



## 20% de hausse des profits en 2018 pour le S&P 500

### Conclusions

À l'heure où la saison de parutions des résultats du premier trimestre bat son plein, il se confirme que la hausse des profits 2018 atteindra les 20% qui se décomposent en 10.8% de hausse organique et 8.4% d'impact de la réforme fiscale. Cette hausse a passablement réduit le P/E de l'année qui passe à 16.9x contre 18.4x il y a un an. Comme « par hasard » la progression de l'indice a été de 20%, mais en 2017, qui confirme le don d'anticipation du marché. Si l'on applique la même règle cette année, le marché devrait progresser au rythme des profits de 2019 à 10% sauf que les taux ne sont plus les mêmes. Le 30 ans, qui sert de référence, est à 3.17% contre une moyenne à 2.89% en 2017. Le premier trimestre, déjà bien connu, progresse de 23.3% sur un an, avec des records dans l'énergie, la finance et l'IT. Les profits record de la finance sont gratifiés... d'une baisse des cours, car ceux-ci avaient déjà flambé depuis l'avènement de Trump. Des hausses de profits colossales dans la technologie ne donnent pas lieu à des hausses de cours, car les P/E restent très élevés comme Google à 23.8x. Seul le secteur immobilier est délaissé car il a entamé la chute avec la hausse des taux. Cette progression constante des profits se traduit par des marges à un niveau inégalé de 11.5% pour 2018 et 21% pour le secteur informatique. L'Europe reste très en retrait sur le plan des profits qui n'ont même pas retrouvé encore leur niveau d'avant la crise et dont les prévisions de croissance 2018 et au-delà restent très modestes.

L'année 2018 sera influencée en priorité par l'évolution des taux longs même si les profits en 2019 sont au rendez-vous. Le marché a mal digéré le franchissement des 3% pour les taux à 10 ans et le taux à 2 ans n'arrête pas de progresser ce qui renforce la probabilité de 4 hausses de taux de la Fed en 2018. L'inflation n'est pas étrangère à ces tendances qui donne plusieurs signes d'accélération, à cause du pétrole, d'une forte augmentation du salaire horaire ou de l'emballlement des services et en particulier des loyers. Néanmoins, il faut noter qu'on est loin d'une vraie tension car les taux réels dépassent à peine 1% alors qu'ils sont normalement à 2-2.5%.

La croissance mondiale reste très robuste, notamment en Asie, mais quelques signes de mollesse apparaissent dans le PIB américain, français ou anglais du premier trimestre. Le danger peut également venir d'une déstabilisation dans le commerce mondial déclenchée par Mr Trump, ou un impact géopolitique sur l'Iran ou la Corée. Tous ces facteurs expliquent un marché ennuyeux qui fait du yoyo depuis février, avec des performances nulles depuis le début de l'année. Nos fonds restent dans le vert avec des hausses de 1 à 2%. La raison profonde est que les marchés restent pratiquement à leur prix selon nos modèles variant au gré des taux à 30 ans. Le nouvel objectif du S&P 500 est à 2657 points pour des taux à 3.17% contre 2738 le mois dernier où les taux étaient à 3%. Le marché Européen a plus de potentiel mais aussi plus de volatilité et va évoluer au rythme de Wall Street. Sur le long terme, les actions restent un placement rémunérateur avec une Prime de Risque de 3% au dessus des taux à 30 ans. Notre fond phare, qui fête son 20ème anniversaire cette année, affiche une performance moyenne annualisée 10% sur la période.

Nous maintenons notre opinion neutre sur les marchés : renforcer quand le S&P 500 est à 2600 points si l'on est sous pondéré et alléger à 2700 si l'on est surpondéré, en surveillant étroitement l'environnement des taux.

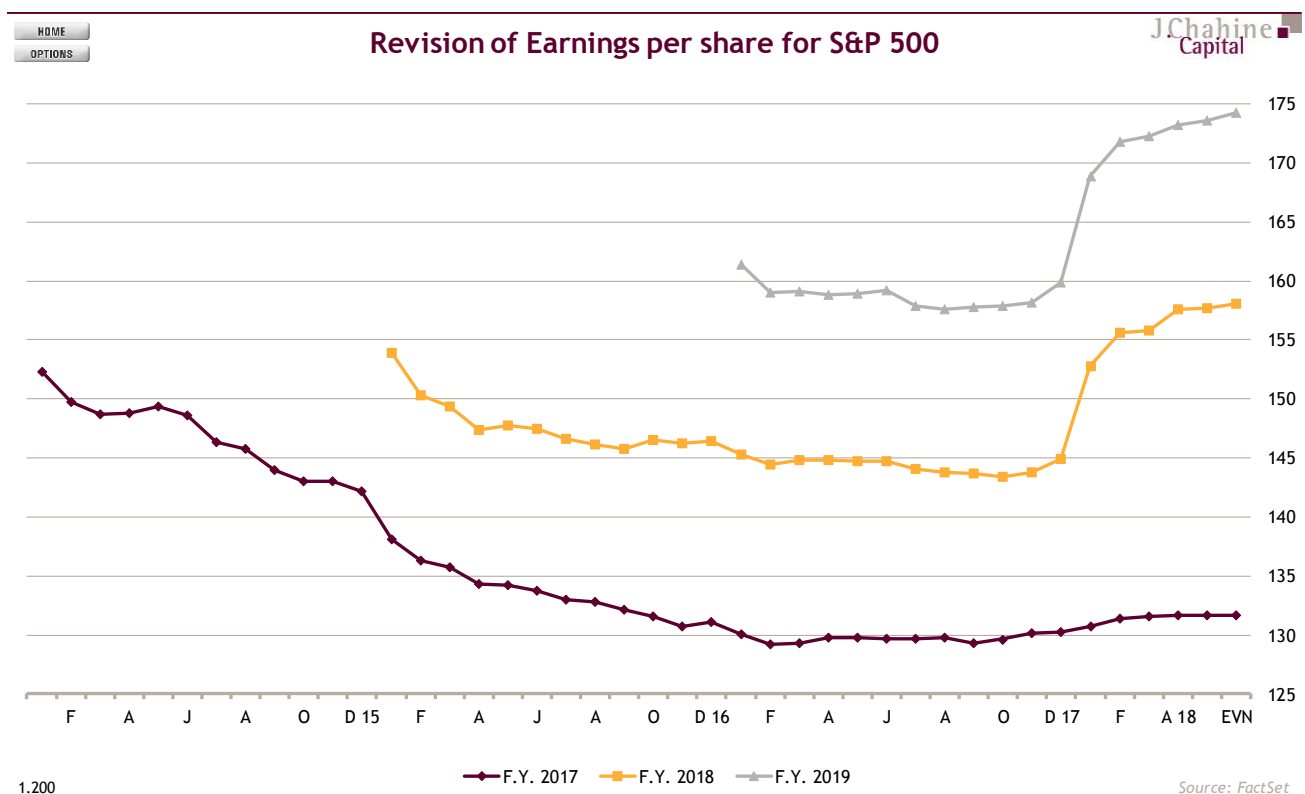
*Jacques Chahine*



## Profits record en 2018 aux US

À l'heure où la saison de parutions des résultats du premier trimestre bat son plein aux US, nous constatons que la réforme fiscale a un fort impact sur les résultats qui étaient par ailleurs déjà excellents. Certains effets de la réforme étaient déjà perceptibles en 2017, comme par exemple l'impact très favorable sur les plus-values latentes. Après une année 2017 qui a vu les profits du S&P 500 augmenter de 10.7%, l'année 2018 devrait afficher une hausse de 19.7%. Cette hausse se décompose en 10.8% de progression organique et 8.4% d'effet de la baisse de la baisse de l'IS à 21%.

### Accélération de la hausse des profits en 2018



Non seulement les profits sont au plus haut, mais ils sont encore revus à la hausse, comme le montre la courbe plus haut aussi bien pour 2018 que 2019. Le S&P 500, qui a clôturé la semaine passée à 2670 points, affiche un bénéfice par action de 158 points pour 2018 et de 174 points pour 2019, ce qui met le P/E à 16.9x 2018 et 15.3x 2019, des niveaux bien en-dessous du constat il y un an où le P/E s'affichait à 18.4x les bénéfices de l'année en cours.

## Le don d'anticipation du marché

Comme par « hasard » la progression du S&P 500 l'année dernière était de 20% ! soit identique à la progression des profits attendus l'année qui suit, ce qui confirme que le marché se cadre toujours sur les anticipations et non sur les publications. Par exemple, les financières ont progressé de 22% l'année dernière sur des anticipations de profits de 22% en 2018. Les publications du 1<sup>er</sup> trimestre confirment ces perspectives, mais le secteur est en baisse depuis le début de l'année ! L'adage « acheter la rumeur et vendre la



nouvelle » trouve là sa justification. Si l'on applique ce principe à cette année, la hausse serait celle des bénéfices de 2019 qui sont prévus à 9.9%, sauf que l'environnement des taux n'est d'ores et déjà pas le même.

