

Creusement des inégalités sous l'ère Trump

Conclusions

À peine élu, le président Trump s'est mis à dos la moitié de la planète et l'autre moitié attend de recevoir les prochains coups. Tout est remis en question, l'immigration, le libéralisme, le climat, les alliances militaires et les médias tournent en boucle ses tweets et décrets du jour. Nous attendons pour le moment les mesures concrètes qui vont impacter l'économie et la finance. Le premier geste d'alléger le Dodd-Frank Act a déjà propulsé les banques au sommet. Les prochains gestes vont être d'ordre économique et sont pour plaire au marché avec la baisse de l'IS et la réforme fiscale. La baisse de l'IS est déjà actée dans les cours avec une hausse de +8.4% depuis son élection, en ligne avec la hausse anticipée du Bénéfice par Action. Malgré son élection comme un président populiste, nous démontrons que son action va accroître les inégalités déjà criantes avec les réformes qui vont favoriser les plus riches. Selon la dernière enquête de 2013, 5% des ménages détenaient 65% des actifs. La hausse de 25% des actifs financiers n'a pu que creuser ces écarts, les classes moyennes étant sorties des actions après la crise financière. Les revenus des 5% les plus fortunés s'envolent vers les 700.000\$ alors que ceux des 50% les plus pauvres plafonnent en dessous de 20.000\$. Mais c'est surtout les classes moyennes qui se sont appauvries par la mécanisation de leur travail et sa délocalisation. Depuis 2002, les salaires des employés non-cadres n'ont augmenté en moyenne que de +0.5% par an en pouvoir d'achat.

L'avènement du numérique et des robots n'a pas empêché la création de 2.5 Millions d'emploi en 2016, concentrés essentiellement dans les services à faible valeur ajoutée. Le marché de l'emploi devient tendu et la participation à l'emploi ne va pas s'améliorer, les plus de 65 ans passant de 12.4% de la population en 2000 à 16.9% en 2020. Les embauches dans la Silicon Valley ne sont pas des millions, mais les salaires valent des millions.

Nous montrons que l'investissement dans la nouvelle économie a été bien plus rémunérateur sur très longue ou moyenne durée. Le Nasdaq a rapporté +10.1% contre +8.6% pour le S&P 500 à dividendes réinvestis sur 15 ans. Le fonds Digital Stars Europe est à +9.2% sur la même période. L'Europe reste malheureusement absente de la nouvelle économie. L'innovation a encore de beaux jours devant elle, entre l'intelligence artificielle ou la voiture électrique et à terme sans chauffeur. Tesla avec 100.000 voitures capitalise autant que GM avec 10 Millions de véhicules. Ces tendances accentuent les inégalités entre jus de cervelle et huile de coude. Les électeurs de Donald Trump risquent de déchanter si des correctifs sociaux ne sont pas apportés dans cette révolution, qui risque de tourner en récession faute de pouvoir d'achat des classes moyennes. Déjà, ces inégalités sont à la source des tendances lourdes vers une croissance réduite, comme on l'a vu avec une hausse de 1.6% du PIB américain en 2016.

Les perspectives des profits sont bien meilleures en 2017 avec le rebond des financières et de l'énergie. Une hausse de 11.8% est attendue aux US et un « recovery » de 14.9% en Europe, non remis en question par des révisions en baisse. Les taux se sont légèrement tendus sur le mois, le 30 ans passant de 3 à 3.1% aux US. Nos objectifs de cours sont revus en légère baisse de ce fait aux US à 2298 points pour le S&P 500 en tenant compte d'un impact de +9.4% des profits en 2018. En Europe, notre objectif de cours sur le STOXX 600 est inchangé à 416 points contre 362 points en clôture. Le CAGR reste modeste à 1.3% sur 8 ans avec des taux à 30 ans moyens à 2%.

Nous maintenons notre surpondération sur les actifs Actions avec une préférence pour l'Europe.

Jacques Chahine



Trump tire sur tout ce qui bouge

À peine élu, le président Trump s'est mis à dos la moitié de la planète et l'autre moitié attend de recevoir les prochains coups. Pour le moment, ce sont des postures électoralistes qui ne coûtent pas cher et qu'il peut prendre par simple décret. La politique de l'immigration est très renforcée entraînant une montée en ligne médiatique impressionnante. Il se joue de la protection de l'environnement en libérant les projets nuisibles, en attendant la prise de position sur l'accord de Paris. Les trompettes du protectionnisme se sont mises à sonner tous azimuts : traité Pacifique mis au placard (n'a jamais été signé), accusation de la Chine de manipuler sa devise, de l'Allemagne qui profite de l'Euro faible et surtout du pauvre Mexique et son mur symbolique.

Mais le passage au concret sera bien plus difficile. Le traité Nafta a permis au Mexique de sortir quelque peu de son sous-développement en prenant le relais de la Chine pour fabriquer des produits avec une main d'œuvre 6 fois moins chère que de l'autre côté du Rio Grande. Cela a permis de réduire l'immigration torride des années 1995-2000. Dans un marché de l'emploi qui devient tendu aux US, rapatrier les emplois à faible valeur ajoutée est un non sens et le lobby des grands groupes ne laissera pas faire. Il faut juste s'attendre à une remise à jour du traité.

