

Le candidat Trump « anormal » deviendra-t-il un président normal ?

Conclusions

Le ton du candidat Trump a changé complètement le jour même de son élection pour redevenir tout à fait rassurant. Passage de pouvoir dans la sérénité et début de retrait ou d'édulcoration des propositions excessives. Son programme prévoit d'énormes investissements dans les infrastructures et la défense (probable). Il inclut la baisse du taux marginal de l'impôt de 39.6% à 33% (probable) et promet de verrouiller les niches fiscales (bon courage!). Il veut éliminer l'impôt sur les successions (probable). L'impôt sur les sociétés sous Trump devrait passer de 35% nominal à 15% (très probable, mais plutôt 20%), une amnistie sur les énormes profits parqués à l'étranger (probable). Le financement de ces largesses n'est pas prévu, et s'appuie sur une profession de foi que la relance de l'économie fera le job. C'est clairement un programme pour les riches qui sont déjà immensément riches et qui est la source des inégalités et du ralentissement économique.

Le programme des 100 premiers jours n'est pas trop difficile comme l'annulation du traité Trans Pacifique qui n'est pas né, l'allègement des réglementations (le marché croit à une réforme du Dodd-Frank Act), renforcement de la cyber guerre (bravo), meilleur contrôle des visas (ça ne coûte pas cher), régulation des lobbies (à voir). Son attaque sur l'accord sur le climat sera controversée au niveau des États.

Son programme économique a été salué par la bourse, américaine surtout. Wall Street a vite perçu que le candidat Trump « anormal » se comportait comme un président normal avec des mesures « pro business » inespérées. Les indices américains sont maintenant à leur plus haut historique, l'effet Trump a été une hausse de 4% sur l'indice S&P 500, l'Europe n'a eu qu'un maigre 1.3% qui ne compense même pas la remontée du \$. Ce sont les valeurs financières américaines qui se sont envolées ainsi que les petites capi du Russell 2000 (13% de hausse). À l'inverse, les valeurs sensibles aux taux, comme l'immobilier, ont plutôt décroché.

Mais l'impact le plus sensible a été le crash obligataire qui a fait perdre 1 trillion \$ sur les emprunts d'état. Ce crash résulte des hausses quasi certaines de la Fed et la reprise anticipée de l'inflation. Le marché actions aurait dû sombrer dans la foulée mais il a battu des records ! Nos modèles quantitatifs n'ont pu percer le secret de ce comportement. Le marché a quasiment entériné la baisse du taux de l'IS que nous avons mis à 20%. Cela relève le bénéfice par action du S&P 500 de quasiment 10% et réduit le P/E 2018 de 16.1x à 14.6x. Cela permet de relever le CAGR sur 8 ans à 5.6%, mieux que les 5.3% nécessaire pour justifier le prix à des taux 30 ans de 3%. Le cours théorique instantané ressort à 2253 points contre 2205 à la clôture. Notre objectif de cours pour 2017 se situe à 2354 points. Ainsi, l'envolée des cours ne contient aucune anticipation d'accélération de la croissance (à peine 0.1% de plus selon le consensus). Si les taux longs devaient encore se tendre, il faudrait que la croissance soit au rendez vous.

Les grands thèmes qui vont dominer l'année 2017 seront : La politique américaine du président Trump, les incertitudes sur le Brexit et la chute de la livre, la remontée des taux américains et leur conséquence sur la remontée du \$, une crise potentielle dans les pays émergents, un repli dans les échanges mondiaux.

L'Europe bénéficie toujours du QE et c'est encore plus puissant que l'IS. Notre objectif de cours pour 2017 pour le STOXX Europe 600 se situe à 364 points, un potentiel d'appréciation de 6.4% auquel il faut ajouter un dividende gras de 4%. Nous demeurons neutres sur les actions (45 à 50% d'un patrimoine diversifié) avec une préférence pour les actions européennes.

Jacques Chahine



Retour vers les réalités du terrain du président Trump

Le ton du candidat Trump a changé complètement le jour même de son élection pour redevenir tout à fait rassurant. Passage de pouvoir dans la sérénité et début de retrait ou d'édulcoration des propositions excessives. Il aura remarqué que la loi ObamaCare contenait quelques bons éléments que l'on ne pouvait pas effacer, comme l'obligation d'assurer des sujets avec des antécédents médicaux. L'ensemble des propositions politiques qui devaient être implémentées le lendemain de l'élection devront être réévaluées à la lumière de la Constitution et des réalités politiques et sociales. Par contre, le programme économique du candidat intéresse particulièrement les marchés et peut faire bouger l'économie dans un sens ou un autre.

Son programme prévoit d'énormes investissements dans les infrastructures et la défense. Il inclut la baisse du taux marginal de l'impôt de 39.6% à 33% et promet de verrouiller les niches fiscales (bon courage!). Il veut éliminer l'impôt sur les successions, qui s'applique déjà au-delà de 5 ou 10M\$ pour un couple. **L'impôt sur les sociétés sous Trump devrait passer de 35% nominal à 15%**, ce qui marquera une amnistie sur les énormes profits parqués à l'étranger. Le financement de ces largesses n'est pas prévu, et s'appuie sur une profession de foi que la relance de l'économie fera le job. C'est clairement un programme pour les riches qui sont déjà immensément riches et qui est la source des inégalités et du ralentissement économique.

Vers une guerre commerciale ?

Le programme du candidat inclut la fermeture des frontières et la dénonciation de divers traités commerciaux. La promesse de revoir les accords commerciaux internationaux est le sujet qui inquiète le Mexique, les pays émergents, la Chine et peut avoir un impact en Europe. Dans un premier temps, le traité Trans Pacific (TPP) signé le 4 février 2016 mais non encore ratifié, a été saqué par Trump à la grande satisfaction de la Chine qui se voit reprendre le rôle de l'Amérique dans la zone. Par contre, le traité NAFTA avec le Mexique et le Canada, en application depuis 22 ans doit être renégocié. Est-ce à dire que les usines mexicaines qui fabriquent les biens de consommation pour l'Amérique vont être fermées ? Le plein emploi aux US rend quasi impossible le rapatriement de millions d'emploi dans l'automobile, l'électronique, le textile, l'électroménager... Et si le Mexique est appauvri, il sera encore plus difficile de contrôler l'immigration.

Pragmatisme dans le programme des 100 jours

La plupart des promesses du candidat Trump doivent passer l'épreuve des dures réalités. Et sur la plupart des réformes annoncées, le président Trump fait preuve de pragmatisme. Ainsi, il ne poursuivra pas Hillary en justice, il ne répudiera pas complètement l'ObamaCare, il ne déportera pas 11 millions d'immigrés comme annoncé, mais 2 à 3 millions et ce n'est même pas sûr. La construction du mur sur la frontière mexicaine ne fait pas partie du programme des 100 jours. Son retrait de l'accord de Paris sur le climat nécessite 4 ans de préavis, et des décisions concrètes comme la suppression des subventions sur les énergies renouvelables ne seront pas prises. Ce sont les États comme la Californie qui poursuivront le modèle de l'environnement. C'est là qu'Elon Musk poursuit le rêve de la maison verte autosuffisante en énergie avec le toit solaire qui recharge en même temps la voiture Tesla.

