

## Y a-t-il une bulle sur les actions ?

### Conclusions

Voilà une question à 1 trillion de \$ que tout le monde se pose dans un marché où une volatilité au plus bas historique donne un sentiment de sécurité, peut-être trompeur. Et 1 trillion n'est pas cher, car une correction de 2% évitée vaut ce prix ! tellement les actifs ont été inflatés. Sur les 5 dernières années, la performance de l'indice S&P 500 a été de 17.8% en moyenne et 2017 continue de progresser, atteignant 18% depuis le début de l'année. Hors US la progression n'est que de 12.2% en monnaie locale et 8.5% en \$. Sur 5 ans, nos fonds Digital affichent une progression entre 17% et 18% en € et légèrement mieux en \$. Le marché américain continue de dominer le monde et sa part ne cesse d'augmenter passant de 45.6% en 2006 à... 59.4%. La création de richesse a eu lieu essentiellement outre-Atlantique, à partir de sociétés qui existaient à peine il y a 10 ans comme les GAFAM. La zone Euro paraît un nain à côté, passant de 15.2% à 13.7% sur la même période. Il n'est pas surprenant que les investisseurs qui veulent rentrer sur le marché aient des états d'âme et guettent une correction « sérieuse » pour rentrer mais nombreux sont ceux qui malheureusement ont vu passer le train.

Ces performances accélérées désorientent les investisseurs tentés de réduire leur position ou hésitant à rentrer sur le marché alors qu'ils sont sur une montagne de cash sans rendement. Y a-t-il une bulle actuellement ? Notre modèle de Prime de Risque (expliqué en détail) nous donne un objectif de cours de 2610 points pour le S&P 500 avec la réforme fiscale et 2389 sans réforme. Les cours nous semblent intégrer déjà cette réforme. L'étude des P/E de l'indice montre qu'ils sont 25% plus chers que le précédent haut de cycle, mais les taux longs sont à 2.75% contre 5% et cela pèse lourdement. L'objectif de cours du MSCI EMU est proche de son cours actuel à 128 points contre 127 pour des taux 30 ans à 2%.

Nos valorisations montrent que les marchés sont chers mais risquent de poursuivre encore leur hausse pour les raisons suivantes :

- 1) Politiques monétaires ultra accommodantes, notamment de la BCE et du Japon, avec des interrogations du côté de la Fed sur l'inflation.
- 2) La conjoncture mondiale est en forte reprise, notamment dans le bassin asiatique et l'UE ex UK où le PIB sera en hausse de 2.43% en 2017. Les perspectives économiques sont également très bonnes pour 2018 avec une accélération de la croissance aux US. Le seul bémol reste la poursuite du creusement des inégalités qui handicape la consommation.
- 3) Forte croissance des profits des sociétés en 2017 avec 16% de hausse au niveau mondial, 16% en zone Euro, 28% chez les émergents et 10% aux US. Poursuite probable de ces tendances en 2018.
- 4) La volatilité au plus bas est une assurance « tout risque » donnée par les banques centrales qu'elles continueront à soutenir l'économie à tout prix.
- 5) La création de richesses grâce à l'économie digitale va se poursuivre.

En conclusion, nous pensons que les valorisations des marchés sont tendues, mais nous ne sommes pas « encore » en bulle. Il faudrait que le S&P 500 atteigne les 3000 points, soit 20% au dessus de son cours objectif, pour parler de bulle. Mais les marchés restent par essence imprévisibles et l'on n'est pas à l'abri d'un choc géopolitique ou d'une erreur de manœuvre des banques centrales. Plus que jamais, pour chercher du rendement il faut assumer quelques risques. Nous maintenons notre position de surpondérer les actions et privilégions les US. Nous resterons vigilants si l'ascension du S&P 500 va vers les 3000.

*Jacques Chahine*

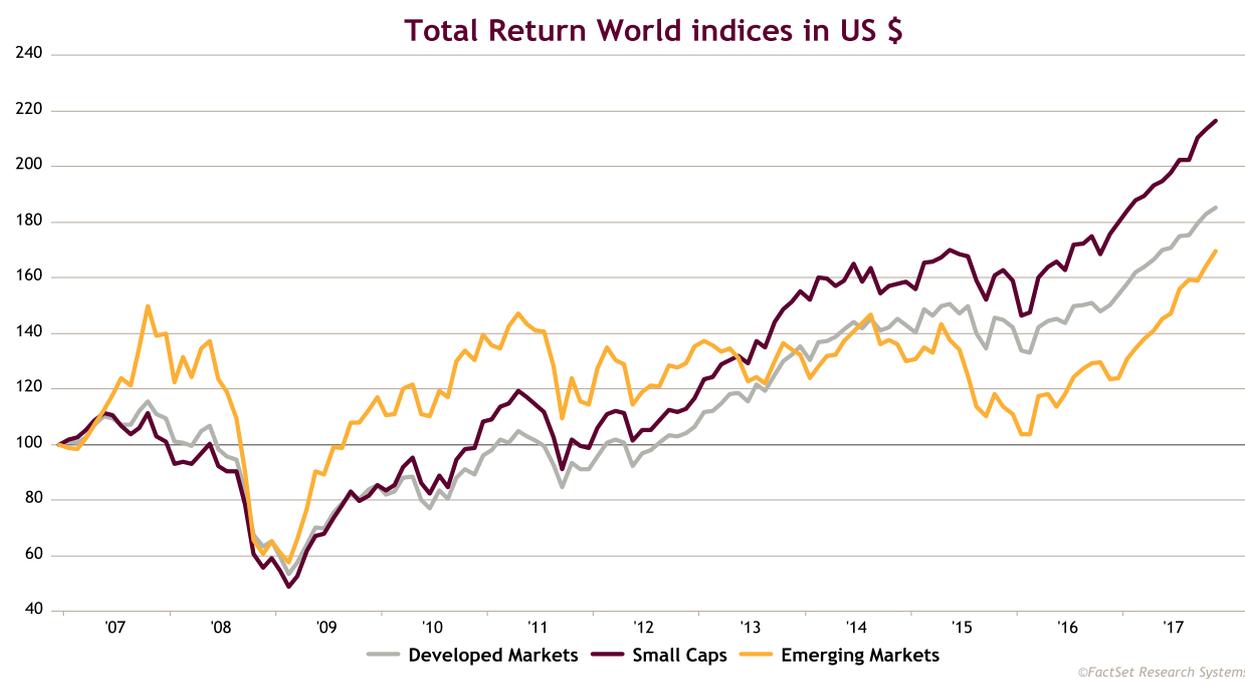


## Le niveau des marchés fait peur

Voilà une question à 1 trillion de \$ que tout le monde se pose dans un marché où une volatilité au plus bas historique donne un sentiment de sécurité, peut-être trompeur. Et 1 trillion n'est pas cher, car une correction de 2% évitée vaut ce prix ! tellement les actifs ont été inflatés. Sur les 5 dernières années la performance de l'indice S&P 500 a été de 17.8% en moyenne si l'on inclut le dividende versé, et 2017 continue de progresser atteignant 18% depuis le début de l'année. L'indice mondial des grosses capi a progressé de 14.1% en monnaie locale et 12.4% en \$. Incontestablement, le marché américain surperforme ses comparables car hors US la progression n'est que de 12.2% en monnaie locale et de 8.5% en \$. Sur 5 ans, nos fonds Digital affichent une progression entre 17% et 18% en €, et légèrement mieux en \$ sur une classe \$ hedgée net de frais.