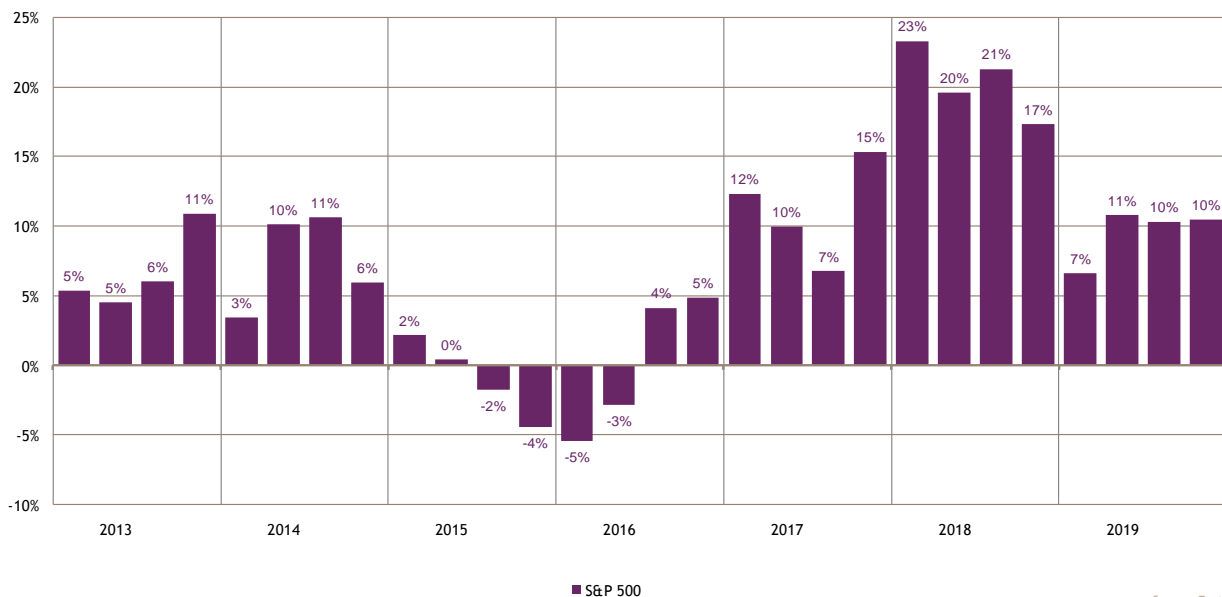
Le 30 ans s'affiche actuellement à 3.17%, contre une moyenne en 2017 à 2.89%. Et tout le monde sait bien que l'on est dans un environnement d'ajustement des taux vers le haut.

À partir de 2017, les profits des sociétés du S&P 500 n'ont pas arrêté de progresser fortement pour culminer à 20% en 2018 avec l'impulsion de la baisse de l'IS. Pour le premier trimestre en cours de publication, la hausse est impressionnante à 23.3% alors que 2/3 de la capitalisation boursière ont publié leurs résultats.

## Forte accélération de la hausse des profits

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE  
CAPITAL



Source: FactSet

## Profits record dans l'énergie, la finance et l'IT

Cette cascade de profits exubérants se retrouve en premier lieu dans le secteur de l'énergie qui se redresse fortement avec la hausse du baril après sa longue traversée du désert. 86% de hausse par rapport au premier trimestre 2017. Pour l'ensemble de l'année, la hausse attendue est à 80%. Malgré ce redressement, les profits du secteur restent 40% en dessous de leur niveau historique de 2013-14. Le secteur bénéficie de la reprise de la croissance mondiale et de la solidarité du bloc OPEP agrémenté de la Russie. Nous restons prudents sur le secteur à long terme en raison de la forte poussée des véhicules électriques et des énergies renouvelables.

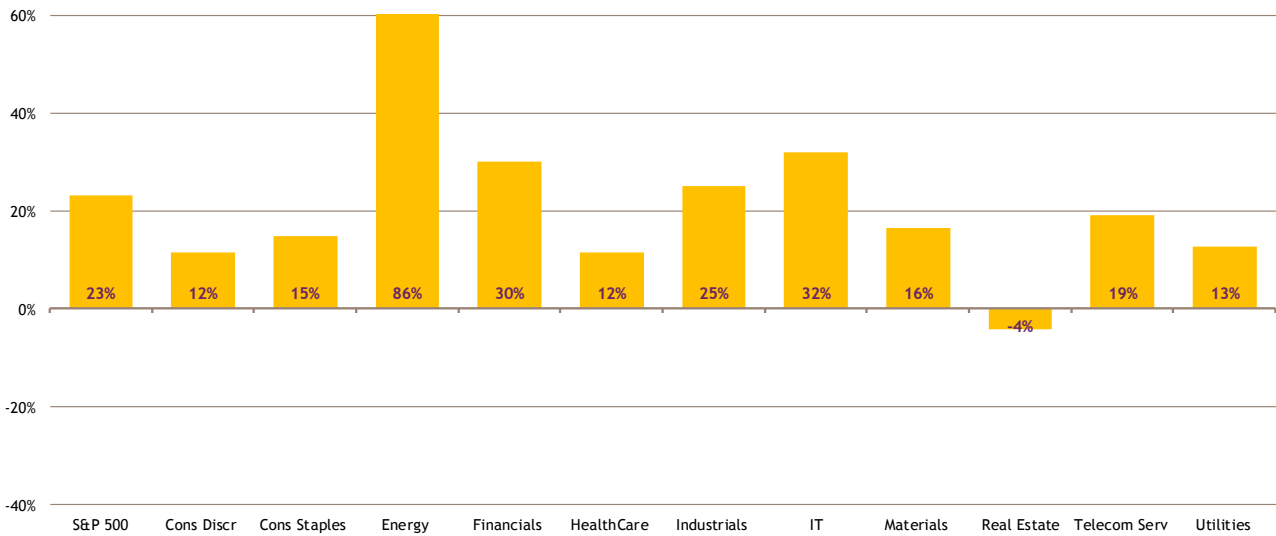
Le secteur informatique n'arrête pas de flamber en profits affichant 32% de hausse au premier trimestre en attendant la parution d'Apple prévue le 2 mai avec un consensus de 28% de hausse. Entre 2013 et 2019,



le secteur aura doublé ses profits et jamais dans l'histoire on aura connu une telle croissance sur le long terme.

### L'énergie, l'IT et la finance en tête des hausses

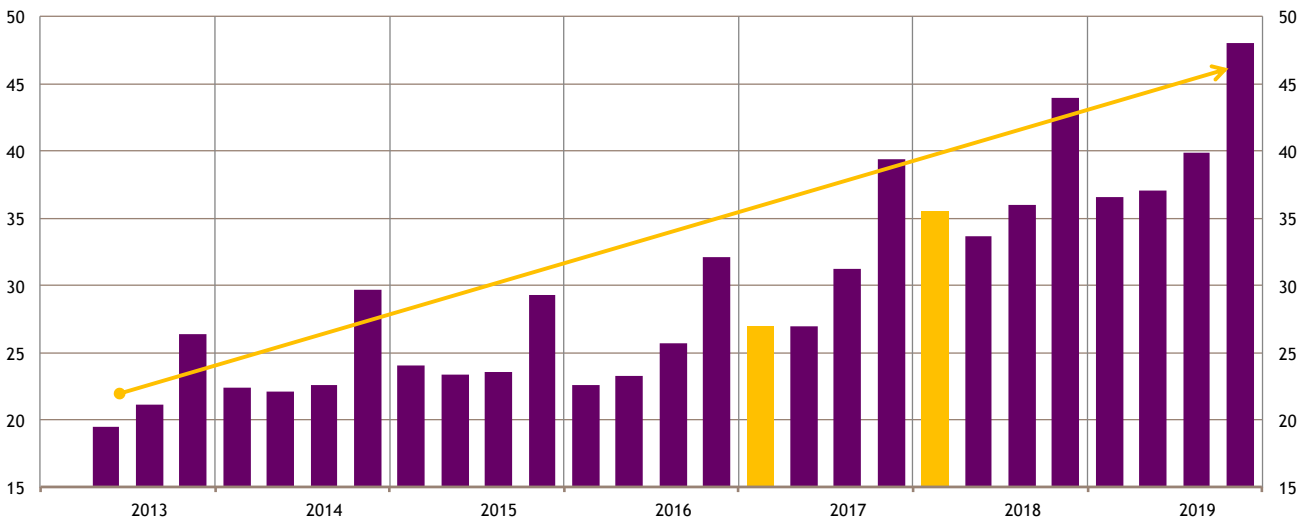
EPS Growth by Sector for S&P 500 companies Q1 2018



Source: FactSet

### Une incroyable cash machine dans la technologie

Quarterly EPS for S&P 500 Information Technology



Source: FactSet



## Des profits gigantesques pour les grands groupes

Afin que nos lecteurs réalisent concrètement la teneur des résultats de T1 et l'ensemble 2018, nous avons repris sur un tableau les plus fortes contributions en Millions de \$ aux hausses des profits ainsi qu'à certaines baisses, beaucoup plus rares. On trouve par exemple en tête Apple qui doit afficher 3.1Mds\$ de profits en plus en T1 par rapport à l'année dernière. C'est le consensus car l'évènement est attendu le 2 mai. On trouve la banque JP Morgan qui déclare 2.6Mds en plus en T1 pour un profit de 8.5Mds en un trimestre et 32Mds ! pour 2018. La hausse est de 44% sur un trimestre et de 31% pour l'année. On trouve ainsi dans notre liste beaucoup de financières, technologiques et de l'énergie. Amazon, qui paraît comme un nain en profits pour le moment, prévoit 3Mds de profits en 2018 en hausse de 162%.

