

## Le marché repasse au-dessus de son prix d'équilibre

### Conclusions

Lors de notre réunion annuelle, le S&P 500 était valorisé à 2700 points pour des taux à 30 ans à 3%. L'indice était encore à 2620 points. Entre temps, l'indice s'est envolé à 2747 points ! malgré la tension sur les taux à 30 ans passés à 3.20%. Notre nouvel objectif de cours se retrouve à 2619 points. Le marché semble vouloir ignorer les hausses de taux futures de la Fed, préférant tabler sur une économie qui reste particulièrement dynamique et des profits en forte hausse grâce à la réforme fiscale. 18% de hausse en 2018 sont la multiplication de 8.7% d'impact fiscal et 8.9% de croissance organique.

La Fed ne laisse plus aucun doute sur ses intentions et on anticipe son taux d'escompte à 2-2.25% vers la fin de l'année, voire plus si l'inflation s'accélère. L'impact se fait de plus en plus sentir sur la partie longue de la courbe avec le 10 ans qui frôle les 3% et le 30 ans les 3.25%. La pression sur les emprunts d'Etat ne va pas cesser de peser avec la réduction du bilan de la Fed au rythme de 600 Mds\$ à partir d'octobre et le besoin de financer un déficit qui file droit vers les 1000 Mds de \$. Mais l'assèchement des liquidités n'est pas généralisé car la BCE et surtout la Banque du Japon sont en mode QE et maintiennent des taux très bas. Nous pensons « avec humilité » que le \$ risque de se raffermir en 2018 par les liquidités à la recherche de meilleurs rendements et surtout en cas de correction sévère sur les marchés.

L'ascension des taux est contrebalancée par une économie mondiale en parfaite synchronisation, en croissance de 3.4% en devises et 3.7% en parité de pouvoir d'achat. Le bassin asiatique est particulièrement à la fête avec 6% de croissance et la Chine semble vouloir résoudre graduellement son problème de shadow banking. Nous avons calculé qu'une accélération de 1 point de la croissance permet d'absorber 0.5 point de taux 30 ans. Il est plus facile de voir les taux monter de 50 bp que la croissance accélérer de 1 point, sauf qu'il s'agisse d'une accélération en nominal. C'est le scénario actuel où l'on voit simultanément les taux, l'inflation et la croissance accélérer. Les taux réels sont actuellement à 0.8% mais historiquement ils ont été proches des 2%.

L'indice VIX a vivement reflué, le calme est revenu sur les marchés et une bonne partie de la chute a été récupérée, notamment aux US. Le marché mondial est redevenu positif mais l'Europe est encore dans le rouge, alors que nos fonds Digital sont revenus au vert. C'est toujours les pays émergents qui sont en avance avec les États-Unis et le secteur de la technologie.

La saison des profits américains a été excellente avec 11% de hausse pour 2017 et l'on attend 18.2% en 2018 sous l'impulsion de la baisse de l'IS et d'une croissance organique. L'impact de l'IS a favorisé les secteurs domestiques comme les télécoms et l'énergie, et les financières ont profité en plus d'allègements de la législation. Le secteur IT continue d'afficher des taux de croissance à deux chiffres pour les années futures. Du fait de ces hausses, le P/E 2018 est à 17.7x et 2019 à 16x. Les taux de marge se sont envolés pour évoluer vers les 12%. En Eurozone, la hausse des profits 2017 a été de 19.1% avec Unicredit qui contribue pour 17Mds€ sur les 47Mds d'amélioration. Hors cet effet, la hausse revient à 11% et 2018 affiche un modeste 8%. La lourdeur des grosses capi européennes a incité le plus gros hedge fund à shorter des valeurs pour 14Mds\$.

La valorisation reste à nouveau tendue sur le S&P 500 avec un objectif à 2619 points pour un 30 ans à 3.20% et 2726 points pour 3%. Le MSCI EMU est à un objectif de 138 points pour une clôture à 125. Pour le moment on ne peut pas qualifier le marché comme étant en bulle, et nos valorisations n'ont pas la prétention de la précision absolue. Nous avons conseillé de renforcer les portefeuilles sous-pondérés et d'alléger les portefeuilles surexposés. Nous maintenons la même opinion.

*Jacques Chahine*

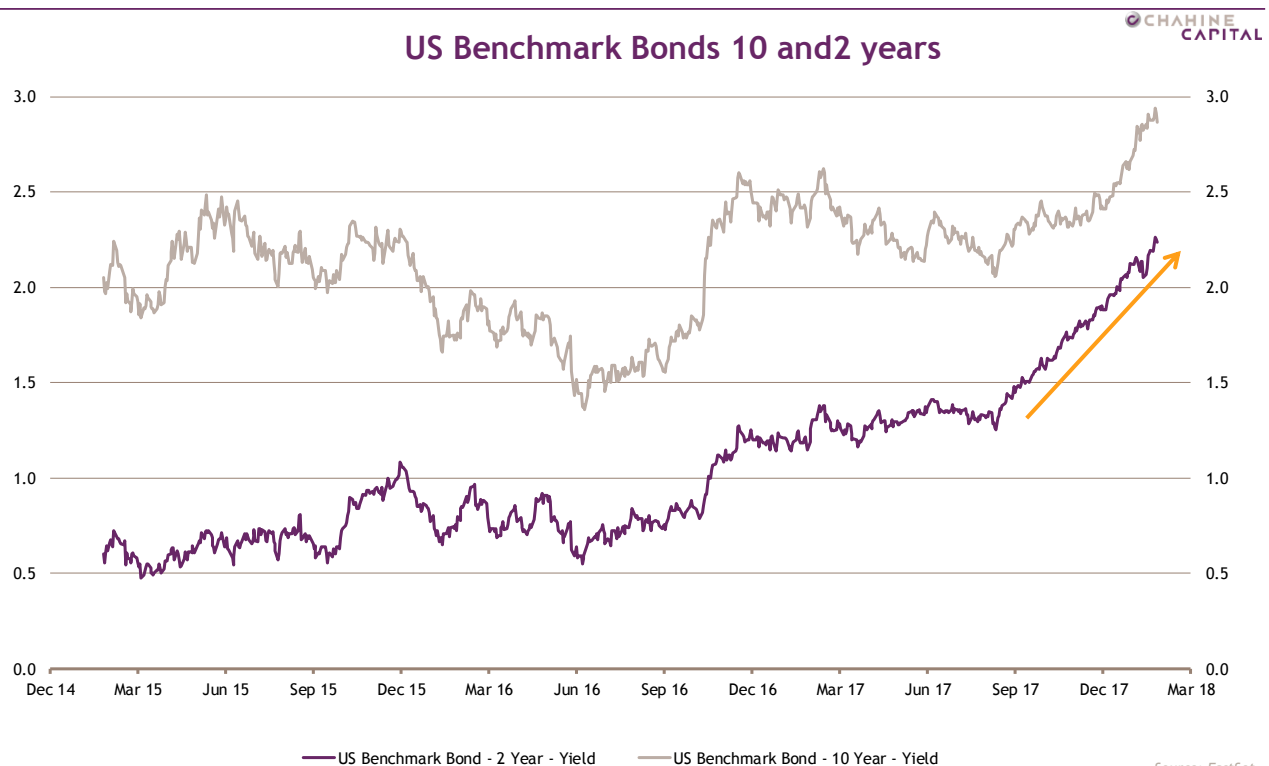


## Le marché veut oublier la hausse des taux

Lors de notre récente réunion annuelle, le S&P 500 était valorisé à 2700 points pour fin 2018 pour des taux à 30 ans à 3%. L'indice était encore à 2620 points. Entre temps, l'indice s'est envolé à 2747 points ! malgré la tension sur les taux à 30 ans passés à 3.20%. Nous avons averti qu'un ¼ de point de taux avait un impact actuariel de 5% sur les cours et notre objectif de cours pour ce mois se retrouve à 2619 points. Comme par enchantement, le marché semble vouloir ignorer les hausses des taux qui l'attendent de la part de la Fed, préférant tabler sur une économie qui reste particulièrement dynamique, et notamment aux États-Unis. Le marché est également enivré par une cascade de parutions de résultats 2017 excellents et surtout par l'impact de la réforme fiscale sur 2018. Les sociétés du S&P 500 ont ajusté leurs bénéfices 2018 en conséquence et affichent désormais une hausse exceptionnelle de plus de 18%. Cette croissance est la multiplication de 8.7% d'impact fiscal et 8.9% de croissance organique. Rappelons que sur la croissance organique de 8.9%, typiquement 2% peuvent être attribués à des rachats par les sociétés de leur propre titres.

L'indice S&P 500 qui avait corrigé de 10.1% de ses plus hauts, n'est plus qu'à 4.4% du point haut à 2873 et est en progression de 3% depuis le début de l'année.