Les priorités de ses 100 premiers jours comme président ne créent pas trop de controverses. Ils incluent :

- La levée des restrictions environnementales sur la production d'énergie
- Le retrait du traité Trans Pacific
- La diminution des réglementations sur le business et notamment sur les banques (Dodd Frank Act)



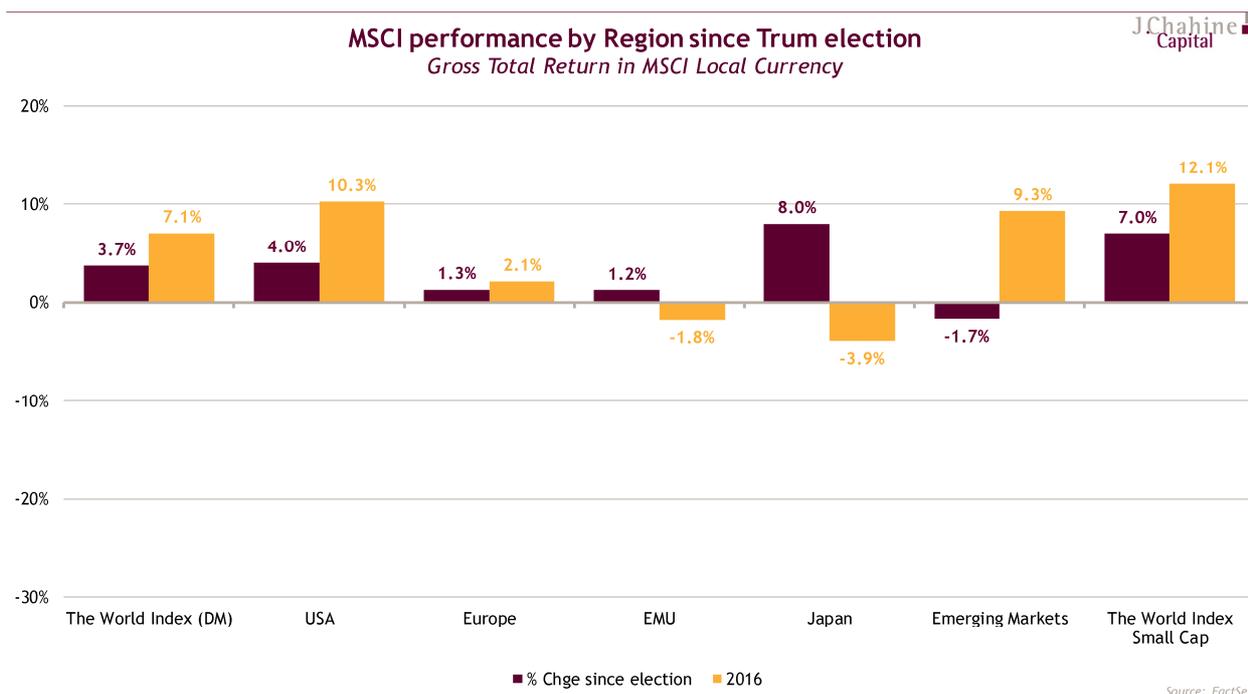
- Meilleure défense contre les cyberattaques et élargissement des capacités offensives
- Renforcement du système des visas
- Régulations sur les lobbies

On voit que les premiers 100 jours n'incluent pas des sujets très controversés comme l'érection du mur, le retrait de l'ObamaCare ou le traité avec l'Iran. Ils ne nécessitent pas en outre un vote du Congrès.

Effet Trump favorable à la bourse

Wall Street a vite perçu que le candidat Trump « anormal » se comportait comme un président normal avec des mesures « pro business » inespérées. Alors que les marchés chutaient de 5% dans les heures qui ont suivi l'élection ils ont rebondi suite au discours rassurant du nouveau président. Les indices américains sont maintenant à leur plus haut historique, l'effet Trump a été une hausse de 4% sur l'indice S&P 500. L'Europe, déjà en retard, a moins réagi mais progresse néanmoins de 1.3% en monnaie locale sous l'effet Trump, comme l'Eurozone, malgré le coup de pouce donné par la chute de l'Euro. Mais c'est le marché Japonais qui s'est envolé de 8% suite à la chute de 7.3% du Yen face au \$. Sa performance annuelle reste néanmoins négative car le Yen s'est plutôt apprécié depuis le début de l'année. Les grands groupes nippons qui font la cote sont totalement dépendant de l'export et du \$ et leur cours est donc fortement corrélé à la devise américaine. Tel n'est pas le cas des marchés émergents qui sont les seules à avoir reculé sous l'effet Trump en monnaie locale et encore plus en \$ (-4.3%). Ces marchés sont très gourmands en besoins en \$ et sa hausse impacte fortement leur économie. Notons que les plus gros bénéficiaires de l'effet Trump ont été les petites et moyennes capi américaines où le Russell 2000 s'est envolé de 13% dans la perspective de favoriser les petites entreprises à travers une imposition à 15% de l'IS (les grands groupes sont déjà moins imposés grâce à l'optimisation fiscale). Rien de semblable par contre en Europe.

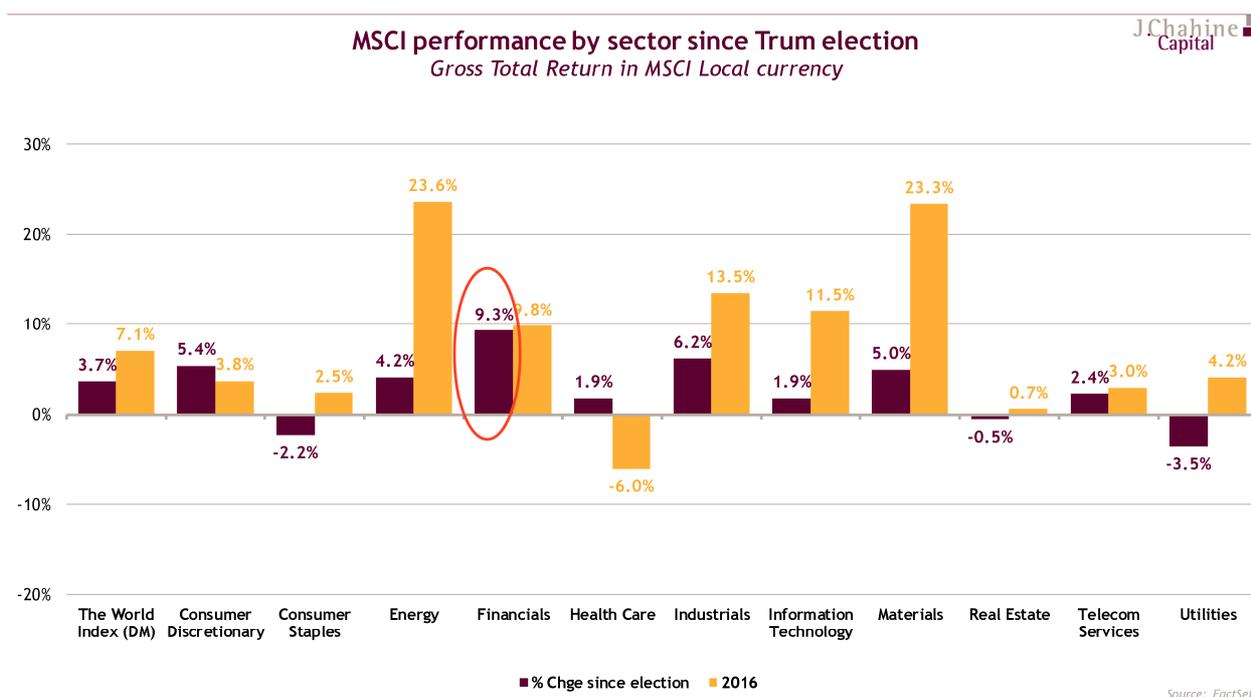
Effet Trump : 4% de hausse du marché américain