Ce qui est remarquable dans ce tableau c'est que des profits exubérants ne donnent pas lieu à des hausses de cours, voire parfois des baisses. Ainsi, Alphabet/Google en hausse de 22% pour les profits 2018 affiche une baisse de cours de 2% sur l'année. Sauf que l'année dernière, c'était 36% de hausse des cours. Facebook, malgré le scandale énorme, affiche des prévisions de profits de 23%. On notera dans notre liste 4 sociétés dont la capitalisation boursière dépasse les 700Mds \$ et le poids des GAFAM.

Côté contreperformance, on notera Gilead Science, une bio-technologique, et General Motors où le marché automobile est maintenant en haut de cycle. La société HCP dans l'immobilier, malgré son positionnement dans un secteur porteur des résidences senior et l'immobilier médical est en baisse sur les deux années en raison de la hausse des taux entre autres facteurs.

## Des profits qui montent au ciel

	Sector	Market Cap M\$	Price change YTD	Price chge 2017	Q1 Earnings M\$	Variation M\$	% chge year ago	Earnings 2018	Delta 2018	% 2018	Results
<b>Main Q1 Earnings Growth</b>											
Apple Inc.	Information Technology	823 614	-4%	46%	14 321	3 141	28%	62 675	10 706	21%	
JPMorgan Chase & Co.	Financials	373 100	2%	24%	8 552	2 598	44%	32 442	7 652	31%	Published
Bank of America Corporation	Financials	306 804	2%	34%	6 281	2 128	51%	25 935	7 396	40%	Published
Micron Technology, Inc.	Information Technology	55 112	16%	88%	3 009	2 048	213%	11 362	3 930	53%	Published
Microsoft Corporation	Information Technology	737 794	12%	38%	7 448	1 725	30%	30 580	2 575	9%	Published
Alphabet Inc. Class C	Information Technology	716 822	-2%	36%	4 023	1 690	72%	13 169	2 336	22%	Published
Alphabet Inc. Class A	Information Technology	716 822	-2%	33%	4 011	1 685	72%	13 132	2 329	22%	Published
Facebook, Inc. Class A	Information Technology	503 300	-2%	53%	4 031	1 551	63%	18 082	3 387	23%	Published
Chevron Corporation	Energy	241 966	1%	6%	3 512	1 416	68%	12 308	5 206	73%	Published
Berkshire Hathaway Inc. (CI B)	Financials	486 673	0%	22%	4 050	1 268	46%	17 646	6 338	56%	
ConocoPhillips	Energy	75 996	18%	9%	1 201	1 226	-4900%	4 190	3 440	458%	Published
Intel Corporation	Information Technology	245 722	14%	27%	4 161	1 004	32%	18 412	3 491	23%	Published
AbbVie, Inc.	Health Care	156 654	2%	54%	3 038	959	46%	12 559	3 461	38%	Published
Boeing Company	Industrials	198 590	16%	89%	2 089	936	81%	8 362	1 653	25%	Published
Citigroup Inc.	Financials	175 918	-7%	25%	4 745	932	24%	18 324	3 270	22%	Published
Caterpillar Inc.	Industrials	86 535	-8%	70%	1 679	917	120%	6 383	2 286	56%	Published
Verizon Communications Inc.	Telecommunication Services	213 087	-3%	-1%	4 834	909	23%	18 882	3 429	22%	Published
Amazon.com, Inc.	Consumer Discretionary	763 078	34%	56%	1 312	718	121%	4 796	2 966	162%	Published
<b>Main Q1 Earnings Decline</b>											
QUALCOMM Incorporated	Information Technology	75 663	-20%	-2%	1 198	-696	-40%	5 064	-977	-16%	Published
Gilead Sciences, Inc.	Health Care	96 302	3%	0%	2 237	-544	-24%	8 562	-3 176	-27%	
HCP, Inc.	Real Estate	10 961	-11%	-12%	76	-373	-84%	295	-143	-33%	
General Motors Company	Consumer Discretionary	52 825	-8%	18%	1 983	-236	-16%	8 869	-312	-3%	Published
TechnipFMC Plc	Energy	15 415	6%		146	-159	-52%	577	24	4%	
Willis Towers Watson Public Limited Company	Financials	19 962	0%	23%	346	-139	-29%	1 260	146	13%	
Ventas, Inc.	Real Estate	18 382	-14%	-4%	79	-119	-60%	586	-54	-8%	Published
Essex Property Trust, Inc.	Real Estate	15 928	0%	4%	71	-109	-61%	305	-131	-30%	
Devon Energy Corporation	Energy	18 808	-14%	-9%	111	-106	-49%	743	-101	-12%	
Nielsen Holdings Plc	Industrials	11 420	-12%	-13%	68	-102	-60%	518	10	2%	Published

## Le secteur immobilier victime de la hausse des taux

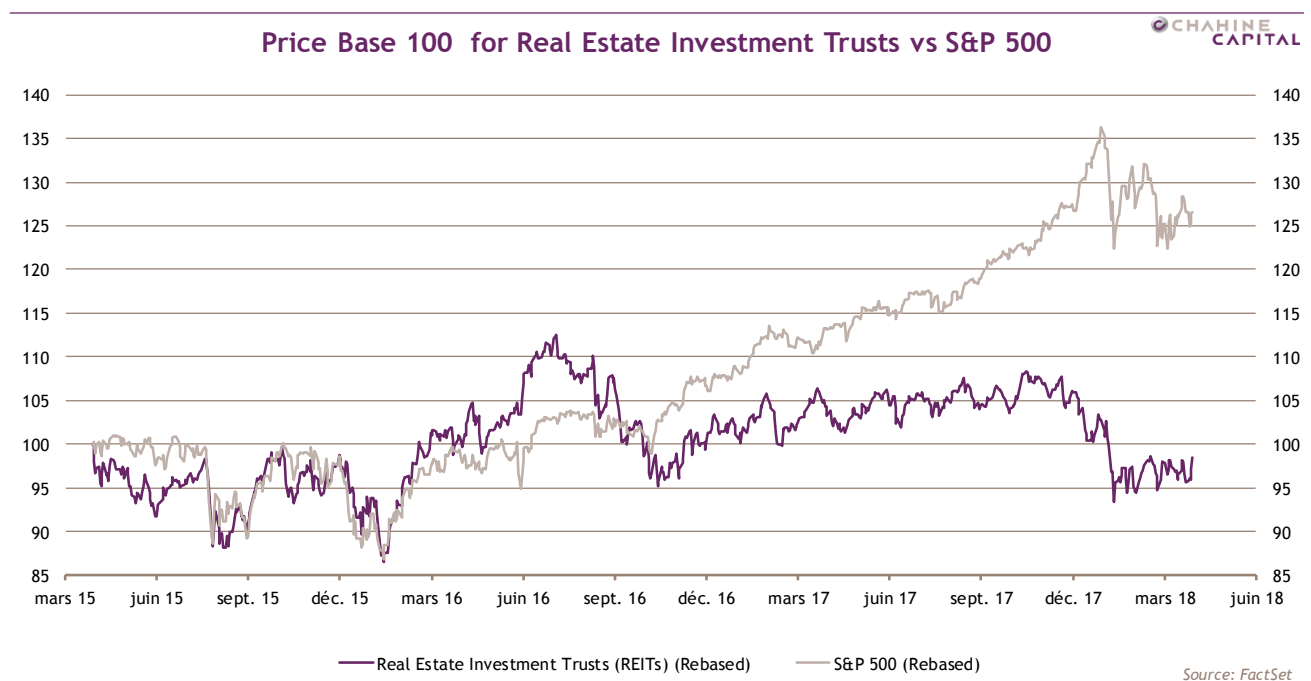
Le secteur immobilier, de façon générale, marque un net coup d'arrêt depuis mi 2016, date où la normalisation des taux par la FED a commencé. Il sous-performe de plus de 20% l'indice S&P 500 et est en baisse sur 3 ans. Il faut noter néanmoins que c'est un secteur qui distribue plus de dividendes que les sociétés



commerciales. La baisse a accéléré en 2018 en ligne avec les anticipations de plusieurs hausses des taux de la Fed. Les REITs exposés aux centres commerciaux sont particulièrement impactés en raison de la faillite de beaucoup de détaillants suite à l'invasion généralisée d'Amazon.

De façon générale, la période extraordinaire que nous traversons avec l'argent facile du QE va peut-être montrer que beaucoup de capitaux se sont retrouvés dans l'immobilier et si une hausse de taux intervenait suivie d'un ralentissement économique, il faudra chercher des coupables à nouveau du côté immobilier.