### Le marché a décidé d'ignorer la poussée sur les taux



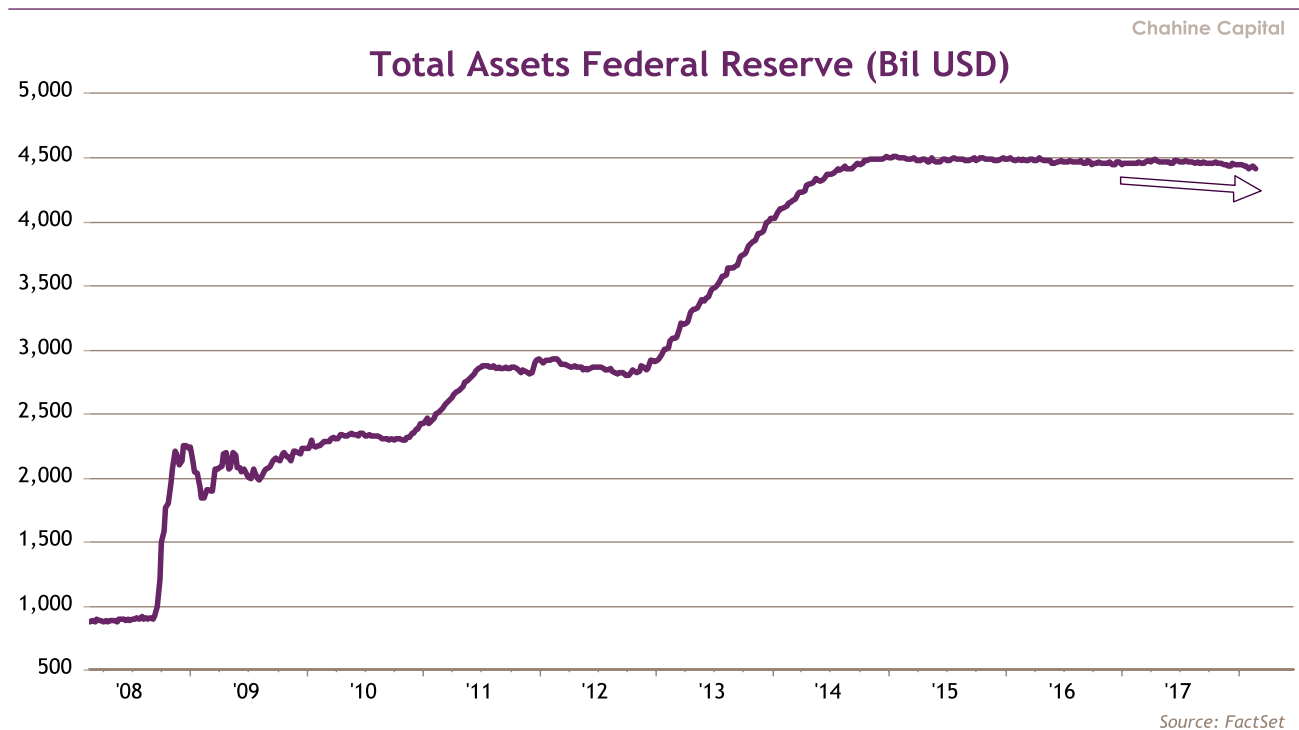
## Hausse des taux et réduction du bilan à l'ordre du jour

Les minutes publiées jeudi dernier par la Fed montrent que celle-ci prend acte de la vigueur de l'économie suite aux baisses des impôts et que cela justifie une « graduelle » hausse des taux. L'ascension des taux à deux ans indique bien que le marché anticipe au moins 3 hausses de taux en 2018 ce qui mettra le taux d'escompte à 2-2.25% en fin d'année, voire plus si l'inflation et l'économie donnent des signes de surchauffe.



Même si la Fed n'en parle pas spécifiquement, elle continue lentement mais sûrement la réduction de son bilan qui va aller en s'accroissant. D'un plus haut de 4516Mds\$ en avril dernier, ce bilan est passé à 4411Mds, soit déjà une réduction de 100Mds que le marché a absorbé. Cette ponction qui va passer au rythme de 600Mds par an, va peser sur les taux longs au cas où les acheteurs étrangers ne prennent pas le relais, avec la Chine et le Japon en tête.

## La réduction du bilan devrait s'accroître à 600Mds\$/an



## Et financement d'un déficit qui se creuse en prime

La troisième crainte sur les taux est le financement du nouveau déficit qui devrait dépasser le trillion de \$ en 2019 en raison des diminutions des recettes. La courbe du déficit montre qu'après un redressement spectaculaire sous Obama depuis le creux de la crise financière, le déficit a recommencé à se creuser depuis mi-2016 et est déjà à 700Mds sur les 12 derniers mois.

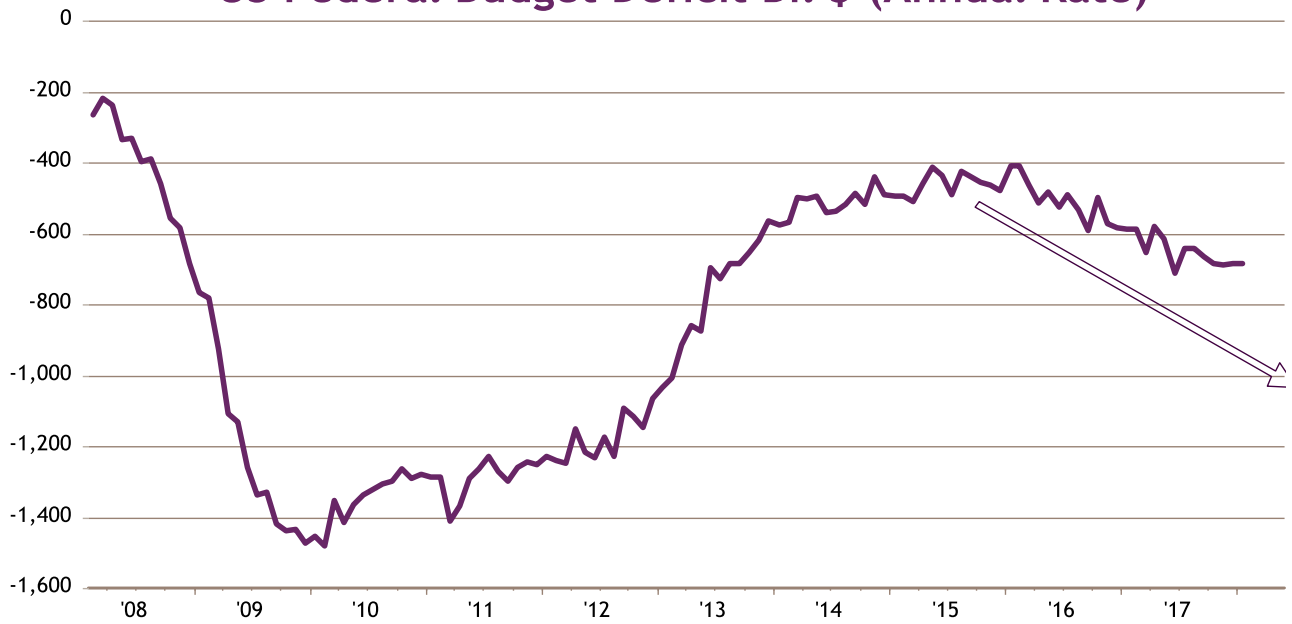
En temps normal, des taux attractifs sur le \$ amènent les investisseurs à arbitrer vers cette devise en faisant baisser l'Euro ou le Yen. Malgré les taux négatifs encore sur ces devises, le \$ s'est affaibli en 2017 et 2018. Cela peut provenir d'une certaine défiance devant les déficits anticipés du budget et de la balance commerciale qui accuse un déficit en chute libre. L'inflation plus élevée qu'ailleurs peut également expliquer le phénomène. Mais le mouvement de la devise à court terme pourrait malgré tout être influencé par les taux au-delà d'un certain spread et voir revenir les investisseurs vers le \$. Avec l'humilité qui s'impose en matière de prévisions sur les changes, nous pensons que le \$ devrait reprendre de la hauteur en 2018, notamment s'il devait jouer le rôle de valeur refuge en cas de crise.



Le déficit file tout droit vers les 1000Mds \$

Chahine Capital

US Federal Budget Deficit Bil \$ (Annual Rate)



Source: FactSet

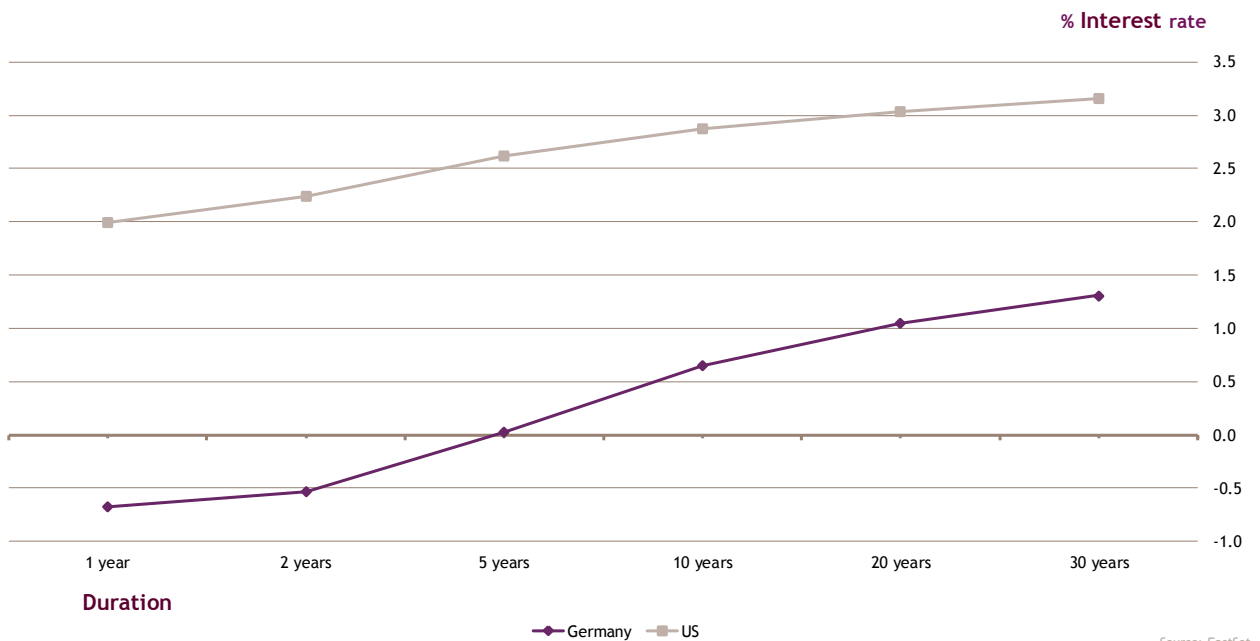
Politiques monétaires toujours accommodantes hors US

L'environnement des taux reste très accommodant en dehors des États-Unis et notamment en Eurozone et au Japon.