Par secteur, ce sont les financières qui sont à la fête sous le double effet de la hausse des taux et de la promesse d'alléger les contraintes du Dodd Frank Act. Leur performance a été plus du double de la moyenne aux US, avec 9.3% de hausse sous l'effet Trump. En Europe, les financières surperforment mais de façon plus modeste, tout en restant largement dans le rouge depuis le début de l'année

Les financières à la fête avec Donald Trump



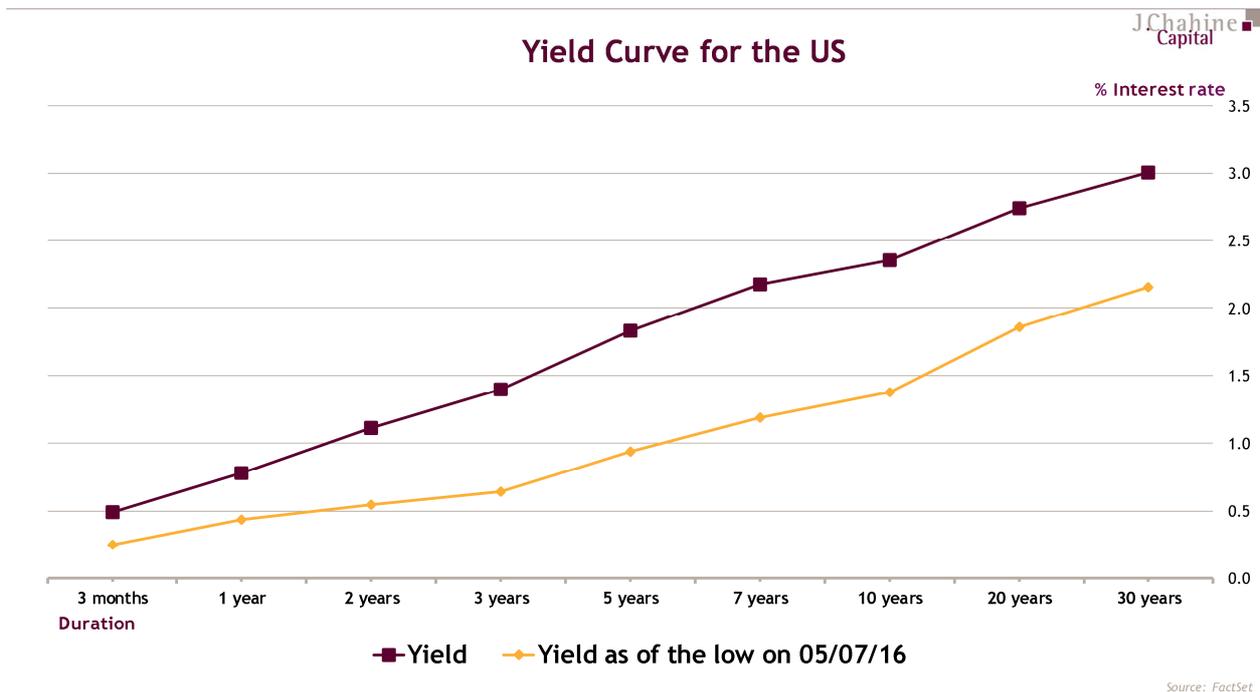
Les autres secteurs gagnants sont les industriels (+6.2%) et la consommation cyclique (+5.4%). Deux secteurs sont impactés négativement : les utilities et l'immobilier, sous l'effet de la hausse fulgurante des taux. Le secteur informatique a été plutôt délaissé, les énormes groupes comme Google ou Facebook ont plutôt baissé car ils sont exposés aux mesures de rétorsion en cas de restriction du commerce international. On voit déjà la Chine rétorquer sur l'expansion d'Apple ou de Boeing.

Un Crash obligataire inattendu

L'impact le plus significatif de l'élection du président Trump a été le crash obligataire, sur l'ensemble de la courbe des taux. Le taux à 10 ans a gaillardement dépassé les 2% à 2.36% et le 30 ans est maintenant 3% alors qu'il était à 2.16% au lendemain du Brexit. Cela fait un drawdown de 16.5% sur le cours du titre. Alors qu'en cas de remous sur les marchés financiers la Fed aurait reculé sa hausse des taux de décembre, il y a maintenant une certitude qu'elle devra le faire et de façon plus rapide que graduelle si on se réfère à la courbe des taux. Les taux à 1 an sont à 0.78% et le taux d'escompte démarra en 2017 à 0.5%. Cela signifie que le marché attend d'autres hausses en 2017. Par exemple un taux de la Fed à 1% au milieu de 2017 donnerait une moyenne de 0.75%.