Depuis fin 2006, point haut du cycle précédent, la palme revient aux Petites Capi avec une hausse de 117%, les grosses capi ayant progressé de 85% et les marchés émergents de 69%.

### Accélération de la hausse en 2017



## Le marché américain accentue son poids

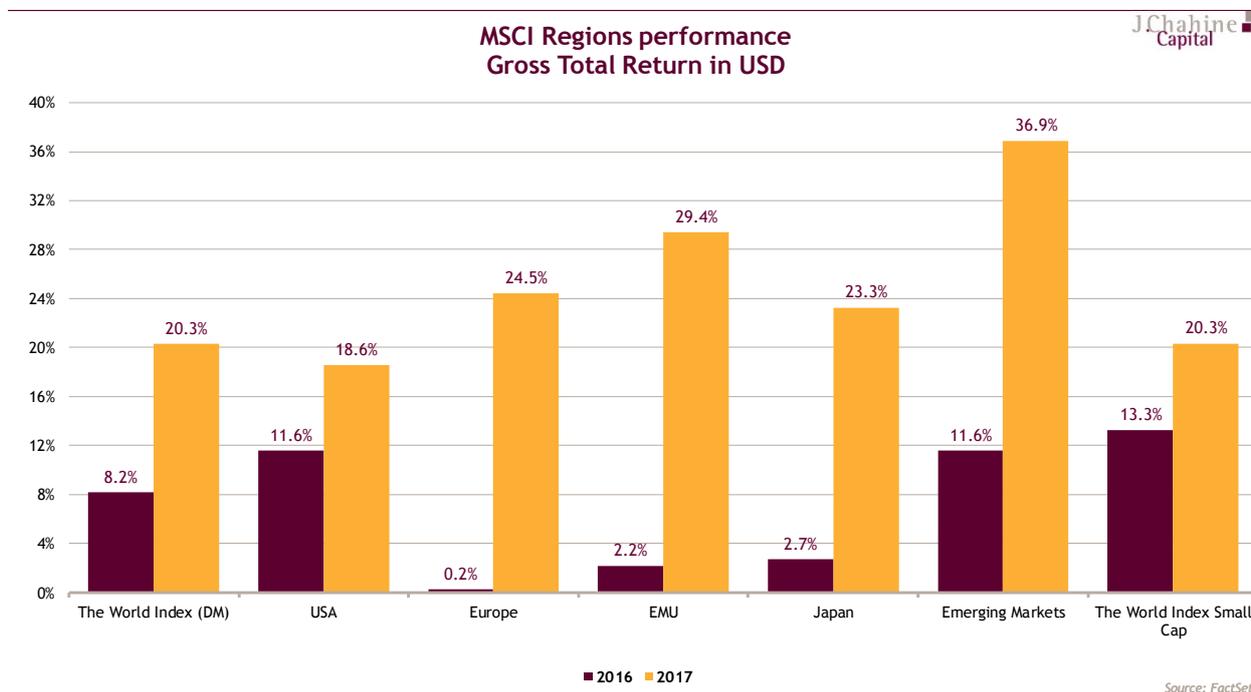
Le marché américain continue de dominer le monde et sa part ne cesse d'augmenter. En 2006, l'indice américain pesait 45.6% de la capi des pays développés. Il pèse aujourd'hui... 59.4%. Autant dire que la création de richesse a eu lieu essentiellement outre-Atlantique, à partir de sociétés qui existaient à peine il y a 10 ans comme les GAFAM. La zone Euro paraît un nain à côté, pesant 13.7% de la capitalisation contre 15.2% fin 2007. Le poids du Royaume-Uni s'est également réduit et ne pèse que 6.5%.

Les marchés mondiaux sont en ébullition en 2017 avec un record de progression dans les pays émergents où l'on atteint les 37% depuis le début de l'année en \$ US. Malgré cette hausse, les pays émergents restent en retard par rapport aux pays développés sur longue période.

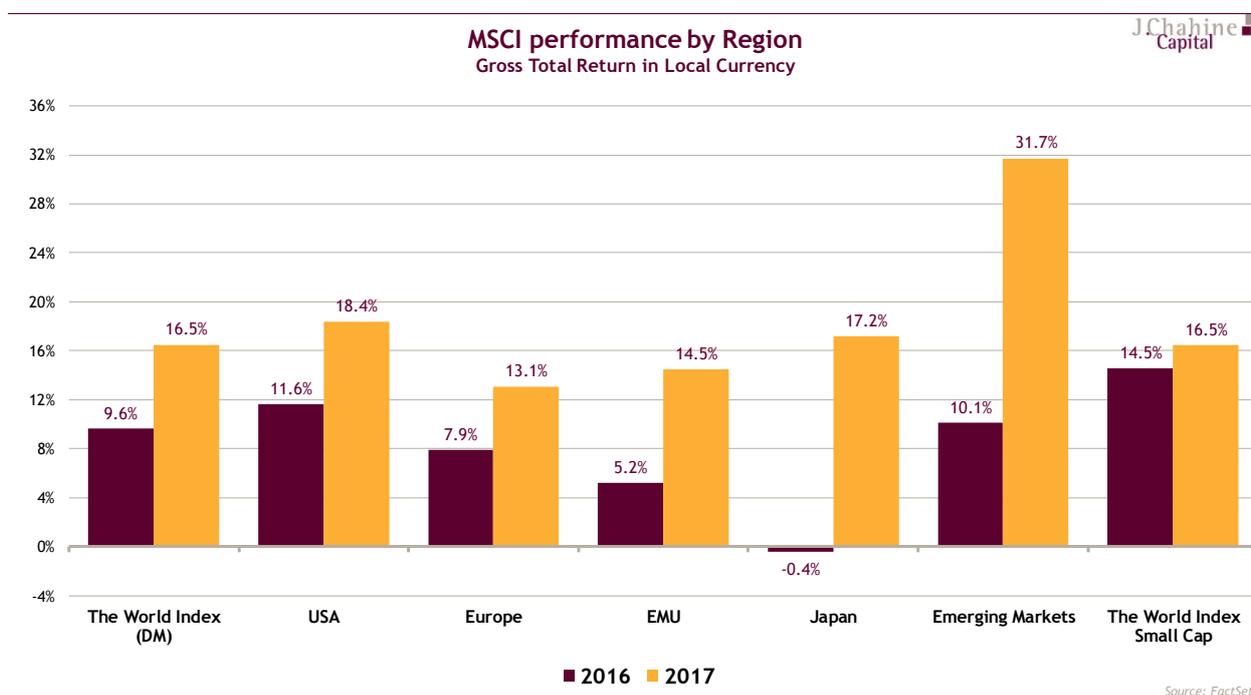


La zone Euro affiche un retard en raison de l'appréciation de l'euro depuis le début de l'année. En \$, la hausse de la zone est de 29.4% ce qui rend les US moins attractifs pour un investisseur en \$ sans couvrir le risque de change, ce qui est généralement le cas. Il n'est pas surprenant que les investisseurs qui veulent rentrer sur le marché aient des états d'âme et guettent une correction « sérieuse » pour rentrer et nombreux sont ceux qui malheureusement ont vu passer le train.