Sur la politique étrangère, l'Iran est à nouveau puni pour son lancement d'une fusée balistique mais le déménagement de l'ambassade d'Israël à Jérusalem est reculé sine die avec un revirement sur les constructions dans les territoires.

Sur le plan positif, il y a une volonté ferme d'alléger les régulations et la paperasserie, domaine qu'il a dû vivre de très près. Pour chaque nouveau règlement, il faut en annuler deux autres. Les financiers ont apprécié la révision du très lourd Dodd-Frank Act. Mais la révision de l'Obama Care sera plus dure malgré un décret qui ne fait que prendre date.

Au passage, il s'est querellé avec un très proche allié comme l'Australie sur le sujet de l'immigration et Theresa May s'est faite toute petite pour ne pas heurter le personnage dans l'espoir de trouver un allié dans son Brexit. Pour la Russie, c'est le chaud et le froid qui souffle avec une critique enflammée à l'ONU au sujet de la Crimée et de l'Ukraine. Sur l'OTAN, la critique est d'ordre financier et sonne un réveil salutaire pour l'Europe endormie de la Défense. Mis à part les budgets qui devront augmenter, une meilleure intégration rendrait l'Europe plus crédible.

L'économie, le prochain cadeau fait aux riches

Les sujets consistants sur l'économie ne devraient pas tarder, notamment sur la réforme fiscale et l'investissement dans les infrastructures. Le marché actions a retenu pour le moment ces deux mesures et notamment la baisse des impôts sur les sociétés d'un niveau facial de 35% à 15%. Même s'il faut s'attendre à une modulation d'une telle mesure, le Congrès est fondamentalement d'accord avec cette initiative. Le profit des sociétés cotées dépasse le trillion de \$ et nous estimons prudemment l'impact de la mesure en un cadeau de 9.4% de profits additionnels, soit la bagatelle de 100 Mds \$ comme cadeau RÉCURRENT aux actionnaires. Devinez qui sont ces actionnaires ? Ce sont évidemment les hyper riches et non les classes moyennes qui ont rarement un portefeuille d'actions. D'ailleurs, ce cadeau n'a pas tardé à être capitalisé dans leur fortune puisque la valeur de leurs titres s'est accrue de 8.4% depuis l'élection de Trump (proche de notre estimation des profits additionnels). Cela représente 2 trillions de \$ additionnels pour les détenteurs d'actions dont une bonne partie est allée chez les hyper riches.



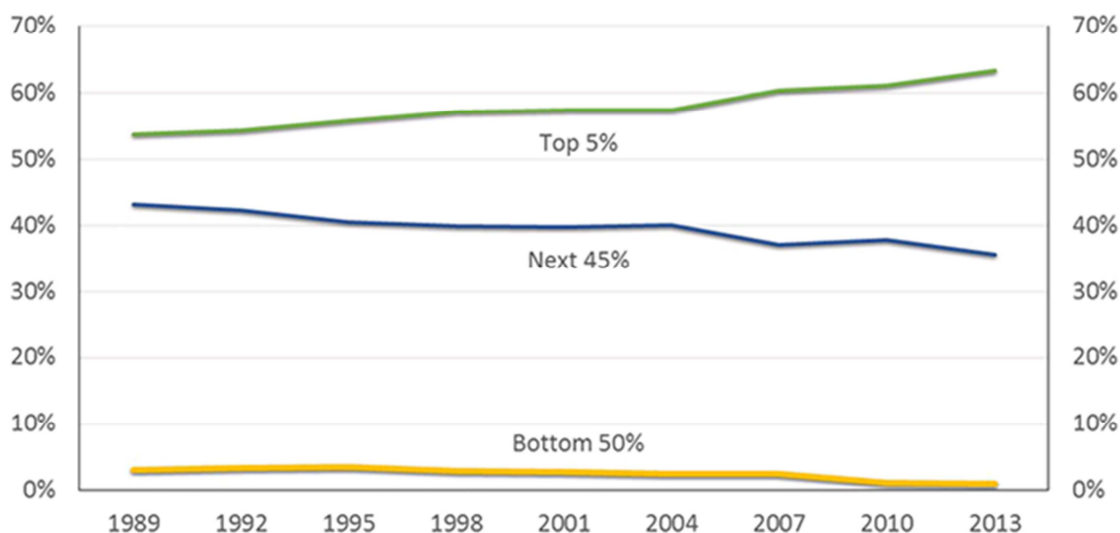
Selon le classement de Forbes, 1810 milliardaires américains détiennent 6.4 trillions d'actifs en 2015 et 7 trillions selon notre estimation à fin 2016. La majeure partie de ce patrimoine est professionnelle en sociétés cotées dont ils détiennent une grosse partie du capital. Dans le même temps, le revenu du travail des classes moyennes s'est péniblement apprécié de 2.2% selon les statistiques de l'emploi.

Les inégalités vont s'accroître

La dernière enquête triennale de la Fed sur la situation financière des ménages révèle déjà une constante concentration du capital dans peu de mains, 5% des ménages détenant en 2013 65% des actifs. La concentration s'est certainement accentuée à fin 2016 par la hausse de 25% des actifs financiers et déjà l'effet Trump. L'enquête de la Fed constate également le désinvestissement de la bourse des classes moyennes alors que les classes supérieures ont profité à fond de la forte reprise.

