

## Le marché US proche d'une bulle ?

### Conclusions

Le marché américain poursuit un parcours inexorable allant de plus hauts en plus hauts. L'indice S&P 500 accapare toute la hausse avec 10.6% de progression, pendant que le reste du monde est stable ou en baisse. Cette hausse correspond aux profits attendus en 2019 sachant que la hausse de 2017 a reflété les 21% de profits de 2018. De telles hausses de profits ne peuvent pas se perpétuer, alors que pour justifier le cours actuel il faudrait une hausse moyenne de 5.9% sur 8 ans. Notre modèle table sur 4.2%, et avec des taux à 30 ans à 3.20% le cours d'équilibre serait de 2633 points, soit une surévaluation de 11% du marché. Notre projection est réaliste car entre deux points hauts du cycle 2007-2018, la hausse moyenne a été de 4.7%. Même dans cette hypothèse le cours serait à 2727. Sachant qu'il est impossible de prédire quand une bulle va éclater, notre recommandation est de se fixer une surévaluation allant jusqu'à 20% et alléger une exposition neutre de 40% à 30%. Le cash serait placé en bons du trésor à 2 ans à 2.81%.

La hausse du marché américain est sidérante et se justifie à 50% par l'envolée des GAFAM. Le secteur informatique est devenu tellement boursouflé qu'il a été réorganisé avec le secteur des télécoms pour donner naissance à un nouveau secteur « Communication Services » où l'on retrouve Facebook, Google, Netflix et tous les médias. La nouvelle économie prend possession de tous les secteurs de la vieille économie et cela n'a malheureusement pas d'équivalence en Europe.

La progression de l'économie mondiale reste inchangée à 3.4% grâce à l'Amérique qui accélère et malgré le reste du monde qui décélère. L'Amérique vit sur un nuage, la confiance des consommateurs atteint un record. Mais le passé montre qu'à partir de tels records la chute est brutale. Cette euphorie est alimentée par une accélération du déficit qui atteint un rythme de 4.4% du PIB. Le marché veut également ignorer les hausses de taux accélérées de la Fed qui les voit à 3.1% fin 2019. Cela va mordre sur les énormes dettes dans l'immobilier libellées en taux variables.

L'optimisme général est également alimenté par des profits record qui vont s'afficher à 20.4% en T3 et 17.3% en T4. Mais 2019 reviendra à la réalité avec 6.9% attendus au 1<sup>er</sup> trimestre. Les profits par action restent artificiellement gonflés de 3.2% grâce au rachat d'actions qui s'est accéléré.

L'environnement dans l'Eurozone est caractérisé par la poursuite du Q/E de la BCE dont le bilan atteint 4.645Mds€ et qui continue de croître. Cela permet de maintenir les taux très bas, le 30 ans Allemand est à 1%. Cela a créé une bulle dans l'immobilier partout en Europe. La situation fragile dans la zone avec quelques ralentissements perceptibles oblige Draghi à rester très prudent dans sa politique monétaire. La montée du populisme un peu partout, la remise en question des institutions européennes, les tensions sur la dette italienne, l'impact du Brexit sont autant de risques qui font peur aux investisseurs. Sur les 11 dernières années, les profits par action ont en moyenne connu une BAISSSE de 1% par an et les sociétés ne se sont pas converties à la nouvelle technologie. La croissance économique devrait atteindre 2% cette année. La valorisation du marché européen est attractive eu égard aux taux. Notre objectif est inchangé à 133 points pour le MSCI EMU pour une clôture à 125. On note que nos fonds Digital tirent bien leur épingle du jeu, avec 2.2% de performance 2018 pour Digital Stars Europe, 4.9% pour Digital Stars Europe Ex-UK et 2.1% Digital Stars Europe Smaller Companies.

Nous passons à une position plus prudente sur les prochains mois, avec une allocation en-dessous de notre benchmark, en basculant une partie de notre allocation en actions américaines dans des US Treasury bonds à 2 ans.

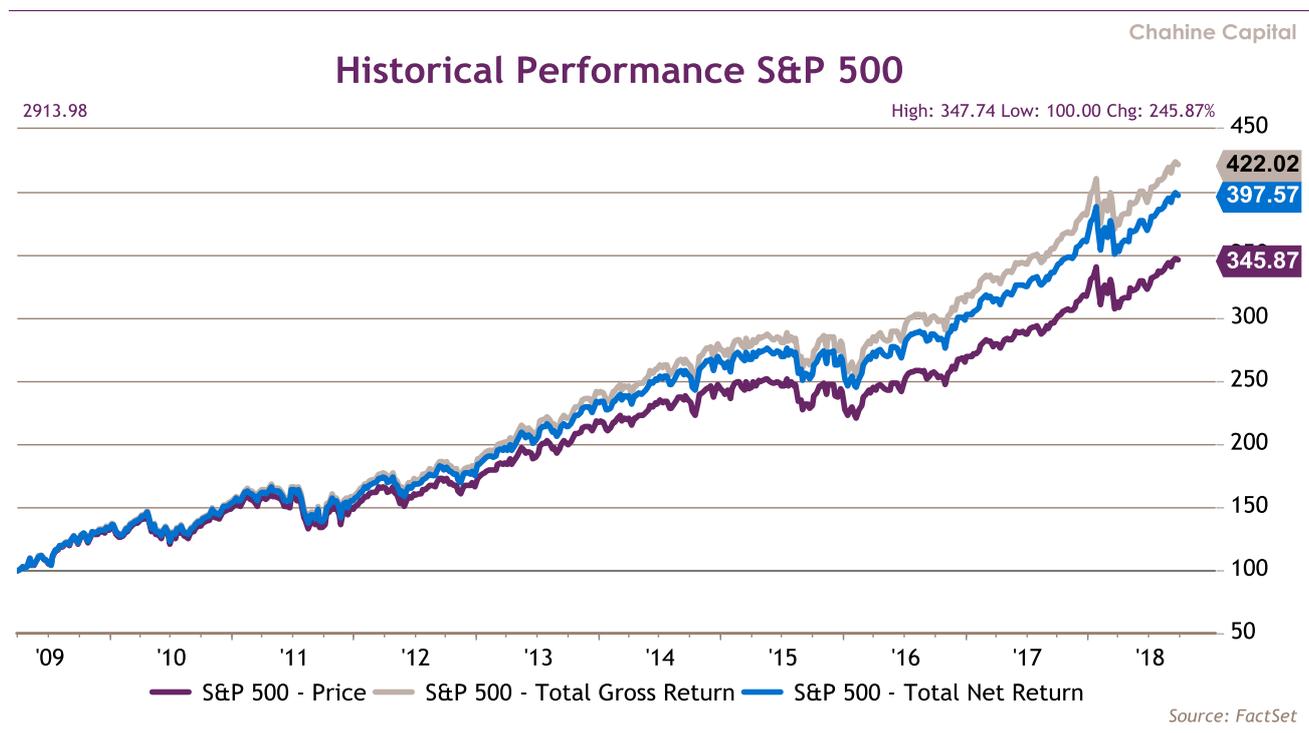
*Jacques Chahine*



## Les cours anticipent les profits de 2019

Le marché américain poursuit un parcours inexorable allant de plus hauts en plus hauts. L'indice S&P 500 est en progression de 10.6% cette année si l'on inclut le dividende total, après un parcours époustouflant en 2017 avec 21.8%. Nous avons fait remarquer que les progressions de cours de l'année N anticipent la hausse des profits de l'année N+ 1. Les profits 2018, en hausse de 21% sont intégrés déjà sur l'année 2017. Pour 2019, le consensus table sur une hausse de 9.9% des profits, ils sont donc déjà largement anticipés dans les cours de cette année. L'effet de la réforme fiscale de Trump ne peut pas évidemment se perpétuer. Par ailleurs, des hausses de profits de 10% ne peuvent pas non plus se perpétuer, surtout quand on est déjà en « très haut » de cycle avec des marges GAAP qui dépassent les 10%, alors qu'elles n'ont jamais dépassé 8.8% avant la crise financière. Projeter des profits exubérants sur les 8 prochaines années nécessaires à notre modèle de Prime de Risque ne serait pas très prudent.

## L'envolée des cours depuis le point bas de la crise de 2008



## Un cours d'équilibre de 2633 points pour le S&P 500

Or, notre modèle nous dit que pour justifier les cours actuels avec des taux à 30 ans qui sont à 3.2% il faudrait que le CAGR, ou taux de croissance moyen annualisé sur les 8 ans, soit à 5.9%. Or, sur longue période un taux de croissance ne peut pas dépasser celle de l'économie sous peine de voir le taux de marge s'accroître démesurément. En l'absence d'une récession imminente, la croissance du PIB américain est prévue à 2.9% cette année, 2.4% en 2019 et 2% en 2020. Retenir une croissance de 2.2% sur longue période nous paraît approprié. La nouvelle donne concerne l'inflation qui semble vouloir poindre du nez et que la Fed veut volontiers laisser filer à un peu plus de 2%. Elle est à 2.2% hors énergie, et 2.7% au total. Si nous retenons une inflation de 2.2% sur longue période, c'est au-delà des objectifs de la Fed. Ainsi, la crois-



sance de l'économie serait de  $2.2\%+2.2\%=4.4\%$  sur longue période. C'est EN-DESSOUS des 5.9% nécessaires pour justifier les cours actuels.

