

Vers une timide accélération de la croissance en 2017

Conclusions

Depuis l'élection du président Donald Trump, les marchés ont fait un parcours impressionnant de +8.1% en monnaie locale et +6.5% en USD. L'autre effet majeur de l'élection est l'envolée du \$ par rapport aux grandes devises, notamment l'Euro (-3.7%). Le marché japonais a profité de la chute de sa devise en s'appréciant de +13.9% depuis l'élection, suivi de la zone Euro qui s'est appréciée de +9.8% pour finir l'année à +2.6%. Les marchés émergents ont entamé un plongeon suite à l'envolée du \$ mais se sont fortement repris depuis la fin de l'année. Notons une superbe performance des petites capi américaines avec +20% de hausse du Russell 2000 en 2016 dû à l'effet anticipé de baisse de l'IS. Nos fonds Digital ont terminé l'année dans le vert : Digital Stars Europe affiche une hausse de +0.7% contre +2.6% pour le MSCI Europe dividende réinvesti et +0.9% pour le MSCI Europe Small Cap. Cela vient après une année 2015 exubérante avec +24.7% de performance. Digital Stars Europe ex UK a fait +5% contre +4.4% pour l'indice MSCI EMU (Eurozone) et +3.3% pour les petites capi. Le secteur financier a été le grand gagnant sous l'effet Trump (allègement de la réglementation) et l'action de la Fed (hausse des taux). Les secteurs sensibles aux taux (utilities, immobilier) et au \$ (multinationales tels que Coca-Cola) ont été délaissés. Le secteur de la santé est menacé en permanence d'un encadrement de ses prix exorbitants aux US.

Les hausses de taux vont s'enchaîner en 2017 et la courbe laisse anticiper un taux de 1% en fin d'année et 1.75% fin 2018. L'inflation s'oriente inexorablement vers les 2% plus vite que ne le pense la Fed. Les taux longs ont néanmoins été bien intégrés par le marché à 2.5% environ pour le 10 ans et 3% pour le 30 ans, ce qui laisse très peu de rémunération réelle. En Eurozone, l'inflation a soudainement accéléré en décembre à 1.1% et les optimistes se réjouiront que le spectre de la déflation s'éloigne avec des taux qui restent très accommodants et toujours négatifs en Allemagne, et une moyenne de 0.83% sur le 10 ans en Eurozone. Le spread des taux avec les US ne fait que se renforcer : le \$ fort va persister tant que l'économie de la zone Euro restera molle.

Le regain général d'optimisme se traduit par des perspectives en « timide » amélioration dans l'OCDE avec une croissance mondiale revue à la hausse de 3.1% à 3.2%. Pour la première fois les révisions à la hausse l'emportent sur les baisses en Europe et beaucoup de groupes ont zéro révision à la baisse. C'est moins affirmé aux US, car seules l'énergie et la finance sont revues à la hausse. Nous pensons que la *recovery* des profits aura bien lieu en 2017 après des années de stagnation avec des hausses à deux chiffres : 14.5% en Europe et 11% aux US.

Nous avons introduit dans notre modèle de valorisation l'impact de la baisse de l'IS américain à 20% au lieu des 15% déclarés pour 2018. Cela amène la hausse des profits à 17.3% au lieu des 7.2% initialement prévus. Le CAGR sur 8 ans s'établit à 5.6%. Avec des taux à 30 ans à 3%, cela donne un cours objectif de 2368 points pour le S&P 500 fin 2017 auquel il faut ajouter 2.1% de dividendes. Une meilleure visibilité sur les profits en Europe nous permet d'estimer une hausse de 14% en 2017, 8% en 2018 et 4% à l'horizon 2019, ce qui donne un CAGR de 1.1%. Les taux longs sont fixés toujours à 2% (1% en Allemagne). Cela donne un objectif de cours de 416 points pour le STOXX 600 soit une hausse de 14% et un coupon de 3.6%. Nous pensons que l'horizon est suffisamment dégagé pour passer d'une recommandation « neutre » à « surpondérer », en particulier sur les marchés européens. Nous sous-pondérons les obligations et restons positifs sur l'immobilier bien ciblé.

Nous prenons l'occasion de cette première lettre de l'année pour souhaiter à nos lecteurs une très bonne année pleine de sages décisions.

Jacques Chahine

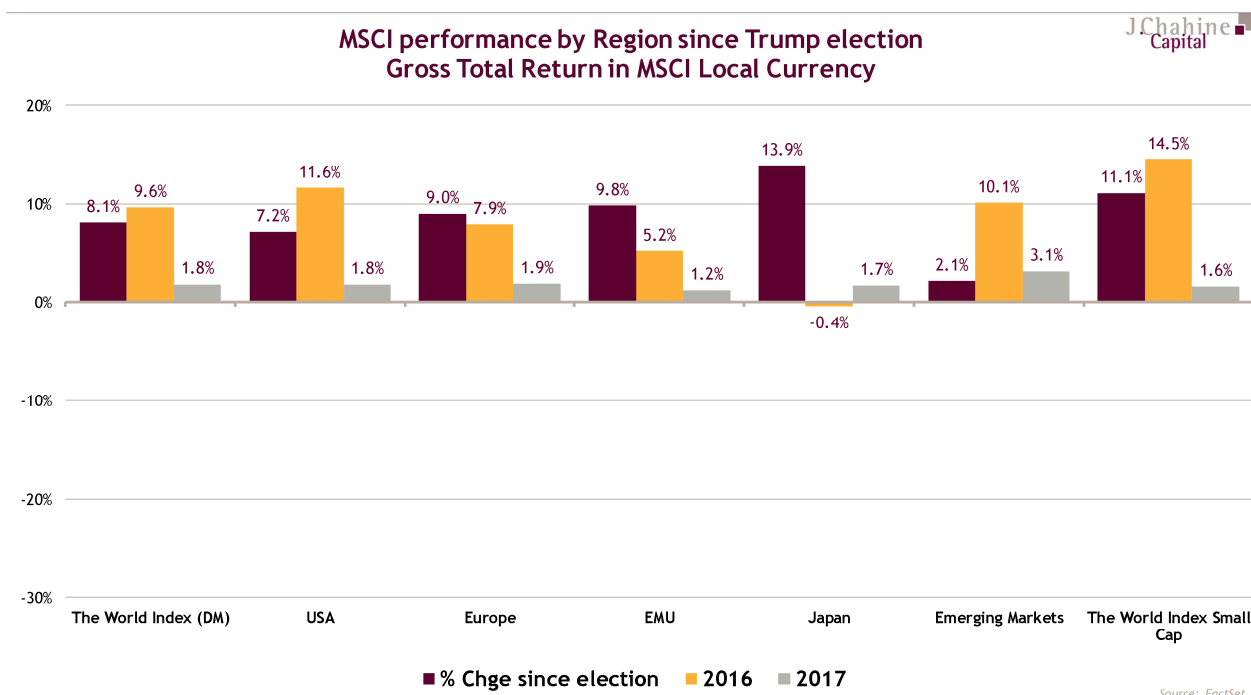


Les marchés optimistes après l'élection de Trump

Depuis l'élection du président Donald Trump, les marchés ont fait un parcours impressionnant de +8.1% en monnaie locale mais +6.5% en USD. Le marché américain a grimpé de +7.2%, légèrement mieux en \$ mais moins bien que les hausses en monnaie locale. L'autre effet majeur de l'élection de Trump est l'envolée du \$ par rapport aux grandes devises, notamment l'Euro (-3.7%) et surtout le yen (-9.1%). La plus grande victime de l'élection reste néanmoins le peso mexicain qui a dévié de -15.5% et continue de souffrir en ce début de 2017. La livre anglaise, déjà bien affaiblie, n'a corrigé que de -1.7%.

Sans surprise, le marché Japonais a profité de la chute de sa devise en s'appréciant de +13.9% depuis l'élection, suivi de la zone Euro qui s'est appréciée de +9.8% pour finir l'année à +5.2% en incluant le dividende brut. Les marchés émergents ont entamé un plongeon suite à l'élection et l'envolée du \$ mais se sont fortement repris depuis la fin de l'année. En effet, les principaux composants des marchés émergents sont Hong Kong avec 21.5% de la capi et dont la monnaie est rattachée au \$ et qui représente plus l'économie chinoise que les valeurs cotées en Chine. On trouve ensuite la Corée avec 14.6%, Taiwan avec 12.2%, le Brésil 7.9% et l'Inde 7.9%. Plusieurs pays émergents comme le Brésil ou la Russie ont été soutenus par la reprise des cours sur le pétrole et les matières premières et l'Inde a plutôt souffert des désordres provoqués par le retrait de ses bank-notes. En ce début 2017, les pays émergents affichent à nouveau les meilleures performances en monnaie locale et en USD.