La forte concentration du capital se poursuit sous Trump

Figure 3
Net Worth Share by Net Worth Group



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, Survey of Consumer Finances

Les inégalités au niveau du revenu ne sont pas moins frappantes. La définition du revenu inclut celui du travail et du capital. Alors que les 50% des familles au bas de l'échelle ne peuvent prétendre qu'au revenu du travail à moins de 20 000\$ valeur 2013, les top 5% affichent un revenu de 650 000\$ par un mix d'un meilleur revenu du travail et un complément substantiel de plus values. Est-ce que le programme de Trump va faire quelque chose ? Il prévoit en effet de baisser et simplifier l'impôt sur le revenu. Le taux marginal de l'impôt va passer de 39.6% à 33%. La simplification à 4 tranches d'imposition va alléger quelque peu l'impôt des classes moyennes. Mais les gros revenus vont bénéficier davantage de la baisse du taux marginal et surtout de ce qui peut advenir de l'imposition des plus-values. Elle est déjà à 20%+3.8% pour l'Obamacare qui risque de disparaître. Mais le plus important, est que les hyper riches paient rarement l'impôt sur les plus-values en parquant leur patrimoine dans des structures de trusts extrêmement complexes qui échappent par ailleurs à l'impôt sur les successions. Le Congrès aimerait d'ailleurs éliminer cet impôt qui démarre à 5 ou 10M\$ selon qu'on est célibataire ou marié.

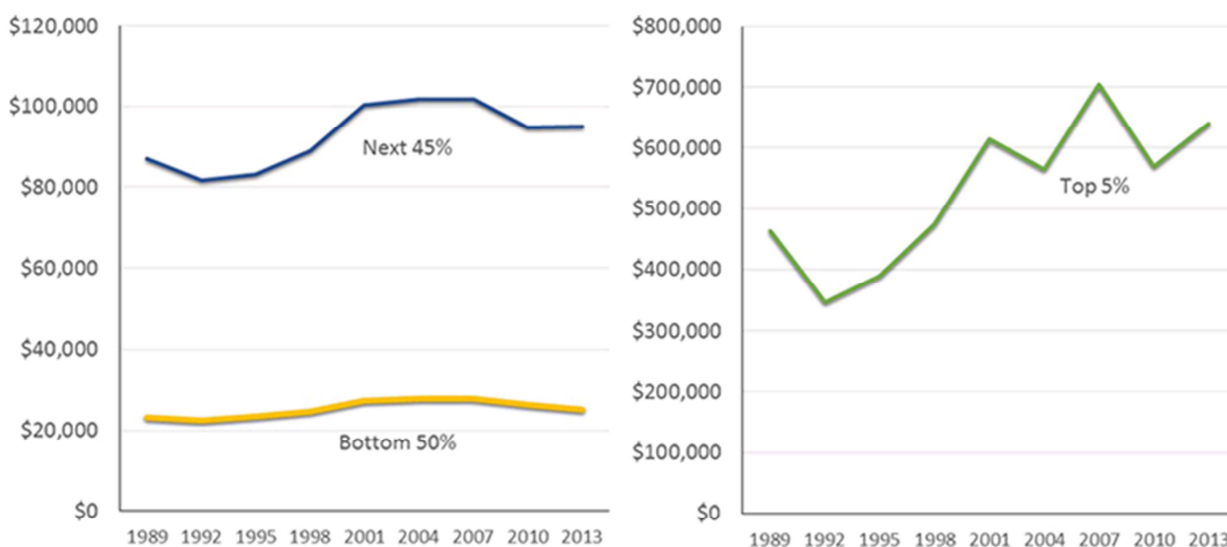


Un autre cadeau de taille qui sera fait à la bourse, et indirectement aux riches, est l'amnistie probable sur les 2 trillions de \$ de profits parqués à l'étranger pour échapper à l'imposition à 35%. Il est question de les libérer avec une imposition à 10%. Notons au passage que ces 2 trillions de profits ont esquivé en grande partie les taxes dans les pays où ils ont été réalisés, dont l'Europe est la grande victime.

Au vu de l'entourage du milliardaire Trump par beaucoup de milliardaires, il ne semble pas qu'il y ait urgence à réformer les niches fiscales et Warren Buffet continuera à payer moins d'impôt que sa secrétaire comme il l'a lui-même souligné.

Le revenu réel des classes modestes plafonne au mieux

Figure 2
Mean Income by Income Group



Inflation-adjusted 2013 dollars

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, Survey of Consumer Finances

L'écrasement des classes moyennes

La crise financière de 2008 a marqué un point d'arrêt à une progression déjà poussive des revenus les plus modestes des 50% de la population. C'est encore plus vrai pour la classe moyenne des 45% qui suivent, qui bénéficiaient d'une bonne appréciation de leur revenu jusqu'en 2001 et qui ne se sont jamais remis depuis l'avènement de l'Internet. Ils ont été les victimes de la rationalisation des tâches administratives ou de fabrication bien payées et de la délocalisation en Chine et en Inde. Seuls les 5% les plus nantis ont vu leur revenu réel continuer à progresser, avec un petit arrêt lors de la crise financière et un rebond qui se poursuit toujours. L'envolée des actions, avec un quasi doublement à partir du plus haut de 2007, y a fortement contribué.