Cette illustration indique que le marché est surévalué et notre modèle de Prime de Risque nous donne un **objectif de cours de 2633 points** pour le S&P 500 pour une clôture à 2914, soit une surévaluation de 10.7%. Prétendre qu'il s'agit « d'une grosse bulle » serait évidemment exagéré si l'on remonte à la bulle Internet des années 2000. D'ailleurs les économistes ont beaucoup de mal à définir ce qu'est une bulle. L'une des définitions intéressante est la réunion de 3 critères :

- 1) Des cours qui grimpent rapidement
- 2) Des participants se mettent à justifier la bulle
- 3) Les particuliers manifestent des regrets de ne pas y avoir participé.

Schiller ajoute un 4<sup>ème</sup> critère avec une couverture média intense. Ces 4 critères ne semblent pas tous réunis pour le moment, et notamment la hausse des cours se fait lentement sauf pour les GAFAM et la volatilité est très faible. Cette faible volatilité donne un sentiment d'impunité qui peut s'avérer coûteux si un accident se produit.

Est-on en bulle aujourd'hui ? Le consensus général est que personne ne peut prédire quand une bulle va éclater. En revanche, on peut raisonnablement penser que le marché est surévalué mais cela ne semble pas déranger les investisseurs pour le moment. La théorie financière veut que les actions offrent une prime de risque par rapport aux emprunts d'état sans risque. Nous mettons cette Prime de Risque à 3% au dessus des taux à 30 ans, ce qui signifie une exigence de rendement de  $3\%+3.2\%$  aux taux actuels. Cela signifie qu'en l'absence d'événement particulier, la hausse 2019 serait de cet ordre de grandeur qui est plus qu'acceptable dans l'environnement actuel. Le raisonnement qui prévaut est qu'au pire, les actions seront un meilleur placement que les obligations et la faible volatilité, ou le risque perçu, conforte dans cette opinion. Mais il suffit qu'un des multiples risques qui nous entourent émerge brutalement pour que la fuite vers les placements sûrs se précipite, entraînant une sévère correction sur les actions. Nous reprenons ci-dessous la liste des principaux risques que nous avons analysés dans notre précédente lettre et qui sont toujours d'actualité.

- 1) La montée en ligne des guerres commerciales tous azimuts : Chine en priorité, l'Alena avec le Mexique et le Canada, l'Union Européenne, l'Asie...
- 2) Montée du populisme en Europe, créances douteuses dans les banques italiennes
- 3) Le retour des sanctions sur l'Iran et risque de déstabilisation du marché pétrolier
- 4) L'effondrement de la livre turque amplifié par les sanctions américaines et qui s'est propagé aux pays émergents fortement endettés
- 5) Les tensions avec la Russie et la cyberguerre
- 6) La crise en Corée du Nord qui a peu d'espoir de se terminer malgré les pourparlers en cours
- 7) L'approche de l'échéance du Brexit
- 8) Une remontée brutale des taux longs

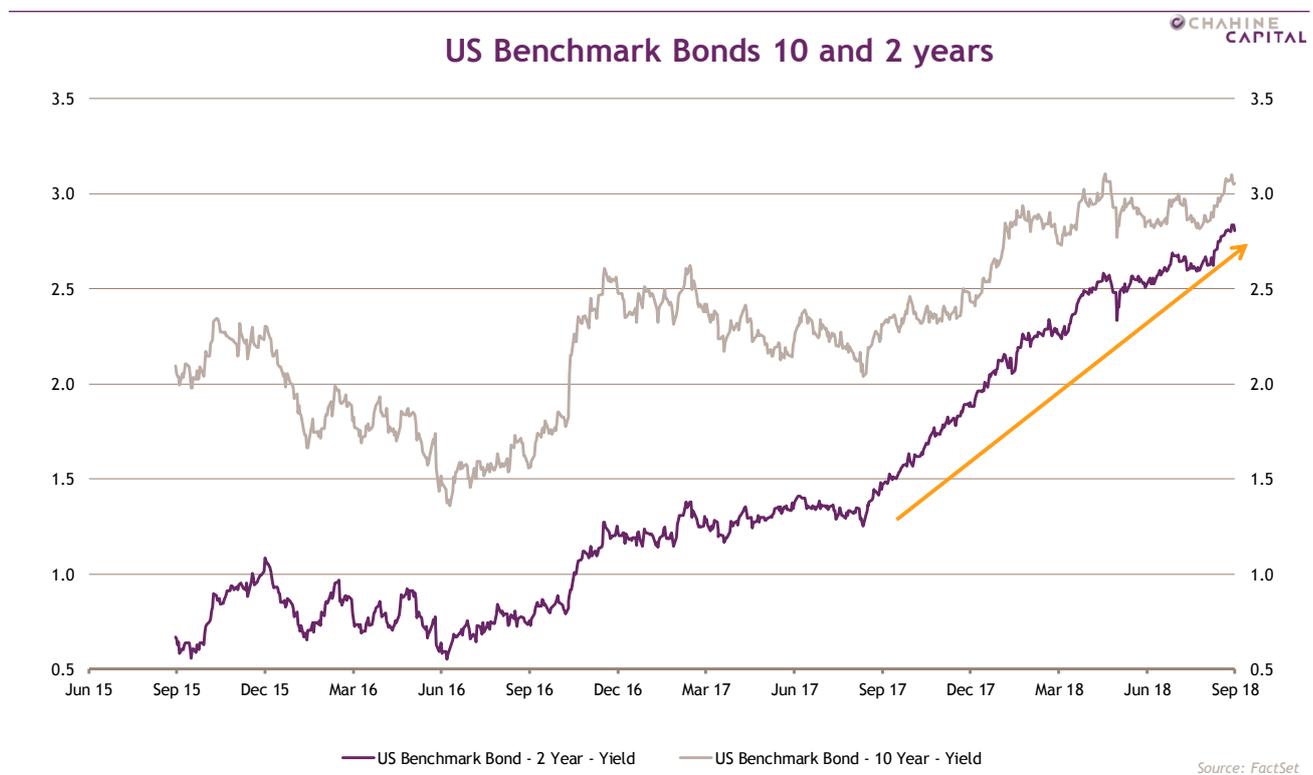
## Nous allégeons notre exposition actions US

Nous estimons que le marché est surévalué d'environ 10%, mais une vraie bulle peut aller bien au-delà. On peut penser qu'à ces niveaux, on commence à jouer avec le feu et la stratégie que nous recommandons est de commencer à alléger l'exposition actions US et de poursuivre cet allègement au fur et à mesure d'une hausse excessive du marché. Une hausse « neutre » serait en moyenne de 0.5% par mois (6% par an) qui maintient le même niveau de surévaluation et ne nécessite pas d'allègement additionnel. Au-delà, il faut se fixer peut-être 20% de surévaluation pour se remettre à un niveau d'exposition prudent. Pour nos lecteurs européens qui nous posent « la colle » qu'est ce que je fais avec mon cash, la recommandation est de se positionner en \$ et investir dans les emprunts d'état à 2 ans qui rapportent 2.81% et qui ne comportent



pas de risque lié à la duration. On fait ainsi du « carry trade » entre euro et dollar. En cas de crise, le refuge dans le \$ offrira un gain de change. Au niveau d'un family-office, des opportunités plus rentables peuvent se présenter dans des placements privés en mezzanine et peu risqués si l'on connaît bien son dossier. Cela peut rapporter facilement du 10% en USD.

## Une alternative peu risquée de placement des liquidités



## L'Amérique accapare toute la hausse

Le marché Européen semble complètement abandonné par les investisseurs anglo-saxons en 2018 et est à peine positif en incluant un dividende brut. D'ailleurs, tous les marchés sont déprimés en 2018 et seuls les États-Unis caracolent en tête avec une hausse de 10.6% dividende réinvesti. Le slogan « America First » n'a jamais aussi bien marché et la guerre commerciale qui fait rage n'a impacté pour le moment que l'étranger. Les performances en \$ sont encore plus médiocres du fait de l'appréciation de la devise américaine, avec en particulier les pays émergents qui sont en baisse de 7% et 9% si l'on ne tient pas compte du dividende. Les risques perçus par les étrangers sur l'Europe la mettent à l'écart : populisme, guerre commerciale, Brexit, dette et banques italiennes. D'ailleurs, les plus grosses sous-performances en zone euro se retrouvent sur les banques, l'automobile, les industriels...