Le spread des taux s'est accru entre l'Euro et le \$

CHAHINE CAPITAL

US and German Yield Curve



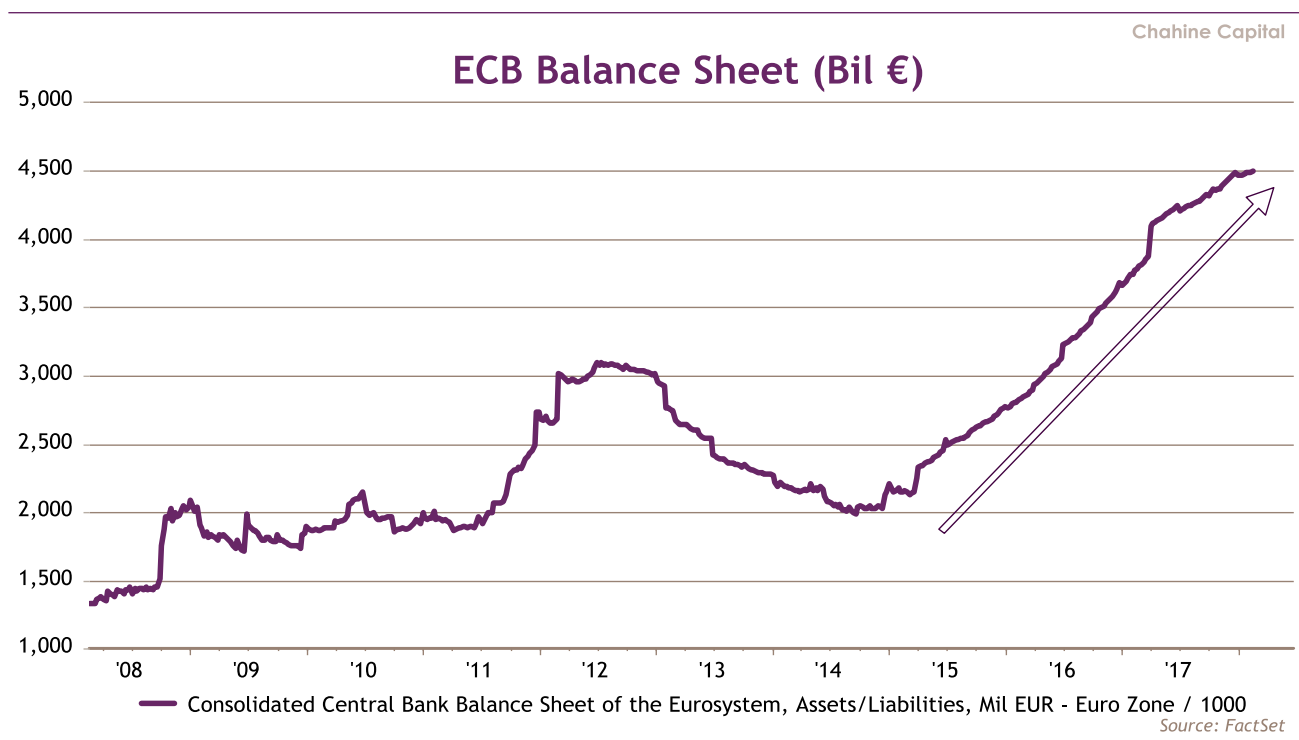
Source: FactSet



Malgré une économie qui a été brillante sur 2017, la BCE n'a pas modifié encore sa politique de taux négatifs ainsi que ses achats de titres. Il en est de même de la Banque du Japon. Le bilan de la BCE atteint la somme astronomique de 4.5 trillions€, soit l'équivalent de 45% du PIB de la zone. Sur les 4.5 trillions, 1.9 trillions sont des emprunts d'État de divers pays et 381Mds sont des obligations du secteur privé. La BCE est toujours en phase d'augmentation de son bilan, mais depuis janvier à un rythme réduit de 30Mds€ au lieu des 60Mds par mois et ce, jusqu'à septembre 2018. Le but est de ramener l'inflation dans la zone proche des 2%. Cette tendance à une certaine modération dans la politique monétaire de la BCE n'a pas empêché une hausse des taux sur la partie longue de la courbe. Le 10 ans allemand n'est plus négatif mais à +0.65% et le 30 ans est à 1.31%. La modestie de ces chiffres peut faire sourire, mais la tendance à la hausse est bien là.

Plus loin de nous, la Banque du Japon affiche un bilan de 530 trillions de yens (environ 4.5 trillions \$) à peu près équivalent à celui de la Fed. Mais cela représente 97% du PIB du pays, un record absolu. Malgré ça, la BoJ compte maintenir sa politique ultra-accommodante jusqu'à atteindre une inflation autour de 2%. Les derniers chiffres d'inflation montrent une hausse de 1.3% sur 1 an mais celle-ci reste autour de 0% si l'on exclut l'alimentation et l'énergie. La politique agressive depuis plusieurs années a réussi à faire revivre le pays du soleil levant malgré une dette du gouvernement qui s'est stabilisée autour d'un record de 200% du PIB. Malgré ce laxisme monétaire, le yen s'est apprécié par rapport au \$ en 2017 et 2018 avec une balance commerciale excédentaire.

## Le bilan de la BCE supérieur à celui de la Fed

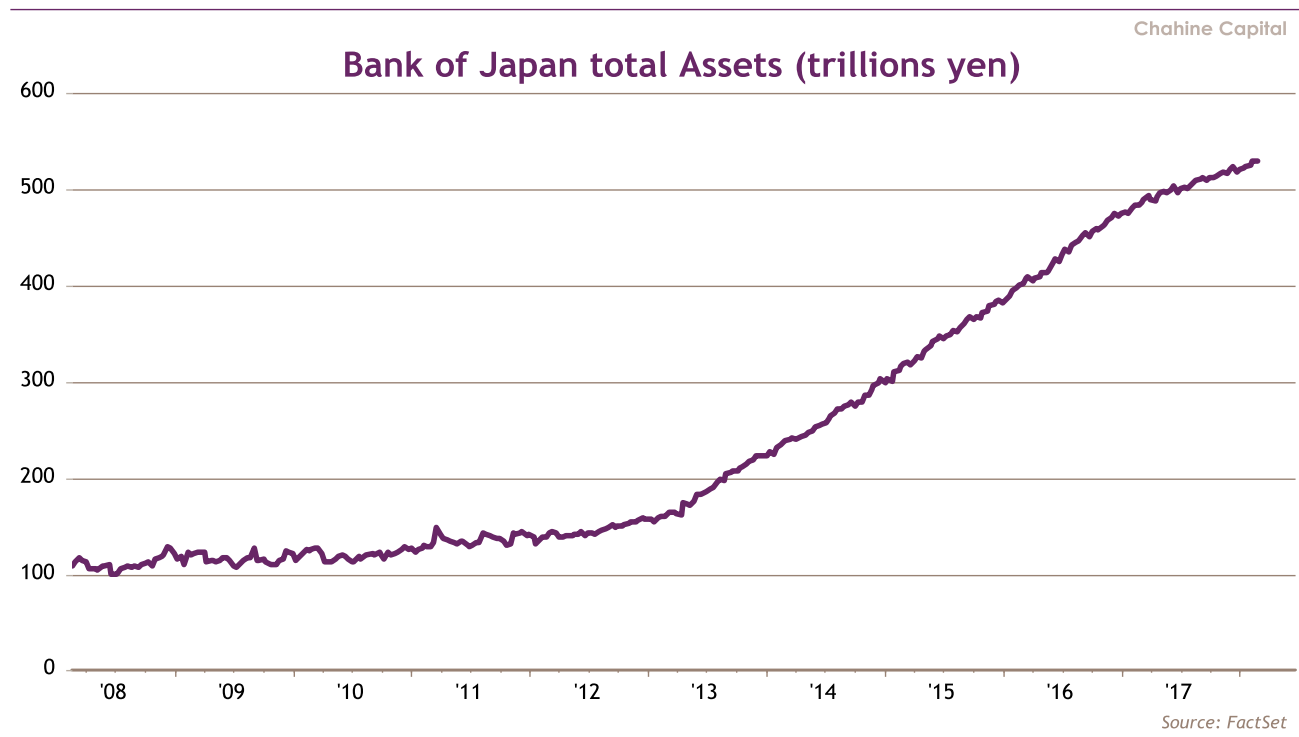


Ce tour d'horizon global des politiques monétaires montre que les États jouent la variable d'ajustement monétaire. Leur déficit est en bonne partie financé indirectement par les banques centrales et ce déficit leur permet de distribuer de la monnaie et du bien-être à leurs citoyens sans qu'il y ait pour le moment de signes inquiétants au niveau de l'inflation. L'une des raisons réside dans le fait que la distribution est très INÉGALITAIRE et que ce sont les plus riches qui ont accaparé cet argent à travers l'inflation des actifs



comme les actions et l'immobilier, sans peser sur la consommation. Les choses vont changer quand il faudra redistribuer les fruits de cette croissance retrouvée et on voit les pressions qui se font jour dans l'emploi salarié américain et les exigences des puissants syndicats allemands.