Effet Trump : 8.1% de hausse des marchés mondiaux



Une des plus belles performances a été réalisée par les petites capi de +11.1% (+9.3% en USD) depuis l'élection et +14.5% sur l'ensemble de 2016. Cette performance est concentrée sur le marché américain qui accapare 60% des petites et moyennes capi et qui s'est envolé de quasiment 20% en \$ comme le Russell 2000. Cet impact, typiquement américain, est justifié par le peu d'exposition des petites sociétés à l'exportation qui souffre du \$ et surtout par la perspective de baisse des taux de l'IS à 15%



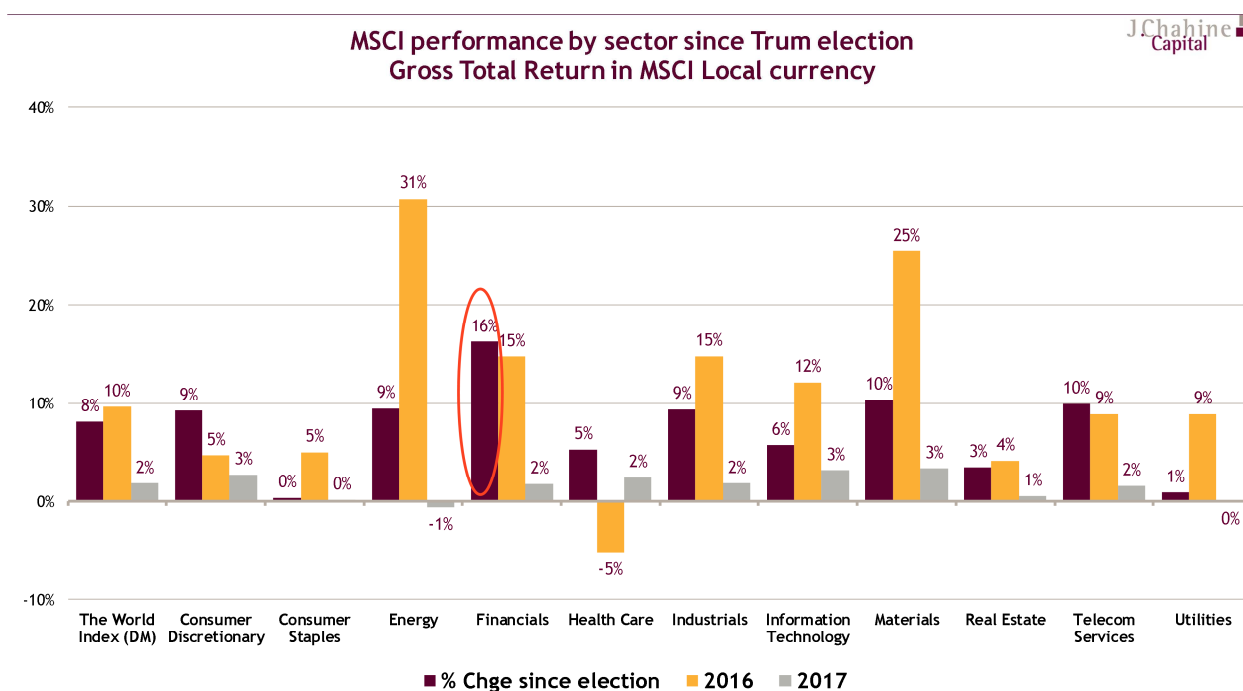
au lieu des 35% actuels. Un examen des bilans des sociétés du Russell 2000 montre que sur 27.2 Mds de profits 2015, 18.9 Mds de taxes (!) étaient provisionnés, pour beaucoup comme « *deferred taxes* ». Or avec la réforme fiscale attendue, beaucoup de ces passifs risquent de disparaître tels les profits parqués à l'étranger. L'impact semble infiniment plus important sur ces sociétés que sur celles du S&P 500 que nous avons évalué. Ces constats sont le thème central de notre explication de l'effet Trump sur le marché américain. Les belles performances constatées en Europe et au Japon sont à attribuer à l'effet Trump sur la hausse du \$ et le gain de compétitivité des grands groupes, combiné à la poursuite des programmes QE sur ces deux zones. Ces vents favorables propulsés par ailleurs par un coût toujours modéré de l'énergie expliquent l'optimisme ambiant des marchés européens.

Nos fonds Digital ont terminé l'année dans le vert : Digital Stars Europe affiche une hausse de +0.7% contre +2.6% pour le MSCI Europe dividende réinvesti et +0.9% pour le MSCI Europe Small Cap. Cela vient après une année 2015 exubérante avec +24.7% de performance. Digital Stars Europe ex UK a fait +5% contre +4.4% pour l'indice MSCI EMU (Eurozone) et +3.3% pour les petites capi. Notre nouveau fonds Digital Stars Europe Smaller Companies réalise +4.0% de hausse depuis son lancement le 18 décembre.

Le secteur financier à la fête

Le secteur financier a été le grand gagnant depuis l'élection du président. La promesse d'allègement des contraintes du Dodd-Frank Act a coïncidé avec le retournement de la courbe des taux de la Fed qui a annoncé sa deuxième hausse en fin d'année et qui se prépare à en faire 3 ou 4 autres durant 2017. La bonne santé des financières a été confirmée vendredi dernier par les premières parutions des résultats du 4^{ème} trimestre, où JP Morgan a annoncé des résultats 2.6Mds\$ meilleurs que prévu et Bank of America 628Millions.

Effet Trump : le secteur financier grand gagnant



L'optimisme américain a débordé sur les banques européennes qui ont progressé de 14% depuis l'élection en monnaie locale mais le rebond était déjà en route depuis plusieurs mois à partir d'une

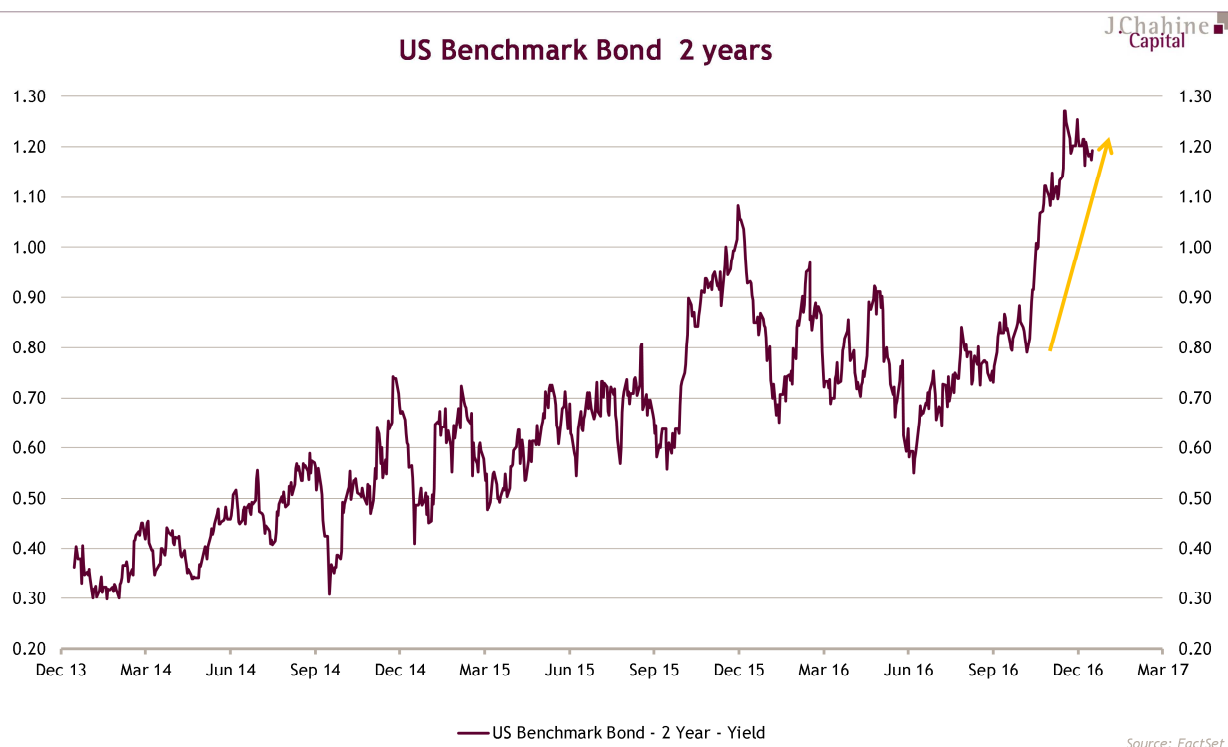


situation très déprimée. Sur l'ensemble de 2016, les banques européennes ont progressé simplement de 0.6%. Les autres secteurs qui ont bénéficié sont l'énergie et les produits de base mais déjà en pleine recovery, le secteur industriel et les produits cycliques. Complètement délaissés étaient les secteurs de l'immobilier et des utilities sensibles aux taux. Les biens de consommation courante ont été mal orientés à cause de l'impact du \$ sur les grandes multinationales du secteur comme Procter, Coca ou Pepsi. Le secteur de la santé a sous performé, attaqué par le candidat Trump pour ses abus sur le prix des médicaments et une prochaine réforme de la santé qui le verrait mis à contribution.