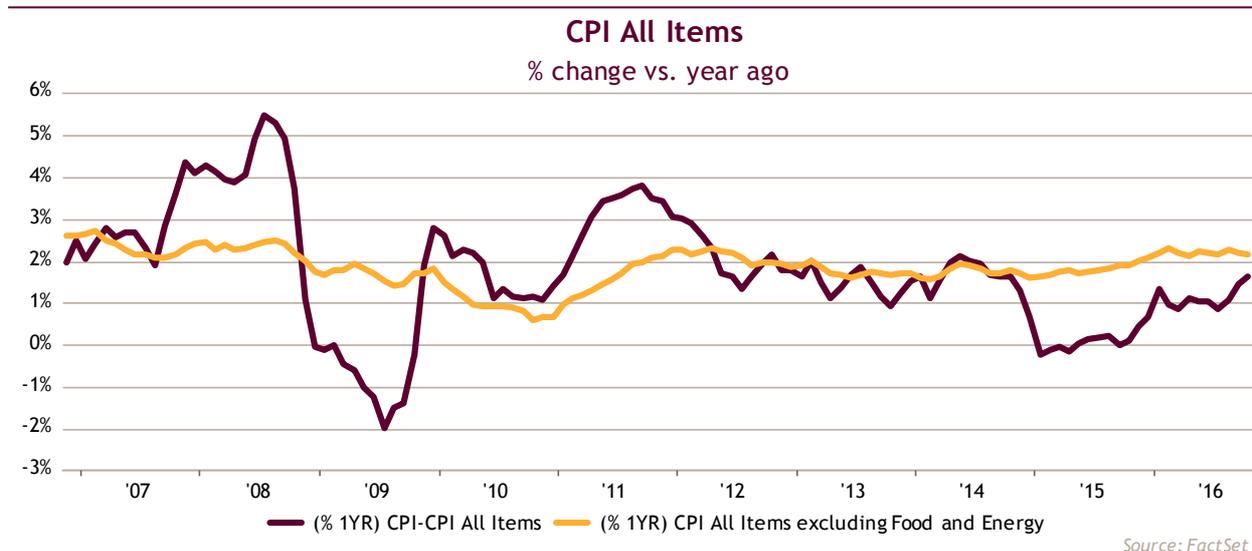
Envolée de la courbe des taux



Accélération en vue de l'inflation

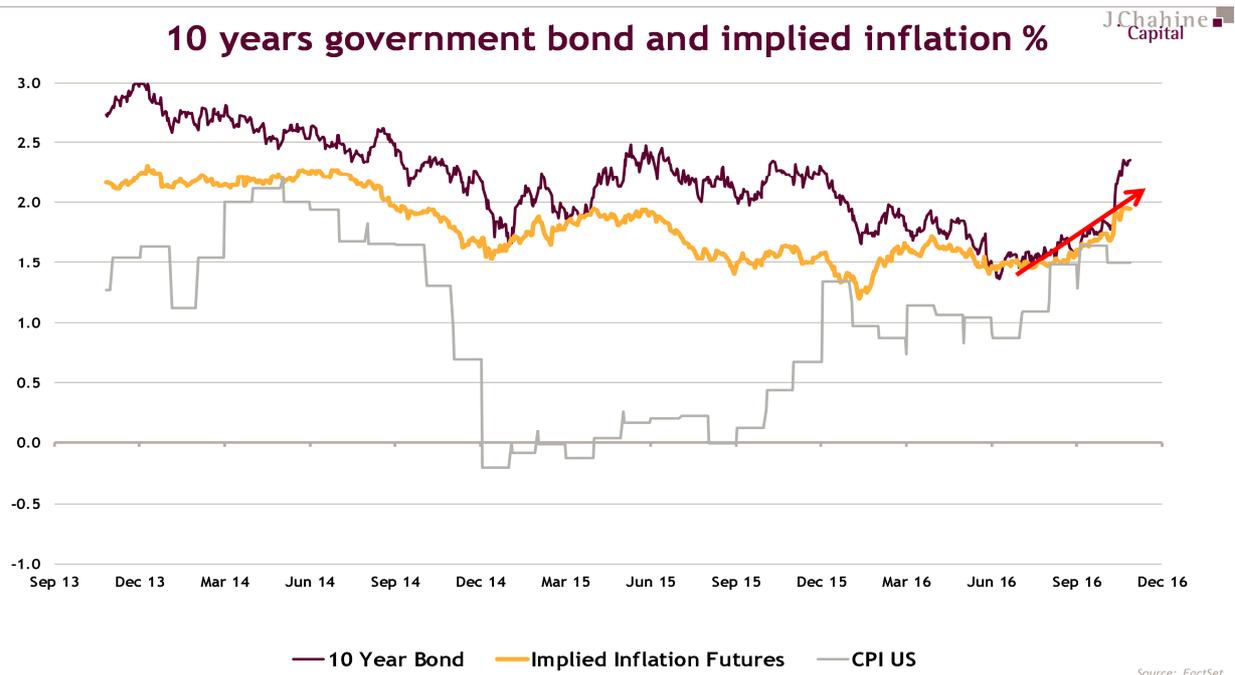
La courbe ci-dessous montre l'accélération de l'inflation depuis plusieurs mois sous l'effet de la stabilisation du prix de l'énergie. La hausse du \$ atténuera le prix des produits importés, mais le déficit commercial risque de se creuser d'autant plus que la relance prévue des infrastructures et de la croissance augmentera les importations. Un autre signal inflationniste voit le jour dans l'accélération des hausses de salaires. Le coût moyen du salaire horaire est en hausse de 2.8% sur 1 an, et les tensions sur le marché de l'emploi vont apparaître quand le programme d'infrastructure verra le jour.

Remontée régulière de l'inflation





Remontée rapide l'inflation sous jacente dans les emprunts indexés

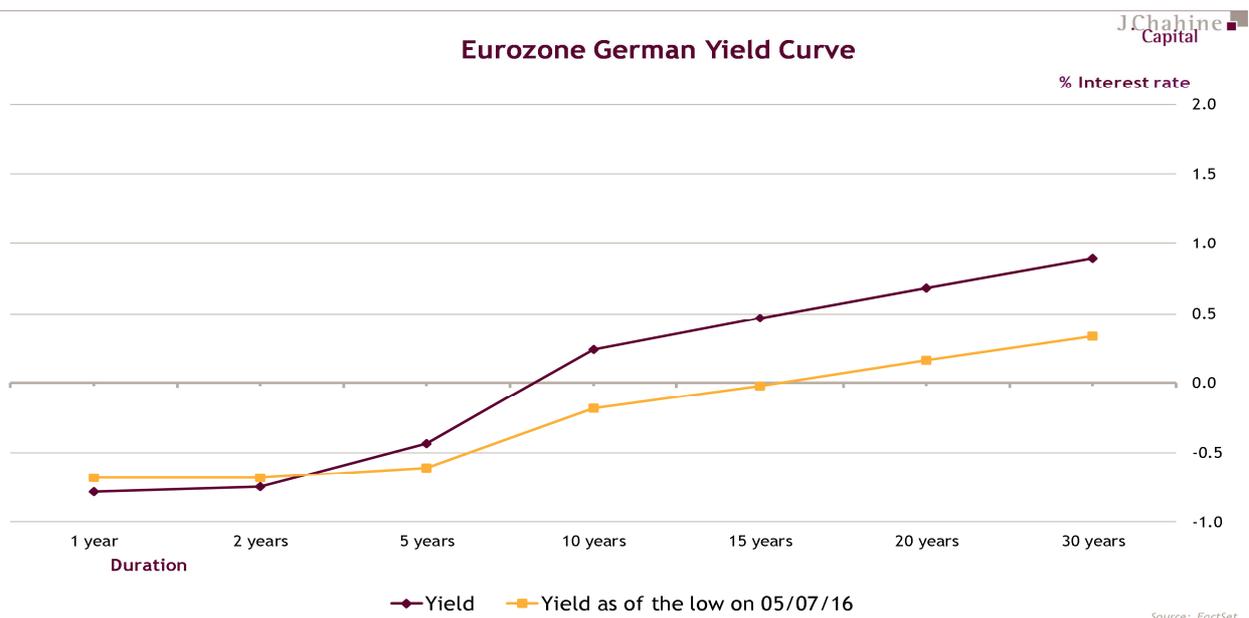


On voit dans la courbe ci-dessus que la hausse des taux a mis en évidence l'accélération de l'inflation sous-jacente dans les emprunts indexés, proche des 2% sur les 10 ans, ce qui nous paraît d'ailleurs sous-estimé.

Les taux moins impactés en Eurozone

Malgré l'inaction de la BCE sur les taux, la courbe s'est également tendue en Europe, le 10 ans allemand qui était négatif à un moment est à +0.25% et le 30 ans est passé de 0.34 à 0.90%. Il s'agit toujours de taux ridiculement bas, mais la crainte est de les voir progresser rapidement.