## La Banque du Japon en mode QE agressif



## La croissance suffit-elle à effacer l'effet des taux ?

Si l'évolution des taux et de l'inflation reste le risque majeur qui pèse sur les marchés, tous les autres facteurs restent bien orientés en ce qui concerne l'économie réelle. La croissance mondiale est encore en accélération à 3.4% contre 3.3% lors de notre dernière mise à jour. Le FMI, qui raisonne en parité de pouvoir d'achat, retient une prévision de 3.9%, contre 3.7% en 2017, en ligne avec le consensus des analystes. Parmi les notables accélérations, on notera les US qui passent d'une prévision de 2.5% à 2.6% après prise en compte de l'effet de la réforme fiscale. L'Asie continue d'être la locomotive de la croissance mondiale avec une croissance moyenne de 6% en contribuant à la moitié de la hausse de 3.4%.

Pour mettre en perspective relative l'impact de la croissance économique et celui des taux, nous avons calculé qu'une accélération de 1% de l'économie « en nominal » permet d'absorber un choc de 50 bps sur les taux à 30 ans. Or tout le monde reconnaîtra qu'il est plus facile de recevoir un choc d'une hausse de 50 bps des taux qu'une accélération de 1% de la croissance. Le cas idéal étant que la hausse des taux de 50 bps corresponde à une accélération de l'inflation du même ordre de grandeur, ce qui revient à garder les mêmes taux réels. Une dose d'inflation est favorable aux entreprises qui peuvent généralement la répercuter sur leurs prix. On assistera en pratique à une hausse de taux longs en partie réelle et en partie compensée par l'inflation.

L'inflation implicite dans les obligations indexées à 10 ans ressort dernièrement à 2.13% et le taux « réel » à payer ressort à 0.8%. Les taux réels ont été souvent négatifs après la crise mais en 2017 on était à +0.4%.

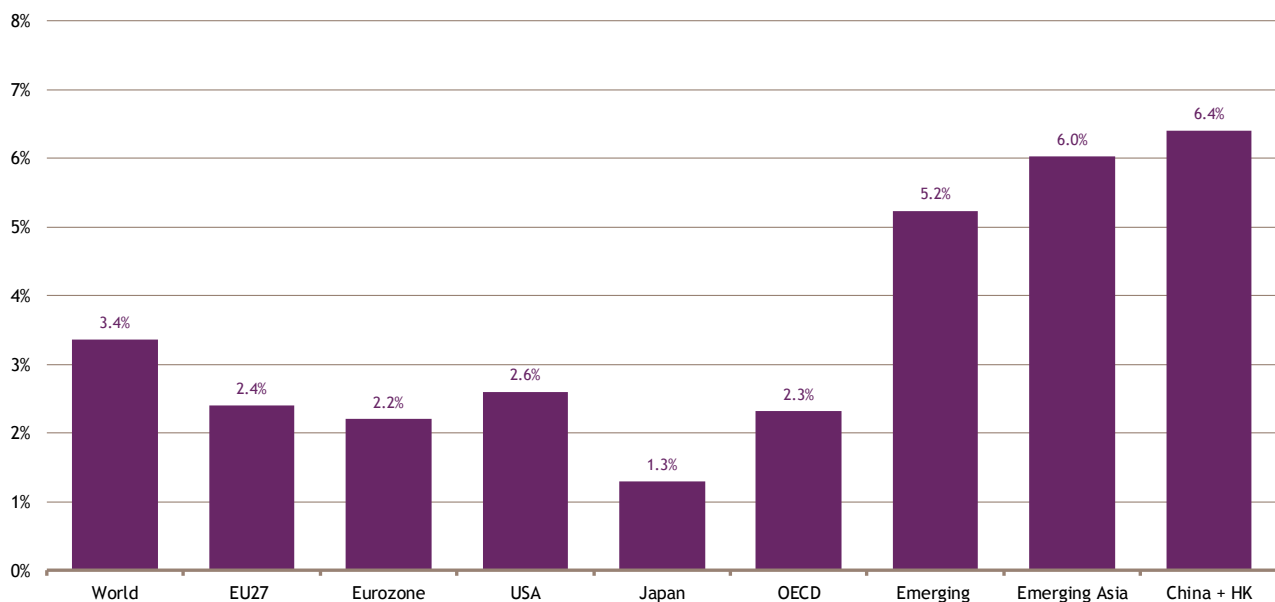


On est donc en train de rapprocher les taux un peu plus de la croissance réelle. Sur longue période les taux réels ont tendance à se rapprocher de la croissance du PIB. Avant la crise financière de 2008, les taux réels ont été supérieurs à 2%.

## L'environnement économique est porteur partout

2018 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE  
CAPITAL



J.Chahine Capital methodology

## La Chine essaie de régler en douceur son problème de dettes

L'environnement monétaire en Chine est dominé par la dette qui atteint l'équivalent de 36 trillions \$ entre dette publique et privée, soit 2.75x le PIB. Sur ce chiffre, un minimum de 4.7 trillions est dans le shadow banking, mais dont le risque final est assumé par les banques (appelé Wealth Management Products). Du fait des rendements réglementés sur les placements, les chinois financent des projets à travers des structures opaques, mais qui sont néanmoins garanties par les banques. D'où un risque systémique en cas de retournement de la conjoncture. Le gouvernement surveille ce phénomène mais n'intervient pas massivement pour éviter de précipiter une crise. L'emprunt d'État à 10 ans est proche de 3.9% pour une inflation à 2%. Compte tenu de la croissance économique très élevée, le taux réel reste modeste ce qui explique la soif de recourir au crédit.

Les prévisions d'inflation pour 2018 par le consensus des économistes dépassent les 2% pour les US et en légère accélération en Eurozone à 1.45% et 2.3% pour la Chine. Si l'on croit à ces prévisions, ce n'est pas l'inflation généralisée qui nous guette pour cette année. Mais les banques centrales sont toujours en avance dans leur action quand elles perçoivent l'arrivée de l'inflation, ce qui est le cas de la Fed.



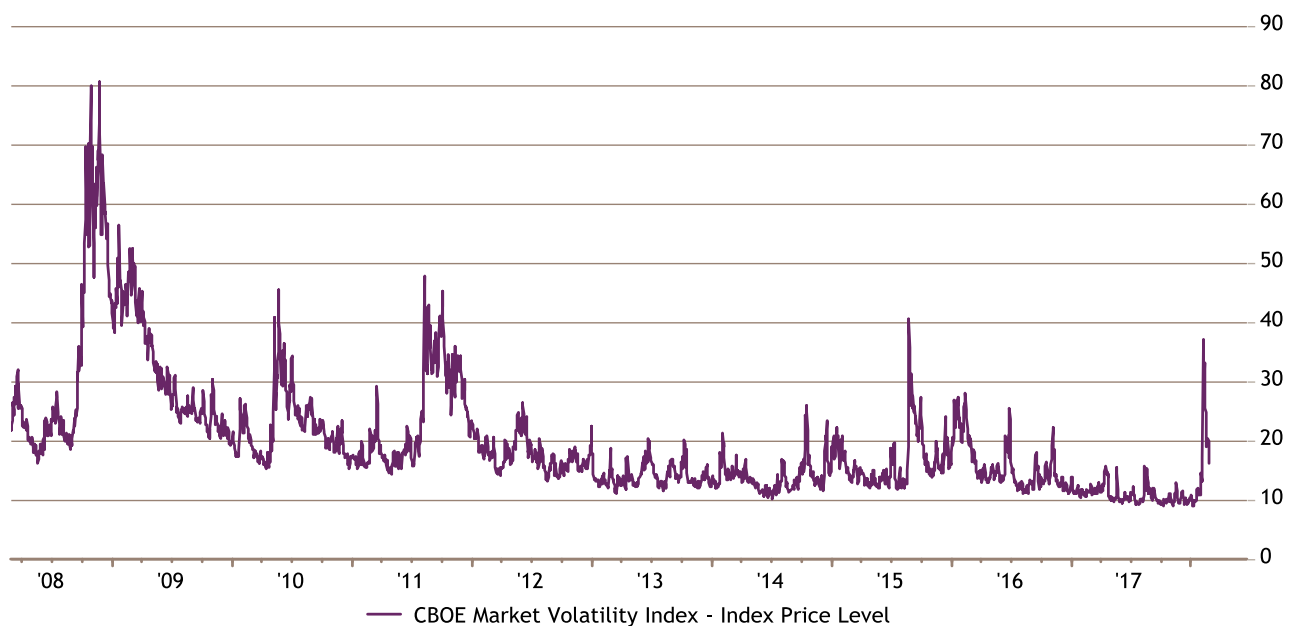
## L'indice VIX reflue et les marchés sont plus calmes

Depuis le violent retournement des marchés le 26 janvier, une bonne partie de la chute a été récupérée, notamment aux États-Unis. Le S&P 500 n'est qu'à 4% de son plus haut. L'indice EMU est en revanche à 5.3% de son plus haut de l'année. Ce qui est quelque peu rassurant c'est la chute sévère de la volatilité du VIX qui est tombée d'un pic de 37% à 16.5%, montrant un retour vers plus de confiance et surtout l'acceptation de taux plus élevés et des futures actions de la Fed. Mais la volatilité est comme un volcan dont on ne sait jamais prévoir à l'avance les éruptions.