Les hausses de taux vont s'enchaîner en 2017

L'avènement de l'ère Trump a coïncidé avec le retour de la Fed vers une politique de hausse des taux matérialisée par la hausse de $\frac{1}{4}$ de point depuis 1 an et résolument orientée vers un retour vers des taux plus en phase avec l'économie et le retour de l'inflation. Les taux à 2 ans se sont envolés suite à la dernière intervention de la Fed dont le ton était devenu plus ferme. Des statistiques d'emploi bien orientées, une croissance en accélération et surtout une inflation clairement installée n'ont pas laissé le choix.

Les taux à 2 ans anticipent une hausse soutenue des taux de la Fed

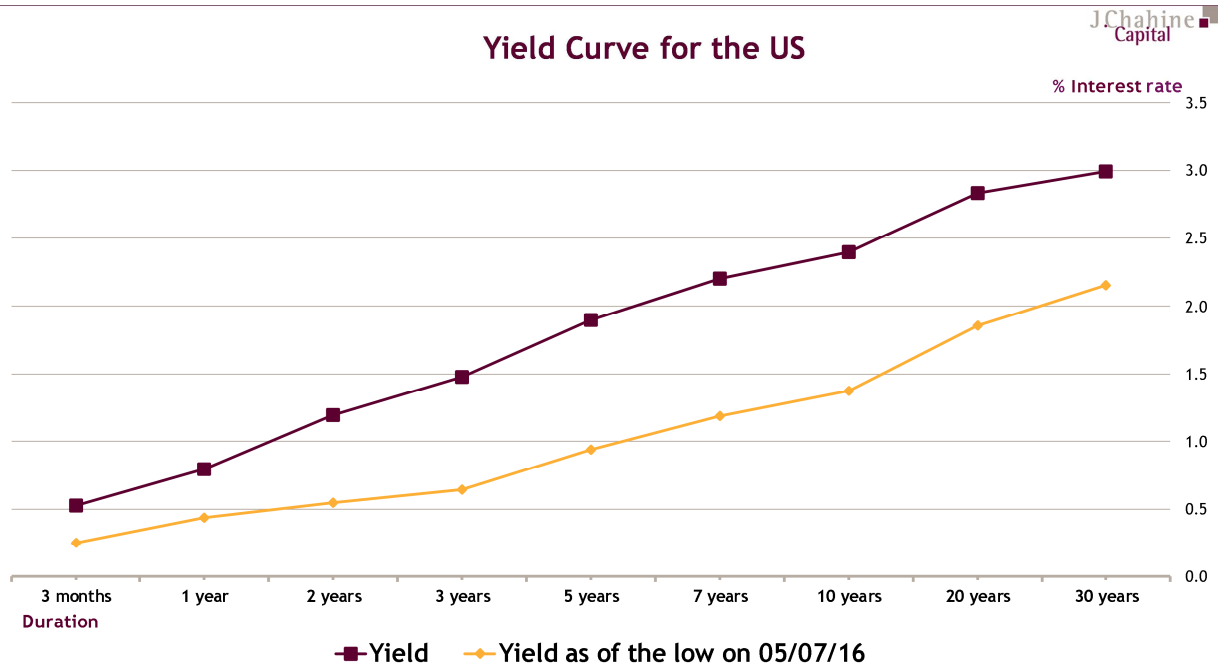


La courbe des taux s'est normalisée avec une pente indiquant une reprise de l'économie. Le taux à 1 an est à 0.8%, laissant penser que le taux de la Fed fin décembre sera aux alentours de 1%. La courbe des taux laisse également anticiper des taux à 1.75% fin 2017. Est-ce que ces anticipations sont réalistes ? Une chose certaine est que l'inflation s'oriente inexorablement vers les 2% et plus vite que ne le pense la Fed. L'inflation hors Energie est à plus de 2% depuis plusieurs mois et l'inflation du CPI accélère à 1.7%. Dans les services, qui représentent 63% de l'indice, l'inflation a accéléré à 3% alors qu'elle est négative à -0.4% sur les biens. Or le poids des services croît encore au rythme de 1 point par



an. L'anecdote sur les services dans les restaurants est révélatrice : jusqu'à récemment, le service n'était pas inclus et on laissait entre 10 et 20% du prix H.T. En très peu de temps, l'inclusion du service s'est généralisée à... un minimum de 18% avec 20% chez les audacieux.

Cette courbe laisse anticiper des taux à 1% fin 2017, 1.75% fin 2018



Le taux à 30 ans, utilisé dans notre modèle de Prime de Risque, est ancré à 3%, alors que le 10 ans est revenu à 2.40% d'un point haut à 2.60%.

Le spectre de la déflation s'éloigne

Les anticipations d'inflation ont également accéléré aux US selon le calcul dérivé des emprunts indexés. Sur 10 ans, l'inflation est estimée à 2% en moyenne assurant un rendement « réel » de 2.40-2%=0.4%. Fin Juin seulement, l'inflation était anticipée à 1.44%.

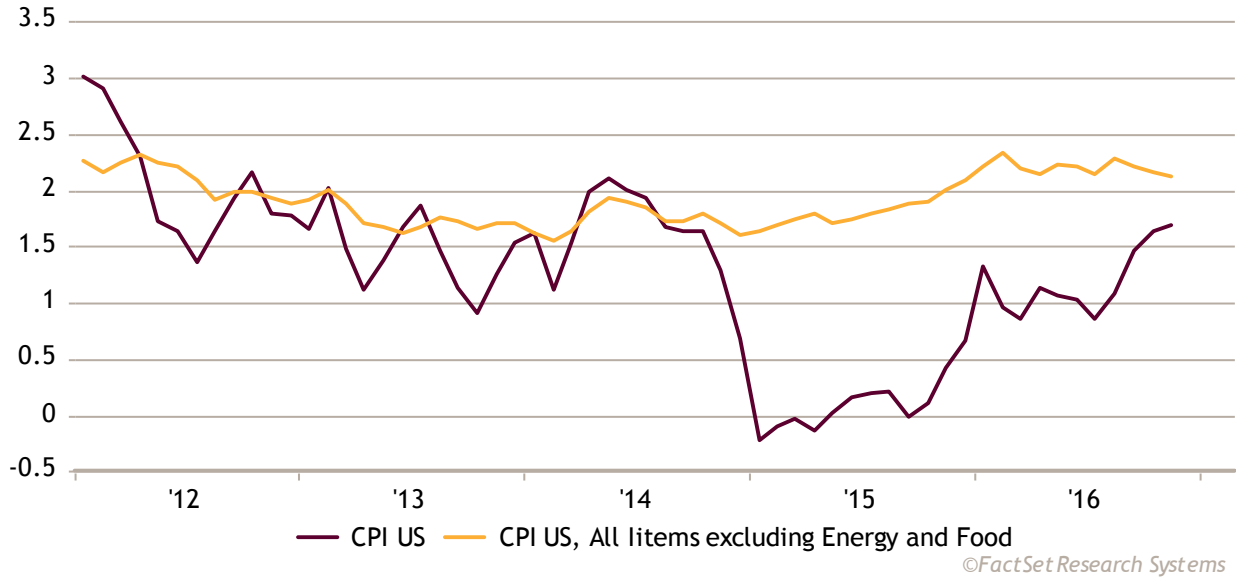
En Eurozone, l'inflation a soudainement accéléré avec les chiffres provisoires de Décembre, en hausse de 0.5% sur Novembre et de 1.1% sur 1 an. Le prix de l'énergie s'est soudainement inversé en hausse de 2.5% sur 1 an, grâce à la hausse du prix du baril et la hausse du \$. Mais contrairement aux Etats Unis, l'inflation dans les services reste plutôt maîtrisée et stable autour de 1.1-1.2%. La chance unique que l'on ait est de voir encore les taux très bas en prenant l'Allemagne comme référence où les taux jusqu'à 7 ans restent négatifs. Selon les pays européens le spread avec l'Allemagne peut être plus ou moins grand. Cela va de 16bps pour la Finlande et les Pays Bas à 360 bps pour le Portugal. La France affiche un spread de 50bps, l'Italie 152bps et l'Espagne 115bps. La moyenne des taux à 10 ans de l'Eurozone se trouve à 0.83% contre 0.28% pour l'Allemagne. Ce taux moyen reste en dessous des derniers chiffres de l'inflation.