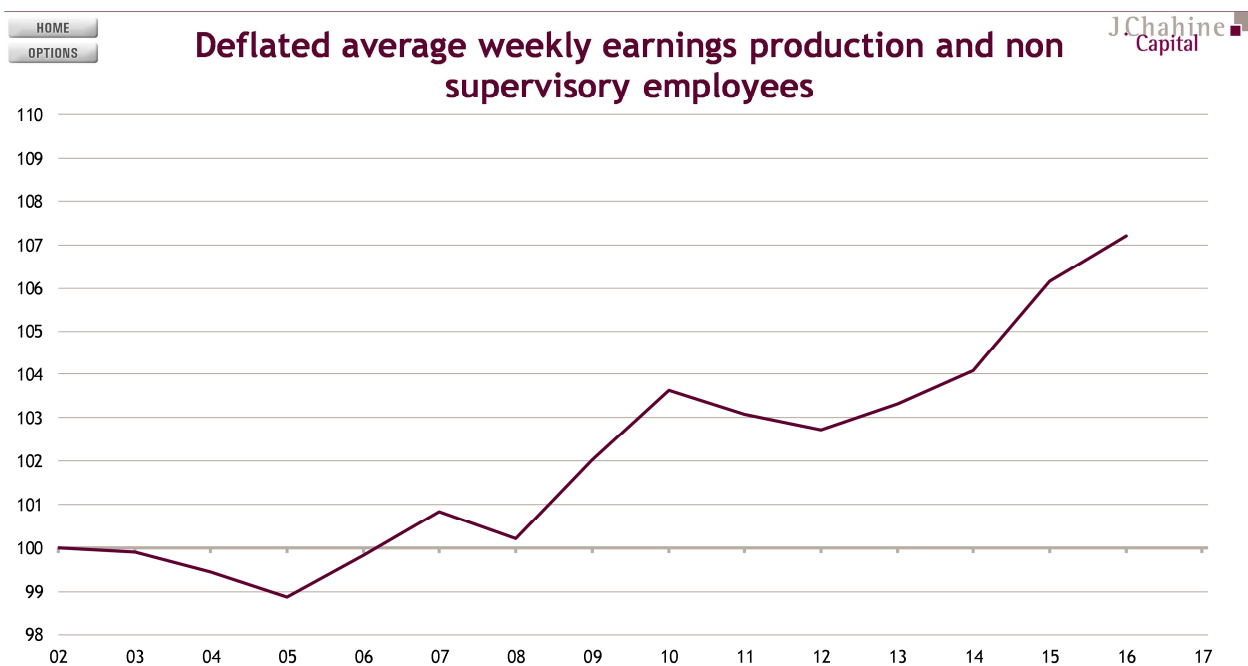


Toujours beaucoup d'emplois mais peu rémunérés

L'enquête sur l'emploi montre que depuis 2002, la hausse réelle des salaires non cadres a progressé de 7% à fin 2016, soit moins d'un demi pourcent par an. En 2016, la progression a été de 2.3% en nominal et 0.9% en pouvoir d'achat. Rien de significatif pour inverser cette tendance lourde. Mais il existe une inégalité encore plus terrible, c'est le chômage. Sur ce plan, l'Amérique fait bien mieux que la plupart des pays en ayant abaissé son taux de chômage au minimum incompressible, preuve que l'informatique et les robots n'ont pas remplacé l'homme partout.

Avec la parution de vendredi dernier, les chiffres de l'emploi pour l'année 2016 montrent une création 2 493 000 emplois contre 2 876 000 en 2015, ramenant le taux de chômage de 5.3% à 4.9%. Les chiffres de janvier sont en ligne avec 227 000 emplois. Le taux de participation à l'emploi a baissé de façon structurelle de 66% avant la crise à 62.8% aux dernières statistiques. Cette tendance structurelle était déjà observée avant la crise et s'explique partiellement par l'arrivée à la retraite des baby boomers. En 2000 la population des 65 ans et plus représentait 12.4%, elle atteignait 14.9% en 2015 et sera de 16.9% en 2020. Cette population à la retraite va plutôt solliciter les services à la santé.

Moins d'un demi pourcent de hausse de salaire par an



Source: FactSet

L'informatique n'a pas empêché la création d'emplois

Contrairement à l'idée reçue selon laquelle l'économie numérique va entraîner un chômage massif, la réalité est quelque peu différente. Elle a lourdement impacté les emplois moyennement qualifiés en les poussant vers des emplois à faible valeur ajoutée que les américains n'ont pas eu d'autre choix que de les accepter compte tenu d'un filet social peu développé aux Etats Unis. Les Allemands ont égale-



ment accepté de faire les « petits boulots ». En France, la conséquence a été de gonfler démesurément la liste des chômeurs. Le vrai défi politique est l'adaptation des travailleurs aux emplois disponibles et la revalorisation de ces emplois par un filet social comme l'impôt négatif.

Malgré les gains de productivité liés à l'informatique et aux robots, cela n'a pas empêché la création d'emplois massifs aux États-Unis totalement concentrés dans les services avec 2.16 millions d'emplois sur les 2.49 millions créés au total. La santé à elle seule a créé 500 000 emplois en hausse constante depuis plusieurs années en raison de l'âge de la population et une plus grande couverture maladie. Mais dans un secteur où la productivité est des plus médiocres et dont le coût est exorbitant, les classes moyennes auront du mal à y accéder.