## Coup d'arrêt dans l'immobilier



## Les taux de marges battent tous les records

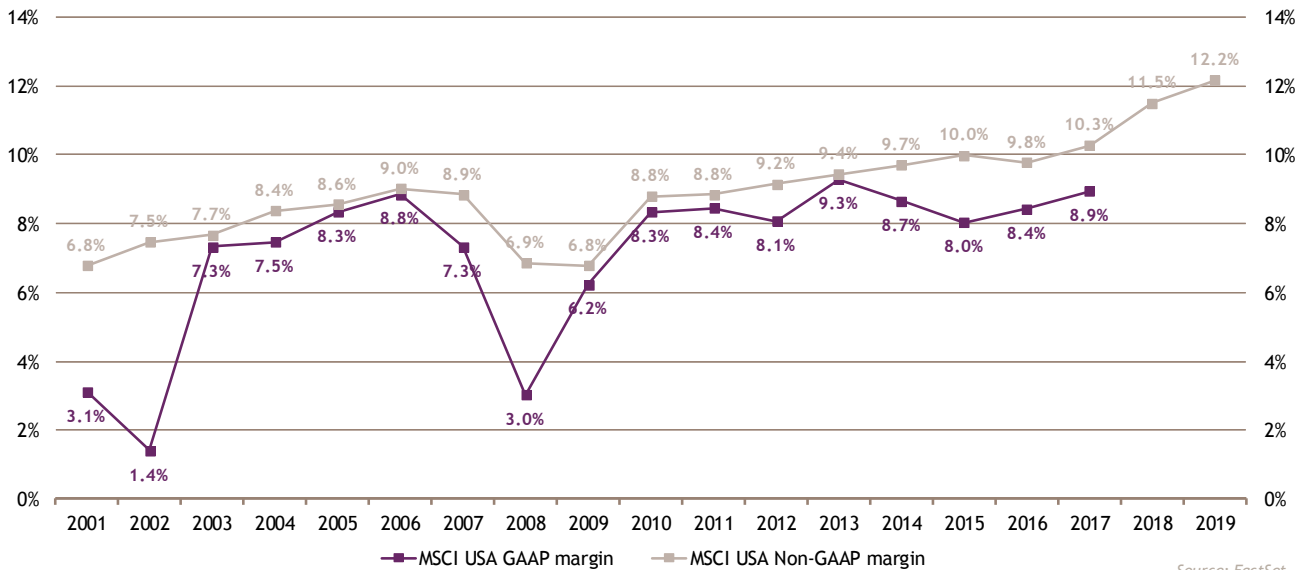
La progression constante des profits depuis des années plus rapidement que le chiffre d'affaires a mené les taux de marge à des niveaux historiques. Si l'on ajoute le coup de pouce donné par la réforme fiscale, on aboutit à un niveau de 11.5% de marge non-GAAP en 2018. La marge GAAP reste en dessous car les sociétés aiment bien retraiter des éléments exceptionnels. Mais à fin 2017, la réforme fiscale a donné un gros coup de pouce aux marges GAAP puisque beaucoup de sociétés ont enregistré des gains exceptionnels sur les provisions qu'elles avaient faites. Par exemple, un matelas de 1Mds de plus values provisionnées à un taux de 35% est maintenant provisionné à 21%. Egalement, le rapatriement des profits à l'étranger à très bon compte a créé des effets comptables dans certaines sociétés.

Le record de marge revient au secteur IT avec 21.3% en 2018, suivi des banques avec 17.2%. La marge était tombée à 6.8% durant la crise financière et 3% en normes GAAP. Nous notons qu'en 2017 l'écart entre les marges GAAP et non-GAAP s'est contracté, ce qui indique que les bilans des sociétés sont de bien meilleure qualité.



## Jusqu'où iront les marges sociétés américaines ?

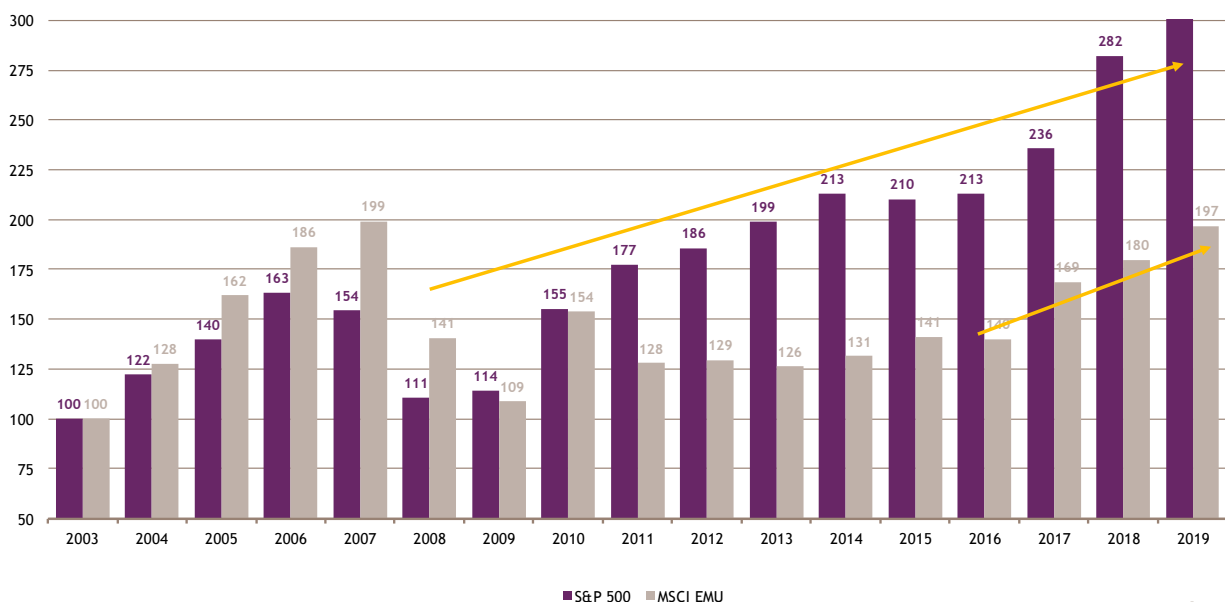
### MSCI USA Net Margin GAAP vs. Non-GAAP



Si les profits des sociétés américaines du S&P 500 atteignent 1354Mds \$ en 2018, celles du MSCI EMU totalisent 281Mds€. Par ailleurs, un \$ de profit d'une société américaine capitalise beaucoup plus que le même profit en Europe : 17.2x aux US contre 14.3x en zone Euro. La capacité à générer des profits aux US reste nettement supérieure qu'en Europe, comme le montre le graphique ci-dessous. Depuis la crise financière, l'Europe n'a même pas réussi à retrouver pour 2018 le niveau d'avant la crise.

## L'Europe très en retard dans les profits

### Comparative EPS US vs Europe Base 100 2003





C'est seulement à partir de 2017 avec le rétablissement des banques, italiennes notamment, que la croissance des profits revient. Mais elle reste très modérée en 2018 avec une hausse de 7.8% pour la zone EMU et 9.7% pour l'Europe.

Certains de nos lecteurs se sont étonnés que notre modèle de Prime de Risque donne un CAGR légèrement négatif en Europe. Ce graphique montre bien la cyclicité du marché Européen, gorgé de banques, de produits cycliques dont l'automobile et d'un secteur industriel, tous sensibles à la conjoncture économique.

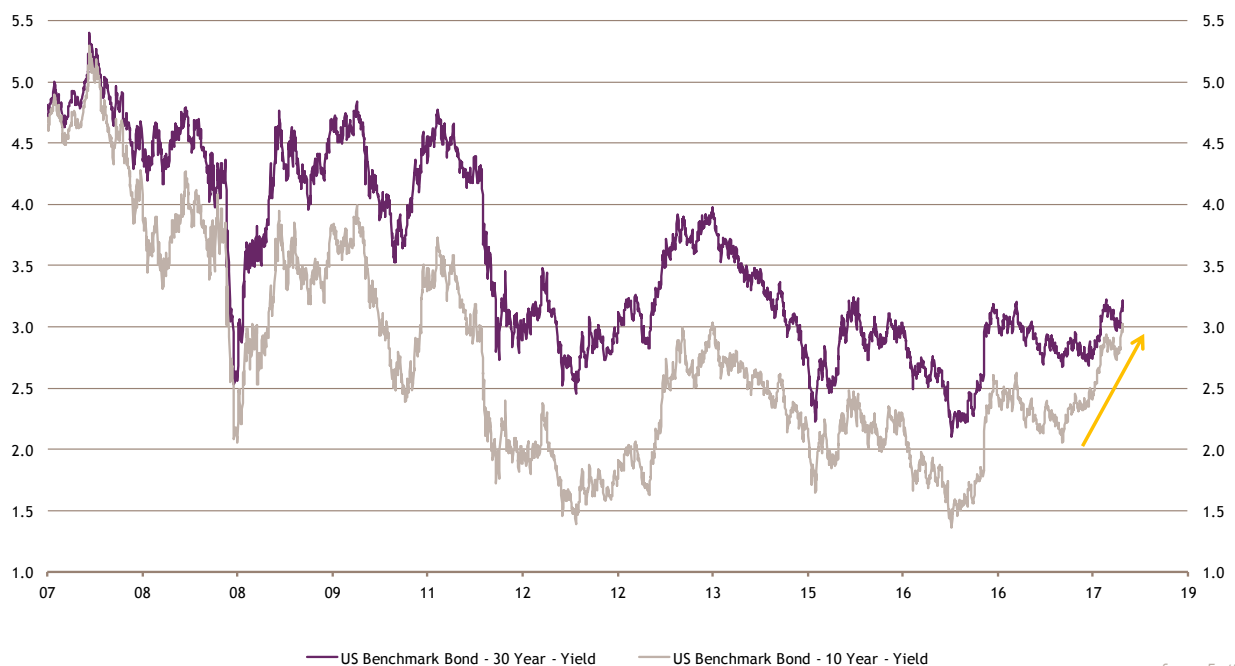
## Les taux risquent de brider la hausse des cours

Si les profits sont incontestablement au rendez-vous et très vigoureux, nous pensons qu'ils sont déjà dans les cours tout le long des excellentes performances boursières de 2017 qui les ont bien anticipés. Les performances boursières de 2018 vont donc dépendre d'une part des profits futurs de 2019 et au-delà et de la probabilité de leur réalisation. Pour le moment, le consensus attend 10% de hausse compte-tenu d'un effet résiduel de la réforme fiscale. Ce chiffre est même revu légèrement à la hausse. La grande inconnue de cette année est l'évolution des taux longs qui ont amorcé une hausse continue pour franchir la barre des 3% pour le 10 ans.