L'inflation selon le CPI se rapproche rapidement des 2%

J. Chahine Capital

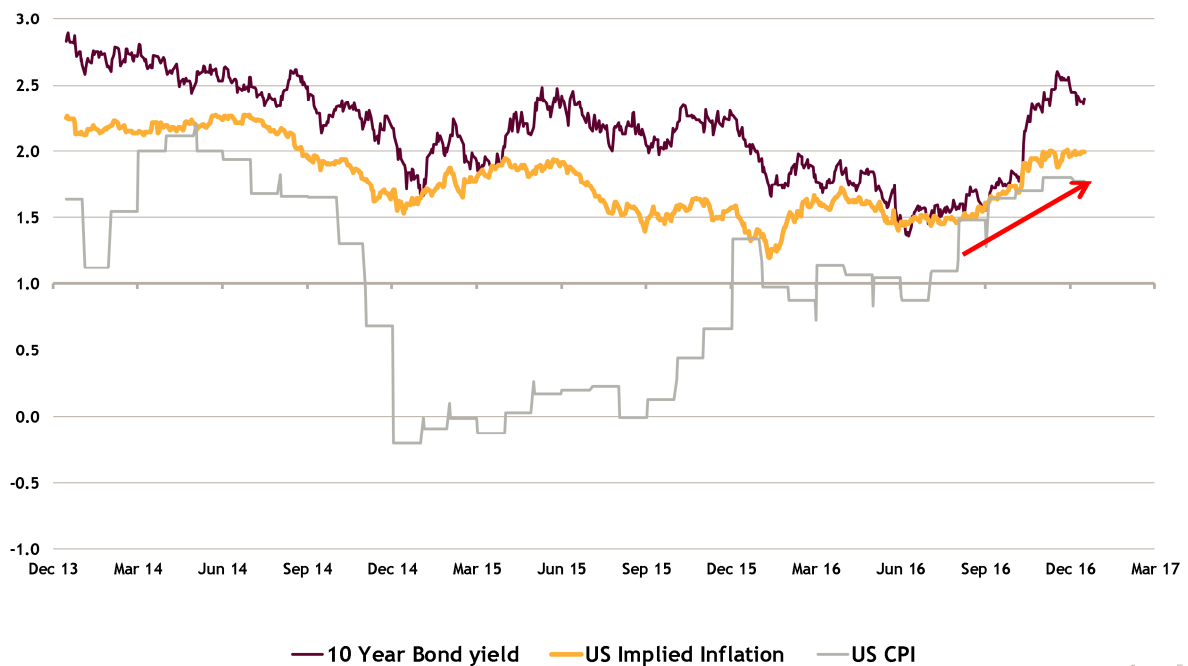
US Inflation



L'inflation sous jacente dans les Tips vient d'atteindre les 2%

10 years government bond and implied inflation %

J. Chahine Capital

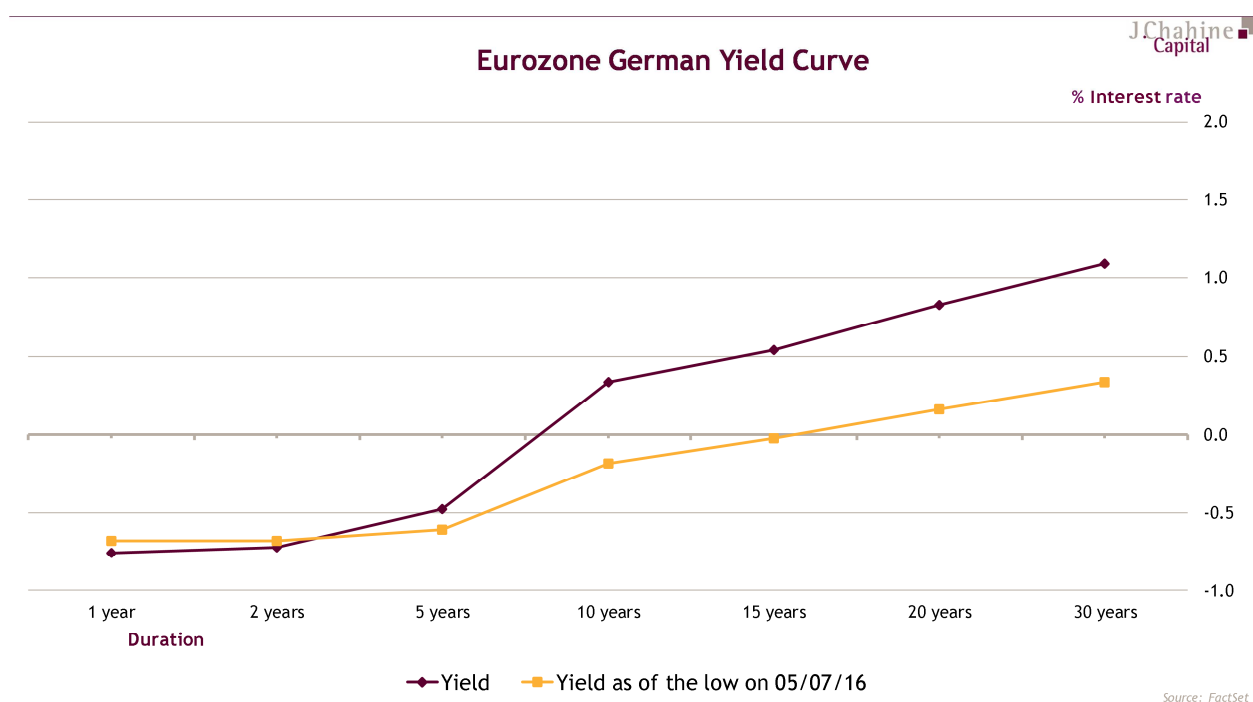




Il y a peu de temps, l'obsession de la déflation était dans tous les esprits ; nous pensons que ce redémarrage timide de l'inflation est de bon augure pour « fluidifier » l'économie. Aux Etats Unis, le marché a bien intégré la hausse des taux sur le 10 ans à 2.5% et le 30 ans à 3%. L'inflation retrouvée et les meilleures perspectives économiques permettent d'absorber ce choc. Nous sommes surpris par les retours sur investissements beaucoup plus élevés de l'autre côté de l'Atlantique. Par exemple, un immeuble de bureaux de première qualité va offrir une rentabilité entre 6 et 6.5%. Le même bien à Paris aura une rentabilité entre 3 et 3.5% avant impôt, qui sera catastrophique après le passage de l'impôt, taxes et autre ISF.

Des projets avec un risque limité permettent d'obtenir une rentabilité entre 10 et 13% qui peut être optimisée fiscalement. De tels investissements sont difficiles à trouver en Europe et surtout en France.

La courbe des taux en Eurozone est encore sage



Des forts réajustements sur les changes

Beaucoup de volatilité est apparue sur les changes après l'élection de Trump, mais pas toujours comme le pensaient les analystes. Plusieurs pays émergents qui devaient souffrir de la force du \$ n'ont pas réagi, car plusieurs d'entre eux étaient des exportateurs de pétrole et matières premières qui étaient en plein boom. C'est le cas du Brésil, de la Russie, du Canada et de l'Australie. Des places importantes sont ancrées plus ou moins sur le \$, comme Hong Kong, Taiwan ou la Corée. La plus grande victime des changes a été le Mexique qui voit sa devise se déprécier depuis des années et s'accélérer récemment. La dévaluation en 2015 est de 15%, 16% en 2016 et déjà 5% en 2017. Malgré ces chiffres, l'inflation est restée cantonnée entre 3 et 4% ce qui est à peine croyable. Cela signifie que les coûts de fabrication en \$ n'ont pas arrêté de baisser et l'on peut se demander comment des industriels pourront rapatrier des productions à faible valeur ajoutée. Nous faisons le pari que l'histoire du mur finira par un accord bilatéral permettant de maîtriser mieux l'immigration et corrigeant quelques aspects de l'accord NAFTA.

Le décrochage de la livre turque n'a malheureusement rien à voir avec Trump. C'est l'embourbement du pays dans les soubresauts du Moyen-Orient ainsi que le terrorisme et l'arrêt total du tourisme qui en sont la cause.