L'autre grand secteur de création d'emplois est celui des loisirs avec l'hôtellerie et surtout la restauration qui a créé 370 000 emplois. Le commerce de détail crée également un grand nombre d'emplois mais... dans le transport des marchandises où la bagarre fait rage sur les livraisons en 24 heures ou à bicyclette s'il le faut. D'ici à ce que les drones remplacent ces coursiers, ce ne sera pas pour demain. La construction crée également des emplois à hauteur de 250 000 pour l'année avec encore du potentiel. Les services professionnels et aux entreprises ont créé 500 000 emplois avec l'armée de comptables, ingénieurs architectes et spécialistes en tout genre. On compte dedans seulement 83 000 créations d'emploi dans l'informatique, signe que l'industrie, qui révolutionne la société, a plus besoin d'huile de cervelle que d'huile de coude. On trouve dans cette rubrique la cohorte d'emplois d'aide à la personne, de concierges... Mais on trouve également de nombreuses créations d'entreprises.

Très bonne année de créations d'emploi en 2016 (000)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Total nonfarm	2 493	2 876	2 558	2 209	2 230	1 588	-947	-5 940	-757	1 540
Goods-producing	128	382	486	319	375	294	-807	-2 772	-897	-302
Mining & logging	-135	-78	28	15	59	84	11	-72	42	39
Construction	250	310	293	212	116	12	-499	-1 145	-465	-62
Manufacturing	12	150	166	93	200	198	-319	-1 556	-474	-279
Private service-providing	2 161	2 345	2 046	1 961	2 028	1 691	-76	-3 218	-143	1 598
Trade, transportation & utilities	357	504	521	385	401	430	-264	-1 390	-333	350
Information	22	24	22	31	2	-35	-96	-179	-49	-7
Financial activities	163	147	89	103	87	1	-143	-366	-143	-19
Professional & business services	504	566	544	585	603	607	149	-1 167	-207	375
Education & health services	591	589	350	317	447	349	345	400	552	524
Leisure & hospitality	461	461	436	487	419	310	-32	-367	13	319
Other services	64	54	83	53	70	30	-35	-149	22	55
Government	203	149	27	-71	-173	-397	-63	50	284	244
Federal	40	23	-37	-52	-38	-117	146	69	26	3
State government	13	27	3	-9	-25	-57	-31	-7	53	47
Local government	150	99	61	-11	-111	-223	-177	-13	205	194

Cette analyse rassurante sur l'emploi dans l'ère où tout le monde parle de robots et d'intelligence artificielle montre néanmoins que ces créations dans l'ensemble sont à faible valeur ajoutée. Par exemple, la percée de l'e-commerce qui détruit des emplois a créé une cohorte de livreurs peu payés. L'arrivée d'Uber a généré énormément d'emplois à faible valeur ajoutée, en attendant l'arrivée de la voiture sans chauffeur.

En haut de la pyramide de l'emploi, se trouvent les seigneurs de la nouvelle économie qui ont créé des fortunes gigantesques avec relativement peu de capitaux. Sur les 10 plus riches entrepreneurs, 7 viennent de la nouvelle économie et de sociétés qui n'existaient pas il y a 15 ans. Les richesses créées se



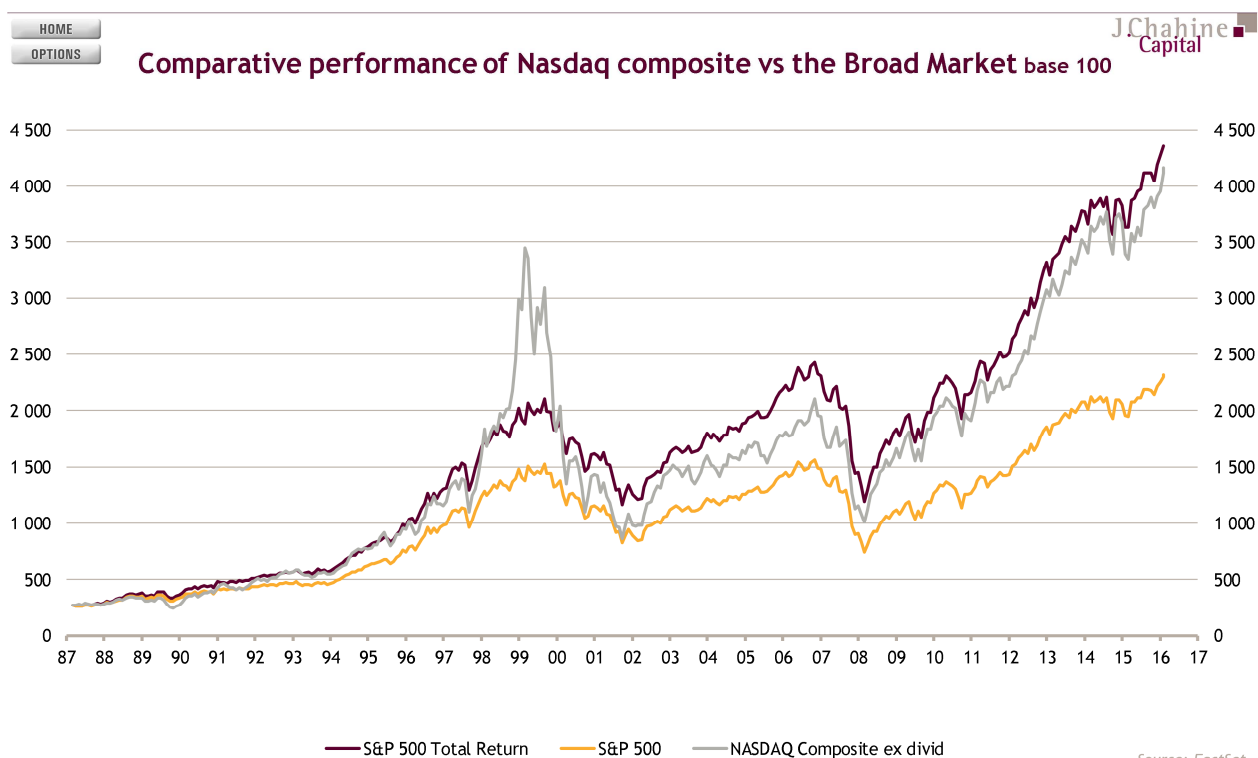
sont faites avec peu d'emplois mais des rémunérations à couper le souffle. Ces emplois reçoivent non seulement un salaire, mais du capital sous forme de stock options qui expliquent les inégalités constatées dans les revenus. Les nouvelles sociétés de la toile ont enrichi leurs fondateurs mais également les investisseurs avisés qui ont investi sur la durée.