## Envolée des pays émergents et l'Eurozone en \$



## Performance décevante en Euro de la zone EMU



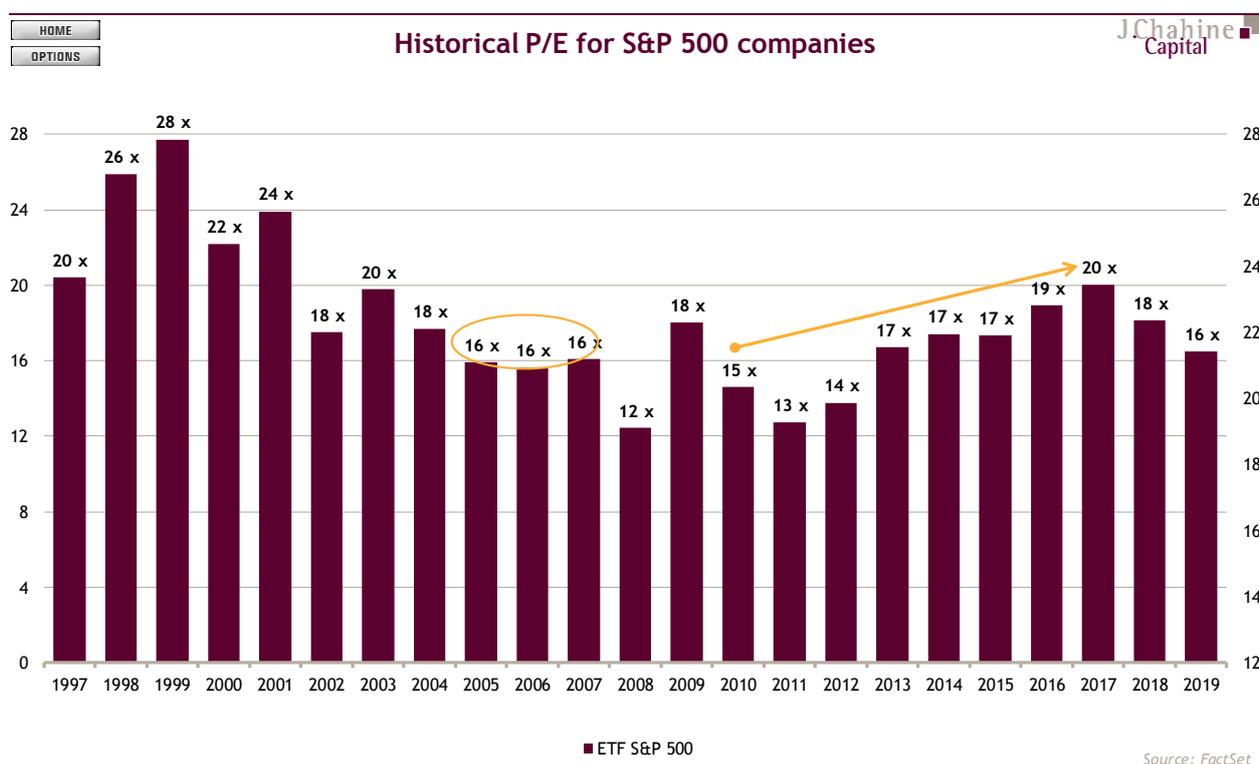


En dépit des performances poussives de la zone Euro, nos fonds Digital affichent 23.2% de hausse pour Digital Stars Europe, 24.5% pour Digital Stars Europe ex UK et 31.7% pour Digital Stars Europe Smaller Companies. Le profil Hi Tech/sociétés de croissance de ces fonds explique ces performances de notre modèle quantitatif.

## P/E 25% plus élevé que le précédent haut de cycle

Ces performances accélérées désorientent les investisseurs tentés de réduire leur position ou hésitant à rentrer sur le marché alors qu'ils sont sur une montagne de cash sans rendement. Les valorisations du marché les plus communes sont le Price/Earnings ratio que l'on compare à des moyennes historiques. Par exemple, le S&P 500 est à 20.0x les résultats 2017 et 18.1x les résultats 2018 au cours actuel. Nous sommes évidemment en haut de cycle boursier et l'on peut effectuer une comparaison avec le précédent haut de cycle entre 2005 et 2007. On trouve alors un marché à 16x les résultats, ce qui veut dire que le marché est 25% plus cher que le précédent haut de cycle.

### Un P/E élevé de 20x pour un haut de cycle



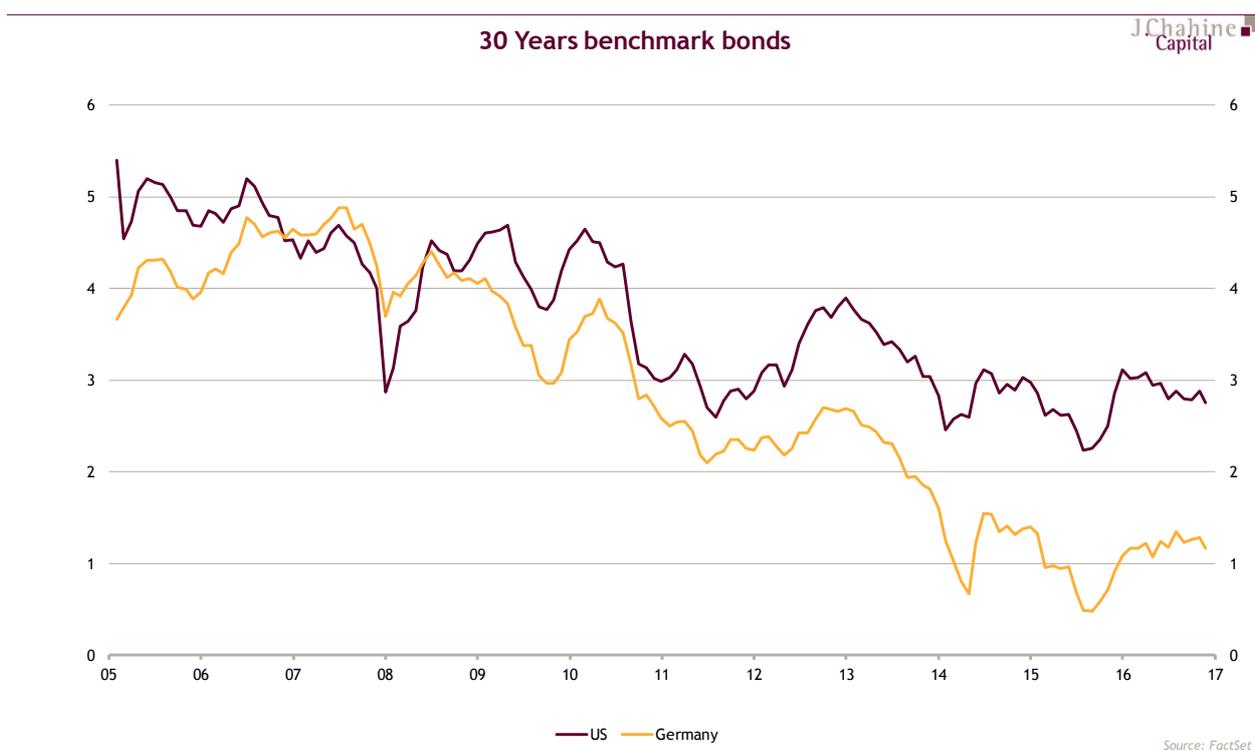
Comparé à la bulle Internet de 1999 où l'on avait atteint un multiple de 28x, le P/E actuel paraît « raisonnable ». Il faut se rappeler que le P/E de l'époque était délirant car il intégrait des valorisations exorbitantes pour des sociétés en pertes. Avec le recul, on voit que même ce P/E était justifié ! puisque le NASDAQ a aujourd'hui dépassé son niveau de la bulle Internet et le marché avait vu un peu trop tôt la révolution digitale. Il faut constater que les meilleures opportunités d'achat sont en bas de cycle quand les P/E sont élevés, comme en 2009 à 18x, car cela est dû à des profits encore déprimés qui n'ont pas manqué de rebondir fortement suite à la reprise et ont abaissé le P/E malgré la hausse des cours. Il est certain qu'une opportunité d'achat en 2009 se présente une fois tous les siècles !