### Retour au calme sur les marchés. Pour combien de temps ?

Chahine Capital

#### CBOE VIX - Implicit Volatility Index



Source: FactSet

La performance mondiale des marchés est repassée positive en monnaie locale et c'est l'Amérique qui caracole en tête en progression de 3.1% depuis le début de l'année alors que l'Eurozone est en baisse de 2.3%, partiellement handicapée par la hausse de l'Euro. Ce sont les pays émergents qui poursuivent leur parcours, déjà brillant l'année dernière, avec une hausse de 4.1%. Par secteur, c'est à nouveau l'informatique qui affiche les meilleurs scores, et les sociétés sensibles aux taux les plus mauvais. Nos fonds Digital sont repassés dans le vert avec 0.8% pour Digital Stars Europe, 2% pour Digital Stars Europe Ex-UK et +0% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.

## Forte progression des profits à deux chiffres en 2018

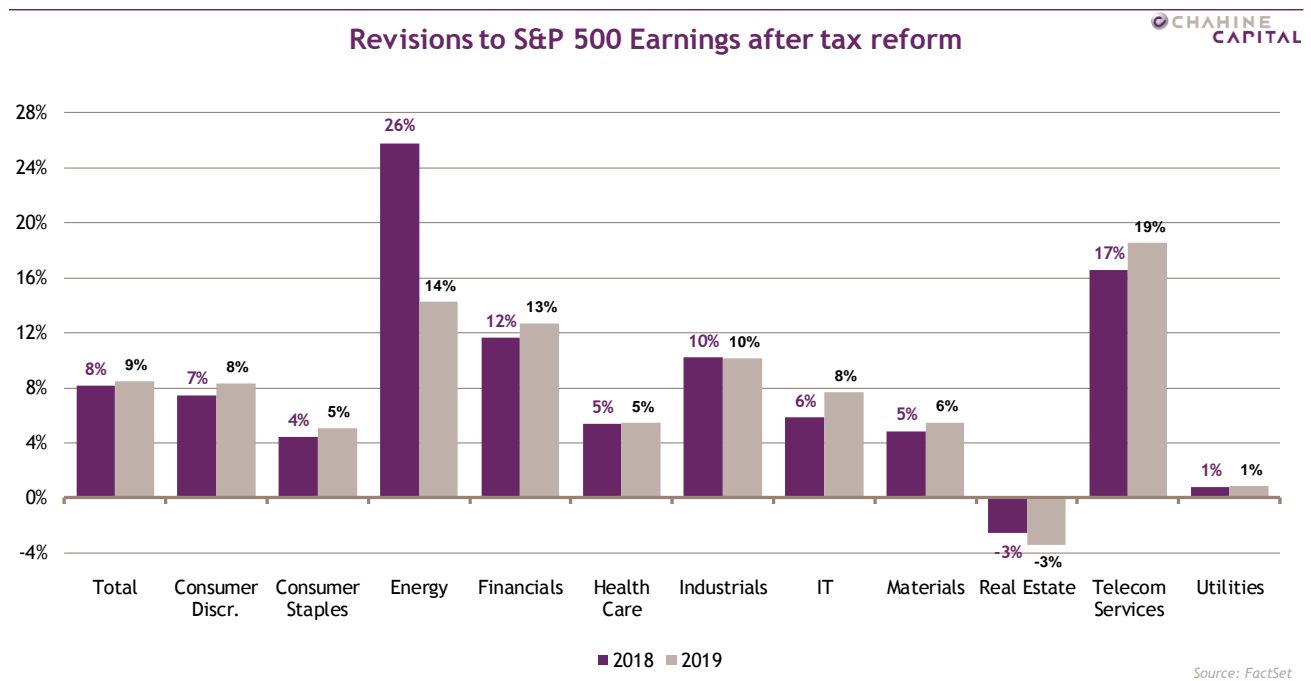
La saison des profits américains tire à sa fin pour le 4<sup>ème</sup> trimestre et les prévisions 2018 sont ajustées pour presque toutes les sociétés avec l'impact de la réforme fiscale. On trouvera ci-dessous l'impact par secteur de cette réforme qui entraîne un bonus de 8.1% sur les bénéfices par action en 2018 et 8.5% sur les profits de 2019. L'impact varie énormément par secteur, avec les sociétés de télécom en tête (qui devaient probablement payer un impôt complet) suivies des secteurs de l'énergie et la finance qui sont les chouchous de Trump et qui bénéficient par ailleurs de tas d'allégements contraignants. Les utilities et l'immobilier ne bénéficient pas du tout, car la réforme impacte la déductibilité financière. Le secteur IT bénéficie seulement de 7-8% de bonus, car c'est celui qui était le plus agressif sur l'optimisation fiscale.





Nous pensons que la réforme va entraîner la réorganisation des mécanismes d'optimisation fiscale car à 21% d'IS cela ne vaut plus la peine de construire des usines à gaz. Comme conséquence, l'espoir de l'UE de cogner sur les GAFAM nous paraît s'amenuiser car ces sociétés vont loger leur propriété intellectuelle aux US et non dans des paradis fiscaux. De belles batailles juridiques en perspective.

## Impact de 8 à 9% sur les profits grâce à la réforme fiscale



Si l'on décompose la croissance des résultats 2018 de 18%, c'est la multiplication de 8.7% d'impact fiscal et 8.9% de croissance organique.

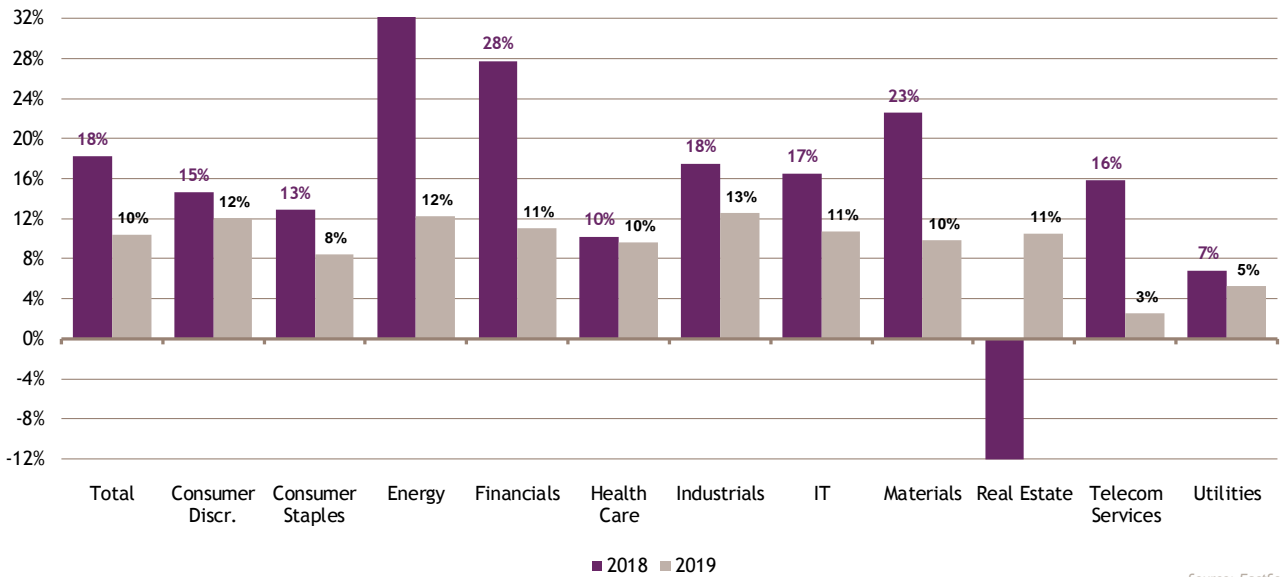
En 2019, le consensus attend une accélération de la croissance organique à 10%. Les secteurs qui affichent des grosses progressions sont l'énergie, encore en convalescence, et la finance qui profite de toutes les mannes. Du fait de la reprise économique, les matières premières confirment leur redressement financier. On trouve ensuite les secteurs locomotives de l'IT (17% en 2018 et 11% en 2019), l'industrie avec 18% et 13%, et la consommation cyclique. L'immobilier, les télécoms et les utilities arrivent en queue de liste.

Ces hausses de profits fulgurantes ont pour effet de baisser le P/E 2018 à 17.7x les résultats et le P/E 2019 à 16x. C'est impressionnant comme perspective, mais on se demande quel serait le grain de sable qui viendrait enrayer cette belle mécanique.