Victoire en bourse de la nouvelle économie sur l'ancienne

Nous donnons ci-dessous un graphique depuis 1987 comparant les performances du S&P 500 à l'indice Nasdaq composite en tenant compte d'un indice S&P 500 total return non taxé. Nous n'avons pas trouvé un indice Nasdaq avec dividende, mais celui-ci a été en moyenne de 1.03% depuis 2003. Sur la durée, le rendement du S&P 500 a été de 10.1% annualisé contre 9.9% pour le Nasdaq. En ajoutant prudemment ½% de dividende sur l'historique, on voit que cet indice des innovations a battu le S&P500 avec un return prudent de 10.4% et plus si on tient compte de la fiscalité du dividende plus lourde sur le S&P 500. Si l'on retient la période débutant le 30/09/2003 où nous connaissons le dividende et où l'indice était à un niveau normal suite à la bulle de 2000, la comparaison est plus nette en faveur de l'innovation, avec 8.6% pour le S&P 500 TR contre 10.1% pour le Nasdaq, ce qui est impressionnant sur la durée. Nous avons fait le même constat sur nos fonds Digital qui investissent dans les petites et moyennes capi qui sont nettement plus innovatrices que les sociétés matures.

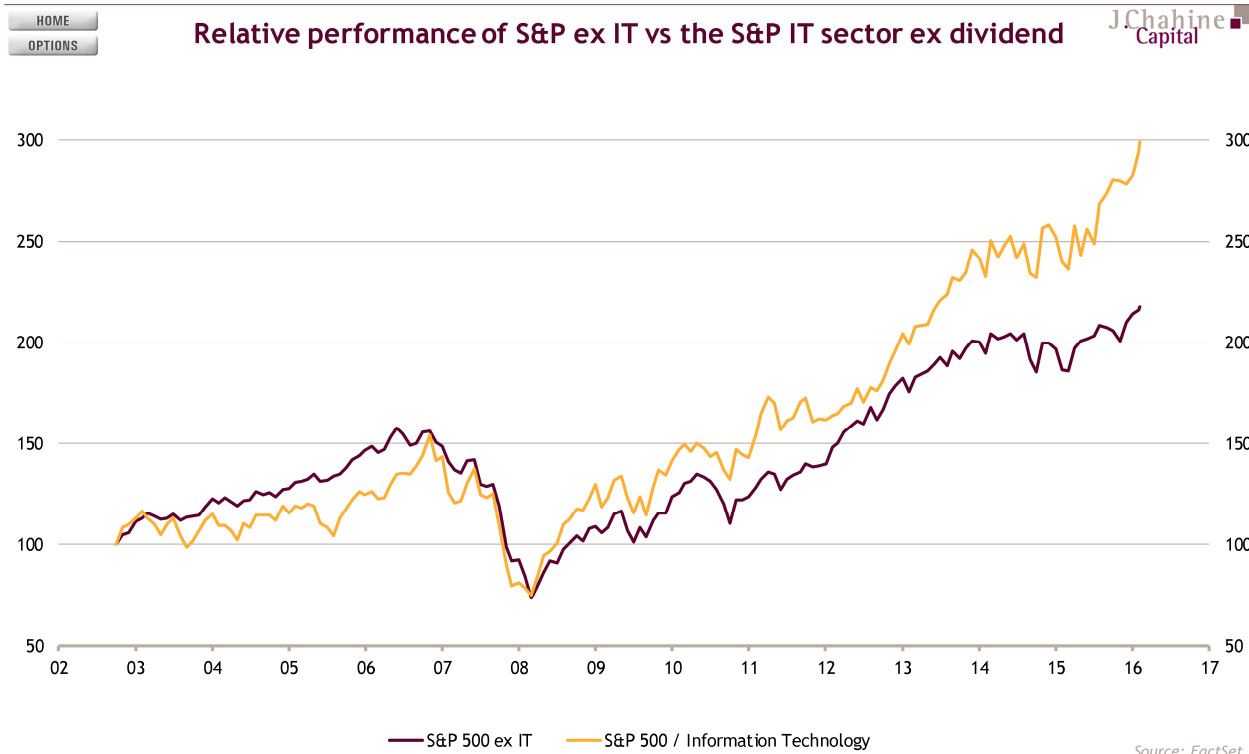
Si nous comparons l'indice S&P 500 hors secteur Informatique au secteur informatique pur, la performance depuis fin septembre 2003 a vu l'indice informatique multiplié par 3 contre 2.2 hors informatique. Tenant compte du dividende brut, la performance moyenne annualisée a été de 9.6% pour l'informatique contre 8.4% pour les sociétés traditionnelles dont une partie est dans la nouvelle économie avec la biotechnologie.