## Le P/E est un indicateur incomplet sans les taux longs

Le raisonnement sur le P/E exclusivement ne tient pas compte du niveau des taux très longs qui servent à calculer la Prime de Risque. Un même cash flow futur avec des taux à 5% ou à 3% ne vaut pas du tout le même prix. C'est ce qui se passe sur les marchés actions américains où les profits et dividendes distribués n'ont pas arrêté de progresser. Avant la crise financière, les taux à 30 ans variaient autour de 5%. Avec l'action des banques centrales, les taux à 30 ans ont frôlé les 2% et s'établissent aujourd'hui à 2.75%. Le calcul actuariel nous indique qu'un même cash flow sur 30 ans à 3% au lieu de 5% vaut 39% plus cher. En faisant l'hypothèse que les cash flow futurs sont amputés de 20% du fait d'une croissance économique structurellement plus faible, par exemple 4% en nominal (2% inflation + 2% de PIB) contre 5% (2% inflation et 3% de PIB), les cash flow futurs continuent à valoir 20% de mieux.

### Modification structurelle des taux longs



## Notre concept de calcul de Prime de Risque

Cette « alchimie » entre le prix du marché ou P/E, le niveau des taux longs et les perspectives des résultats futurs se retrouve dans notre modèle exclusif de Prime de Risque dont l'exactitude dépend évidemment des hypothèses qui sont émises sur les cash flows futurs.

Le dividende 2018 du S&P 500 s'établit à 2% tout rond, en hausse de 5% sur 2017 dans la moyenne des 4 dernières années. Le taux de distribution des bénéfices est de 35% en moyenne et les sociétés ont racheté ces dernières années environ 2.4% de leurs titres, ce qui permet de booster la valeur des titres d'autant. En projection à long terme, on suppose que les dividendes croissent au même rythme que les profits avec un retour vers le point d'équilibre de 35% du taux de distribution. La prime de risque exigée est de 3% au dessus des taux à 30 ans, soit une rentabilité espérée de  $2.75\% + 3\% = 5.75\%$ . La projection des profits se fait sur 8 ans, soit à l'horizon 2025 et l'hypothèse systématique retenue est que le



prix de sortie est l'inverse du rendement (comme pour les obligations), soit en l'occurrence  $1/5.75\% = 17.4x$  les résultats de l'époque.

L'actualisation des cash flows avec la rentabilité attendue permet alors d'obtenir le cours mathématique. Certaines hypothèses du modèle peuvent être débattues, comme le prix de sortie. Mais en adoptant systématiquement la même technique sur un historique long, cela permet de calibrer le modèle. Concernant la croissance des profits, on part des hypothèses du consensus des analystes (bottom-up) qui sont transformées en un modèle Top Down. Ce scénario dépend essentiellement du niveau de révisions des résultats par les analystes. Sur les dernières années, le modèle Top Down était systématiquement inférieur au consensus, compte tenu de l'optimisme bien connu des analystes. En revanche, sur cette année, les prévisions de résultats sont d'une excellente qualité et les prévisions de début d'année et le final sont très proches. Au-delà de 2019 où il n'y a pas de visibilité d'un consensus des estimations, on applique aux dernières prévisions un facteur correctif (growth fading factor) qui mène les taux de croissance vers une zone neutre. Ainsi, en partant d'une croissance des profits de 9.5% en 2019, le modèle retiendra 7.5% en 2020. La croissance moyenne annuelle des profits sur 8 ans, appelée CAGR (Compounded Annual Growth Rate), est extrêmement importante car elle doit être plausible. Sur très longue période, les profits doivent croître au rythme de l'économie ou du PIB, soit une inflation de 2% et un PIB en volume entre 2% et 2.5%. Ce chiffre peut varier si l'on est en bas de cycle où il y a un effet de rattrapage. Voici résumé le modèle de Prime de Risque exclusif que nous utilisons. On peut ensuite modéliser plusieurs scénarios et notamment l'impact d'une hausse ou baisse des taux, ou celui d'une accélération ou ralentissement des profits.

## Valorisation tendue du marché américain

La mise à jour du modèle du mois est d'une grande stabilité pour les mêmes taux, sauf que le 30 ans est passé de 3% environ à 2.75%. Ce quart de point fait passer l'objectif de cours de 2475 points à 2610 points pour le S&P 500, soit son cours actuel à peu de choses près. Mais cet objectif prend en compte l'impact d'une réforme fiscale qui ramènerait le taux de l'IS de 35% nominal à 20%. Nous avons chiffré cet impact à 9.4% sur les bénéfiques par action et du coup la hausse des profits 2018 serait de 19.7% au lieu de 9.4%. Si cette réforme s'applique en 2019, cela ne changerait pas fondamentalement les résultats. L'estimation de l'impact reste néanmoins incertaine car certaines niches risquent d'être bloquées comme la limitation de la déductibilité des intérêts. Malgré la forte probabilité qu'une réforme soit passée, le marché est resté insensible confirmant que l'impact est déjà dans les cours. Si la réforme échoue, il faudra s'attendre à un impact négatif.

### La réforme fiscale Trump est selon nous dans les cours

#### 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: +9.2% in 2017, +9.4% in 2018 and +9.5% in 2019 (Normative). CAGR =+4.2%	2 524	2 389	2 266	2 153	2 049
Implied Scenario CAGR 5.5% over 8 years	2 746	2 597	2 461	2 337	2 222
Base scenario: +9.2% in 2017, +19.7% in 2018 and +9.5% in 2019 (Normative) CAGR = +5.4%	2 758	2 610	2 475	2 351	2 238
Current Index S&P 500 (as of 23/11/2017)	2 597				

Dans l'hypothèse où la réforme aboutit, le CAGR sur 8 ans ressort à 5.4% soit 1 point de plus que si la réforme ne passe pas. Dans ce dernier cas, le cours d'équilibre est à 2389 points avec un CAGR de 4.2%