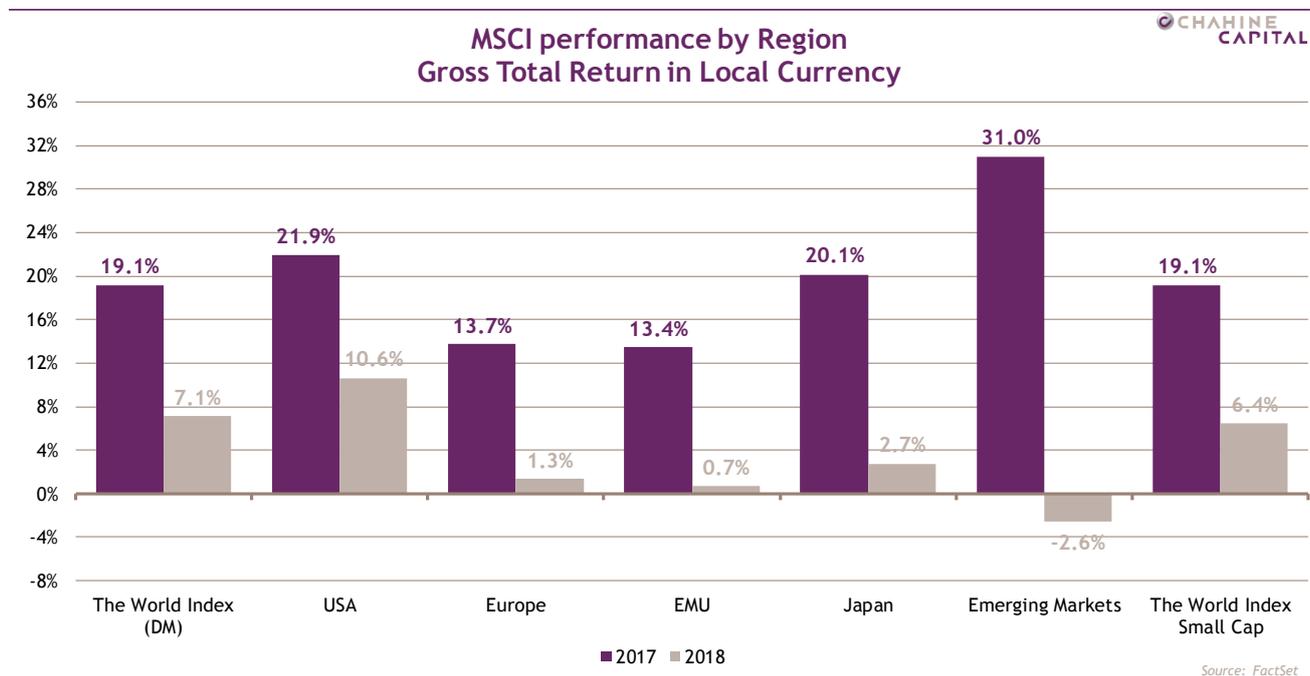
Malgré la contreperformance de l'Europe, les fonds Digital tirent leur épingle du jeu, avec 2.2% pour Digital Stars Europe, 4.9% pour Digital Stars Europe Ex-UK et 2.1% Digital Stars Europe Smaller Companies.

La performance du marché américain offre une caractéristique impressionnante par l'envolée des GAFAM qui contribuent à eux seuls pour la moitié de la performance de 10.5% du S&P 500. On trouve deux valeurs inattendues dans le palmarès, à savoir Visa et Mastercard qui affichent des cours ahurissants sur le long terme. Une amende de 6.2Mds\$ vient d'être payée après 13 ans de bataille juridique pour entente illicite.



Ces deux cartes de crédit ont le monopole non seulement aux US, mais dans le monde entier. Ils rejoignent ainsi le club exclusif des groupes technologiques pour lesquels il n'y a pas d'alternative. Et comme toujours, l'Europe n'a pas d'équivalent. Ce serait pourtant une arme idéale pour combattre le soi-disant protectionnisme de Donald Trump. En dehors de la technologie, c'est la santé qui a le vent en poupe en 2018 et quelque peu le secteur de l'énergie avec la flambée du pétrole.

## L'Amérique accapare toute la hausse



## Une hausse concentrée sur les GAFAM

OPTIONS <input type="checkbox"/> F	ETF S&P 500		
	Port. Average Weight	Port. Total Return	Port. Contrib. To Return
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>10.59</b>	<b>10.59</b>
Amazon.com, Inc.	2.77	71.27	1.47
Apple Inc.	4.03	34.92	1.36
Microsoft Corporation	3.23	35.43	1.04
Alphabet Inc. Class A	2.89	14.59	0.41
Netflix, Inc.	0.60	94.90	0.36
Mastercard Incorporated Class A	0.74	47.71	0.30
Visa Inc. Class A	1.00	32.27	0.30
Cisco Systems, Inc.	0.90	29.99	0.24
NVIDIA Corporation	0.63	45.49	0.24
Pfizer Inc.	0.95	25.05	0.22
Adobe Systems Incorporated	0.49	54.05	0.21
UnitedHealth Group Incorporated	1.00	21.91	0.21

## Naissance d'un grand secteur Communications

Ces performances soulignent que c'est la nouvelle économie qui est en train de se substituer à l'ancienne grâce au secteur IT qui a eu tendance à se gonfler démesurément. Dès lors, la classification en secteur

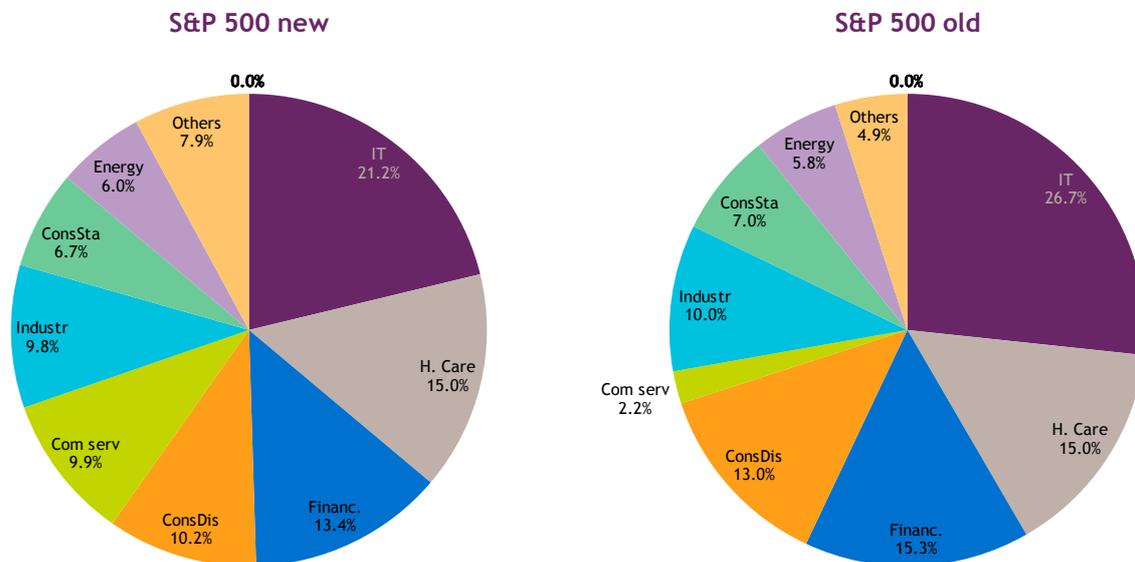


économique devait être revue, ce qu'a fait en cette fin de mois le pool qui gère le GICS (Global Industry Classification System). Par exemple, Facebook était classé en secteur IT alors qu'il s'agit d'un réseau social orienté vers la communication. Il en est de même de Google. Le changement majeur intervenu dans GICS est la création d'un secteur Communication Services où sont logées ces deux sociétés et bien d'autres. Comme le secteur Télécom est quasi-moribond et fait partie de la Communication, il a été renommé et élargi pour intégrer tout ce qui relève du secteur. Ainsi, Netflix anciennement classé dans les biens cycliques, rejoint ce vaste secteur, de même que, par définition, l'ensemble du sous-secteur des médias. Ce nouveau secteur représente 9.9% de la capi, alors que le défunt Télécom était à 2.2%. Du fait des migrations, le secteur de consommation cyclique ne représente plus que 10.2%. Amazon aurait pu être classé dans l'informatique, mais il a été toujours classé à juste titre dans les biens de consommation cycliques même si son succès est dû à l'IT. Le graphique ci-dessous montre les écarts entre l'ancienne et la nouvelle classification où le secteur IT reste largement en tête avec 21.2% de la capi boursière.

## Naissance d'un secteur communications puissant

Comparison by sector between old and new GICS classification

CHAHINE  
CAPITAL



Source: FactSet

Cette nouvelle classification ne révèle aucune amélioration sectorielle pour l'Europe. Le secteur IT, avec 8% en zone Euro, reste atrophié, et le nouveau secteur communications a la moitié du poids des US, même si au départ le secteur des télécoms pesait plus lourd de ce côté. Netflix rafle la mise et aucun véritable concurrent ne lui fait face. Pauvre Canal+...