L'indice Nasdaq a été un grand gagnant sur la durée





Jusqu'où ira le secteur informatique américain ?



L'Europe absente de la nouvelle économie

La comparaison des deux côtés de l'Atlantique de la répartition sectorielle des valeurs est saisissante. Le secteur IT arrive en premier aux US avec 21.2% de la capi contre 6.9% en Eurozone. Il a certes progressé depuis 2 ans où il ne représentait que 5.7%, mais on reste dépendant de la technologie américaine qui aurait cependant beaucoup à souffrir si une guerre commerciale devait éclater à cause de Trump. Si l'Europe exporte avec « beaucoup de labeur » des biens matériels comme l'automobile ou le luxe en payant des impôts à taux plein aux US, les Apple et consorts font des profits faciles en ne payant pas un centime sur leurs profits. Le premier secteur en capitalisation en Europe reste le secteur financier, malgré ses graves maladies maintes fois évoquées. Il est passé nettement en second aux US et les jeunes talents se dirigent plus vers la Silicon Valley. Une remarque similaire peut être faite sur la biotechnologie qui représente trois fois rien en Europe contre 2.69% de l'indice américain et... 552Mds \$ de capi. Un fort secteur privé d'assurance aux US dans la santé explique le décalage. On retrouve les points de force de l'Europe dans les biens cycliques dont l'automobile, l'aéronautique et le luxe, et plus généralement dans le secteur industriel.

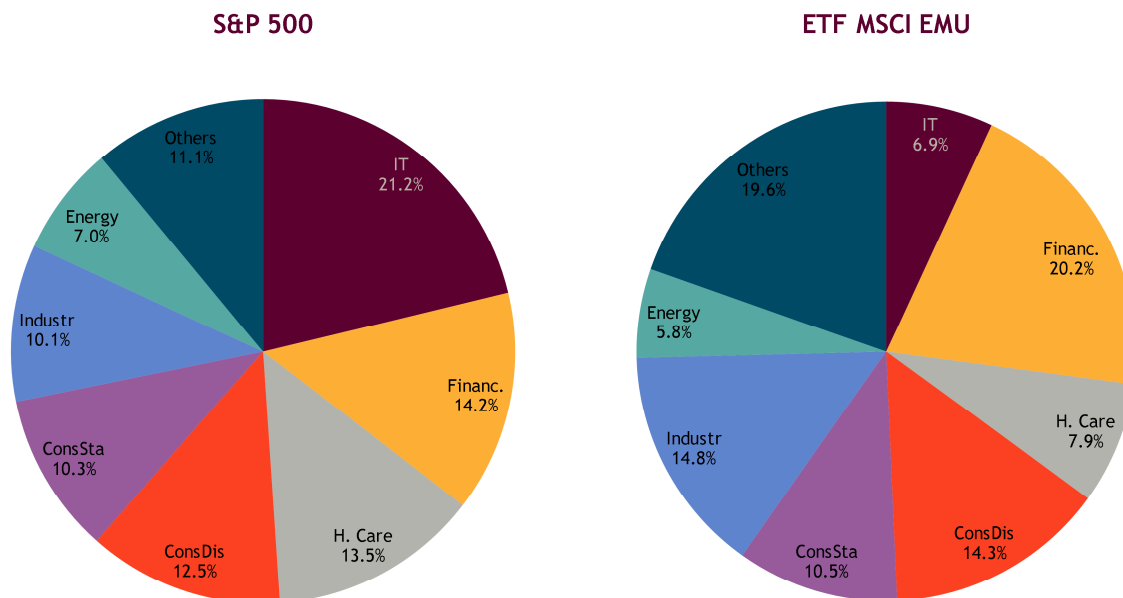


Un retard flagrant dans le secteur informatique

HOME
OPTIONS

Comparison by GICS Sector of S&P 500 vs MSCI EMU

J. Chahine
Capital



Source: FactSet

L'innovation a encore des beaux jours

La corrélation est patente entre la technologie, la richesse qu'elle a créée pour des happy few et le creusement des inégalités. En effet, le succès d'une société dans la Hi Tech est proportionnel au nombre d'emplois qu'elle détruit par les gains de productivité. On pense aux millions de secrétaires devenu(e)s inutiles, aux dessinateurs industriels qui utilisent la machine, à l'architecte qui d'un coup de souris refait ses plans et ses calculs, aux guichets de banques devenus inutiles, aux chèques en voie de disparition, aux vendeurs remplacés par le e-commerce, aux agences de voyage remplacées par des sites ultra-professionnels... et la liste est longue.