Tension moins importante sur la courbe des taux en Eurozone





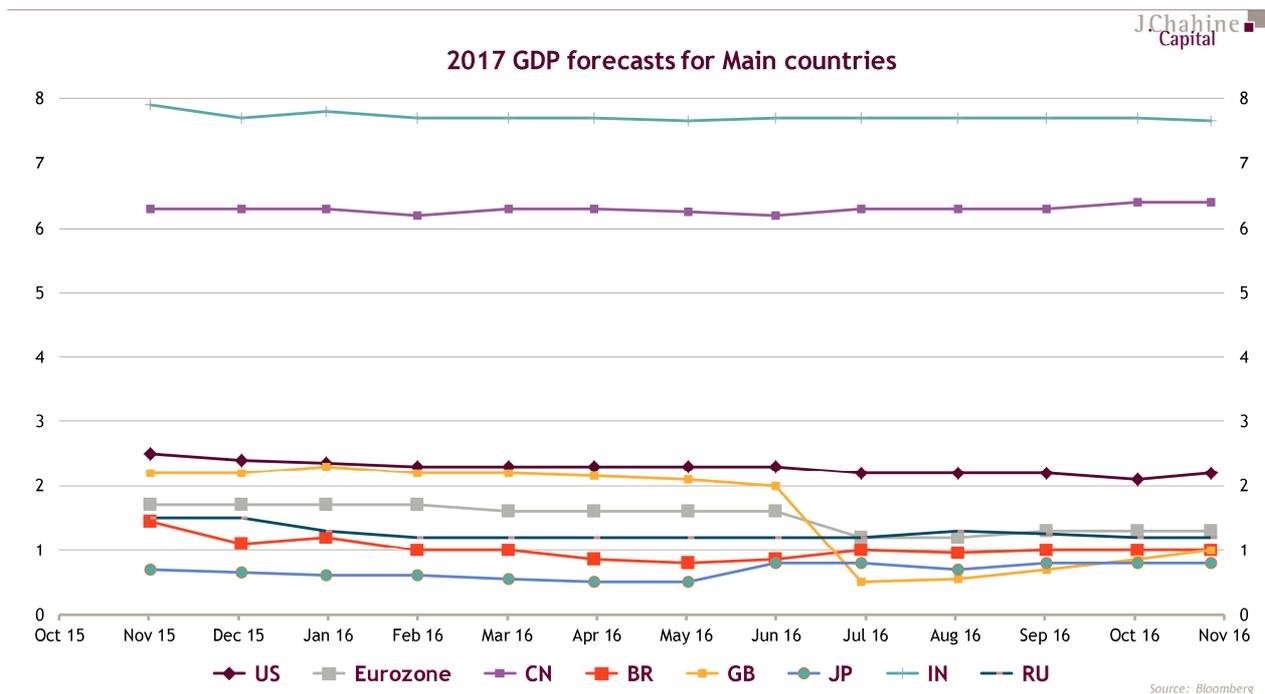
Pas d'accélération prévue de l'économie

Si le marché actions américains a absorbé sans sourciller l'énorme choc obligataire, nous ne sommes pas certains que le réveil ne soit pas très douloureux si le choc obligataire n'est pas contrebalancé par une accélération de la croissance. Mais les économistes n'ont pas réagi jusque-là en tandem avec la bourse. C'est à peine 1/10 de point de croissance du PIB américain en plus enregistré pour 2017 à 2.2% et la même chose pour 2018. Autant dire qu'on est loin de la croissance robuste de 4% promise par le candidat Trump.

Le projet majeur qui verra le jour est le lancement d'un vaste programme dans les infrastructures entre 500 et 1000Mds\$ sur 10 ans. Vu sa complexité, il ne figure pas dans le programme des 100 jours. Un homme comme Trump qui a vécu toute sa vie dans la construction devrait être capable de structurer un tel investissement qui peut accélérer le PIB de 0.3 à 0.4%.

Au niveau global, il y a peu de changement sur les prévisions de croissance. La zone Euro continue d'accuser une croissance molle pour 2017 à 1.3% contre 1.6% avant le Brexit. La Grande-Bretagne est encore en-dessous avec 1%, mais les économistes se sont repris du point bas à 0.5%. À vrai dire, personne ne connaît l'impact du Brexit dont la dénonciation n'est même pas certaine. Difficile d'imaginer un hard Brexit et ses conséquences.

Pas de signe d'accélération de la croissance, même aux US





Les grands thèmes qui vont dominer 2017

L'année 2017 sera ainsi dominée par :

- la politique américaine du président Trump
- les incertitudes sur le Brexit et la chute de la Livre
- la remontée des taux américains et leur conséquence sur la remontée du \$
- une crise potentielle dans les pays émergents suite à la hausse du \$
- un repli dans les échanges mondiaux suite à des guerres commerciales avec la Chine et le Mexique

Alors que Trump accuse la Chine de pratiques déloyales dans les échanges, le Yuan chinois poursuit sa tranquille dévaluation de 6% cette année avec 4.5% l'année dernière. L'important matelas de réserves accumulé par la Chine la met à l'abri des chocs de pays émergents à court de réserve et endettés en \$.

Le mystère de la hausse des marchés américain : dévoilé

La hausse des taux longs, notamment le 30 ans qui a dépassé notre objectif prudent de 2.75% pour s'installer à 3%, présente le plus grand danger immédiat. Notre modèle de Prime de Risque a fait le calcul de la croissance additionnelle du PIB nécessaire pour justifier 25bps de hausse sur les taux à 30 ans : 0.8% à inflation inchangée. À 3% de taux sur le 30 ans, le rendement réel n'est que de 1% en supposant que l'inflation moyenne reste à 2%. Ce rendement réel est historiquement très bas et risque d'évoluer au mieux en parallèle avec l'inflation.

Alors que le CAGR (Compounded Annual Growth Rate) des bénéfices sur 8 ans était de 4.1% avant les élections, implicite dans les cours, il est passé à 5.3%! sous le double effet de la hausse des taux longs de 25bps et de la hausse du S&P 500 de 2133 points à 2 205 points. À taux de marge inchangé pour les entreprises, cela suppose un accroissement des volumes ou du PIB de 1.2%. Si l'inflation reste à 2%, le PIB réel devrait passer à 3.3% sous l'effet Trump. Cela paraît irréaliste de risquer son argent sur cette hypothèse. On peut envisager de tolérer une inflation à 2.5% : dans ce cas le PIB devrait s'établir en moyenne à 2.8% sur les 8 prochaines années. Cela reste un scénario bien tendu. Mais Eurêka ! Nous avons trouvé l'explication COMPLÈTE de la hausse de l'indice.