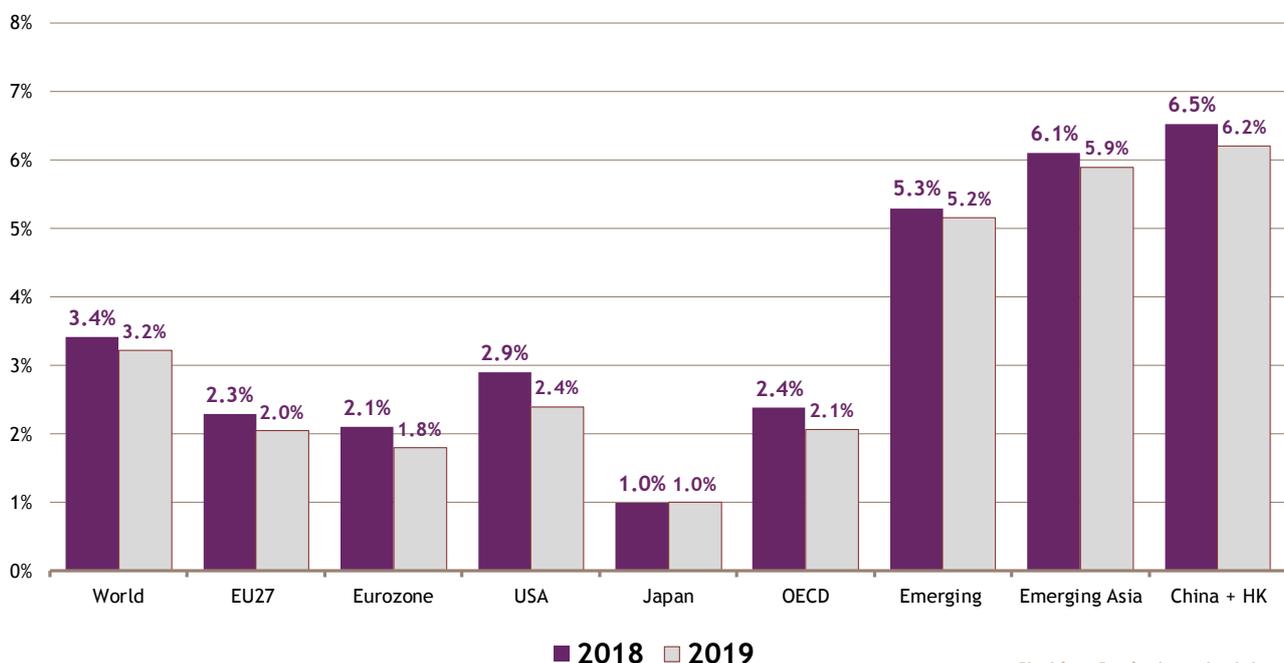
## Croissance mondiale maintenue grâce à l'accélération aux US

Malgré la guerre commerciale qui fait rage et les divers chocs de change, de taux, pétrolier... la croissance mondiale pour 2018 est restée stable à 3.4% en devise. Elle masque néanmoins une accélération aux États-Unis et une décélération dans le reste du monde. L'Amérique vit sur un nuage depuis la réforme fiscale de Donald Trump, alors que les économies externes sont impactées par la guerre commerciale, la hausse du baril, la hausse du \$ et la poursuite du resserrement monétaire de la Fed. Cette analyse est reflétée dans les cours de bourse où seule l'Amérique tire son épingle du jeu. Pour 2019, le consensus des économistes prévoit un ralentissement à 3.2% avec la Chine qui prévoit de ralentir son rythme de croissance de 0.3% par an. La croissance en zone euro tend à s'effriter et l'année faste 2017 aura été une exception.

### Croissance maintenue en 2018. Risque reporté à 2019

GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE  
CAPITAL



Chahine Capital methodology

## L'économie américaine sur un nuage

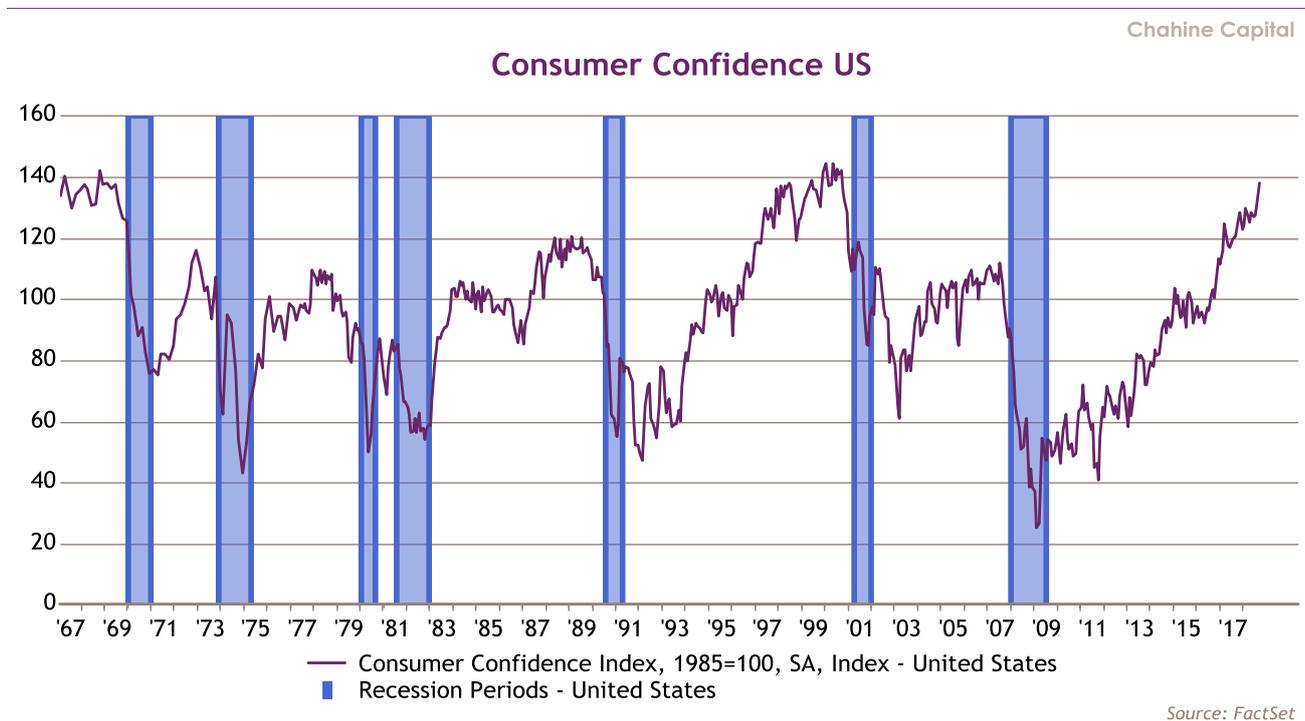
Comme on le sait, aucun économiste ne peut prévoir une récession et c'est la bourse qui est l'indicateur le plus avancé de l'économie. On peut par exemple assister à une réplique chinoise dans la guerre commerciale qui frapperait directement un Apple, Intel ou Qualcomm. Leur chute sévère en bourse signifierait alors un vrai risque de ralentissement économique. L'Italie peut créer un désordre à l'intérieur de la zone Euro dont les effets sur le système financier créeront les conditions d'une récession. L'impact de la hausse des taux aux US et du \$ corrélativement peut frapper les pays émergents endettés et casser la croissance. Un hard Brexit est peut-être inévitable avec des conséquences sur les deux partenaires. Les investisseurs américains ont décidé aujourd'hui d'ignorer tous les risques et la confiance des consommateurs est quasi au plus haut historique, proche de celle observée au plus haut de la bulle Internet. Mais le graphique ci-dessous montre qu'un plus haut a toujours été suivi d'une récession dont on ignore évidemment le timing exact. L'ensemble des indicateurs macro économiques américains est très favorablement orienté, que ce