Impact de 8 à 9% sur les profits grâce à la réforme fiscale

Earnings growth by sector S&P 500



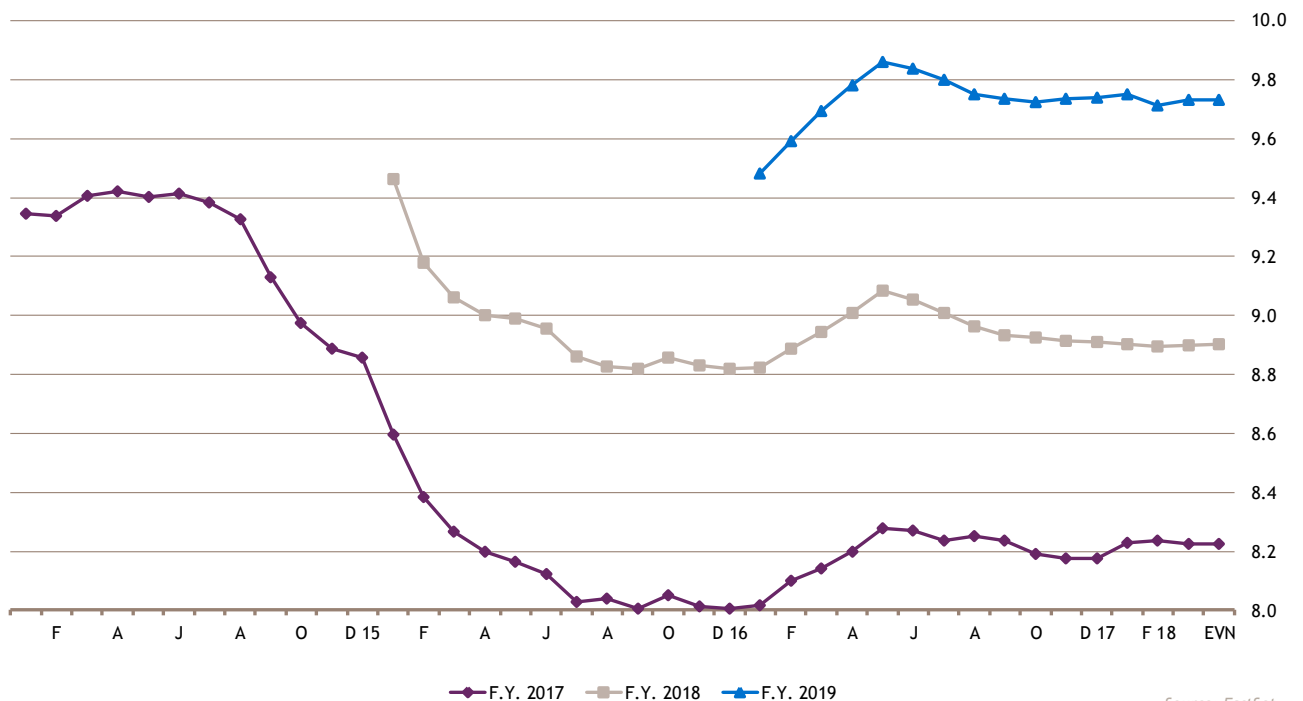
Source: FactSet

Au niveau de la zone Euro, il n'y a pas de réforme fiscale qui ferait sauter de joie, ni des valeurs stars excitantes dont on attend des records.

19% de hausse en 2017 et 8% en 2018

HOME  
OPTIONS

Consensus Earnings for MSCI EMU



Source: FactSet



Avec beaucoup de parutions déjà, la courbe des bénéfices du MSCI EMU reste la même. Les surprises positives compensent les surprises négatives. Néanmoins 2017 affiche une hausse de 19.1% sur 2016, ce qui représente 47Mds € de profits additionnels. Mais Unicredit à lui seul est responsable d'un retournement de 17 Mds €, car il a affiché une perte de 15Mds€ en 2016 et 3Mds€ de profits en 2017. Sans cette société la progression des profits se réduit à 11%. Après plusieurs années de stagnation, on ne peut pas dire que le rebond des profits est en ligne avec la conjoncture. Les gros contributeurs à la hausse de 2017 viennent du secteur automobile sans exception, du pétrole, de quelques financières et de quelques joyaux comme LVMH et Kering. Le secteur informatique était très bon, mais hélas il représente trois fois rien. Dans les contributions négatives on trouve Munich Re, Unibail-Rodamco, Deutsche Bank, Société Générale, Bayer, Vonovia, Philips, EDF, Scor, Deutsche Telekom et Carrefour.

C'est donc sans surprise que le consensus table sur une hausse de 8% des profits en 2019 sans dynamique de révision à la hausse. Selon l'agence Bloomberg, Bridgewater, le plus gros hedge fund mondial, a une position short de 14Mds \$ sur des grosses capi européennes.

## Biggest Bets

Bridgewater has expanded its short positions throughout Europe over the last week

Company	Market Value	Country
Siemens	\$1,010M	Germany
Total	1,000	France
Intesa Sanpaolo	790.9	Italy
Banco Santander	747.95	Spain
Enel SpA	692.67	Italy
Eni SpA	656.22	Italy
Sanofi	637.66	France
BNP Paribas	609.31	France
ING Groep	512.14	Netherlands
ASML Holding	505.79	Netherlands

Source: Bloomberg

Note: Shows Bridgewater's ten largest short positions as of Feb. 8, 2018

Bloomberg

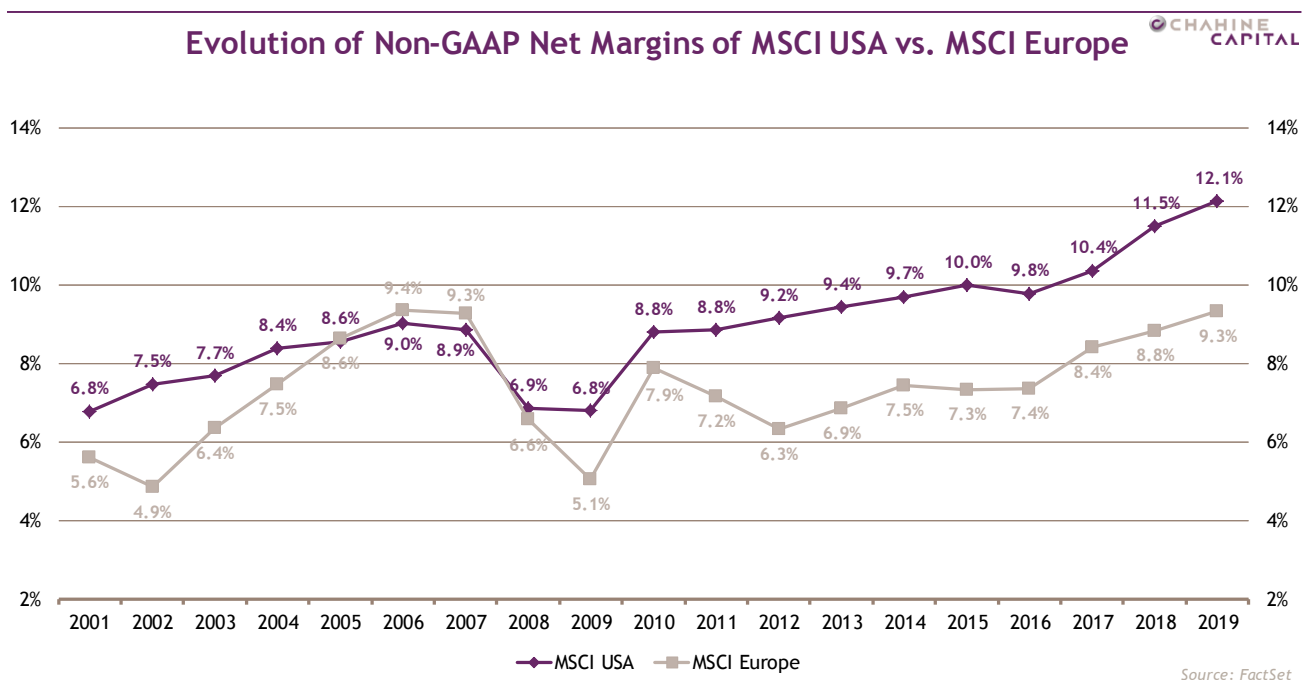
Beaucoup de banques sont présentes dans cette liste et quelques pétrolières. Il est certain que les grosses capi européennes auront du mal à avoir une croissance significative et sont souvent en danger lors de la transformation digitale. Ainsi, l'industrie automobile allemande florissante est en grand danger d'être phagocytée par le futur Apple de l'automobile qui sera un ordinateur à 4 roues. Les banques mastodontes vont affronter les nouvelles fintech. La pharmacie géante doit faire face à des nouveaux venus de la



biotechnologie. Il y a en revanche un vivier de moyennes et petites capi qui permettent à nos fonds Digital de faire aussi bien, sinon mieux, que les meilleurs indices américains.

En matière de marges bénéficiaires, l'Europe reste nettement en-dessous des États-Unis. Ce graphique montre le décollage des marges non-GAAP aux États-Unis à partir de 2018. La bonne performance des profits en 2017 accroît la marge non-GAAP. Nous n'avons pas l'année complète 2017, mais des éléments préliminaires que nous avons, il y a des deux côtés de l'Atlantique un abîme entre les résultats non-GAAP et les résultats GAAP. Par exemple, en zone Euro, la marge GAAP (IFRS) était de 5% en 2016 contre 7.4% en non-GAAP ! Un record dans l'habillement de mauvais résultats où l'on oublie tous les éléments exceptionnels comme les pertes abyssales de Deutsche Bank ou de Volkswagen en 2016.