Une des certitudes du programme Trump est la réduction du taux d'imposition à 15%. À partir de la base des comptes FactSet, le taux moyen d'imposition des sociétés du S&P 500 est à 26.9% actuellement. Nous supposons qu'il est ramené à 20% et non les 15% promis. Cela augmente MÉCANIQUEMENT le bénéfice par action du S&P 500 de 137.2 points à 150.9 points, réduisant le P/E 2018 de 16.1x (2205/137.2) à 14.6x (2205/150.9). Avec un bénéfice de 150.9 points en 2018, le CAGR sur 8 ans partant de 2016 est à 5.6%, mieux que le 5.3% nécessaire. Le prix instantané du marché se situe alors à 2253 points contre 2205 !

Cela explique pourquoi l'Europe, déjà déprimée, n'a pas profité de l'effet Trump et pourquoi les petites valeurs du Russell 2000 pleinement taxées vont profiter le plus de cette mesure.

Un beau cadeau de bienvenue fait aux riches

Nous avons établi notre modèle de simulation habituel sans prendre en compte l'hypothèse de baisse de l'IS très probable (paramètre pris en compte ce week-end). Le tableau ci-dessous donne les cours objectifs à fin 2017 hors hypothèse de baisse d'impôt, avec objectif de cours de 2144 contre 2205 à la dernière clôture. Incorporant notre scénario de baisse de l'IS à 20%, le nouveau objectif de cours à fin 2017 s'établit à **2354** points.



Ainsi, avant même la passation des pouvoirs, Donald Trump a encore enrichi les riches alors qu'il reste à prouver que son programme va réduire les inégalités, sources de la croissance molle de l'économie. Notre démonstration a prouvé que ce n'est pas l'accélération du PIB que les marchés ont salué, mais une mesure financière. Celle du PIB reste à prouver, car c'est elle qui sera source d'enrichissement des ménages et de croissance saine à long terme. Cette analyse montre l'incroyable financiarisation des marchés américains à la recherche permanente de l'ingénierie financière qui boostera les cours. Nous avons parlé déjà de la technique du rachat de ses propres titres.

Simulation à fin 2017 avant la baisse potentielle de l'IS

| S&P 500 - Valuation 2017 CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016 | 30 Years Gvt bonds | | | | |
|--|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2.50% | 2.75% | 3.00% | 3.25% | 3.50% |
| Margin squeeze: -1.5% in 2016, -12.6% in 2017 and +4% in 2018 (Normative). CAGR = -2.3% | 1 418 | 1 345 | 1 279 | 1 218 | 1 162 |
| Implied Scenario CAGR 5.3% over 8 years | 2 459 | 2 326 | 2 205 | 2 094 | 1 992 |
| Base scenario: 0.1% in 2016, +7% in 2017 and +9% in 2018 (Normative) CAGR = +4.38% | 2 384 | 2 259 | 2 144 | 2 039 | 1 943 |
| Current Index S&P 500 (as of 24/11/2016) | 2 205 | | | | |

Belles marges au 3^{ème} trimestre, mais T4 revu en baisse

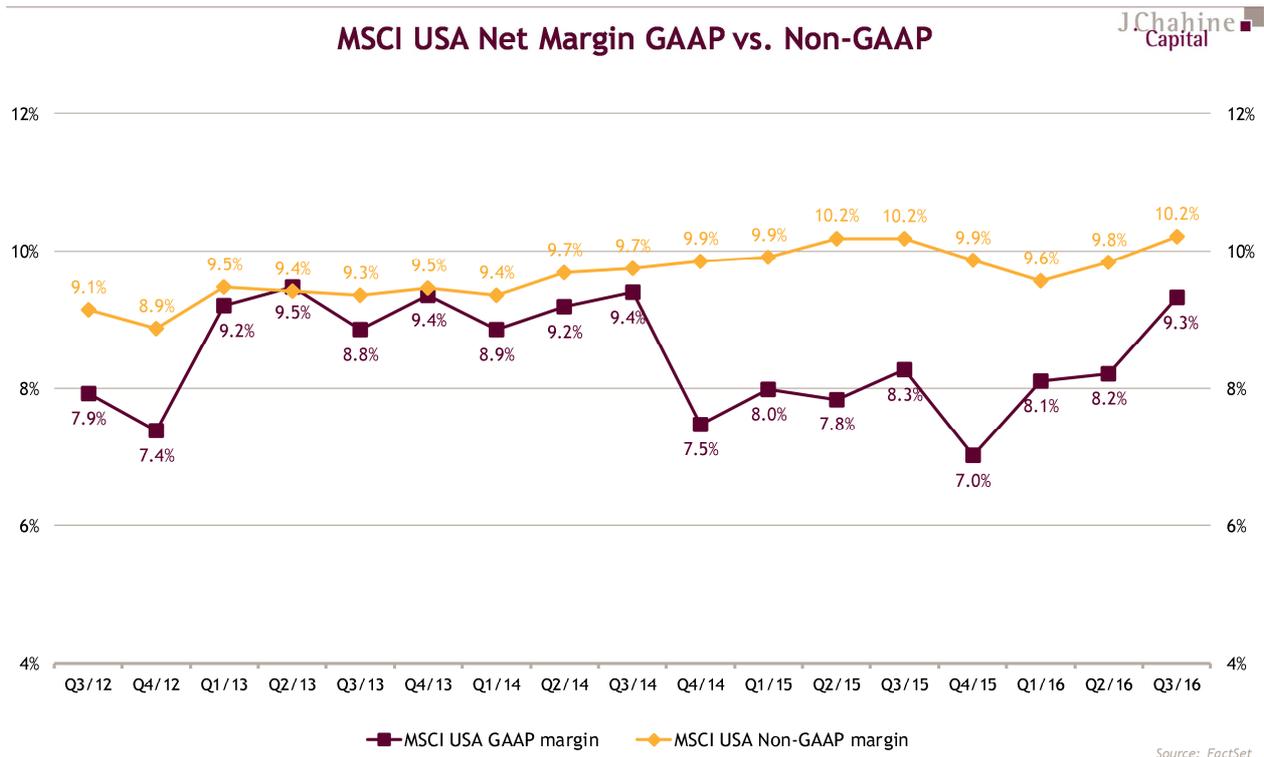
Le 3^{ème} trimestre a marqué un tournant dans les profits US. La marge nette aux normes Gaap a bondi de 8.2% à 9.3%, après le plongeon des derniers trimestres expliqué par la baisse sur l'énergie.

Si la marge du secteur de l'énergie est passée de négative au quasi-équilibre, d'autres secteurs ont amélioré leur performance notamment les financières, la santé et les télécoms. La légère amélioration dans le secteur informatique ne suffit pas pour revenir aux pics de 16%. Ce graphique nous montre également que la qualité des profits s'est nettement améliorée grâce à la réduction de l'écart entre les chiffres Gaap et non Gaap. Mais les résultats du 4^{ème} trimestre sont encore revus à la baisse et la hausse du \$ et des taux peut déjà impacter le trimestre.

Les prévisions du consensus pour 2017 restent optimistes et sont révisées substantiellement à la baisse dans quasiment tous les secteurs. Ainsi, la croissance pour 2017 a été revue de 13 à 10.8% en quelques mois, alors que nous l'estimons à 7%. La hausse du \$ ne va pas faciliter la tâche des grands groupes multinationaux. Hors effet IS, on risque de voir des taux de croissance faibles sur les prochaines années sauf si le nouveau président réussit à accélérer la croissance.