### L'irrésistible ascension des taux longs US

#### US Long term Government Bond yield

CHAHINE  
CAPITAL



Source: FactSet

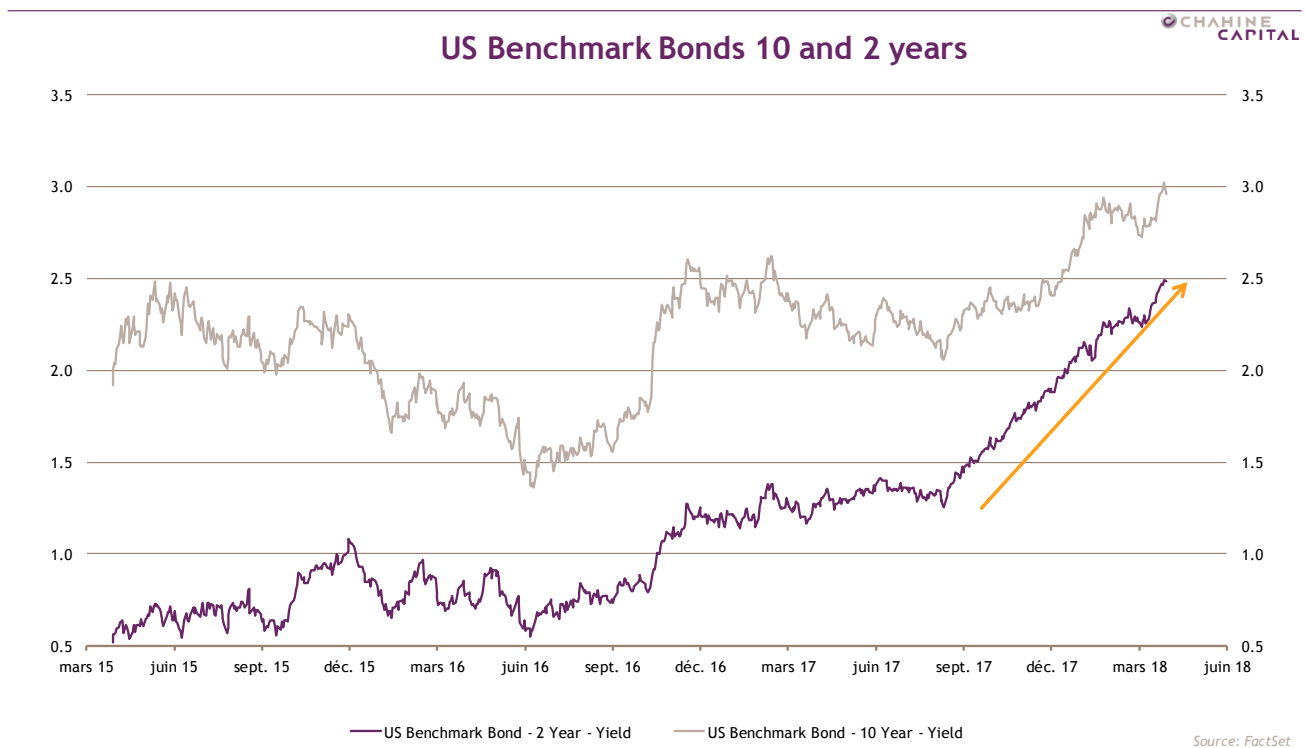
La hausse des taux est ininterrompue depuis fin septembre 2017 suite au programme de normalisation des taux de la Fed. Le taux moyen du 10 ans était de 2.33% en 2017 mais atteint aujourd'hui quasiment 3%. Par ailleurs le graphique plus haut montre l'aplatissement de la courbe puisque le 30 ans est à 3.17%. Cela a créé quelques frayeurs sur les marchés qui finissent néanmoins par accepter cette hausse. On a oublié que les taux avant la crise étaient à 4.5-5%.





Le taux à 2 ans, qui reflète étroitement les anticipations de hausse de la Fed, n'arrête pas de monter pour atteindre les 2.5%. Du coup, la probabilité augmente sérieusement pour 4 hausses en 2018 au lieu de 3, ce qui pousserait le taux d'escompte à 2.5% en fin d'année.

## La probabilité de 4 hausses en 2018 en augmentation



## Les signaux d'inflation se multiplient

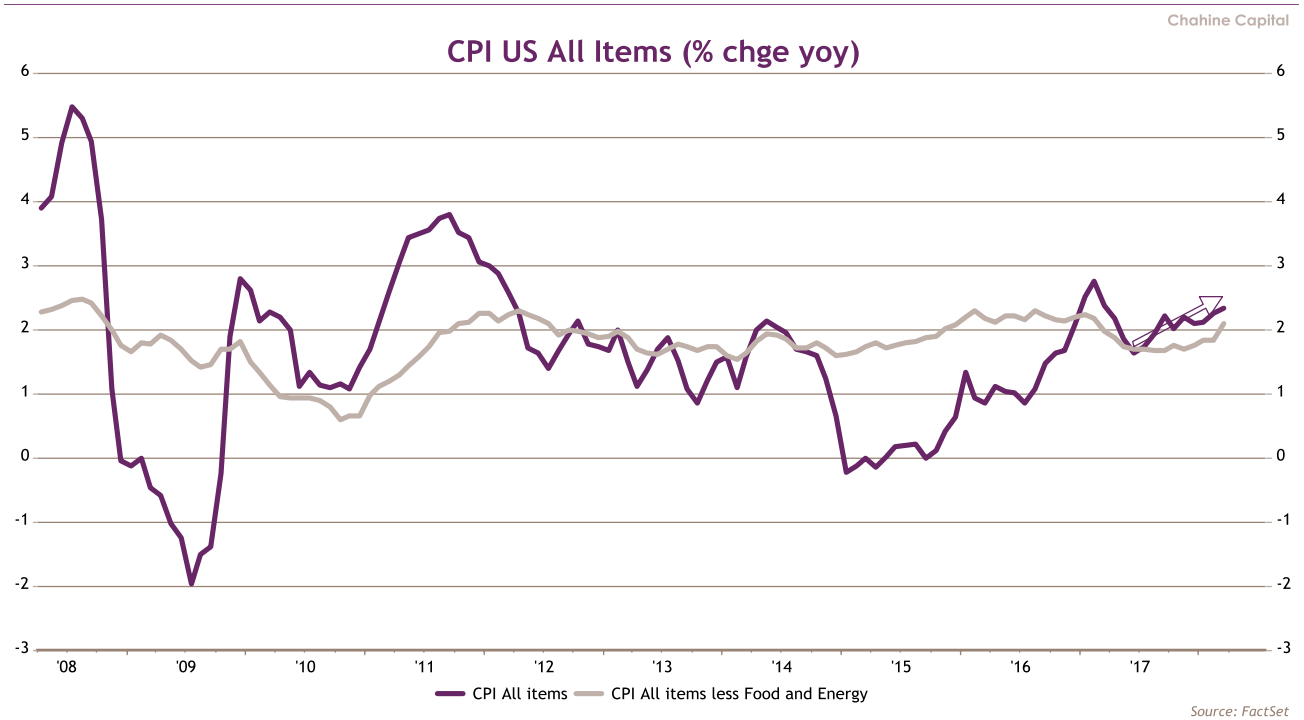
Les signaux sur l'inflation se multiplient, influencés par la hausse brutale du prix du baril. L'indice des prix global est à 2.3% et 2.1% si l'on exclut l'énergie et l'alimentation. D'autres signaux sont venus du marché de l'emploi où le salaire horaire a augmenté de 2.7% et le salaire hebdomadaire de 3.2%, signe que le marché de l'emploi est tendu et que l'on augmente le nombre d'heures travaillées.

Le marché de l'immobilier est très tendu car le rythme de construction reste très modéré et les mises en chantier atteignent 1.3M en rythme annuel contre plus de 2M avant la crise. Du coup, les prix dans le marché locatif explosent au rythme de 3.5-4% par an. L'indice Case-Schiller du prix de vente des logements existants s'envole également avec plus de 6% de hausse dans les grandes métropoles.

