9.74%	15.90%	0.34%	2.51%	-0.7%	-0.8%
ETF MSCI USA	15.49%	9.16%	18.1 x	20.2 x	11.61%	9.70%	1.38%	2.01%	0.2%	0.1%
ETF MSCI Japan	14.22%	-2.59%	14.2 x	15.0 x	5.65%	16.20%	13.01%	2.20%	0.3%	0.3%
ETF MSCI EMU	12.97%	1.76%	14.5 x	15.8 x	8.95%	18.61%	-0.66%	3.30%	0.0%	-0.6%
ETF MSCI Europe	8.43%	-0.49%	14.9 x	16.1 x	8.47%	15.42%	-4.04%	3.58%	0.1%	-0.4%
ETF MSCI Europe ex Energy	9.32%	-2.13%	14.8 x	16.1 x	8.40%	13.14%	-1.50%	3.42%	-0.2%	-0.6%
ETF MSCI Europe Consumer Discretionary	8.98%	-3.99%	12.8 x	13.8 x	8.40%	17.26%	11.02%	3.10%	0.1%	0.1%
ETF MSCI Europe Consumer Staples	7.39%	-2.10%	19.1 x	20.9 x	9.69%	8.41%	0.45%	3.05%	-0.5%	-0.4%
ETF MSCI Europe Energy	-2.32%	24.11%	15.6 x	17.1 x	9.48%	62.21%	-37.43%	5.56%	3.2%	3.1%
ETF MSCI Europe Financials	9.62%	-5.33%	11.7 x	13.1 x	11.29%	18.94%	-19.24%	4.47%	-0.3%	-3.0%
ETF MSCI Europe Health Care	2.44%	-10.85%	15.7 x	16.6 x	5.86%	-0.88%	5.67%	3.11%	-0.9%	0.2%
ETF MSCI Europe Industrials	16.17%	8.27%	17.2 x	19.1 x	10.86%	10.92%	-0.15%	2.67%	-0.1%	0.0%
ETF MSCI Europe Information Technology	21.62%	3.08%	21.2 x	23.5 x	10.75%	12.57%	-0.11%	1.49%	-2.9%	1.0%
ETF MSCI Europe Materials	14.36%	24.55%	15.5 x	15.8 x	1.51%	42.93%	26.79%	3.05%	2.8%	2.6%
ETF MSCI Europe Real Estate	0.32%	-5.80%	14.8 x	14.0 x	-5.93%	-20.77%	91.64%	4.46%	2.5%	-0.1%
ETF MSCI Europe Telecommunication Serv	-2.18%	-17.16%	15.1 x	16.3 x	8.42%	6.89%	1.86%	4.91%	-0.7%	-0.4%
ETF MSCI Europe Utilities	9.95%	-9.98%	14.3 x	14.9 x	4.72%	2.62%	-8.37%	5.00%	-0.8%	-0.8%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 27/10/2017



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 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.