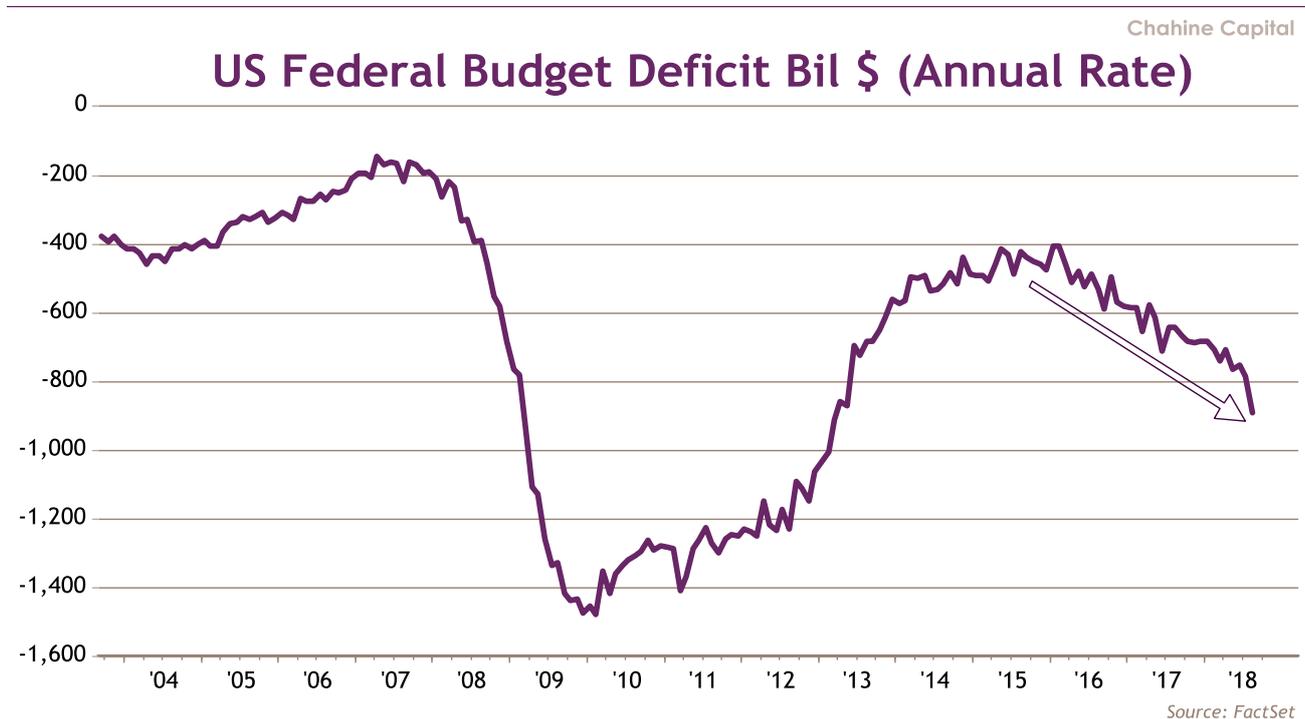
soit l'indice ISM manufacturier, les statistiques de l'emploi et du chômage, les salaires horaires... Cela donne un sentiment d'impunité d'autant plus que l'indice Vix de la frayeur est au plus bas.

Cette euphorie généralisée est alimentée par une énorme injection de morphine qui creuse le déficit budgétaire à des niveaux critiques, alors qu'on est en haut de cycle. Il atteint actuellement 4.4% du PIB.

## La confiance du consommateur au plus haut



## Creusement rapide du déficit budgétaire à 4.4% du PIB

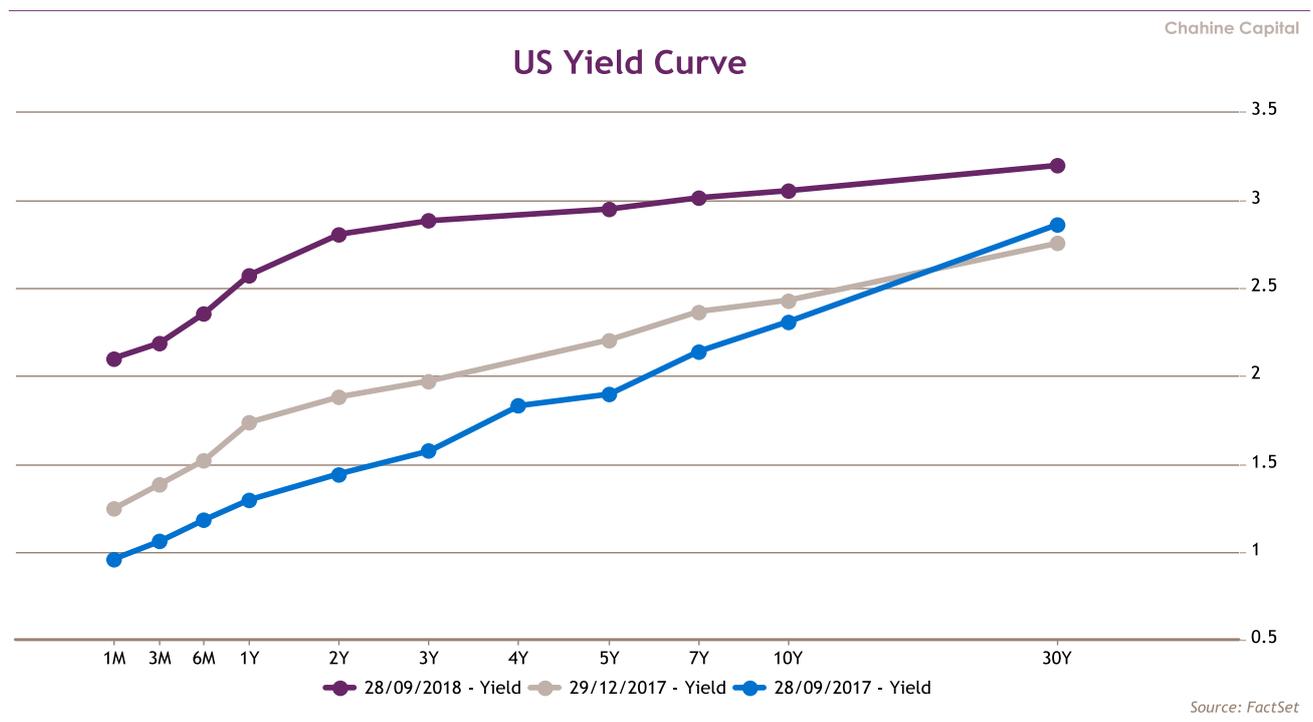




## Tension sur la courbe des taux

L'un des paramètres qui a accéléré la surévaluation du marché ce mois-ci est la hausse des taux à 30 ans qui servent de référence pour le calcul de la Prime de Risque. Ils ont pris 20bps en un mois suite à la poursuite des hausses de la Fed. Avec la récente augmentation, ils sont à 2-2.25% et une autre hausse est quasi-certaine avant la fin de l'année. La Fed voit en outre les taux à 3.1% pour fin 2019, impliquant 3 autres augmentations, le marché tablant en revanche sur deux augmentations. Des bonnes signatures ont un crédit hypothécaire à Libor + 4%, soit un taux de 6% actuellement passant à 7% fin 2019. Tous ces crédits indexés vont impacter surtout le secteur immobilier friand de taux variables. Par ailleurs, il coûtera plus cher pour acheter ses propres titres dans le cas d'un recours à l'emprunt.

### Hausse des taux et aplatissement de la courbe



## Une cascade époustouflante de hausse des profits

Dans l'euphorie générale d'une économie vibrante aux US, les sociétés sont également à la fête avec des profits qui n'ont jamais été aussi élevés qu'en 2018, avec des profits en progression de 21% dus pour moitié à la réforme fiscale et pour moitié à la hausse organique. En 2019, le consensus table sur une hausse de 9.9%. L'examen par trimestre montre que les hausses début 2019 seront dans les 7% car il devient difficile de progresser à partir d'une base très élevée. Pour le 3<sup>ème</sup> trimestre, dont les parutions vont commencer en Octobre, on attend une hausse moyenne de 20.4%, due en bonne partie au redressement de l'énergie et de la finance. Mais le secteur immobilier accuse déjà le coup avec la hausse des taux et une réforme fiscale complexe pour le secteur. La tendance générale est à une stabilité, voire très légère hausse des perspectives de profits. En l'absence de choc exogène, nous avons retenu le consensus dans nos projections de profits.

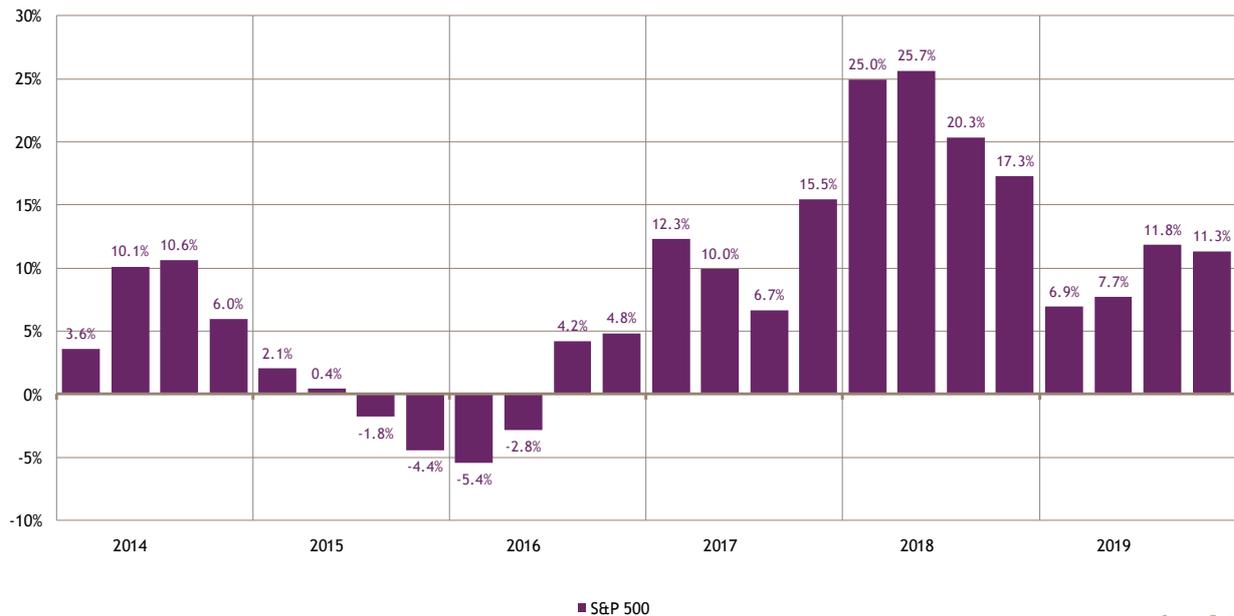


Nous voulons souligner la pratique généralisée de rachats de titres par quasiment toutes les sociétés du S&P 500. Ces rachats se sont accélérés avec le rapatriement du cash à l'international et représentent 3.2% des titres en année pleine contre 2.4% auparavant. Cela augmente d'autant le bénéfice par action. Mais ce financial engineering risque de se tarir si les taux venaient à hausser significativement. Un chiffre très intéressant est la croissance moyenne des profits entre 2007 (haut de cycle) et 2018 (haut de cycle). Elle est de 4.7%. Elle est à rapprocher avec notre CAGR de 4.2%.