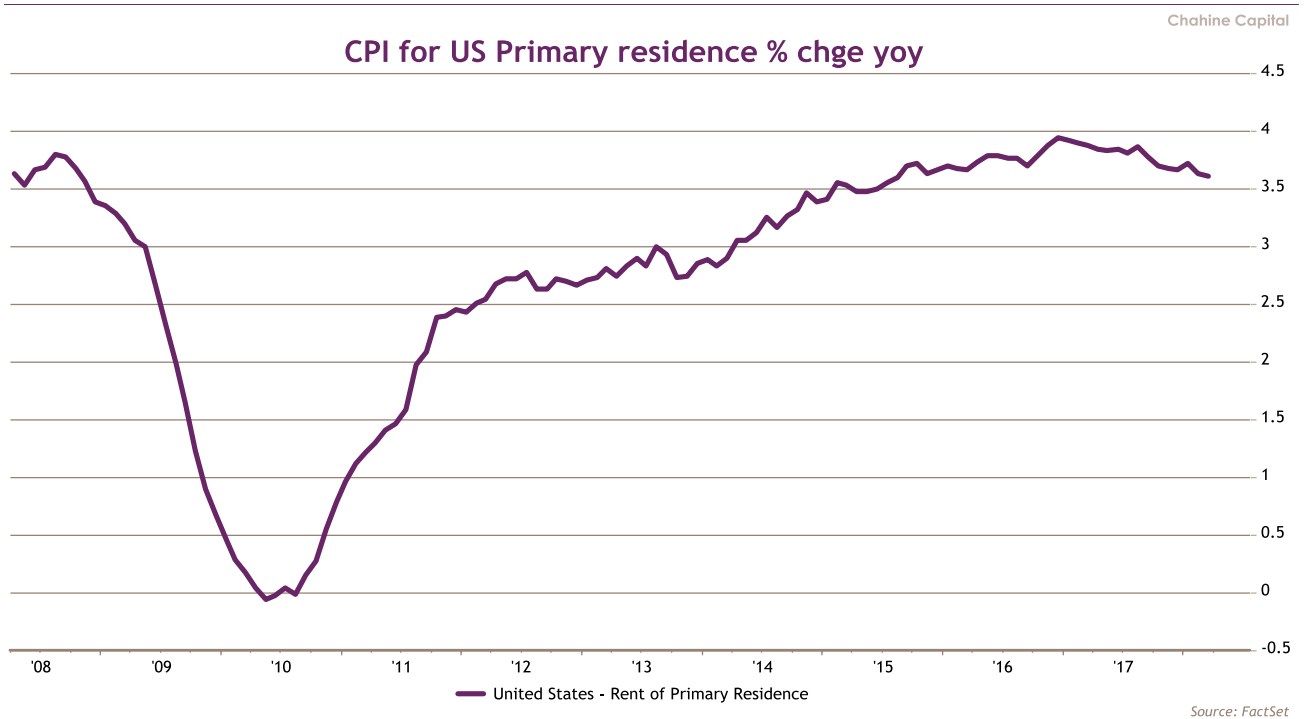
Malgré la hausse des taux, il faut constater que les taux réels restent nettement en dessous du niveau d'avant la crise. À 3% et une inflation à 2%, les taux réels sont à 1% là où ils étaient à 2-2.5% avant la crise. Par ailleurs, une certaine dose d'inflation est favorable aux entreprises qui retrouvent une capacité à augmenter leurs prix et leurs marges.



## L'inflation dépasse l'objectif de 2% de la Fed



## Fortes tensions inflationnistes dans le résidentiel





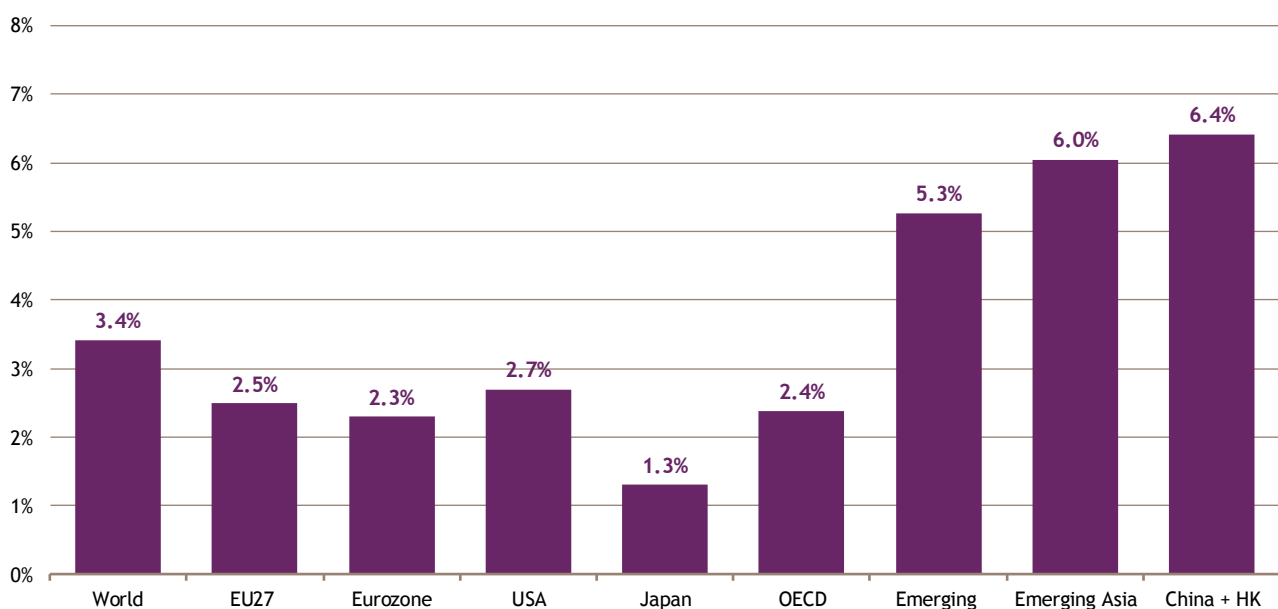
## Gare à une déstabilisation de la croissance mondiale

Si l'année 2018 se présente bien sur le plan des profits, il en est de même au niveau de la croissance économique mondiale. La prévision reste stable à 3.4% en devises (et non en parité de pouvoir d'achat qui est à 3.8%). Le bassin asiatique est de loin le plus dynamique dominé par la Chine et l'Inde avec une croissance moyenne de 6% qui fait envie. La moyenne de croissance dans les pays développés de l'OCDE reste modeste à 2.4% avec les US à 2.7% et l'Eurozone à 2.3% devant laquelle on s'extasie.

### La croissance mondiale largement dominée par l'Asie

2018 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE  
CAPITAL



Chahine Capital methodology

Quelques signes de ralentissement sont apparus néanmoins au premier trimestre avec un PIB décevant aux États-Unis au rythme de 2.3% annualisé et en partie boosté par les inventaires et non la consommation. Les chiffres de la France étaient également décevants avec une hausse de 0.3% au premier trimestre et la Grande-Bretagne est à 0.1%.

Le risque principal sur la croissance est le potentiel de guerre commerciale généré par Donald Trump et sa remise en question du libre échange. La visite de Macron, reçu en grande pompe jamais égalée par le passé, n'a pas réussi à assouplir sa position ni d'ailleurs la plaidoirie d'Angela Merkel. On sera vite fixé s'il s'agit d'une posture de négociation, et tout rentrera dans l'ordre, ou d'un bras de fer avec exécution des menaces.

Les menaces géopolitiques ne manquent pas et pour le moment tout le monde s'extasie devant le dictateur Kim Jong Un qui prétend vouloir dénucléariser la péninsule. Nous sommes très sceptiques à ce sujet car le dictateur a plutôt envie d'arrêter les essais pour montrer au monde qu'il est raisonnable mais en même temps affirmer qu'il fait maintenant partie du club des puissances nucléaires.