Fort rebond des marges au 3^{ème} trimestre



L'Europe en retard significatif sur le cycle

En Europe, les marchés sont encore sous l'influence du QE qui n'est pas prêt de s'arrêter. Même s'il y a eu une hausse des taux en sympathie avec les US, le 30 ans allemand reste à 0.9% et nous retenons un taux pan-européen à 2%. Le marché actuel est valorisé sur un CAGR NÉGATIF de -1.5% sur les 8 prochaines années ce qui est normalement aberrant si la croissance du PIB est positive. En fait, le marché est en train de dire qu'il y a d'énormes « casseroles » sur les profits en provenance des banques, où des milliards peuvent s'évaporer en pénalités en en provisions pour créances douteuses. Les financières sont encore en chute de 11% depuis le début de l'année. Les indices européens à dividende réinvesti sont encore négatifs sur l'année avec -3% pour l'Europe et -1.3% pour la zone Euro. Nos fonds Digital All-Cap sont à -1.5% pour l'Europe et +1.4% hors UK. Nous assistons actuellement à un flux de retour des investisseurs vers la zone Euro. Nous annoncerons prochainement le lancement de notre nouveau fond Digital Stars Europe Smaller Companies qui est un pur small/mid caps.



Notre valorisation de l'indice STOXX Europe 600 à fin 2017 fait ressortir un objectif à 364 points, avec un potentiel d'appréciation de 6.4% auquel il faut ajouter un dividende gras de 4%.

Le QE devrait permettre à l'Europe de surperformer

| STOXX Europe 600 - Valuation end 2017 CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016 | 30 Years Gvt bonds | | | | |
|--|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 1.50% | 1.75% | 2.00% | 2.25% | 2.50% |
| Depression scenario: -7% in 2016, -5% in 2017 and +3.5% in 2018 (Normative). CAGR = -3.69% | 302 | 285 | 270 | 256 | 243 |
| Implied Scenario CAGR -1.45% over 8 years | 383 | 361 | 342 | 324 | 308 |
| Base scenario: -1.1% in 2016, +10% in 2017 and +5% in 2018 (Normative) CAGR = -0.67% | 408 | 385 | 364 | 345 | 328 |
| Current Index STOXX Europe 600 (as of 24/11/2016) | 342 | | | | |

Avec l'appréciation récente de la livre anglaise, les bénéficiaires du Stoxx 600 sont revus à la hausse. Mais cela est également le cas dans l'Eurozone et la révision n'est pas imputable à une anomalie, mais plusieurs sociétés dont voici des exemples : Total, Porsche, Lufthansa, Banco Santander, BASF, Deutsche Telekom, Fresenius Medical. Le nombre de sociétés revues à la hausse dépasse le nombre de celles revues à la baisse.

Le consensus attend une baisse de 1.7% des profits en 2016 qui peut se transformer en légère hausse. Pour 2017, le consensus attend +13% que nous ramenons prudemment à +10%, plausible en raison du rebond du pétrole et des matières premières.

Le problème le plus urgent pour l'Europe en 2017 est de faire face au Brexit qui ne finit pas de faire des vagues. La meilleure solution est un retour par un chemin détourné du Royaume-Uni dans le giron de l'Europe, du type association à la Norvégienne, ce qui permettrait à tout le monde de sauver la face. Si le président Trump réussit à raviver l'économie américaine, notamment par l'investissement dans les infrastructures, l'Europe en bénéficiera car il n'y a pas de litige commercial a priori entre les deux blocs, juste l'enterrement du TTIP auquel pas grand monde ne semblait adhérer de toute façon. Et comme on l'a vu : 1 point de plus sur les taux long vaut infiniment plus financièrement qu'un point de croissance. L'Europe offre ainsi l'avantage d'être en retard de cycle sur les États-Unis.

Nous gardons notre position de pondération neutre sur les actions (45 à 50% d'un patrimoine diversifié) avec une surpondération pour l'Europe en profitant des taux encore bas. Nous surpondérons encore l'immobilier très sélectif et une recherche d'investissement direct dans des start-ups dans des métiers que l'on maîtrise et beaucoup d'autres catégories d'investissement hybrides. Nous pensons que les Hedge Funds, sauf exception notoire, auront du mal performer compte tenu de l'efficacité de plus en plus grande des marchés et des frottements qui existent en matière de liquidité et de taxes sur les transactions.



Conclusions

Le ton du candidat Trump a changé complètement le jour même de son élection pour redevenir tout à fait rassurant. Passage de pouvoir dans la sérénité et début de retrait ou d'édulcoration des propositions excessives. Son programme prévoit d'énormes investissements dans les infrastructures et la défense (probable). Il inclut la baisse du taux marginal de l'impôt de 39.6% à 33% (probable) et promet de verrouiller les niches fiscales (bon courage!). Il veut éliminer l'impôt sur les successions (probable). L'impôt sur les sociétés sous Trump devrait passer de 35% nominal à 15% (très probable, mais plutôt 20%), une amnistie sur les énormes profits parqués à l'étranger (probable). Le financement de ces largesses n'est pas prévu, et s'appuie sur une profession de foi que la relance de l'économie fera le job. C'est clairement un programme pour les riches qui sont déjà immensément riches et qui est la source des inégalités et du ralentissement économique.

Le programme des 100 premiers jours n'est pas trop difficile comme l'annulation du traité Trans Pacific qui n'est pas né, l'allègement des réglementations (le marché croit à une réforme du Dodd Frank Act), renforcement de la cyber guerre (bravo), meilleur contrôle des visas (ça ne coûte pas cher), régulation des lobbies (à voir). Son attaque sur l'accord sur le climat sera controversée au niveau des États.

Son programme économique a été salué par la bourse, américaine surtout. Wall Street a vite perçu que le candidat Trump « anormal » se comportait comme un président normal avec des mesures « pro business » inespérées. Les indices américains sont maintenant à leur plus haut historique, l'effet Trump a été une hausse de 4% sur l'indice S&P 500, l'Europe n'a eu qu'un maigre 1.3% qui ne compense même pas la remontée du \$. Ce sont les valeurs financières américaines qui se sont envolées ainsi que les petites capi du Russell 2000 (13% de hausse). À l'inverse, les valeurs sensibles aux taux, comme l'immobilier, ont plutôt décroché.

Mais l'impact le plus sensible a été le crash obligataire qui a fait perdre 1 trillion \$ sur les emprunts d'état. Ce crash résulte des hausses quasi certaines de la Fed et la reprise anticipée de l'inflation. Le marché actions aurait dû sombrer dans la foulée mais il a battu des records ! Nos modèles quantitatifs n'ont pu percer le secret de ce comportement. Le marché a quasiment entériné la baisse du taux de l'IS que nous avons mis à 20%. Cela relève le bénéfice par action du S&P 500 de quasiment 10% et réduit le P/E 2018 de 16.1x à 14.6x. Cela permet de relever le CAGR sur 8 ans à 5.6%, mieux que les 5.3% nécessaire pour justifier le prix à des taux 30 ans de 3%. Le cours théorique instantané ressort à 2253 points contre 2205 à la clôture. Notre objectif de cours pour 2017 se situe à 2354 points. Ainsi, l'envolée des cours ne contient aucune anticipation d'accélération de la croissance (à peine 0.1% de plus selon le consensus). Si les taux longs devaient encore se tendre, il faudrait que la croissance soit au rendez vous.