Raffermissement du \$ par rapport à quasiment toutes les devises

	% Change YTD	% Change Year 2016	% Change Year 2015	% Change since election
Turkish New Lira	-6.49%	-17.02%	-19.91%	-15.5%
Mexican Peso	-4.94%	-16.17%	-14.66%	-14.1%
Georgia Kari	-1.86%	-9.93%	-21.55%	-10.1%
Japanese Yen	1.41%	3.14%	-0.33%	-9.1%
Ukraine Hryvna	-1.81%	-11.34%	-34.17%	-7.4%
Malaysian Ringgit	0.54%	-4.29%	-18.56%	-5.7%
Argentine Peso	-0.17%	-18.20%	-34.61%	-5.3%
Polish Zloty	1.21%	-5.40%	-10.05%	-4.9%
Hungarian Forint	1.29%	-0.66%	-10.30%	-4.1%
Croatian Kuna	1.15%	-1.84%	-10.06%	-3.9%
Czech Koruna	0.73%	-2.90%	-7.92%	-3.7%
Euro	0.73%	-2.90%	-10.23%	-3.7%
Danish Krone	0.75%	-2.55%	-10.42%	-3.6%
Romanian New Leu	1.77%	-3.35%	-10.98%	-3.6%
Swiss Franc	0.64%	-1.51%	-0.73%	-3.2%
Norwegian Krone	1.23%	2.83%	-15.29%	-2.9%
South Korean Won	2.81%	-2.92%	-6.26%	-2.7%
Australian Dollar	3.46%	-0.47%	-11.10%	-2.6%
Icelandic Krona	-1.03%	15.14%	-1.98%	-2.6%
Tunisian Dinar	0.38%	-11.45%	-8.36%	-2.2%
Indian Rupee	-0.49%	-2.53%	-4.59%	-2.2%
China Renminbi	0.73%	-6.56%	-4.46%	-1.8%
British Pounds	-1.45%	-16.16%	-5.47%	-1.7%
Indonesian Rupiah	1.06%	2.32%	-10.16%	-1.3%
Brazilian Real	1.29%	21.56%	-32.81%	-0.4%
Israeli Shekel	0.55%	1.10%	0.01%	-0.4%
Taiwan Dollar	2.01%	1.92%	-3.79%	-0.3%
Hong Kong Dollar	-0.02%	-0.04%	0.06%	0.0%
Swedish Krona	1.84%	-7.20%	-7.14%	1.3%
Canadian Dollar	2.19%	3.58%	-16.62%	2.1%
Russian Rouble	2.09%	19.64%	-17.85%	6.8%



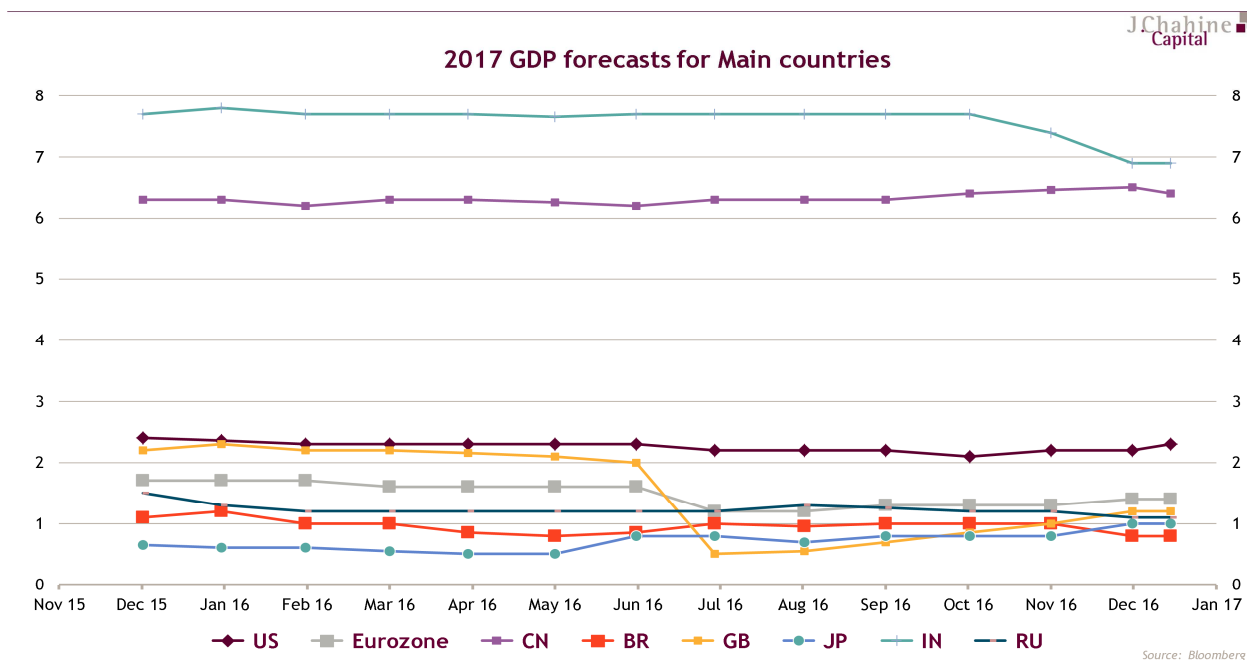
L'effet Trump sur les devises est plus à trouver du côté des taux que de l'effet élection. En effet, le spread est tel avec le Japon et l'Europe que le cash and carry trade reprend de la vigueur. Un directeur financier d'une multinationale, à qui sa banque Européenne lui demande de l'argent pour garder son cash, sera tenté de le transformer en emprunt du trésor américain à 2 ans et non seulement ne pas payer des frais, mais encaisser un intérêt annuel de 1.2%, avec peu d'impact si les taux haussent. La forte demande de \$ va pousser les cours à la hausse et il sera gagnant sur le change également. Cette stratégie a des chances de perdurer tant que l'Eurozone reste assez en retard dans le cycle de la reprise. L'Euro a néanmoins bien résisté ne se dépréciant que de 3.7% sous l'effet Trump/Yellen.

Cette correction de l'Euro est bienvenue pour relancer l'économie de la zone, Le premier bénéficiaire reste l'Allemagne dont la balance commerciale affiche un excédent de 25Mds € par mois ! Cela a permis à l'Espagne de redresser son économie et d'améliorer sa productivité.

Révisions timides à la hausse de la croissance

Les effets d'un environnement en lente amélioration se ressentent dans une légère révision à la hausse de la croissance : américaine d'abord où l'on attend 2.3% de hausse contre 2.1% avant, l'Eurozone qui passe de 1.3 à 1.4% et la Grande Bretagne à qui l'on prédit moins de souffrances dues au Brexit. Le Japon est également revu à la hausse et la Russie sort de sa récession avec 1% de croissance. La Chine réédite ses scores de 2016 avec une croissance décrétée par le Parti à 6.4%.

Des révisions à la hausse dans l'OCDE



Une tache affecte l'Inde qui a semé la pagaille avec le retrait des gros billets dans une opération très mal préparée, qui met le pays partiellement à l'arrêt. Mais c'est peut-être un mal pour un bien, si cela permet une plus grande bancarisation de l'économie et diminue la corruption et l'évasion fiscale.



Le consensus pour la croissance mondiale est passé de 3.1 à 3.2% récemment. Il faut dire qu'il y a moins de pays sinistrés qu'en 2016 en raison du crash sur l'énergie et matières premières et les tigres asiatiques se portent bien comme la Corée, Taiwan et surtout l'Indonésie qui affiche une croissance presque chinoise.