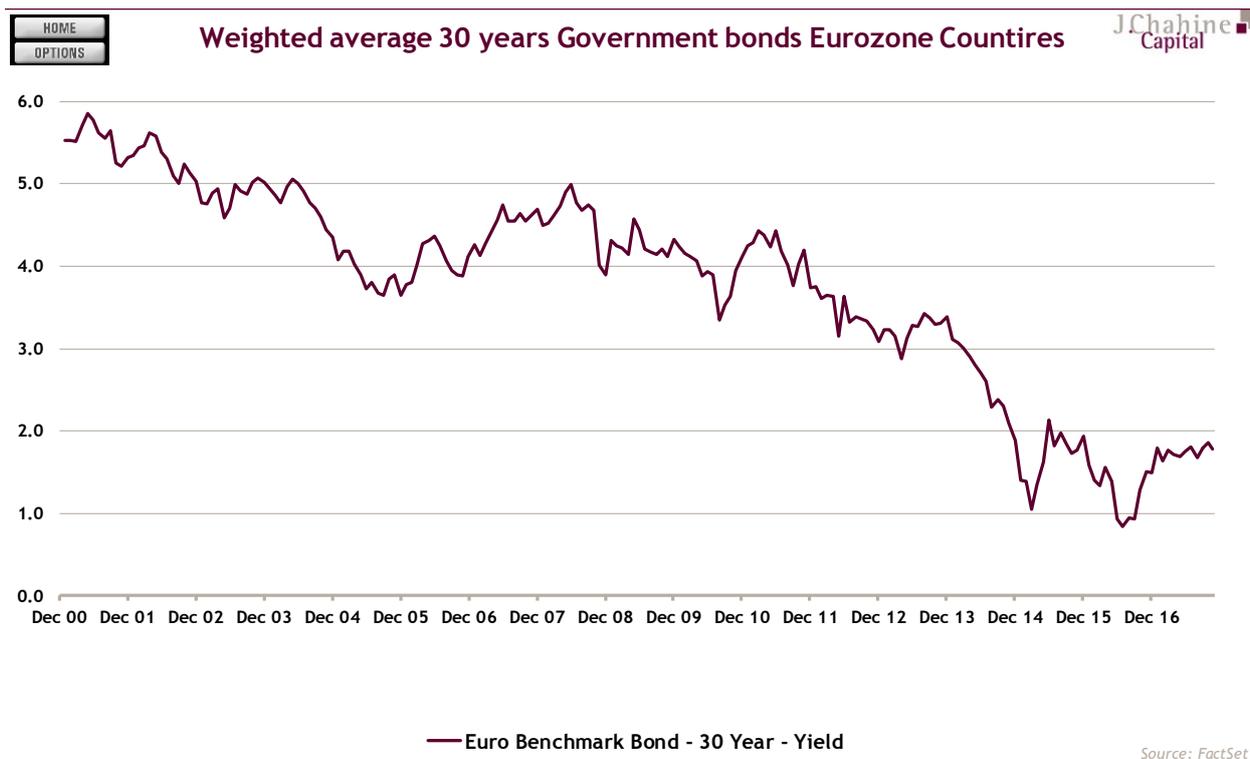


tout à fait logique de 2% d'inflation et 2.2% de croissance du PIB. À noter l'effet dévastateur d'une hausse des taux à 30 ans. À 3.25% et sans réforme fiscale, le S&P 500 serait de 2153 points soit une chute de 17% des cours.

## Le marché Européen fortement soutenu par les taux

En zone Euro, nous avons enrichi notre modèle en créant une base de données qui calcule le taux moyen pondéré des taux à 30 ans des pays de la zone Euro, qui est supérieur à celui de l'Allemagne. Cela nous permet de mieux réagir aux variations de taux de la zone. Cette moyenne est actuellement à 1.78% contre un objectif moyen que nous retenons constamment à 2%.

### Baisse massive des taux à 30 ans longs depuis la crise



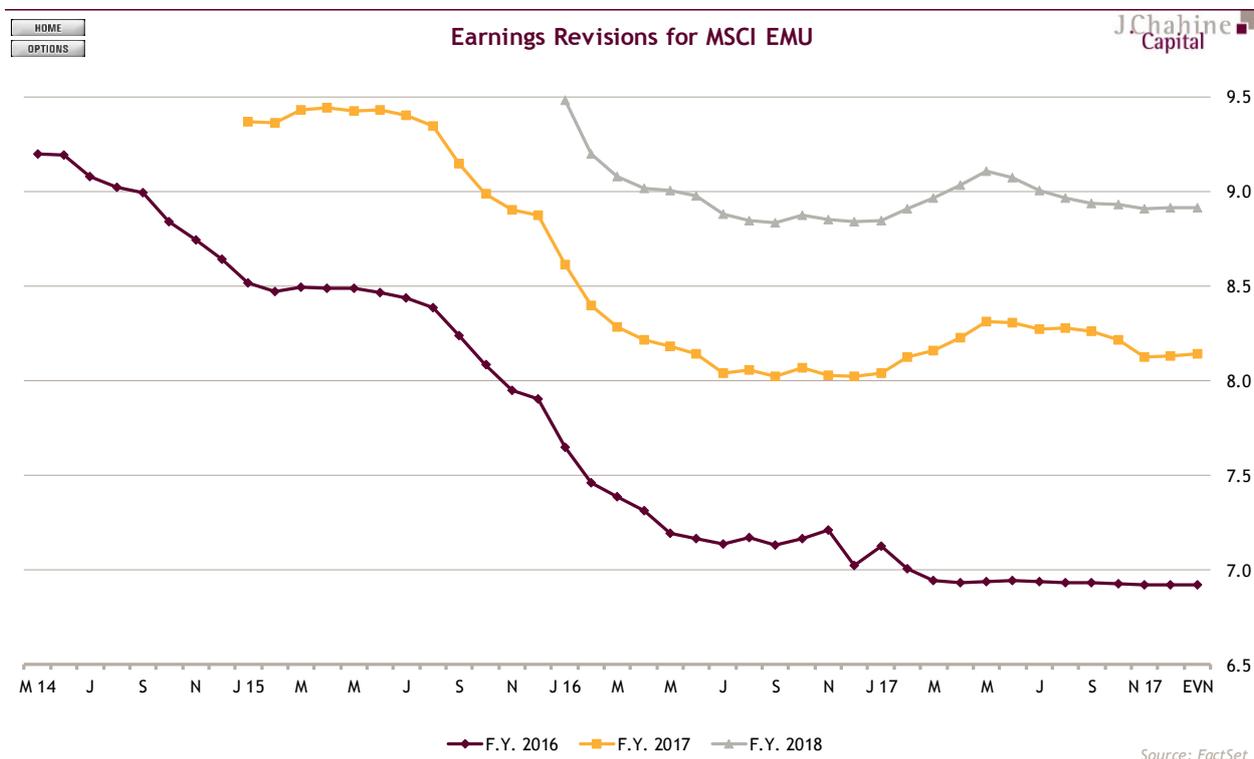
L'objectif des cours à taux constant de 2% a été réduit de 133 points à 128 points en raison d'une révision à la baisse des profits dans la zone. En effet, plus de 4Mds € de profits ont été perdus depuis le point haut de mai 2017, qui s'expliquent par des fortes révisions sur Munich Re (sinistres ouragans américains), Bayer, Siemens, Total, Unibail-Rodamco, Deutsche Bank et Scor. Les sociétés citées ne font vraiment pas fantasmer par leur capacité à générer des profits et malheureusement l'indice européen des grosses capi est bourré de sociétés de ce type. On a vu les déboires de General Electric aux États-Unis, mais c'est compensé, et au-delà, par des sociétés en pleine croissance. Malgré ces déceptions, la hausse des résultats en 2017 devrait s'établir à 17.6% sur une base 2016 très déprimée. En 2018, nous attendons une hausse de 9.5% grâce à la poursuite de la croissance économique.

Si nous retenons les taux observés à 1.78%, l'objectif de cours est rehaussé à 135 points pour une clôture à 127. Le dividende versé est bien supérieur qu'aux US avec 3.36% et un taux de payout de 53%. Ce dividende est supérieur au taux à 30 ans et son maintien justifierait le cours. Hélas, il faut savoir que ce dividende n'a toujours pas retrouvé son niveau de 2017 d'avant la crise. Le seul espoir reste



une restructuration en profondeur du tissu industriel européen et une rapide évolution vers l'économie digitale.

## Grosses déceptions en fin d'année sur les profits de la zone Euro



Compte tenu du taux à 30 ans très bas, le CAGR sur 8 ans est encore négatif à -1.2%, signe d'un marché essentiellement cyclique avec son automobile, ses valeurs industrielles et ses banques.