Les grands thèmes qui vont dominer l'année 2017 seront : La politique américaine du président Trump, les incertitudes sur le Brexit et la chute de la livre, la remontée des taux américains et leur conséquence sur la remontée du \$, une crise potentielle dans les pays émergents, un repli dans les échanges mondiaux.

L'Europe bénéficie toujours du QE et c'est encore plus puissant que l'IS. Notre objectif de cours pour 2017 pour le STOXX Europe 600 se situe à 364 points, un potentiel d'appréciation de 6.4% auquel il faut ajouter un dividende gras de 4%. Nous demeurons neutres sur les actions (45 à 50% d'un patrimoine diversifié) avec une préférence pour les actions européennes.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 28/10/2016 (in local currency)

| | Perf | | Weighted P/E | | % Wted EPS Chge | | | 2016 | Revision vs M-2% | |
|---------------------------------|--------|--------|--------------|--------|-----------------|--------|--------|-----------|------------------|-----------|
| | 2016 | 2015 | 2017 | 2016 | 2017 | 2016 | 2015 | Div Yield | Fiscal 17 | Fiscal 16 |
| MSCI The World Index | 3.7% | -2.8% | 16.0 x | 18.0 x | 12.1% | 0.6% | -6.0% | 2.55% | -2.9% | -2.1% |
| MSCI USA | 8.3% | -0.8% | 17.2 x | 19.2 x | 11.6% | 0.3% | -1.4% | 2.06% | -1.3% | 0.2% |
| MSCI Japan | -6.1% | 8.1% | 13.9 x | 15.2 x | 9.3% | 9.2% | -0.8% | 2.26% | 0.9% | -0.1% |
| MSCI EMU | -5.1% | 7.3% | 13.3 x | 14.9 x | 11.6% | 3.7% | 7.1% | 3.58% | 0.7% | 1.3% |
| MSCI Europe | -5.8% | 5.4% | 14.1 x | 16.0 x | 13.5% | -1.7% | -0.8% | 3.71% | 2.3% | 2.8% |
| MSCI Europe ex Energy | -6.9% | 6.9% | 14.1 x | 15.6 x | 10.8% | 0.5% | 4.3% | 3.50% | 2.2% | 2.6% |
| MSCI Austria | 6.9% | 12.8% | 11.1 x | 11.1 x | 0.0% | 7.8% | 153.5% | 3.08% | 1.2% | 10.9% |
| MSCI Belgium | -7.7% | 22.0% | 15.4 x | 19.5 x | 26.3% | -10.5% | 18.1% | 3.73% | 15.1% | 3.9% |
| MSCI Denmark | -20.6% | 36.4% | 15.8 x | 17.1 x | 8.2% | -3.0% | 19.9% | 2.66% | -3.1% | -0.4% |
| MSCI Finland | -9.0% | 10.8% | 16.7 x | 18.0 x | 7.7% | -16.6% | 16.0% | 4.23% | -4.5% | -1.0% |
| MSCI France | -2.0% | 8.5% | 13.7 x | 14.8 x | 8.1% | 2.5% | 8.5% | 3.69% | 1.0% | 1.1% |
| MSCI Germany | -3.4% | 7.3% | 12.7 x | 13.8 x | 9.0% | 5.0% | 3.9% | 2.98% | -0.6% | 0.8% |
| MSCI Great-Britain | 9.4% | -6.0% | 14.1 x | 17.0 x | 20.3% | 6.2% | -17.6% | 4.11% | 5.9% | 5.0% |
| MSCI Ireland | -8.8% | 27.9% | 16.6 x | 18.4 x | 10.6% | 19.3% | 12.3% | 1.43% | -0.7% | -0.4% |
| MSCI Italy | -24.0% | 11.9% | 10.9 x | 13.9 x | 27.4% | -0.4% | 24.8% | 4.85% | -1.3% | 1.8% |
| MSCI Netherlands | 1.8% | 11.8% | 15.2 x | 16.9 x | 10.9% | 38.3% | -10.1% | 3.23% | 1.5% | 1.1% |
| MSCI Norway | 1.5% | -0.2% | 14.5 x | 19.5 x | 34.1% | -20.3% | -20.7% | 4.50% | -1.3% | -5.1% |
| MSCI Spain | -9.9% | -10.3% | 12.3 x | 14.6 x | 19.2% | -7.3% | 2.9% | 4.66% | -0.6% | 1.3% |
| MSCI Sweden | 2.9% | 0.1% | 16.2 x | 17.3 x | 6.9% | -2.4% | -11.6% | 3.84% | -1.7% | 0.0% |
| MSCI Switzerland | -9.0% | -0.5% | 16.1 x | 17.4 x | 7.9% | -2.5% | -1.6% | 3.56% | -0.6% | 1.4% |
| MSCI Europe Consumer Discretion | -9.9% | 9.0% | 12.3 x | 13.7 x | 11.1% | 14.7% | 0.8% | 3.16% | 0.9% | 0.5% |
| MSCI Europe Consumer Staples | -5.5% | 17.0% | 17.9 x | 20.3 x | 13.2% | 0.8% | 5.5% | 2.96% | 3.1% | 1.5% |
| MSCI Europe Energy | 11.3% | -12.3% | 13.9 x | 22.9 x | 65.3% | -29.8% | -37.1% | 6.38% | 3.7% | 5.9% |
| MSCI Europe Financials | -11.2% | 2.6% | 11.0 x | 12.1 x | 9.9% | -11.0% | 12.2% | 4.71% | 2.2% | 4.2% |
| MSCI Europe Health Care | -15.7% | 12.8% | 14.5 x | 15.3 x | 5.2% | 5.3% | 7.9% | 3.34% | 1.5% | 3.1% |
| MSCI Europe Industrials | 3.9% | 6.9% | 15.8 x | 17.4 x | 9.7% | 1.2% | 8.6% | 2.89% | -0.3% | 0.3% |
| MSCI Europe Information Technol | -1.5% | 14.3% | 18.0 x | 21.7 x | 20.7% | -3.9% | 16.3% | 1.71% | -5.8% | -2.7% |
| MSCI Europe Materials | 21.8% | -11.4% | 16.5 x | 20.2 x | 22.2% | 29.3% | -34.9% | 2.36% | 12.3% | 8.9% |
| MSCI Europe Real Estate | -10.8% | 10.5% | 18.5 x | 19.4 x | 4.9% | 3.5% | 5.9% | 4.28% | 0.7% | 0.9% |
| MSCI Europe Telecommunication | -21.4% | 8.4% | 15.2 x | 16.6 x | 9.5% | 3.7% | 1.5% | 5.30% | -0.4% | 1.6% |
| MSCI Europe Utilities | -15.4% | -3.5% | 13.0 x | 13.4 x | 3.5% | -10.4% | -1.0% | 5.36% | 0.8% | 1.1% |

Benchmarks source iShares ETF



Disclaimer

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

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

The contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of the 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.