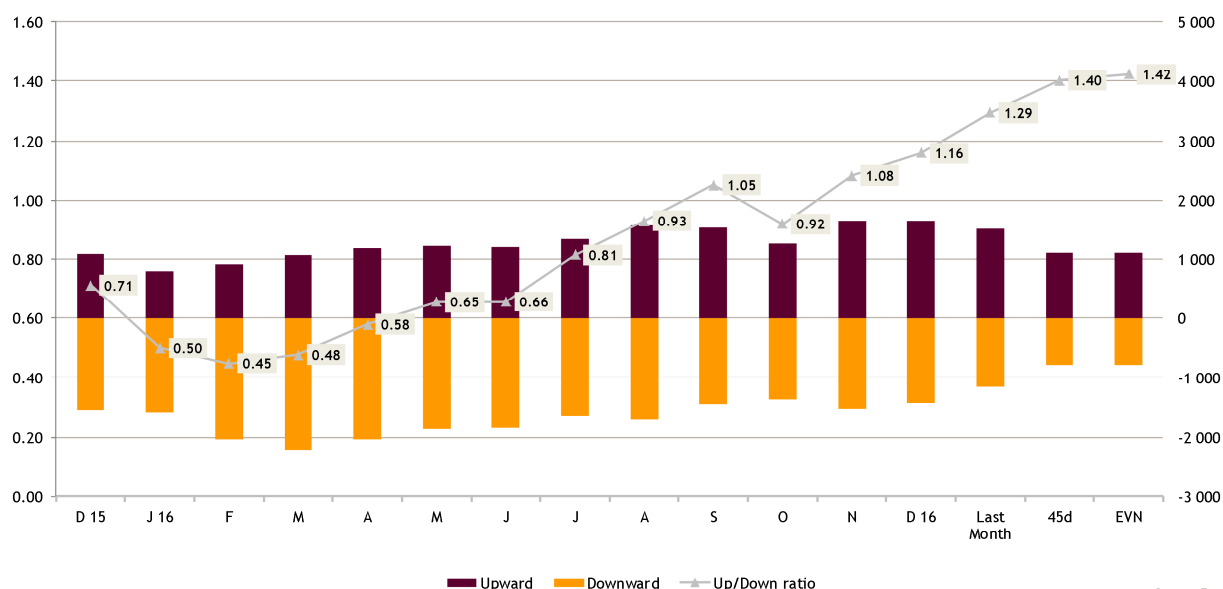
Les profits en Europe affichent une bonne visibilité

Cet environnement en légère amélioration se répercute sur les sociétés et l'on observe un répit dans les révisions à la baisse qui durent depuis des années. Sur le MSCI Eurozone, on constate sur le graphique des prévisions de 2017 que le ratio hausse sur baisse s'est inversé à partir de Novembre pour passer à un ratio récent de 1.4, signifiant 140 révisions à la hausse pour 100 révisions à la baisse.

Inversion positive de la courbe des révisions

Estimates Number of EPS Revisions 2017 for MSCI EMU as of 13/01/17

JChahine
Capital



Source: FactSet

Nous prenons les plus grands exemples ci-dessous sur les dernières révisions faites par les analystes. Le nombre d'affaires qui n'affiche aucune révision à la baisse est impressionnant. Globalement, il y a 133 sociétés avec des révisions positives contre 89 sociétés avec des révisions négatives. Dans les négatifs on trouve Nokia, Anheuser-Busch InBev, ThyssenKrupp, Électricité de France, ProSiebenSat.1, UniCredit, JCDecaux et Heineken.

Aux États Unis, le nombre de révisions à la baisse dépasse celles à la hausse, alors qu'en termes de bénéfice par action pour 2017 celui-ci semble stable. Le paradoxe vient du fait que deux secteurs lourds en profits, l'énergie et les financières, sont revus à la hausse alors que tous les autres secteurs sont légèrement corrigés à la baisse.



Quelques très belles révisions de résultats

Nombre de révisions en hausse et en baisse

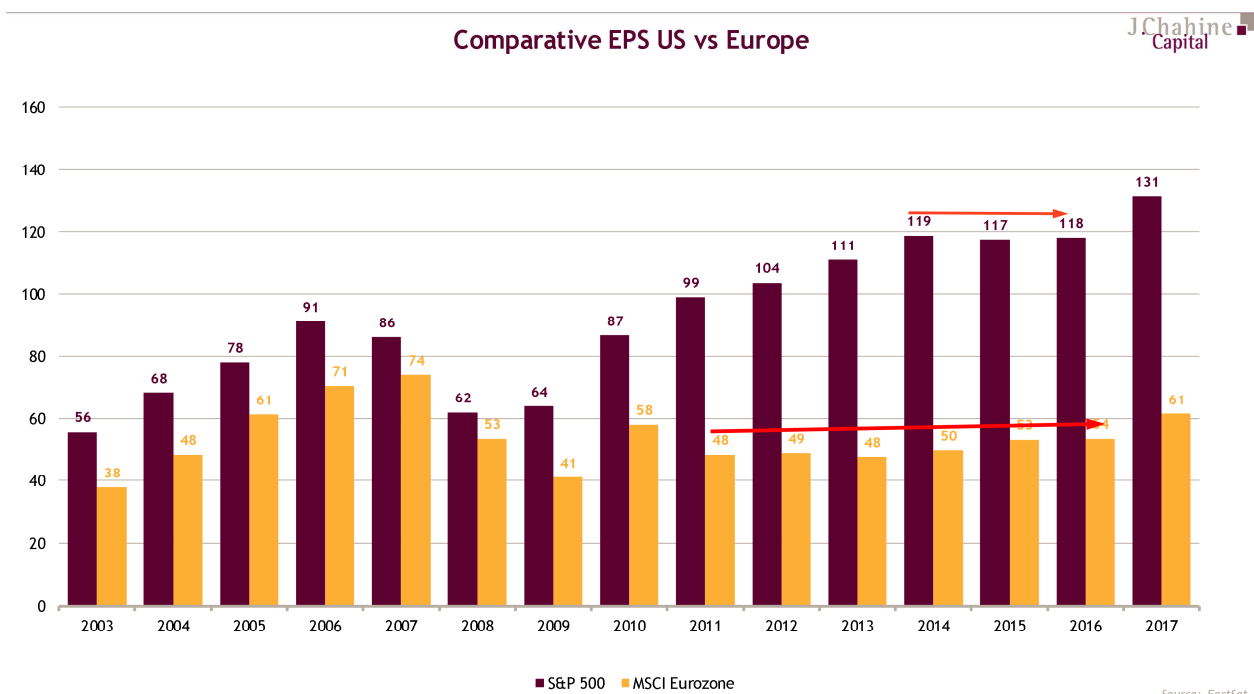
	Up	Down	Up-down
Beiersdorf AG	21	0	21
Credit Agricole SA	20	1	19
Societe Generale S.A. Class A	19	0	19
Enel SpA	17	0	17
Ryanair Holdings Plc	19	2	17
ING Groep NV	17	2	15
Repsol SA	21	6	15
Sodexo SA	16	1	15
Merck KGaA	16	1	15
Amadeus IT Group SA Class A	17	3	14
Deutsche Post AG	16	3	13
STMicroelectronics NV	13	1	12
Randstad Holding NV	12	0	12
L'Oreal SA	12	0	12
Vivendi SA	14	2	12

Des hausses à deux chiffres des profits en 2017

Dans une hypothèse de maintien du consensus en Eurozone, la hausse des profits devrait atteindre 14.7% en 2017 et 14.5% pour l'Europe inclus UK. C'est une année de recovery qui vient après des années de stagnation des profits qui n'ont jamais retrouvé leur niveau d'avant la crise, alors que les Etats Unis les ont largement rattrapés. Mais les profits aux Etats Unis ont également stagné ces 3 dernières années et 2017 s'annonce également comme année de recovery grâce à l'énergie et aux financières. La hausse des profits devrait atteindre 11% cette année. Nous pensons, sauf accident, que les profits devraient être atteints des deux côtés de l'Atlantique et les premiers chiffres de parution des résultats du quatrième trimestre américain sont encourageants. Sur 8% de la capi du Russell 3000, les bénéfiques étaient 5.3% de mieux qu'attendus fin Octobre et pour la première fois on n'a pas l'éternelle révision du prochain trimestre. T1 est aussi revu à la hausse de 1.4%. Ces chiffres sont néanmoins lourdement influencés par les milliards de dépassement de JP Morgan mais les autres banques créeront également des bonnes surprises. On devrait probablement assister en 2017 au retour d'énormes profits que faisaient dans le passé la finance et le pétrole. Beaucoup de pression négative sera mise en outre sur les sociétés exportatrices qui sont légion dans le S&P500 par la force du \$.



Retour vers les profits après des années de stagnation



Valorisation des marchés

La valorisation des indices américains doit se faire en tenant compte de la baisse quasi certaine du taux de l'IS (35% actuellement) que Mr Trump veut ramener à 15% et que nous retenons à 20% car il n'est pas évident que le Congrès le suive aussi loin. Actuellement, le taux moyen d'imposition affiché par les sociétés du S&P500 ressort à 26.9%, mais nous avouons que les chiffres extraits des données comptables des sociétés sont « une tambouille » incompréhensible au commun des. Entre ce qui est effectivement payé et ce qui est dû, il peut y avoir des milliards de différence et toutes les sociétés ont recours au « *Deferred taxes* », comme par exemple quand on « planque » les profits à l'étranger. Il y aura probablement « une amnistie » pour rapatrier environ 1 trillion de \$ à des taux plus favorables que les 35%, sachant que ces profits à l'étranger n'ont acquitté aucune taxe comme le montre la lutte en cours avec Apple.