## Profits réalistes en l'absence de choc exogène

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE CAPITAL

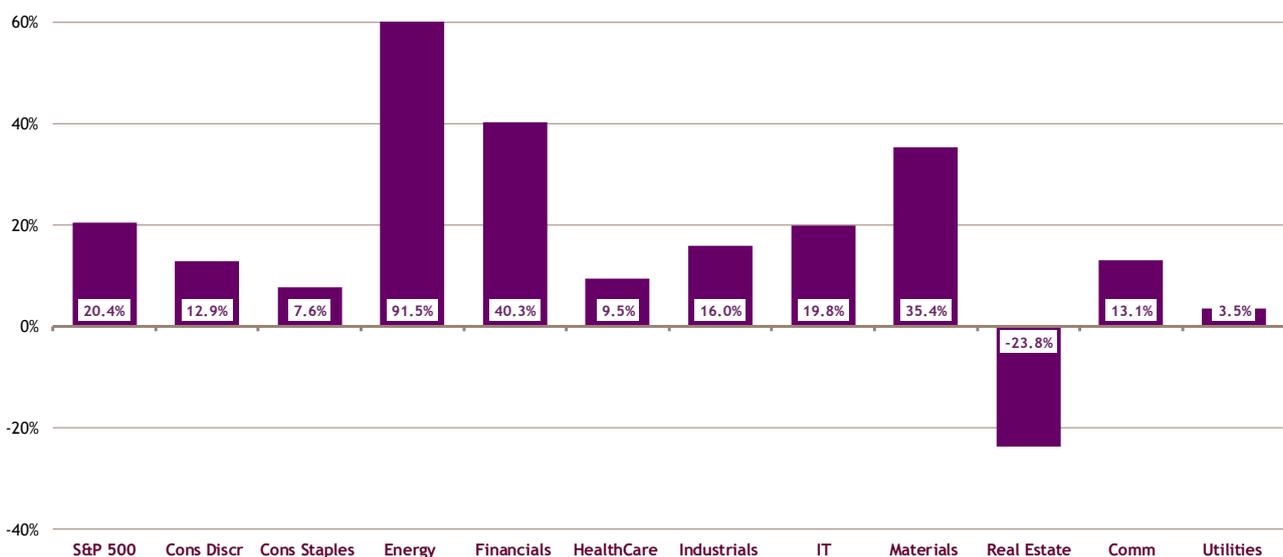


Source: FactSet

## Des très beaux résultats attendus au 3<sup>ème</sup> trimestre

EPS Growth by Sector for S&P 500 companies Q3 2018

CHAHINE CAPITAL



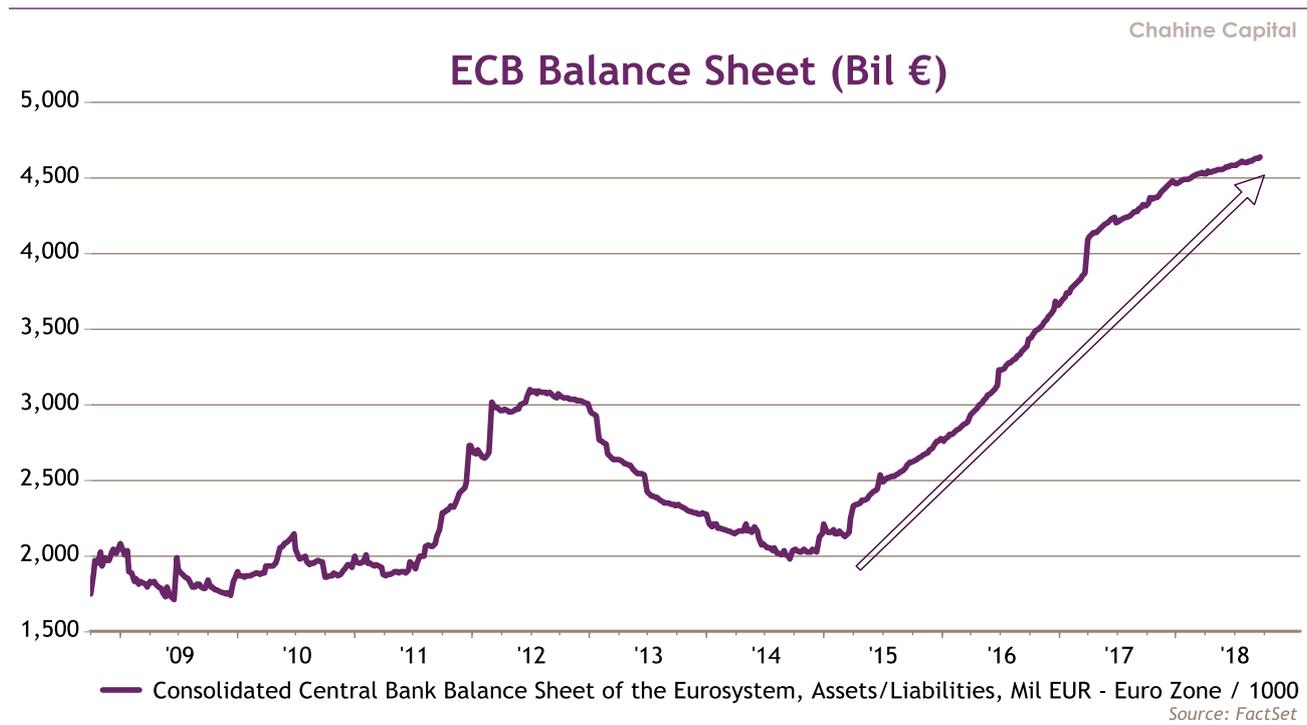
Source: FactSet



## Montée des risques dans la zone Euro

L'environnement dans l'Eurozone est caractérisé par la poursuite du programme Q/E de la BCE dont le bilan atteint 4.645Mds€ et qui continue de croître. Cela permet de maintenir les taux très bas et le taux directeur de la BCE reste négatif. La courbe des taux reste pentue et le 30 ans Allemand est à 1%. Depuis un an, la courbe a à peine bougé comme on le voit sur le graphique. Cela crée une bulle sur l'immobilier où des immeubles de bureaux dans les meilleurs quartiers parisiens se vendent avec un taux de capitalisation de 3% et les banquiers sont contents de prêter à long terme à des taux en dessous de 2%.