La rupture probable par Trump de l'accord iranien met du plomb dans plusieurs économies européennes contentes de commercer avec le pays et qui vont s'arrêter net par peur des sanctions américaines comme

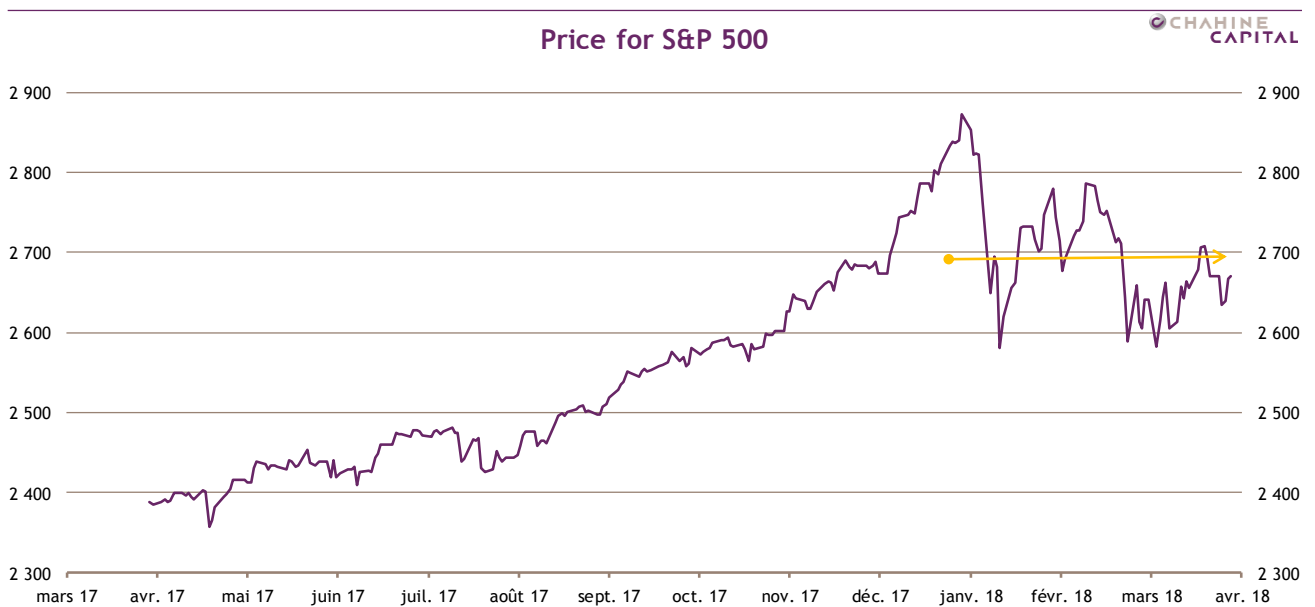


la pauvre BNP a du récemment en subir. Peut-être Trump adopte-t-il cette posture pour trouver un meilleur accord que Macron et Merkel sont prêts à tenter.

## Un marché ennuyeux et sans tendance

Sachant que toutes les bonnes nouvelles ont été largement intégrées dans le marché en 2017, les investisseurs ont réalisé que l'envolée du début d'année était excessive et sont redevenus très prudents depuis en attendant des signaux pour pouvoir s'orienter. Le seul signal reçu est que la hausse des taux est inéluctable et son ampleur va conditionner la suite. À taux identique que 2017, le marché aurait pu évoluer de 10% en anticipant les profits de 2019. Mais avec l'incertitude sur les taux, cette progression n'est pas réaliste et depuis février, le marché fait du yoyo avec quelques opportunités d'achat quand l'indice descend à 2600 points.

### Le S&P 500 fait du yoyo depuis février

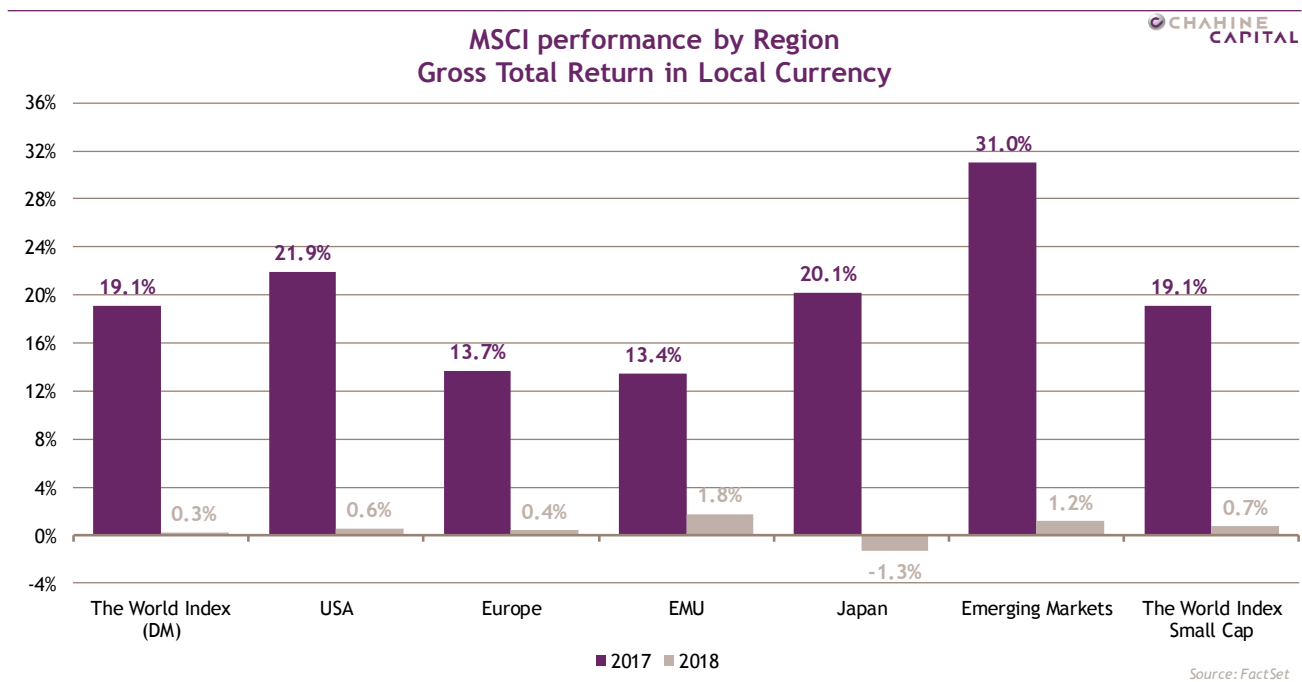


Source: FactSet

Les marchés internationaux font bien entendu du mimétisme et sont également dans l'expectative en oscillant au gré du marché américain. Aucune zone géographique ne se détache et la performance du marché global est proche de zéro pour le moment, que ce soit en \$ ou en monnaie locale. En effet, la devise américaine a repris un peu du poil de la bête, proche de 1.20\$ pour 1€, par le jeu de spread très important entre les taux américains et européens. Au niveau sectoriel, l'énergie se détache à peine avec la technologie depuis le début de l'année. Nos fonds surperforment les indices avec 1.45% pour Digital Stars Europe et 2.52% pour Digital Stars Europe Ex-UK. Mais nos gérants confirment l'absence pour le moment de tendances affirmées et il faut s'armer de patience car cela ne dure jamais trop longtemps.



## Aucune région ne se détache en 2018



## Valorisation des marchés

Ces performances sans relief depuis le début de l'année s'expliquent parfaitement par le fait que les marchés sont à leur prix et naviguent au gré des nouvelles. Notre objectif de cours oscille autour des variations du taux à 30 ans et diminue légèrement ce mois-ci car le taux est passé de 3% à 3.17%. L'objectif du S&P 500 en fin d'année se situe à 2657 points contre 2738 points le mois dernier, mais revient à 2748 points pour des taux à 3% et 2615 points pour des taux à 3.25%. Le CAGR sur 8 ans est à 6% dont 1% est expliqué par l'impact de la réforme fiscale. Le risque n°1 reste la hausse des taux et le risque n°2 est un ralentissement de la conjoncture provoqué par exemple par le protectionnisme ou une crise géopolitique. Sur le long terme, le marché actions reste un bon véhicule d'investissement offrant une Prime de Risque de 3% de mieux que l'emprunt d'État à 30 ans. Digital Funds, qui fête son 20<sup>ème</sup> anniversaire cette année est à 10% net de frais sur cette longue période malgré la traversée de toutes les crises.

## Le marché tourne autour de son cours d'équilibre

### S&P 500 - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2017

	30 Years Gvt bonds				
	2.75%	3.00%	3.17%	3.25%	3.50%
Mild recession: 13.5% in 2018 and -1.6% in 2019 - CAGR =1.4%	2 063	1 961	1 897	1 868	1 782
Implied Scenario CAGR 6.7% over 8 years	2 913	2 762	2 667	2 624	2 497
Base scenario: 19.3% in 2018 and 10.1% in 2019 - CAGR = 6.0%	2 894	2 748	2 657	2 615	2 493
Current Index S&P 500	2 667				



En zone Euro, le taux moyen pondéré des emprunts à 30 ans s'est légèrement tendu à 1.63% contre 1.54%. Le marché reste attractif jusqu'à un taux à 2%. Néanmoins, tous les gérants savent que le marché est largement dépendant de Wall Street et que c'est un marché de rendement et non de croissance. Des réformes profondes doivent intervenir pour remettre l'Europe au diapason de la nouvelle économie. Nous avouons humblement que la transparence des profits des grands groupes européens laisse à désirer et on a du mal à appréhender leur potentiel de croissance. Les prévisions des analystes restent inconsistantes depuis longtemps en raison du traitement des éléments exceptionnels de façon discrétionnaire par chaque analyste, la société elle-même ne fournissant pas de directive sur son bénéfice opérationnel. Le bénéfice comptable du coup dévie souvent par milliards avec le bénéfice opérationnel. L'obligation de publication trimestrielle n'est pas non plus contraignante et la cérémonie de parution des résultats, consistante aux US, est très variable en Europe.