En retenant nos hypothèses, le bénéfice par action devrait grimper en moyenne de 9.4% toutes choses égales par ailleurs et pas plus tard qu'en 2018 après que le sujet soit bouclé dans les premiers mois d'investissement.

Nos prévisions top down avant impact fiscal sont de 7.5% pour 2017 (contre 11% pour le consensus) et 7.2% en 2018 contre 11.8% pour le consensus. Après impact de la baisse du taux de l'IS, la hausse des bénéfices serait de 17.3%. Nous retenons par ailleurs une croissance normative de 8% en 2019 contre 9% auparavant. Ces prévisions donnent un CAGR sur 8 ans de 5.6% boosté par une croissance exceptionnelle en 2018. Le CAGR normal reste aux alentours de 4-4.5%, composé de 2% d'inflation et 2 à 2.5% de croissance. Nous n'escomptons pas une amélioration des marges car on est déjà en haut de cycle.



Par ailleurs, nous retenons un scénario central de 3% de taux pour le 30 ans, sachant que si ce taux doit évoluer, il est probable qu'il le fera avec d'autres indicateurs économiques.

Ce scénario central nous donne un cours d'équilibre de 2368 points fin 2017, en hausse de 4% sur la dernière clôture. Notre rapide calcul du 26 Novembre donnait un objectif de 2354 points. Si l'on retient des taux à 3.25%, le cours serait à 2253, en dessous du cours actuel. A ces performances, il faut ajouter des dividendes durant l'année de 2.1%.

Pour le moment, nous ne voyons pas de prévisions faites par les analystes au niveau des sociétés sur l'impact fiscal. Mais cela va s'activer rapidement dès que les premiers projets seront débattus au Congrès.

Il est possible que les réformes fiscales puissent donner un coup d'accélérateur à l'économie, mais tout le monde attend de voir venir avant de changer de prévisions.

Un potentiel de hausse de 4 à 5% en 2017 (plus dividendes)

S&P 500 - Valuation end 2017

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016

	30 Years Gvt bonds				
	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
Margin squeeze: -0.2% in 2016, -8.8% in 2017, +18.9% in 2018 and +4% in 2019 (Normative). CAGR =0.8%	1 843	1 749	1 663	1 584	1 511
Implied Scenario CAGR 5.4% over 8 years	2 528	2 393	2 270	2 158	2 054
Base scenario: -0.2% in 2016, +7.5% in 2017, +17% in 2018 and 8% in 2019 (Normative) CAGR = +5.6%	2 630	2 493	2 368	2 253	2 147
Current Index S&P 500 (as of 12/01/2017)	2 270				

En Europe, nous voyons l'alignement des planètes pour avoir enfin une bonne année 2017. Et pour la première fois, nous avons le sentiment que les prévisions de profits ont des chances de se réaliser puisque les révisions sont clairement orientées à la hausse. Nous restons très prudents dans notre modèle top down avec 14% en 2017 comme le consensus, 8% en 2018 contre 9.7% pour le consensus, et une croissance normative inchangée de 4% en 2019. Cela donne un CAGR de 1.1% sur 8 ans. L'objectif de cours fin 2017 ressort à 416 points pour le Stoxx 600 contre 362 points en clôture, soit une hausse de 14.7% à laquelle il faut ajouter 3.6% de dividendes. Le marché européen reste bien plus volatile que l'américain avec des crises potentielles sur des solvabilités de banques ou des risques souverains en Italie. On peut également voir en 2017 la fin du QE et une hausse des taux, ce qui enlève un des moteurs de la valorisation.

Une meilleure visibilité pour les marchés européens

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: -1.5% in 2016, -5% in 2017, -5% in 2018 and +2% in 2019 (Normative). CAGR =-4.2%	310	293	277	263	250
Implied Scenario CAGR -0.7% over 8 years	406	383	362	344	327
Base scenario: -1.5% in 2016, +14% in 2017, +8% in 2018 and +4% in 2019 (Normative) CAGR = +1.1%	467	440	416	394	374
Current Index STOXX Europe 600 (as of 12/01/2017)	362				



Les grands thèmes qui vont dominer 2017

L'année 2017 sera dominée par :

- La politique américaine du président Trump
- Les effets du Brexit et la chute de la livre
- L'impact d'élections majeures en France, Pays-Bas, Allemagne
- 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
- Sur le plan social, l'impact des nouvelles technologies sur l'emploi, les rémunérations et le creusement des inégalités.

On a vu comment une décision plus que probable sur l'IS a fait flamber les marchés. Mais en vérité, sur tous les sujets ouverts lors de la campagne présidentielle, tout est resté flou. La réforme Obama Care devait être annulée immédiatement, mais déjà le Congrès et les sénateurs constatent qu'il faut offrir une alternative. Trump renchérit en disant qu'une nouvelle loi entrera en vigueur le jour même de l'abolition de l'ancienne. Mais à quel horizon, et avec quelles difficultés ? Il titille (à juste titre) le secteur pharmaceutique. Mais pourra-t-il engager le bras de fer et contourner les lobbies ?

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 Pacifique
- La diminution des réglementations sur le business et notamment sur les banques (Dodd Franck Act)
- Une meilleure défense contre les cyberattaques et l'élargissement des capacités offensives
- Un renforcement du système des visas
- Une régulation 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'Obama Care ou le traité avec l'Iran. Ils ne nécessitent pas en outre un vote du Congrès.

Donc tout le monde guette ses premiers gestes pour voir si le personnage est capable de faire aboutir des projets concrets. Quelques mois seront nécessaires pour juger de l'impact économique.

Le Brexit est un énorme pari dans l'inconnu. La seule chose certaine, est qu'il a fait vaciller la Livre et le pouvoir d'achat des Britanniques qui n'oseront pas prendre de vacances à l'étranger, et surtout aux Etats Unis. Mais le marché semble vouloir minimiser l'événement et son impact sur la croissance. 3 élections majeures ont lieu en Europe : France, Pays Bas et Allemagne. Avec les mouvements populistes en progression, cela présente quelque danger. En France, c'est l'opportunité du siècle de réformer le pays via le candidat Fillon s'il réussit ce qu'il dit.

Pour le moment, la remontée des taux a été bien assimilée par les marchés. En sera-t-il de même si l'inflation dérape et force la Fed à être plus belliciste ? Quel impact sur les pays émergents fort endettés en \$?

Une question va sûrement être abordée sur les traités commerciaux et un certain repli de soi. Est-ce vraiment le résultat que veut atteindre le nouveau président ? Il est entouré de conseillers qui voient mal ces perspectives, sauf à obtenir quelques concessions commerciales.



On assiste à l'accélération de la digitalisation et robotisation de la société qui a déjà laminé la classe moyenne et l'a transformée en *McDonald's boys*. Les percées dans ce domaine sont quasi infinies puisqu'on en arrive à la voiture sans chauffeur et adieu les emplois Uber. Malgré cela, le plein emploi existe aux Etats Unis ou en Suède. La concentration des richesses s'est focalisée chez les seigneurs à la tête de ces innovations, créant des énormes inégalités. La classe moyenne a vu son savoir-faire remplacé par les machines et les bons salaires ont disparu. La consommation baisse de façon structurelle.

Il faut ajouter à tous ces éléments les inévitables tensions politiques, les conflits, le terrorisme, l'arme nucléaire...

Comme toujours les défis ne manquent pas mais des raisons d'espoir existent également dans le développement social et économique.

Au niveau du marché actions, les raisons que nous avons énumérées nous rendent plus optimistes pour 2017 où nous pensons que les marchés, européens notamment, vont surperformer les US. Nous passons à surpondérer sur les actions, alléger les obligations, voire s'endetter pendant que les taux sont bas pour réaliser des projets, notamment dans l'immobilier.