### Un bilan qui continue de s'alourdir avec le Q/E

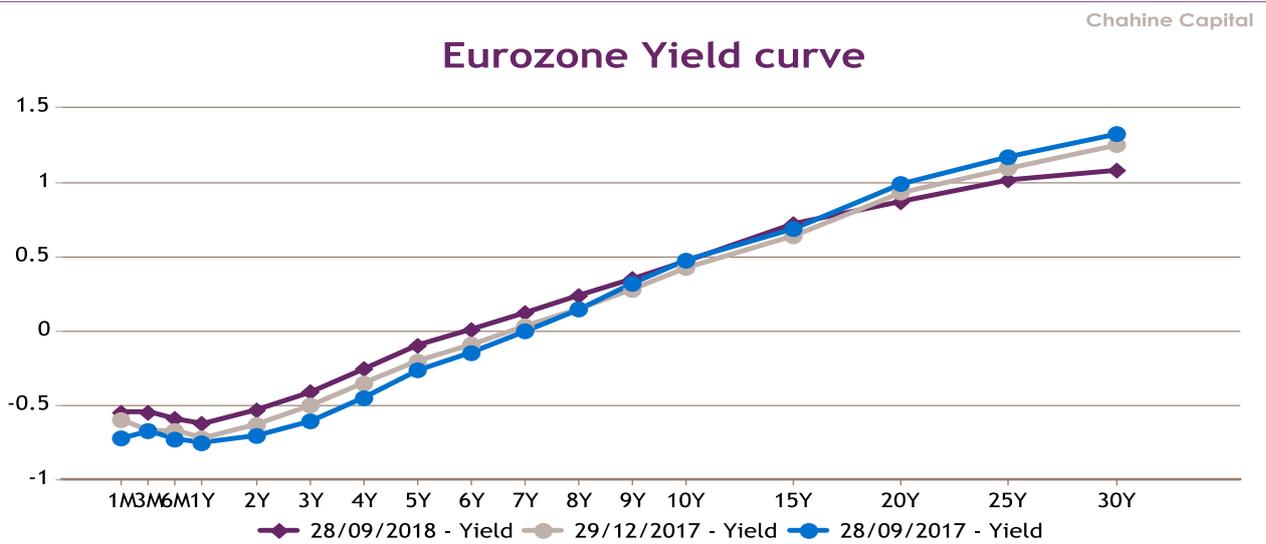


La situation fragile dans la zone avec quelques ralentissements perceptibles oblige Draghi à rester très prudent dans sa politique monétaire. La montée du populisme un peu partout, la remise en question des institutions européennes, l'impact du Brexit sont autant de risques qui font peur aux investisseurs. Et pour compliquer la tâche, l'inflation pointe du nez en raison de la hausse du prix du baril. L'inflation totale a franchi la barre des 2% alors que sans l'énergie elle reste à 1%. Cela fait grincer les dents au peuple qui voit son pouvoir d'achat diminuer. Le spread des taux avec les US est tel que cela encourage le carry trade qui a tendance à renchérir le \$. Les indices européens ne sont pas très appétissants, gorgés des banques, d'automobile, de pétrole, de lourds pharmaceutiques et de grands groupes industriels. Quelques pépites sont présentes comme le secteur du luxe. La technologie est absente des grands groupes, il faut la chercher dans les petites et moyenne capi. Depuis la crise financière, l'Europe ne s'est jamais transformée dans un nouveau tissu économique et il est affligeant de voir que sur 11 ans, entre 2007 et 2018, le profit par action a connu une BAISSSE en moyenne de 1% par an. Ce trend peut se poursuivre par l'arrivée des nouvelles technologies qui risquent de digitaliser tout le secteur automobile par exemple, ou impacter le secteur financier.

Le drame est que l'Europe, au lieu de s'unir, est en train de se désunir et ne pourra pas faire face aux champions mondiaux américains ou asiatiques. Et pourtant, la qualité de vie et la protection sociale reste la meilleure au monde.



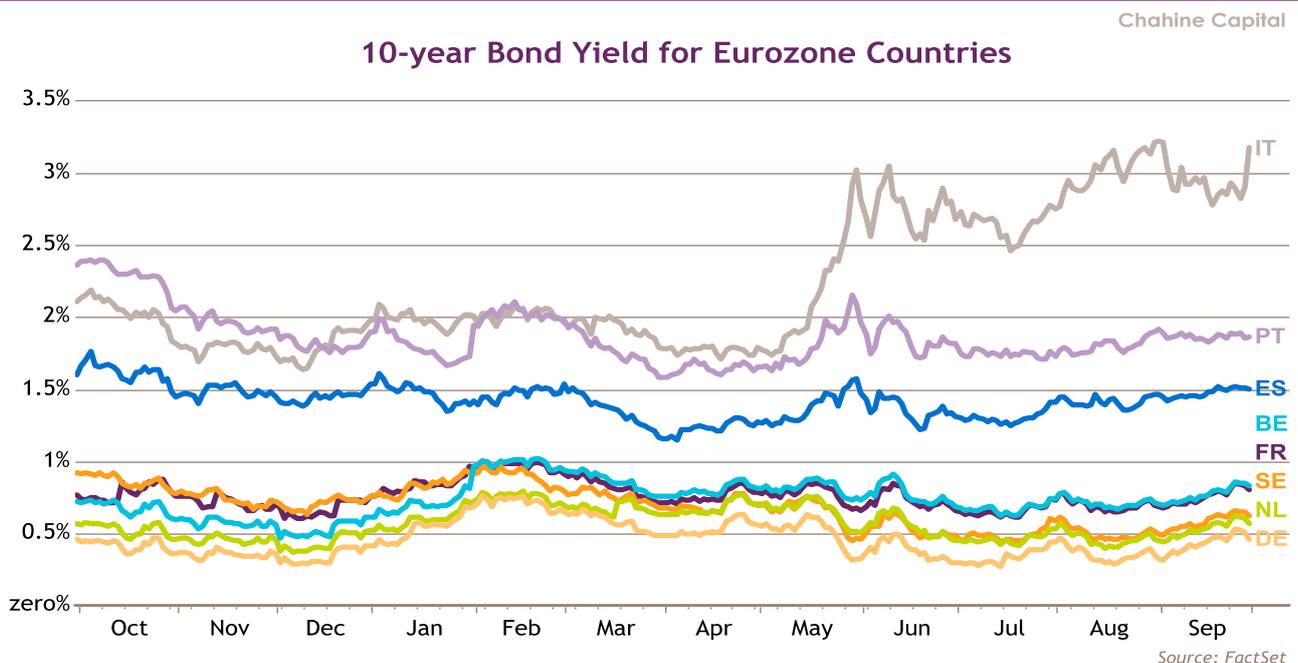
## Pas d'évolution dans la courbe des taux



Chahine Capital  
*Source: FactSet*

La croissance économique devrait atteindre les 2% en 2018 avec des fortes croissances dans l'Europe de l'Est. Un hard Brexit serait catastrophique des deux côtés, car le continent est un très grand exportateur vers la Grande-Bretagne. L'Italie pose toujours un risque systémique et son taux à 10 ans est revenu à un plus haut à 3.2%.

## Le risque souverain italien très présent



Le marché boursier européen est resté décevant pour 2018 avec une hausse de 0.7% avec dividende brut. La rentabilité reste médiocre avec une hausse limitée à 5.4% pour 2018 et peu de sociétés attractives



dans les grosses capi. Le marché se méfie du secteur financier qui baisse de 8% mais distribue 5% de dividendes. En tout état de cause, il ne faut pas espérer que le marché européen fasse cavalier seul, il sera toujours asservi au bon vouloir de Wall Street et des tendances qui s'y dégagent. C'est la raison pour laquelle notre analyse porte essentiellement sur les fondamentaux du marché américain.

## Valorisation des marchés

Ainsi que nous l'avons commenté en début de notre lettre, notre valorisation du S&P 500 ressort à 2633 point pour une clôture à 2914, soit une surévaluation de 10.7%. La précédente évaluation était à 2748 points. La tension sur les taux est le responsable. Le CAGR associé à cette évaluation ressort à 4.2% alors qu'il faudrait 5.9% pour justifier les cours. La rationalité des 4.2% s'explique par un PIB à 2.2% en moyenne et 2% d'inflation. On pourrait être plus généreux en retenant les 4.7% de hausse moyenne entre deux hauts de cycle du marché. La valorisation serait de 2727 points. On peut aussi diminuer la Prime de Risque de 3% retenue sur les 20 ans de modélisation, si l'on veut justifier les cours. Une hausse du taux à 30 ans à 3.5% donne un cours de 2479.

### On est rentré en zone de bulle

#### S&P 500 - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	2.75%	3.00%	3.20%	3.50%	3.75%
Mild recession: 21.1% in 2018, -7% in 2019, and 5% in 2020 - CAGR = -0.9%	2 002	1 900	1 825	1 721	1 642
Implied Scenario CAGR 5.9% over 8 years	3 212	3 040	2 914	2 740	2 607
Base scenario: 21.1% in 2018, 10.0% in 2019 and 8.5% in 2020 - CAGR = 4.2%	2 896	2 745	2 633	2 479	2 362
Current Index S&P 500	2 914				

En zone Euro, le taux moyen pondéré des emprunts à 30 ans est quasi stable à 1.66%. Le marché reste attractif jusqu'à des taux à 2%, mais la rentabilité des grosses capitalisations reste faible. Avec un objectif de taux de 1.75% pour la fin de l'année, le potentiel de hausse s'établit à 6%, mais restera dépendant de Wall Street. D'ailleurs, les investisseurs délaissent l'Europe en raison des risques malgré l'attractivité des taux d'intérêt et du change. Le CAGR reste négatif à -3%.