## Les taux très bas compensent une profitabilité médiocre

### MSCI EMU - Valuation end 2017

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016

	30 Years Gvt bonds				
	1.50%	1.78%	2.00%	2.25%	2.50%
Depression scenario: +17.5% in 2017, +5% in 2018 and +5% in 2019 (Normative). CAGR = -4.4%	117	110	104	99	94
Implied Scenario: CAGR -2.3% over 8 years	136	127	121	115	109
Base scenario: +17.6% in 2017, +9.5% in 2018 and +8% in 2019 (Normative) CAGR = -1.5%	144	135	128	122	115
<b>Current Index MSCI EMU (as of 23/11/2017)</b>	<b>127</b>				

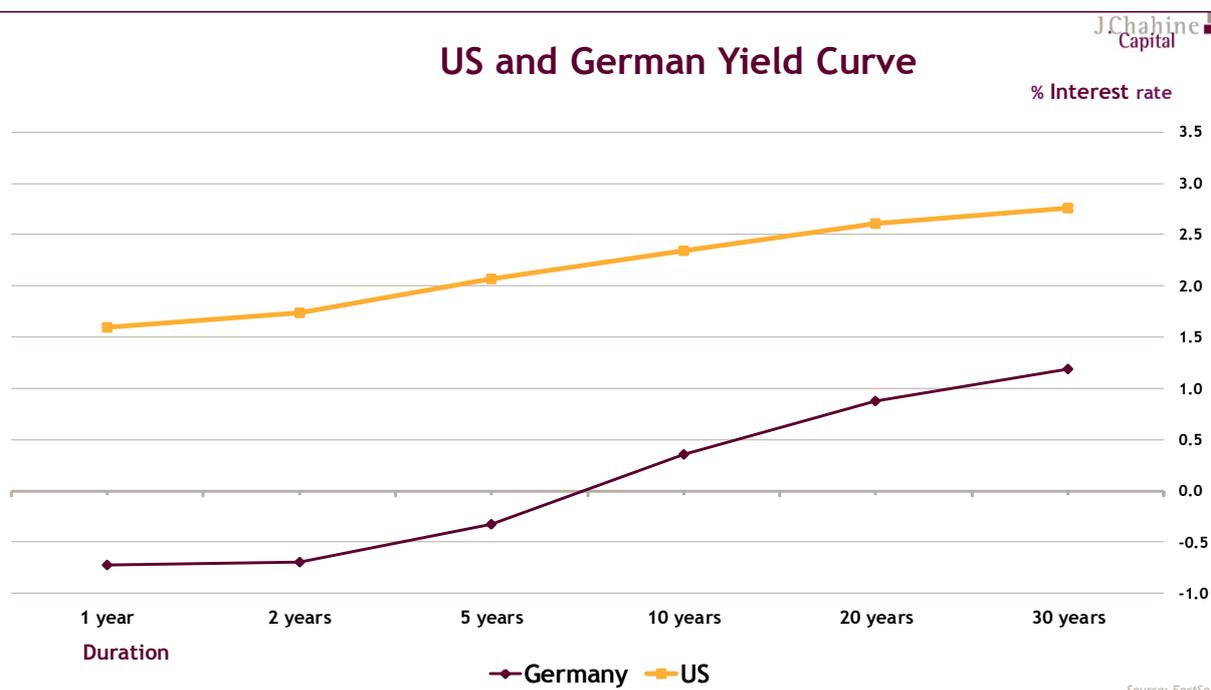


Cet exercice pointu de valorisation montre que les marchés sont chers mais pas prêts de s'effondrer et au contraire vont poursuivre encore leur hausse pour les raisons suivantes :

## 1) Politiques monétaires ultra-accommodantes

C'est le cas notamment en zone Euro et au Japon. Draghi n'est pas prêt à baisser la garde et continue d'acheter agressivement des titres longs. Le taux à 10 ans allemand est à 0.35% et négatif jusqu'à 7 ans. Le 30 ans est à 1.18%. La Fed, qui est en phase de normalisation de sa politique, ne semble pas aussi pressée et a peur de l'inflation toujours faible. Même ses augmentations de taux n'ont eu aucun effet sur la partie longue de la courbe qui s'aplatit et fait craindre un ralentissement. Le 30 ans est au-dessous des 3%. Du côté de la BCE, on est toujours en pleine injection de liquidités avec des taux d'intervention négatifs. Conséquence : des montagnes de cash qui ne savent pas où s'investir profitablement et sont partiellement réorientées vers les actions.

Ces courbes reflètent l'écart dans le cycle économique



L'inflation aux US reste étonnamment faible en dessous des 2%, notamment pour l'indice PCE (Personal Consumption Expenditure) favori de la Fed. Conséquence, on n'est plus très sûr que la Fed sera aussi agressive en 2018 alors que la hausse de décembre prochain reste hautement probable.

## 2) Conjoncture mondiale en forte reprise

La conjoncture mondiale n'a jamais été aussi bonne qu'en 2017 avec quasiment tous les pays en forte reprise et notamment le bassin asiatique avec la Chine, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines... La croissance en zone Euro est constamment revue à la hausse pour atteindre 2.2% en 2017 et 1.95% en 2018. Même le Japon est sorti de sa torpeur. Même si les États-Unis ne tournent pas à plein régime, la hausse sera de 2.2% et 2.4% prévus pour 2018.

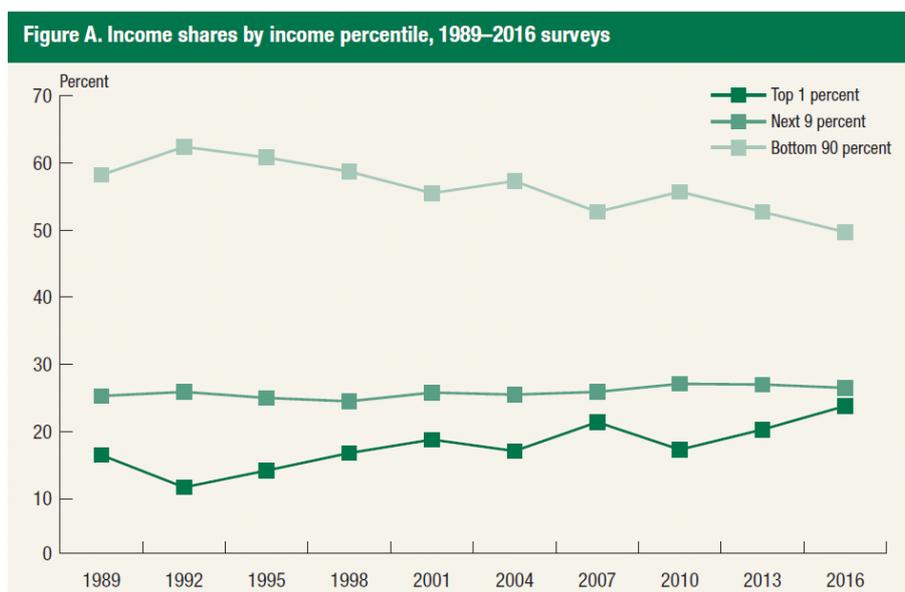


Si l'Eurozone repart vigoureusement, l'Union Européenne 27 exUK fait encore mieux avec 2.43% en 2017 et 2.14% attendus pour 2018. Les anciens pays de l'Est sont en pleine croissance comme la Roumanie, la Pologne, la Slovaquie... Seule la Grande-Bretagne voit sa croissance revue en baisse à 1.5% en 2017.