## Un potentiel de hausse conditionné par la bonne tenue de Wall Street

### MSCI EMU - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2017

	30 Years Gvt bonds				
	1.25%	1.50%	1.63%	1.75%	2.00%
Depression scenario: 5% in 2018 and -5% in 2019 - CAGR = -4.8%	124	117	113	110	105
Implied Scenario: CAGR -3.3% over 8 years	139	131	127	123	117
Base scenario: 7.7% in 2018 and 9.5% in 2019 - CAGR = -1.7%	157	148	144	140	132
Current Index MSCI EMU	127				



## Conclusions

À l'heure où la saison de parutions des résultats du premier trimestre bat son plein, il se confirme que la hausse des profits 2018 atteindra les 20% qui se décomposent en 10.8% de hausse organique et 8.4% d'impact de la réforme fiscale. Cette hausse a passablement réduit le P/E de l'année qui passe à 16.9x contre 18.4x il y a un an. Comme « par hasard » la progression de l'indice a été de 20%, mais en 2017, qui confirme le don d'anticipation du marché. Si l'on applique la même règle cette année, le marché devrait progresser au rythme des profits de 2019 à 10% sauf que les taux ne sont plus les mêmes. Le 30 ans, qui sert de référence, est à 3.17% contre une moyenne à 2.89% en 2017. Le premier trimestre, déjà bien connu, progresse de 23.3% sur un an, avec des records dans l'énergie, la finance et l'IT. Les profits record de la finance sont gratifiés... d'une baisse des cours, car ceux-ci avaient déjà flambé depuis l'avènement de Trump. Des hausses de profits colossales dans la technologie ne donnent pas lieu à des hausses de cours, car les P/E restent très élevés comme Google à 23.8x. Seul le secteur immobilier est délaissé car il a entamé la chute avec la hausse des taux. Cette progression constante des profits se traduit par des marges à un niveau inégalé de 11.5% pour 2018 et 21% pour le secteur informatique. L'Europe reste très en retrait sur le plan des profits qui n'ont même pas retrouvé encore leur niveau d'avant la crise et dont les prévisions de croissance 2018 et au-delà restent très modestes.

L'année 2018 sera influencée en priorité par l'évolution des taux longs même si les profits en 2019 sont au rendez-vous. Le marché a mal digéré le franchissement des 3% pour les taux à 10 ans et le taux à 2 ans n'arrête pas de progresser ce qui renforce la probabilité de 4 hausses de taux de la Fed en 2018. L'inflation n'est pas étrangère à ces tendances qui donne plusieurs signes d'accélération, à cause du pétrole, d'une forte augmentation du salaire horaire ou de l'emballement des services et en particulier des loyers. Néanmoins, il faut noter qu'on est loin d'une vraie tension car les taux réels dépassent à peine 1% alors qu'ils sont normalement à 2-2.5%.

La croissance mondiale reste très robuste, notamment en Asie, mais quelques signes de mollesse apparaissent dans le PIB américain, français ou anglais du premier trimestre. Le danger peut également venir d'une déstabilisation dans le commerce mondial déclenchée par Mr Trump, ou un impact géopolitique sur l'Iran ou la Corée. Tous ces facteurs expliquent un marché ennuyé qui fait du yoyo depuis février, avec des performances nulles depuis le début de l'année. Nos fonds restent dans le vert avec des hausses de 1 à 2%. La raison profonde est que les marchés restent pratiquement à leur prix selon nos modèles variant au gré des taux à 30 ans. Le nouvel objectif du S&P 500 est à 2657 points pour des taux à 3.17% contre 2738 le mois dernier où les taux étaient à 3%. Le marché Européen a plus de potentiel mais aussi plus de volatilité et va évoluer au rythme de Wall Street. Sur le long terme, les actions restent un placement rémunérateur avec une Prime de Risque de 3% au dessus des taux à 30 ans. Notre fond phare, qui fête son 20ème anniversaire cette année, affiche une performance moyenne annualisée 10% sur la période.

Nous maintenons notre opinion neutre sur les marchés : renforcer quand le S&P 500 est à 2600 points si l'on est sous pondéré et alléger à 2700 si l'on est surpondéré, en surveillant étroitement l'environnement des taux.

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 27/04/2018 (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%	-0.5%	20.1%	16.0 x	18.3 x	9.2%	14.7%	19.4%	2.51%	0.1%	0.4%
MSCI USA	57.7%	-0.1%	19.6%	17.2 x	20.5 x	10.3%	19.3%	11.9%	1.97%	1.0%	0.3%
MSCI Japan	8.7%	-2.0%	16.6%	13.2 x	13.9 x	5.0%	5.4%	25.6%	2.28%	0.1%	1.2%
MSCI EMU	16.0%	0.7%	10.1%	14.3 x	15.4 x	9.5%	7.7%	19.3%	3.39%	-0.1%	0.1%
MSCI Europe	28.5%	-1.5%	7.2%	14.6 x	16.0 x	8.5%	9.7%	13.8%	3.64%	0.0%	0.1%
MSCI Europe ex Energy	26.3%	-2.2%	7.8%	14.6 x	15.8 x	8.8%	8.4%	11.4%	3.53%	-0.5%	0.2%
MSCI Austria	0.2%	0.4%	36.4%	11.4 x	11.8 x	6.4%	3.6%	28.3%	3.25%	1.2%	-0.3%
MSCI Belgium	0.7%	-2.9%	1.7%	17.7 x	19.6 x	9.1%	10.7%	13.0%	4.00%	0.8%	-0.1%
MSCI Denmark	0.8%	-5.2%	16.3%	17.8 x	19.2 x	8.4%	7.7%	4.2%	2.53%	-0.9%	0.2%
MSCI Finland	0.5%	8.9%	4.7%	17.7 x	18.1 x	8.6%	2.2%	13.7%	4.35%	1.0%	-0.1%
MSCI France	5.5%	2.9%	11.2%	15.3 x	16.6 x	10.3%	8.3%	8.9%	3.23%	0.7%	-0.2%
MSCI Germany	4.3%	-3.7%	9.8%	13.2 x	14.0 x	8.9%	6.3%	9.7%	3.13%	-1.3%	1.0%
MSCI Great-Britain	6.8%	-3.7%	7.2%	13.9 x	14.8 x	6.1%	6.4%	22.6%	4.31%	0.1%	0.5%
MSCI Ireland	0.2%	-4.7%	21.1%	16.7 x	16.6 x	6.2%	-0.9%	6.7%	1.49%	-2.2%	3.4%
MSCI Italy	1.3%	11.3%	9.3%	12.7 x	15.3 x	11.4%	20.2%	386.3%	3.80%	1.4%	-2.3%
MSCI Netherlands	1.6%	1.1%	14.3%	16.0 x	17.0 x	8.0%	6.3%	9.8%	3.07%	-0.1%	-0.1%
MSCI Norway	0.5%	1.9%	18.0%	15.3 x	17.2 x	12.0%	12.5%	49.8%	4.15%	-0.4%	0.4%
MSCI Spain	1.6%	-1.7%	7.8%	12.9 x	13.4 x	9.0%	3.9%	36.9%	4.26%	-0.6%	0.2%
MSCI Sweden	1.1%	1.0%	6.4%	16.3 x	17.4 x	6.8%	7.0%	3.1%	4.01%	1.8%	-0.3%
MSCI Switzerland	3.0%	-5.4%	14.6%	16.3 x	21.4 x	10.0%	31.1%	-5.0%	3.45%	0.2%	-0.6%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.7%	2.8%	7.2%	12.8 x	13.6 x	8.0%	6.3%	22.3%	3.12%	0.8%	0.6%
MSCI Europe Consumer Staples	3.8%	-7.0%	6.6%	18.2 x	19.6 x	8.8%	7.4%	7.0%	3.29%	-0.9%	-0.2%
MSCI Europe Energy	2.2%	7.2%	0.1%	14.6 x	18.6 x	4.9%	27.4%	63.4%	4.99%	6.7%	-0.2%
MSCI Europe Financials	5.8%	-1.2%	8.1%	11.7 x	13.5 x	10.2%	15.1%	12.2%	4.47%	-1.2%	0.6%
MSCI Europe Health Care	3.0%	-5.1%	0.6%	15.7 x	16.6 x	8.2%	6.2%	-7.4%	3.21%	-1.5%	0.0%
MSCI Europe Industrials	3.8%	-2.6%	13.1%	17.0 x	18.1 x	12.2%	6.8%	11.1%	2.78%	-0.8%	0.1%
MSCI Europe Information Technology	1.3%	0.7%	17.5%	21.2 x	24.0 x	15.3%	13.3%	7.8%	1.55%	1.0%	-0.1%
MSCI Europe Materials	2.1%	-1.7%	16.0%	14.1 x	15.4 x	1.6%	9.1%	45.7%	3.30%	1.1%	-0.9%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-2.0%	7.3%	15.8 x	13.1 x	0.5%	-16.8%	-11.7%	4.27%	3.1%	3.4%
MSCI Europe Telecommunication Services	1.2%	-1.8%	-2.4%	15.4 x	15.5 x	9.6%	1.0%	10.2%	4.92%	-3.2%	-2.9%
MSCI Europe Utilities	1.2%	1.8%	4.3%	14.0 x	14.0 x	6.3%	-0.5%	6.0%	5.21%	0.6%	1.7%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 26/04/2018





### 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).