### Un marché soutenu par des taux très bas

#### MSCI EMU - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2018

	30 Years Gvt bonds				
	1.25%	1.50%	1.66%	1.75%	2.00%
Depression scenario: 5.9% in 2018, -5% in 2019, and +4% in 2020 - CAGR = -6.3%	116	109	105	103	98
Implied Scenario: CAGR -4.0% over 8 years	138	130	125	123	116
Base scenario: 5.4% in 2018, 9.9% in 2019, and 6% in 2020 - CAGR = -3.0%	149	141	135	133	125
Current Index MSCI EMU	125				



## Conclusions

Le marché américain poursuit un parcours inexorable allant de plus hauts en plus hauts. L'indice S&P 500 accapare toute la hausse avec 10.6% de progression, pendant que le reste du monde est stable ou en baisse. Cette hausse correspond aux profits attendus en 2019 sachant que la hausse de 2017 a reflété les 21% de profits de 2018. De telles hausses de profits ne peuvent pas se perpétuer, alors que pour justifier le cours actuel il faudrait une hausse moyenne de 5.9% sur 8 ans. Notre modèle table sur 4.2% et avec des taux à 30 ans à 3.20% le cours d'équilibre serait de 2633 points, soit une surévaluation de 11% du marché. Notre projection est réaliste car entre deux points haut du cycle 2007-2018, la hausse moyenne a été de 4.7%. Même dans cette hypothèse le cours serait à 2727. Sachant qu'il est impossible de prédire quand une bulle va éclater, notre recommandation est de se fixer une surévaluation allant jusqu'à 20% et alléger une exposition neutre de 40% à 30%. Le cash serait placé en bons du trésor à 2 ans à 2.81%.

La hausse du marché américain est sidérante et se justifie à 50% par l'envolée des GAFAM. Le secteur informatique est devenu tellement boursouflé qu'il a été réorganisé avec le secteur des télécoms pour donner naissance à un nouveau secteur « Communication Services » où l'on retrouve Facebook, Google, Netflix et tous les médias. La nouvelle économie prend possession de tous les secteurs de la vieille économie et cela n'a malheureusement pas d'équivalence en Europe.

La progression de l'économie mondiale reste inchangée à 3.4% grâce à l'Amérique qui accélère et malgré le reste du monde qui décélère. L'Amérique vit sur un nuage, la confiance des consommateurs atteint un record. Mais le passé montre qu'à partir de tels records la chute est brutale. Cette euphorie est alimentée par une accélération du déficit qui atteint un rythme de 4.4% du PIB. Le marché veut également ignorer les hausses de taux accélérées de la Fed qui les voit à 3.1% fin 2019. Cela va mordre sur les énormes dettes dans l'immobilier libellées en taux variables.

L'optimisme général est également alimenté par des profits record qui vont s'afficher à 20.4% en T3 et 17.3% en T4. Mais 2019 reviendra à la réalité avec 6.9% attendus au 1<sup>er</sup> trimestre. Les profits par action restent artificiellement gonflés de 3.2% grâce au rachat d'actions qui s'est accéléré.

L'environnement dans l'Eurozone est caractérisé par la poursuite du Q/E de la BCE dont le bilan atteint 4.645Mds€ et qui continue de croître. Cela permet de maintenir les taux très bas, le 30 ans Allemand est à 1%. Cela a créé une bulle dans l'immobilier partout en Europe. La situation fragile dans la zone avec quelques ralentissements perceptibles oblige Draghi à rester très prudent dans sa politique monétaire. La montée du populisme un peu partout, la remise en question des institutions européennes, les tensions sur la dette italienne, l'impact du Brexit sont autant de risques qui font peur aux investisseurs. Sur les 11 dernières années, les profits par action ont en moyenne connu une BAISSSE de 1% par an et les sociétés ne se sont pas converties à la nouvelle technologie. La croissance économique devrait atteindre 2% cette année. La valorisation du marché européen est attractive eu égard aux taux. Notre objectif est inchangé à 133 points pour le MSCI EMU pour une clôture à 125. On note que nos fonds Digital tirent bien leur épingle du jeu, avec 2.2% de performance 2018 pour Digital Stars Europe, 4.9% pour Digital Stars Europe ex UK et 2.1% Digital Stars Europe Smaller Companies.

Nous passons à une position plus prudente sur les prochains mois, avec une allocation en dessous de notre benchmark, en basculant une partie de notre allocation en actions américaines dans des US Treasury bonds à 2 ans.

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 26/09/2018 (in local currency)

	Weight vs	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 018	Revision vs M-2%	
	MSCI World	2018	2017	2019	2018	2019	2018	2017	Div Yield	Fiscal 19	Fiscal 18
MSCI The World Index	100.0%	3.9%	20.1%	15.2 x	16.6 x	9.3%	14.5%	20.1%	2.38%	-0.1%	-0.1%
MSCI USA	60.6%	8.9%	19.6%	16.6 x	18.3 x	10.2%	21.0%	12.5%	1.83%	0.4%	0.3%
MSCI Japan	8.3%	2.0%	16.6%	12.8 x	13.3 x	4.3%	7.9%	26.4%	2.23%	-0.7%	0.0%
MSCI EMU	14.3%	-1.8%	10.1%	12.7 x	14.0 x	9.9%	5.4%	21.5%	3.47%	-0.3%	-0.6%
MSCI Europe	26.2%	-1.7%	7.2%	13.1 x	14.4 x	9.3%	10.0%	15.0%	3.68%	0.4%	0.0%
MSCI Europe ex Energy	24.0%	-2.8%	7.8%	13.3 x	14.5 x	8.7%	7.0%	12.7%	3.57%	0.1%	-0.2%
MSCI Austria	0.1%	-7.7%	36.4%	9.6 x	9.9 x	3.3%	9.3%	28.7%	3.65%	1.1%	2.6%
MSCI Belgium	0.6%	-9.0%	1.7%	15.5 x	16.7 x	7.2%	9.9%	13.3%	4.32%	-1.0%	-0.5%
MSCI Denmark	0.7%	-4.2%	16.3%	17.3 x	18.7 x	8.2%	3.3%	4.4%	2.45%	-1.4%	-1.7%
MSCI Finland	0.4%	13.7%	4.7%	16.4 x	18.2 x	10.8%	4.1%	13.7%	4.23%	0.9%	0.2%
MSCI France	5.2%	4.4%	11.2%	13.7 x	15.2 x	10.8%	10.1%	9.3%	3.22%	0.6%	0.4%
MSCI Germany	3.9%	-7.1%	9.8%	12.1 x	13.2 x	9.5%	-1.7%	14.3%	3.18%	-1.2%	-2.1%
MSCI Great-Britain	6.2%	-2.6%	7.2%	12.5 x	13.4 x	7.5%	11.6%	23.4%	4.38%	0.9%	0.8%
MSCI Ireland	0.2%	-6.1%	21.1%	14.7 x	15.2 x	3.3%			1.56%	2.4%	5.4%
MSCI Italy	1.1%	-5.7%	9.3%	9.7 x	10.9 x	11.9%	16.6%	396.3%	4.50%	-0.1%	-1.1%
MSCI Netherlands	1.3%	-0.1%	14.3%	14.3 x	15.7 x	9.7%	3.7%	13.5%	3.10%	0.7%	-0.2%
MSCI Norway	0.5%	8.6%	18.0%	13.5 x	15.4 x	14.3%	18.7%	50.1%	3.93%	1.8%	0.7%
MSCI Spain	1.4%	-7.3%	7.8%	11.2 x	12.1 x	8.1%	3.6%	37.2%	4.55%	-1.3%	-0.7%
MSCI Sweden	1.1%	6.0%	6.4%	15.5 x	16.7 x	7.8%	9.6%	2.7%	3.91%	0.3%	-0.7%
MSCI Switzerland	3.1%	-2.2%	14.6%	15.3 x	17.0 x	10.5%	31.7%	-5.7%	3.31%	-0.5%	-0.9%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.0%	-2.5%	11.6%	11.4 x	12.4 x	9.2%	3.5%	23.9%	3.17%	-1.1%	-2.1%
MSCI Europe Consumer Staples	3.6%	-3.9%	6.6%	17.3 x	18.9 x	8.9%	7.1%	7.2%	3.18%	0.1%	0.2%
MSCI Europe Energy	2.2%	13.0%	0.1%	11.4 x	13.0 x	14.5%	50.8%	63.6%	4.92%	3.7%	1.9%
MSCI Europe Financials	4.8%	-9.5%	8.1%	9.9 x	10.7 x	8.3%	14.8%	12.7%	4.91%	-0.1%	0.9%
MSCI Europe Health Care	3.2%	4.2%	0.6%	15.5 x	16.8 x	8.4%	4.3%	-3.3%	2.97%	1.1%	-0.1%
MSCI Europe Industrials	3.5%	0.2%	13.0%	15.5 x	17.7 x	13.9%	4.9%	11.4%	2.72%	0.0%	-0.4%
MSCI Europe Information Technology	1.3%	8.7%	17.5%	19.5 x	22.9 x	17.3%	12.1%	8.9%	1.42%	1.7%	0.5%
MSCI Europe Materials	1.9%	-1.8%	16.0%	13.1 x	13.6 x	4.1%	12.1%	46.6%	3.34%	1.1%	0.4%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-5.9%	7.3%	14.7 x	13.4 x	-8.5%	-5.3%	-12.8%	4.50%	2.0%	0.2%
MSCI Europe Telecommunication Ser	1.4%	-9.2%	-5.3%	13.4 x	14.6 x	8.9%	-5.6%	12.7%	4.97%	-1.6%	-1.7%
MSCI Europe Utilities	1.1%	-2.2%	4.3%	12.9 x	13.7 x	6.4%	-3.2%	7.0%	5.47%	-1.1%	-2.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 28/09/2018



### 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).