## Les marges non-GAAP décollent à partir de 2017



## Valorisation des marchés

La valorisation du S&P 500 ce mois-ci ressort à 2619 points contre 2700 points lors de notre dernier rapport. La baisse est presque entièrement justifiée par la hausse des taux à 30 ans de 3% à 3.20% retenus ce mois-ci. C'est en-dessous du cours de clôture de vendredi dernier à 2747 points. L'amélioration de la profitabilité a apporté un léger soutien, mais nettement insuffisant pour justifier la hausse des cours. Rappelons que tout au long de 2017 nous avons valorisé le marché dans une hypothèse de réforme fiscale qui a bien fini par arriver. Le retour des taux à 3% rendrait le marché à peu près à son prix. Si l'on devait retrouver le plus haut de 2873, cela rendrait la valorisation encore tendue. La question est de savoir à partir de quel niveau de survalorisation on peut définir une bulle : 10%, 20% ou plus de 50% atteints lors de la bulle Internet ? À cela s'ajoute une incertitude sur la juste valeur du marché. Certes, nous utilisons un modèle qui a l'avantage de la constance dans le temps, mais il est très sensible aux taux d'une part et d'autre part à une projection de futurs bénéfiques et de taux de croissance. Nous avons constamment souligné qu'on était en zone de surévaluation du marché, et une correction a permis de ramener les indices dans une zone de confort. Mais cela a duré l'espace de quelques jours avant de voir le rebond. Nous avons personnelle-



ment réduit quelque peu notre exposition actions en adoptant une position neutre, recommandant aux détenteurs de cash sous-exposés d'augmenter leur exposition. Peut-être ont-ils profité d'une occasion d'achat, mais souvent en période de forte volatilité la peur prend le relais. Notre position reste neutre à 40-50% d'exposition actions dans un patrimoine diversifié, 50-60% étant agressif. La probabilité d'un choc systémique a diminué, il faut donc rester investi dans sa zone de confort en actions dans la durée. Avec la performance des fonds Digital inégalée dans le temps, surperformer les marchés et, notamment les grosses capi pures peu appétissantes, permet d'absorber mieux les baisses.

## La hausse des taux fragilise le marché

### S&P 500 - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2017

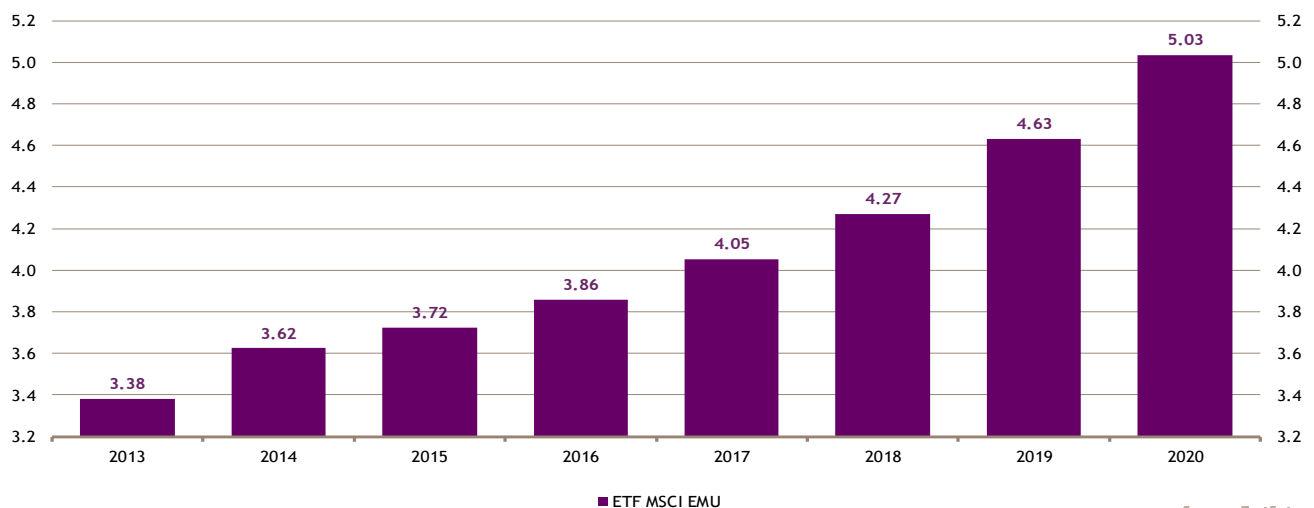
	30 Years Gvt bonds				
	2.75%	3.00%	3.20%	3.50%	3.75%
Mild recession: 10.5% in 2017, 10.5% in 2018 and 0.3% in 2019 - CAGR = 1.4%	2 044	1 943	1 868	1 764	1 685
Implied Scenario CAGR 7.1% over 8 years	2 974	2 819	2 704	2 546	2 425
Base scenario: 10.5% in 2017, 18.2% in 2018 and 10.5% in 2019 - CAGR = 6.1%	2 872	2 726	2 619	2 471	2 358
Current Index S&P 500	2 747				

L'exercice de valorisation pour l'Europe paraît parfois futile, car quoiqu'il arrive le marché est toujours en train de regarder Wall Street. L'objectif du MSCI EMU est à 138 points pour une clôture à 125 et des taux moyens pondérés à 30 ans de 1.79%. C'est l'élément de soutien majeur avec un dividende attendu de 3.4%, et qui progresse.

## Les grosse capi européennes offrent un bon dividende

### Dividend per Share for MSCI EMU

CHAHINE CAPITAL



## Un potentiel de hausse en ligne avec les profits


**MSCI EMU - Valuation end 2018**
*CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2017*

	30 Years Gvt bonds				
	1.50%	1.79%	2.00%	2.25%	2.50%
Depression scenario: 19.2% in 2017, 5% in 2018 and -5% in 2019 - CAGR = -5.1%	113	106	101	96	92
Implied Scenario: CAGR -2.9% over 8 years	134	125	119	113	108
Base scenario: 19.2% in 2017, 8% in 2018 and 9.4% in 2019 - CAGR = -1.6%	147	138	132	125	119
Current Index MSCI EMU	125				

Le marché européen peut soutenir une hausse des taux longs jusqu'à 2.25% en restant à son prix, comme le montre la matrice ci-dessus. Pour un investisseur européen, la diversification vers les États-Unis et les pays émergents doit faire partie de l'exposition totale actions. En Europe, nous préférons les moyennes et petites capi qui offrent une plus grande palette de valeurs de croissance.

Nous maintenons notre position neutre sur les actions comme nous l'avons expliqué plus haut et nous conseillons aux investisseurs trop investis en cash de rentrer graduellement sur le marché, ce qui est psychologiquement plus facile.



## Conclusions

Lors de notre réunion annuelle, le S&P 500 était valorisé à 2700 points pour des taux à 30 ans à 3%. L'indice était encore à 2620 points. Entre temps, l'indice s'est envolé à 2747 points ! malgré la tension sur les taux à 30 ans passés à 3.20%. Notre nouvel objectif de cours se retrouve à 2 619 points. Le marché semble vouloir ignorer les hausses de taux futurs de la Fed, préférant tabler sur une économie qui reste particulièrement dynamique et des profits en forte hausse grâce à la réforme fiscale. 18% de hausse en 2018 sont la multiplication de 8.7% d'impact fiscal et 8.9% de croissance organique.

La Fed ne laisse plus aucun doute sur ses intentions et on anticipe son taux d'escompte à 2-2.25% vers la fin de l'année, voire plus si l'inflation s'accélère. L'impact se fait de plus en plus sentir sur la partie longue de la courbe avec le 10 ans qui frôle les 3% et le 30 ans les 3.25%. La pression sur les emprunts d'État ne va pas cesser de peser avec la réduction du bilan de la Fed au rythme de 600 Mds\$ à partir d'Octobre et le besoin de financer un déficit qui file droit vers les 1000 Mds de \$. Mais l'assèchement des liquidités n'est pas généralisé car la BCE et surtout la Banque du Japon sont en mode QE et maintiennent des taux très bas. Nous pensons « avec humilité » que le \$ risque de se raffermir en 2018 par les liquidités à la recherche de meilleurs rendements et surtout en cas de correction sévère sur les marchés.

L'ascension des taux est contrebalancée par une économie mondiale en parfaite synchronisation, en croissance de 3.4% en devises et 3.7% en parité de pouvoir d'achat. Le bassin asiatique est particulièrement à la fête avec 6% de croissance et la Chine semble vouloir résoudre graduellement son problème shadow banking. Nous avons calculé qu'une accélération de 1 point de la croissance permet d'absorber 0.5 point de taux 30 ans. Il est plus facile de voir les taux monter de 50 bp que la croissance accélérer de 1 point, sauf qu'il s'agisse d'une accélération en nominal. C'est le scénario actuel où l'on voit simultanément les taux, l'inflation et la croissance accélérer. Les taux réels sont actuellement à 0.8% mais historiquement ils ont été proches des 2%.