Region	GDP Growth			Weight
	2016	2017	2018	2017
World	2.82%	3.26%	3.22%	100.00%
Eurozone	1.77%	2.20%	1.95%	17.5%
Emerging Asia	6.03%	6.18%	5.93%	25.9%
Emerging	5.01%	5.26%	5.13%	34.3%
OCDE	1.60%	2.17%	2.12%	57.0%
EU27 ex UK	1.92%	2.43%	2.14%	20.5%
USA	1.49%	2.20%	2.40%	24.7%

Le seul bémol à mettre sur cette croissance est dans l'inégalité de la répartition du gâteau. L'étude fraîchement sortie de la Fed sur les finances des ménages montre que les revenus et les inégalités ont continué de s'accroître (comme le montre le graphique ci-dessous) et que la part du gâteau des 90% des ménages les plus modestes n'a pas cessé de décliner.

### 10% des ménages accaparent 50% des revenus



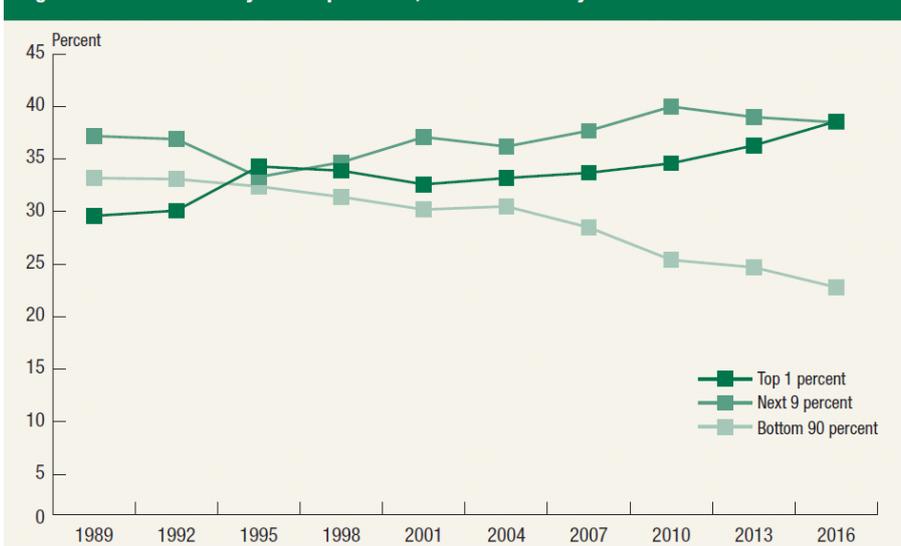
Source : Federal Reserve

Côté patrimoine, la concentration continue de se creuser, les 1% les plus riches sont les seuls à devenir plus riches encore. Les 90% de la population voient leur patrimoine s'effriter.



## 1% des ménages accapare 39% des richesses

Figure B. Wealth shares by wealth percentile, 1989–2016 surveys



Source : Federal Reserve

L'inégalité est encore énorme à l'intérieur des 1%, car il faut parler des 0.1% qui sont les nouveaux riches de la nouvelle économie. La croissance économique profite peu aux classes modestes à la recherche permanente des économies sur leurs achats, ce qui finira par ralentir la croissance. Et la réforme fiscale de Donald Trump ne fera qu'accroître ce trend inquiétant.

### 3) Forte croissance des profits des sociétés

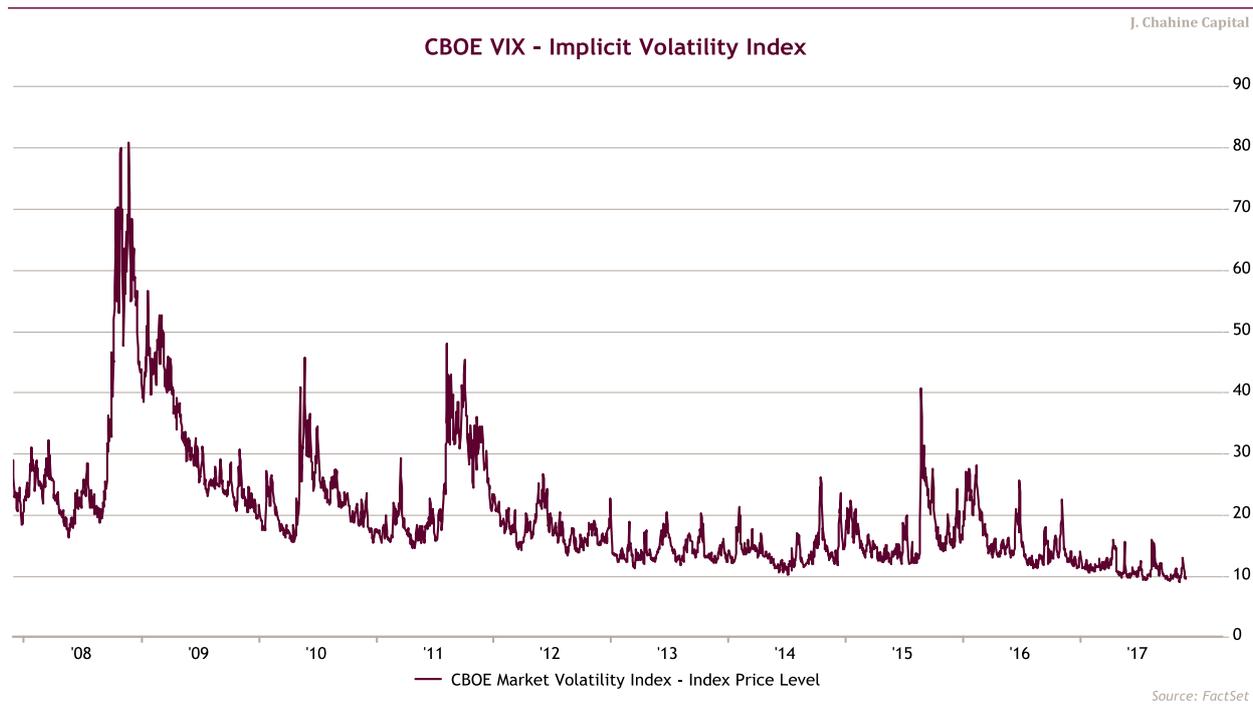
Les profits des sociétés affichent des belles progressions de 16% au niveau mondial en \$, 10% aux US, 17% en zone Euro, 16% au Japon, 28% pour les pays émergents... Et 2018 devrait poursuivre sur des tendances robustes. La croissance économique impacte le volume des ventes et a un fort effet de levier sur les profits. Les marges des sociétés sont au plus haut aux US avec 8.9% au troisième trimestre mais ont néanmoins tendance à plafonner, ce qui est logique en fin de cycle. Les profits futurs reposent plus sur un effet volume qu'un effet amélioration de marge. La zone Euro, même si elle se redresse cette année, affiche toujours des profits de « mauvaise qualité » avec des écarts énormes entre les profits comptables et les profits « opérationnels », à l'image des restructurations chez Siemens. La croissance économique devrait faciliter l'assainissement des bilans.

### 4) Volatilité au plus bas

La volatilité, c'est-à-dire la mesure du risque, est à son plus bas historique à 9.65%. Nous expliquons cette donnée extrême par le sentiment « d'impunité » de la part des investisseurs en raison de la politique des banques centrales. Celles-ci, partout dans le monde, ont la hantise de voir l'économie rechuter dans la crise. Les investisseurs sont donc convaincus qu'en cas de choc ou de forte correction les banques centrales vont se précipiter à nouveau pour sauver les marchés.