Conclusions

Depuis l'élection du président Donald Trump, les marchés ont fait un parcours impressionnant de 8.1% en monnaie locale et 6.5% en USD. L'autre effet majeur de l'élection est l'envolée du \$ par rapport aux grandes devises, notamment l'Euro (-3.7%). Le marché Japonais a profité de la chute de sa devise en s'appréciant de 13.9% depuis l'élection, suivi de la zone Euro qui s'est appréciée de 9.8% pour finir l'année à 2.6%. Les marchés émergents ont entamé un plongeon suite à l'envolée du \$ mais se sont fortement repris depuis la fin de l'année. Notons une superbe performance des petites capi américaines avec 20% de hausse du Russell 2000 en 2016 dû à l'effet anticipé de baisse de l'IS. Nos fonds Digital ont terminé l'année dans le vert : Digital Stars Europe affiche une hausse de +0.7% contre +2.6% pour le MSCI Europe dividende réinvesti et +0.9% pour le MSCI Europe Small Cap. Cela vient après une année 2015 exubérante avec +24.7% de performance. Digital Stars Europe ex UK a fait +5% contre +4.4% pour l'indice MSCI EMU (Eurozone grosses capi) et +3.3% pour les petites capi. Le secteur financier a été le grand gagnant sous l'effet Trump (allègement de la réglementation) et l'action de la Fed (hausse des taux). Les secteurs sensibles aux taux (utilities, immobilier) et au \$ (multinationales tels que Coca) ont été délaissés. Le secteur de la santé est menacé en permanence d'un encadrement de ses prix exorbitants aux US.

Les hausses de taux vont s'enchaîner en 2017 et la courbe laisse anticiper un taux de 1% en fin d'année et 1.75% fin 2018. L'inflation s'oriente inexorablement vers les 2% plus vite que ne le pense la Fed. Les taux longs ont néanmoins été bien intégrés par le marché à 2.5% environ pour le 10 ans et 3% pour le 30 ans, ce qui laisse très peu de rémunération réelle. En Eurozone, l'inflation a soudainement accéléré en Décembre à 1.1% et les optimistes se réjouiront que le spectre de la déflation s'éloigne avec des taux qui restent très accommodants et toujours négatifs en Allemagne, et une moyenne de 0.83% sur le 10 ans en Eurozone. Le spread des taux avec les US ne fait que se renforcer : le \$ fort va persister tant que l'économie de la zone Euro restera molle.

Le regain général d'optimisme se traduit par des perspectives en « timide » amélioration dans l'OCDE avec une croissance mondiale revue à la hausse de 3.1 à 3.2%. Pour la première fois les révisions à la hausse l'emportent sur les baisses en Europe et beaucoup de groupes ont zéro révision à la baisse. C'est moins affirmé aux US, car seules l'énergie et la finance sont revues à la hausse. Nous pensons que la recovery des profits aura bien lieu en 2017 après des années de stagnation avec des hausses à deux chiffres : 14.5% en Europe et 11% aux US.

Nous avons introduit dans notre modèle de valorisation l'impact de la baisse de l'IS américain à 20% au lieu des 15% déclarés pour 2018. Cela amène la hausse des profits à 17.3% au lieu des 7.2% initialement prévus. Le CAGR sur 8 ans s'établit à 5.6%. Avec des taux à 30 ans à 3%, cela donne un cours objectif de 2368 points pour le S&P500 fin 2017 auquel il faut ajouter 2.1% de dividendes. Une meilleure visibilité sur les profits en Europe nous permet d'estimer une hausse de 14% en 2017, 8% en 2018 et 4% à l'horizon 2019, ce qui donne un CAGR de 1.1%. Les taux longs sont fixés toujours à 2% (1% en Allemagne). Cela donne un objectif de cours de 416 points pour le Stoxx 600 soit une hausse de 14% et un coupon de 3.6%. Nous pensons que l'horizon est suffisamment dégagé pour passer d'une recommandation « neutre » à surpondérer, en particulier sur les marchés européens. Nous sous-pondérons les obligations et restons positifs sur l'immobilier bien ciblé.

Nous prenons l'occasion de cette première lettre de l'année pour souhaiter à nos lecteurs une très bonne année pleine de sages décisions.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 13/1/2017 (in local currency)

	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2017 Div Yield	Revision vs M-2%	
	2017	2016	2017	2016	2018	2017	2016		Fiscal 17	Fiscal 16
MSCI The World Index	2.10%	5.53%	16.5 x	18.7 x	10.9%	13.2%	0.1%	2.58%	0.7%	-0.4%
MSCI USA	1.71%	9.36%	17.6 x	19.7 x	12.1%	11.9%	0.4%	2.11%	0.3%	0.0%
MSCI Japan	1.85%	-2.59%	14.4 x	15.9 x	8.7%	10.3%	10.7%	2.26%	2.3%	1.7%
MSCI EMU	1.17%	1.66%	14.5 x	16.6 x	10.1%	14.7%	0.6%	3.40%	0.2%	-2.8%
MSCI Europe	1.24%	-0.47%	15.0 x	17.2 x	9.7%	14.5%	-2.4%	3.63%	0.4%	-0.7%
MSCI Europe ex Energy	1.36%	-2.12%	15.0 x	16.7 x	8.9%	11.7%	-0.4%	3.46%	0.4%	-0.8%
MSCI Austria	3.93%	12.10%	11.7 x	11.5 x	7.8%	-1.0%	12.8%	3.23%	2.0%	4.4%
MSCI Belgium	0.34%	-5.79%	18.0 x	21.0 x	9.6%	16.6%	-14.7%	3.76%	-4.4%	-3.2%
MSCI Denmark	1.55%	-14.94%	16.9 x	18.4 x	11.5%	8.9%	-1.0%	2.60%	1.2%	0.6%
MSCI Finland	-0.03%	-3.91%	17.8 x	18.8 x	12.6%	5.6%	-16.3%	4.13%	-0.9%	0.3%
MSCI France	1.14%	4.69%	14.6 x	15.8 x	8.9%	8.1%	3.4%	3.44%	1.0%	0.8%
MSCI Germany	1.32%	3.45%	13.8 x	14.9 x	9.4%	8.5%	5.6%	2.95%	0.1%	0.3%
MSCI Great-Britain	2.74%	14.15%	14.6 x	17.6 x	8.4%	20.3%	8.3%	4.17%	2.7%	2.1%
MSCI Ireland	1.36%	-5.61%	17.4 x	19.7 x	10.7%	13.2%	17.7%	1.86%	0.6%	-1.7%
MSCI Italy	0.37%	-10.97%	13.1 x	31.6 x	12.8%	141.8%	-48.2%	4.47%	-0.9%	-47.0%
MSCI Netherlands	1.50%	6.32%	16.1 x	18.0 x	12.8%	12.1%	37.3%	3.03%	0.2%	-0.8%
MSCI Norway	2.41%	5.83%	15.2 x	20.8 x	13.0%	36.3%	-20.0%	4.46%	1.1%	-0.2%
MSCI Spain	1.56%	-1.78%	13.5 x	16.2 x	11.6%	20.0%	-7.7%	4.08%	0.2%	-0.2%
MSCI Sweden	0.51%	5.19%	16.6 x	17.9 x	7.5%	7.5%	-2.9%	3.83%	-0.4%	-0.5%
MSCI Switzerland	2.83%	-5.38%	17.0 x	18.4 x	10.4%	8.0%	-1.9%	3.52%	0.8%	0.6%
MSCI Europe Consumer Discretion	1.96%	-4.06%	13.4 x	14.8 x	7.8%	10.9%	15.1%	3.07%	-0.2%	-0.1%
MSCI Europe Consumer Staples	0.18%	-2.02%	18.8 x	20.9 x	9.0%	11.4%	1.4%	3.07%	-1.0%	0.9%
MSCI Europe Energy	-0.13%	24.33%	15.2 x	25.3 x	19.2%	66.3%	-29.7%	5.67%	0.9%	1.2%
MSCI Europe Financials	1.93%	-5.33%	12.0 x	13.8 x	9.3%	15.2%	-15.6%	4.54%	-0.4%	-5.2%
MSCI Europe Health Care	0.52%	-11.58%	15.4 x	16.0 x	9.8%	4.2%	5.8%	3.23%	-0.5%	0.3%
MSCI Europe Industrials	1.55%	8.65%	16.8 x	18.4 x	10.5%	9.6%	1.2%	2.87%	0.2%	0.2%
MSCI Europe Information Technol	1.19%	3.08%	19.1 x	22.1 x	15.9%	15.7%	-0.4%	1.79%	-0.3%	3.8%
MSCI Europe Materials	3.21%	25.41%	15.9 x	19.9 x	2.3%	25.0%	29.5%	2.70%	9.5%	2.4%
MSCI Europe Real Estate	-2.05%	-5.80%	19.1 x	19.9 x	5.5%	4.0%	4.2%	4.33%	-0.3%	0.5%
MSCI Europe Telecommunication	3.02%	-16.96%	16.6 x	18.1 x	12.4%	9.4%	3.4%	4.54%	-0.7%	-0.5%
MSCI Europe Utilities	-1.59%	-9.97%	13.7 x	14.1 x	6.5%	2.7%	-10.6%	5.06%	-1.2%	-0.3%

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.