L'indice VIX a vivement reflué, le calme est revenu sur les marchés et une bonne partie de la chute a été récupérée, notamment aux US. Le marché mondial est redevenu positif mais l'Europe est encore dans le rouge, alors que nos fonds Digital sont revenus au vert. C'est toujours les pays émergents qui sont en avance avec les États-Unis et le secteur de la technologie.

La saison des profits américains a été excellente avec 11% de hausse pour 2017 et l'on attend 18.2% en 2018 sous l'impulsion de la baisse de l'IS et une croissance organique. L'impact de la baisse de l'IS a favorisé les secteurs domestiques comme les télécoms et l'énergie, et les financières ont profité en plus d'allègements de la législation. Le secteur IT continue d'afficher des taux de croissance à deux chiffres pour les années futures. Du fait de ces hausses, le P/E 2018 est à 17.7x et 2019 à 16x. Les taux de marge se sont envolés pour évoluer vers les 12%. En Eurozone, la hausse des profits 2017 a été de 19.1% avec Unicredit qui contribue pour 17Mds€ sur les 47Mds d'amélioration. Hors cet effet, la hausse revient à 11% et 2018 affiche un modeste 8%. La lourdeur des grosses capi européennes a incité le plus gros hedge fund à shorter des valeurs pour 14Mds\$.

La valorisation reste à nouveau tendue sur le S&P 500 avec un objectif à 2619 points pour un 30 ans à 3.20% et 2726 points pour 3%. Le MSCI EMU est à un objectif de 138 points pour une clôture à 125. Pour le moment on ne peut pas qualifier le marché comme étant en bulle, et nos valorisations n'ont pas la prétention de la précision absolue. Nous avons conseillé de renforcer les portefeuilles sous pondérés et d'alléger les portefeuilles surexposés. Nous maintenons la même opinion.

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 23/02/2018 (in local currency)

	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 018	Revision vs M-2%	
	MSCI World	2018	2017	2018	2017	2019	2018	2017	Div Yield	Fiscal 18	Fiscal 17
MSCI The World Index	100.0%	1.8%	20.1%	16.3 x	18.9 x	9.4%	15.5%	18.6%	2.46%	5.5%	1.0%
MSCI USA	58.4%	2.9%	19.6%	17.9 x	21.2 x	10.6%	18.5%	11.6%	1.90%	6.8%	0.9%
MSCI Japan	8.6%	-2.5%	16.6%	13.5 x	14.1 x	7.0%	4.6%	23.1%	2.28%	3.6%	7.9%
MSCI EMU	15.5%	-0.8%	10.1%	14.1 x	15.2 x	9.2%	8.0%	19.1%	3.41%	-0.2%	0.8%
MSCI Europe	27.9%	-2.2%	7.2%	14.4 x	16.0 x	8.1%	10.7%	13.0%	3.66%	0.3%	-1.4%
MSCI Europe ex Energy	25.9%	-2.0%	7.8%	14.5 x	15.9 x	8.4%	10.0%	10.5%	3.51%	0.0%	-1.3%
MSCI Austria	0.2%	0.1%	36.4%	11.6 x	11.8 x	3.6%	1.9%	27.9%	3.17%	2.7%	0.4%
MSCI Belgium	0.7%	-1.8%	1.7%	17.9 x	19.7 x	9.0%	10.6%	13.5%	3.77%	-1.2%	-1.4%
MSCI Denmark	0.8%	-0.3%	16.3%	18.5 x	20.2 x	8.1%	9.0%	4.1%	2.42%	-1.9%	-2.0%
MSCI Finland	0.5%	7.9%	4.7%	17.8 x	17.9 x	9.4%	0.8%	13.7%	4.35%	-0.1%	-5.4%
MSCI France	5.3%	0.3%	11.2%	15.0 x	16.2 x	9.5%	8.1%	8.4%	3.30%	-0.7%	0.1%
MSCI Germany	4.3%	-3.0%	9.8%	13.1 x	14.2 x	8.5%	8.0%	9.3%	3.09%	-0.8%	0.8%
MSCI Great-Britain	6.5%	-5.8%	7.2%	13.6 x	14.9 x	5.3%	8.8%	19.8%	4.40%	0.6%	-2.5%
MSCI Ireland	0.2%	-4.6%	21.1%	16.3 x	16.9 x	5.9%	3.9%	4.5%	1.62%	-1.4%	-0.4%
MSCI Italy	1.2%	3.6%	9.3%	12.0 x	13.9 x	11.8%	15.7%	398.9%	4.03%	5.6%	6.6%
MSCI Netherlands	1.5%	-1.3%	14.3%	15.6 x	16.5 x	9.3%	5.9%	10.3%	3.15%	0.0%	-0.5%
MSCI Norway	0.5%	0.7%	18.0%	15.1 x	17.1 x	10.9%	13.4%	49.1%	4.20%	2.9%	-3.1%
MSCI Spain	1.6%	-1.8%	7.8%	12.8 x	13.5 x	8.8%	5.7%	35.4%	4.16%	-1.4%	2.0%
MSCI Sweden	1.2%	1.3%	6.4%	16.6 x	17.4 x	7.5%	4.8%	3.3%	3.86%	-1.5%	4.8%
MSCI Switzerland	3.2%	-4.8%	14.6%	16.5 x	21.5 x	10.3%	30.3%	-4.7%	3.42%	-0.7%	-11.7%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.6%	-0.4%	7.2%	12.4 x	13.3 x	7.8%	6.7%	21.2%	3.18%	1.4%	3.3%
MSCI Europe Consumer Staples	3.8%	-6.7%	6.6%	18.1 x	19.6 x	9.6%	8.5%	7.3%	3.27%	-1.0%	-0.3%
MSCI Europe Energy	1.9%	-4.4%	0.1%	13.9 x	16.6 x	4.5%	19.8%	63.3%	5.52%	4.3%	-3.3%
MSCI Europe Financials	5.8%	1.3%	8.1%	11.8 x	14.2 x	9.0%	20.0%	9.1%	4.40%	-0.2%	-7.1%
MSCI Europe Health Care	3.0%	-4.9%	0.6%	15.4 x	16.0 x	7.8%	3.8%	-3.5%	3.24%	-2.3%	-1.2%
MSCI Europe Industrials	3.9%	-1.0%	13.1%	17.1 x	18.5 x	11.6%	8.1%	10.6%	2.72%	-0.1%	1.4%
MSCI Europe Information Technology	1.3%	0.3%	17.5%	21.3 x	24.0 x	16.4%	12.7%	7.4%	1.55%	-4.5%	0.4%
MSCI Europe Materials	2.1%	-0.1%	16.0%	14.5 x	15.5 x	1.7%	6.9%	47.2%	3.14%	5.5%	1.5%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-5.6%	7.3%	15.7 x	13.9 x	-2.5%	-11.4%	-19.9%	4.42%	2.1%	6.0%
MSCI Europe Telecommunication Services	1.1%	-5.2%	-2.4%	14.4 x	15.7 x	9.5%	9.2%	5.0%	5.14%	-1.5%	-1.8%
MSCI Europe Utilities	1.1%	-5.6%	4.3%	13.1 x	13.4 x	6.4%	2.4%	2.5%	5.55%	-0.3%	1.6%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 23/02/2018





### Disclaimer

We do not warrant, endorse or guarantee the completeness, accuracy, integrity, or timeliness of the information provided in this publication. You must evaluate, and bear all risks associated with, the use of any information provided here, including any reliance on the accuracy, completeness, safety or usefulness of such information. This information is published solely for information purposes, and is not to be construed as financial or other advice or as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. Any information expressed herein on this date is subject to change without notice. Any opinions or assertions contained in this information do not represent the opinions or beliefs of the publisher. The publisher or one or more of its employees or writers may have a position in any of the securities discussed herein.

THE INFORMATION PROVIDED TO YOU HEREUNDER IS PROVIDED "AS IS," AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, J.CHAHINE CAPITAL AND ITS AFFILIATES, BUSINESS ASSOCIATES AND SUPPLIERS DISCLAIM ALL WARRANTIES WITH RESPECT TO THE SAME, EXPRESS, IMPLIED AND STATUTORY, INCLUDING WITHOUT LIMITATION ANY IMPLIED WARRANTIES OF MERCHANTABILITY, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE, ACCURACY, COMPLETENESS, AND NONINFRINGEMENT. TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, NEITHER DIGITAL ANALYTICS NOR ITS AFFILIATES, NOR THEIR RESPECTIVE OFFICERS, MEMBERS DIRECTORS, PARTNERS, BUSINESS ASSOCIATES OR SUPPLIERS WILL BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, INCIDENTAL, SPECIAL, CONSEQUENTIAL OR PUNITIVE DAMAGES, INCLUDING WITHOUT LIMITATION DAMAGES FOR LOST PROFITS OR REVENUES, GOODWILL, WORK STOPPAGE, SECURITY BREACHES, VIRUSES, COMPUTER FAILURE OR MALFUNCTION, USE, DATA OR OTHER INTANGIBLE LOSSES OR COMMERCIAL DAMAGES, EVEN IF ANY OF SUCH PERSON IS ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH LOSSES, ARISING UNDER OR IN CONNECTION WITH THE INFORMATION PROVIDED HEREIN OR ANY OTHER SUBJECT MATTER HEREOF.

The contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of the Luxemburg and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of Chahine Companies. To obtain reproduction consent, e-mail [info@chahinecapital.com](mailto:info@chahinecapital.com).