## Pas de sentiment de risque de la part des investisseurs



## 5) Création de richesses grâce à l'économie digitale

L'économie digitale est à l'origine de création forte de richesses pour les entreprises qui y sont. La hausse des cours du secteur informatique mondial est de 39% ! cette année, et les profits ont été conséquents. La hausse des profits en 2017 a été de 13.2% et 2018 est à 12.3%, avec des bénéfices revus à la hausse. Le secteur représente 24.6% de l'indice S&P 500 mais hélas trois fois rien en Europe. C'est celui qui affiche les marges les plus élevés à 18.7% au 3<sup>ème</sup> trimestre contre 8.9% pour la moyenne. Le président Macron a bien compris cette problématique et essaie de créer un environnement favorable aux entrepreneurs.

En conclusion, nous pensons que les valorisations des marchés sont tendues, mais nous ne sommes pas « encore » en bulle. Il faudrait que le S&P 500 atteigne les 3000 points, soit 20% au dessus de son cours objectif, pour parler de bulle. Mais les marchés restent par essence imprévisibles et l'on n'est pas à l'abri d'un choc géopolitique ou d'une erreur de manœuvre des banques centrales. Plus que jamais, pour chercher du rendement il faut assumer quelques risques.



## Conclusions

Voilà une question à 1 trillion de \$ que tout le monde se pose dans un marché où une volatilité au plus bas historique donne un sentiment de sécurité, peut-être trompeur. Et 1 trillion n'est pas cher, car une correction de 2% évitée vaut ce prix ! tellement les actifs ont été inflatés. Sur les 5 dernières années, la performance de l'indice S&P 500 a été de 17.8% en moyenne et 2017 continue de progresser atteignant 18% depuis le début de l'année. Hors US, la progression n'est que de 12.2% en monnaie locale et 8.5% en \$. Sur 5 ans, nos fonds Digital affichent une progression entre 17% et 18% en € et légèrement mieux en \$. Le marché américain continue de dominer le monde et sa part ne cesse d'augmenter passant de 45.6% en 2006 à ...59.4%. La création de richesse a eu lieu essentiellement outre-Atlantique, à partir de sociétés qui existaient à peine il y a 10 ans comme les GAFAM. La zone Euro paraît un nain à côté passant de 15.2% à 13.7% sur la même période. Il n'est pas surprenant que les investisseurs qui veulent rentrer sur le marché aient des états d'âme et guettent une correction « sérieuse » pour rentrer mais nombreux sont ceux qui malheureusement ont vu passer le train.

Ces performances accélérées désorientent les investisseurs tentés de réduire leur position ou hésitant à rentrer sur le marché alors qu'ils sont sur une montagne de cash sans rendement. Y a-t-il une bulle actuellement ? Notre modèle de Prime de Risque (expliqué en détail) nous donne un objectif de cours de 2610 points pour le S&P 500 avec la réforme fiscale et 2389 sans réforme. Les cours nous semblent intégrer déjà cette réforme. L'étude des P/E de l'indice montre qu'ils sont 25% plus chers que le précédent haut de cycle, mais les taux longs sont à 2.75% contre 5% et cela pèse lourdement. L'objectif de cours du MSCI EMU est proche de son cours actuel à 128 points contre 127 pour des taux 30 ans à 2%.

Nos valorisations montrent que les marchés sont chers mais risquent de poursuivre encore leur hausse pour les raisons suivantes :

- 1) Politiques monétaires ultra accommodantes notamment de la BCE et du Japon avec des interrogations du côté de la Fed sur l'inflation.
- 2) La conjoncture mondiale est en forte reprise, notamment dans le bassin asiatique et l'UE ex UK où le PIB sera en hausse de 2.43% en 2017. Les perspectives économiques sont également très bonnes pour 2018 avec une accélération de la croissance aux US. Le seul bémol reste la poursuite du creusement des inégalités qui handicape la consommation.
- 3) Forte croissance des profits des sociétés en 2017 avec 16% de hausse au niveau mondial, 16% en zone Euro, 28% chez les émergents et 10% aux US. Poursuite probable de ces tendances en 2018.
- 4) La volatilité au plus bas est une assurance « tout risque » donnée par les banques centrales qu'elles continueront à soutenir l'économie à tout prix.
- 5) La création de richesses grâce à l'économie digitale va se poursuivre

En conclusion, nous pensons que les valorisations des marchés sont tendues, mais nous ne sommes pas « encore » en bulle. Il faudrait que le S&P 500 atteigne les 3000 points, soit 20% au dessus de son cours objectif, pour parler de bulle. Mais les marchés restent par essence imprévisibles et l'on n'est pas à l'abri d'un choc géopolitique ou d'une erreur de manœuvre des banques centrales. Plus que jamais, pour chercher du rendement il faut assumer quelques risques. Nous maintenons notre position de surpondérer les actions et privilégions les US. Nous resterons vigilants si l'ascension du S&P 500 va vers les 3000.

*Jacques Chahine*



### Main ratios for markets and sectors as of 24/11/2017 (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
MSCI The World Index	17.51%	5.51%	16.7 x	18.3 x	9.72%	17.01%	0.38%	2.50%	0.3%	0.2%
MSCI USA	16.57%	9.16%	18.3 x	20.3 x	11.08%	10.07%	1.45%	1.98%	0.1%	0.5%
MSCI Japan	14.11%	-2.59%	14.0 x	14.9 x	6.26%	16.85%	12.78%	2.23%	1.2%	0.9%
MSCI EMU	11.39%	1.67%	14.3 x	15.7 x	9.64%	17.34%	-0.87%	3.36%	-0.3%	-1.6%
MSCI Europe	6.46%	-0.49%	14.7 x	16.1 x	9.09%	13.94%	-4.06%	3.62%	-0.6%	-1.6%
MSCI Europe ex Energy	7.21%	-2.13%	14.7 x	16.0 x	9.10%	11.40%	-1.53%	3.47%	-1.1%	-2.1%
MSCI Europe Consumer Discretionary	5.44%	-3.99%	12.4 x	13.6 x	9.22%	15.75%	10.88%	3.20%	-0.4%	-1.3%
MSCI Europe Consumer Staples	6.35%	-2.10%	19.1 x	20.9 x	9.54%	7.71%	0.35%	3.05%	-1.3%	-1.1%
MSCI Europe Energy	-2.72%	24.11%	15.2 x	16.6 x	9.04%	65.73%	-37.18%	5.53%	5.5%	5.7%
MSCI Europe Financials	6.83%	-5.33%	11.5 x	12.9 x	12.08%	16.88%	-19.15%	4.55%	-1.3%	-4.4%
MSCI Europe Health Care	0.82%	-10.85%	15.8 x	16.7 x	5.54%	-2.34%	5.51%	3.14%	-2.8%	-1.5%
MSCI Europe Industrials	12.46%	8.27%	17.0 x	18.8 x	10.78%	9.13%	-0.26%	2.73%	-1.9%	-1.7%
MSCI Europe Information Technology	22.24%	3.08%	21.2 x	24.9 x	17.80%	7.01%	-0.31%	1.53%	-2.0%	-4.2%
MSCI Europe Materials	13.66%	24.55%	15.1 x	15.6 x	2.87%	44.03%	26.77%	3.10%	4.9%	3.4%
MSCI Europe Real Estate	2.89%	-5.80%	16.8 x	16.6 x	-1.34%	-31.76%	91.68%	4.36%	-5.6%	-13.4%
MSCI Europe Telecommunication Services	-3.49%	-17.16%	14.9 x	16.2 x	8.55%	6.50%	1.83%	4.94%	-1.0%	-0.9%
MSCI Europe Utilities	6.57%	-9.98%	13.9 x	14.7 x	5.39%	0.86%	-8.24%	5.13%	-1.7%	-2.3%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 24/11/2017



### 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).