Un secteur très consommateur en main d'œuvre est celui de la santé. Il reste notoirement à l'abri de la révolution technologique sous l'influence d'un lobby médical qui prétexte la confidentialité du malade pour ne pas stocker l'ensemble du dossier médical. La technologie est tout à fait capable d'intégrer l'ensemble des actes médicaux : la visite médicale, la prescription, sa délivrance avec vérification des interactions avec d'autres médicaments (qui font des milliers de morts), l'ensemble des actes radiologiques (scanner, IRM...), l'analyse du laboratoire, les rapports médicaux et post intervention, les données physiques comme le poids, la taille, le groupe sanguin, des données transmises par le patient à travers des capteurs comme la tension, la température ou le niveau de sucre.

Un tel dossier médical exhaustif permet de prodiguer des soins de grande qualité et même de mettre en œuvre un système expert pour le diagnostic comme le fait aujourd'hui IBM avec Watson. Cette base de données permettrait à la médecine de faire des avancées gigantesques grâce au big data, à l'intelligence artificielle et au data mining. Nous connaissons une start-up israélienne qui a réussi à faire stocker les photos faciales de patients souffrant de graves maladies génétiques et aider ainsi à la détection précoce de ces maladies.



Aucun État n'a aujourd'hui la capacité de déployer une telle base de données plus que controversée. Il semble que l'approche alternative est que le patient se prenne lui-même en charge à travers des applications qui lui permettront graduellement de stocker ses propres données, à charge pour les professionnels de lui communiquer ses résultats de façon électronique.

Les administrations sont notoirement en retard sur la révolution numérique. La création d'une base des cartes d'identité en France a soulevé le tollé de toutes les bonnes âmes. Mais le problème des administrations est l'incapacité à avoir des architectes informatiques à 1M€ de rémunération. Elles s'adresseront donc au secteur privé avec néanmoins le risque que le commanditaire ne sache pas très bien de quoi il parle. Plus près de l'actualité, on est incapable de lutter contre le terrorisme faute d'organiser le renseignement de façon efficace. D'innombrables fichiers éparpillés ne permettent pas de bien suivre un danger.

L'intelligence artificielle va révolutionner encore plus la société. Déjà, la reconnaissance vocale devient chaque jour une réalité, permettant de s'intégrer dans la conduite d'un véhicule. En mains libres on peut faire par exemple les commandes suivantes :

- Appelez Pierre Dupont Portable
- Allez au cinéma Rex (la navigation se met automatiquement en route)
- Jouez la playlist Jazz

La voiture est destinée à devenir un ordinateur à 4 roues et tout le monde travaille pour le Graal de la conduite autonome. Cela viendra en plusieurs étapes avec de plus en plus d'électronique embarquée. La révolution numérique s'accompagne de la révolution électrique. Tesla a galvanisé l'industrie avec ses véhicules de rêve et le marché n'a plus rien pour l'arrêter. La vulgarisation des batteries de grande capacité et la chute accélérée de leur prix confirme que le marché va s'envoler. Tesla capitalise 44Mds \$ pour 100 000 véhicules contre 55Mds \$ pour GM et 10 Millions de véhicules vendus.

La voiture électrique va de paire avec la révolution verte de l'énergie où les renouvelables sont devenues compétitives sans subvention contre les énergies fossiles dans certaines régions. La baisse du prix des batteries va rendre enfin possible le rêve du stockage de l'énergie. La maison solaire va charger également le véhicule et stocker l'énergie excédentaire pour un usage ultérieur.

Le numérique à la source des inégalités

Ce potentiel d'innovation que nous avons décrit très partiellement est un grand sujet d'optimisme, voire d'enthousiasme. Mais la direction sociale dans laquelle il va est dangereuse. Les grands seigneurs à la tête de ces innovations rappellent ceux du Moyen-Âge avec le bas peuple traité comme des serfs. Les profits et les plus-values réalisés sont optimisés au maximum et la participation à la redistribution des richesses peu citoyenne. Mais, arrivés en fin de vie avec des Milliards qui dépassent l'imagination, certains préfèrent faire du social eux-mêmes, plutôt que de le confier à l'Oncle Sam, à travers des nobles fondations comme celles Bill Gates et de Warren Buffet. Mais en pratique, l'énorme masse des citoyens a du mal à joindre les deux bouts et surtout à avoir accès aux soins médicaux.

Cette répartition très inégale des richesses a comme conséquence un faible pouvoir d'achat des consommateurs qui entraîne la croissance molle dans laquelle nous vivons depuis plusieurs années et qui va le rester malgré les promesses de Trump. Le bon équilibre à trouver est une redistribution des richesses à travers l'impôt en appliquant simplement les règles sans niches fiscales. C'est dans l'intérêt même de la classe dirigeante d'avoir des consommateurs pour leurs produits fantastiques. Nous pensons malheureusement que la politique de Trump va dans la direction opposée. Sa relance de

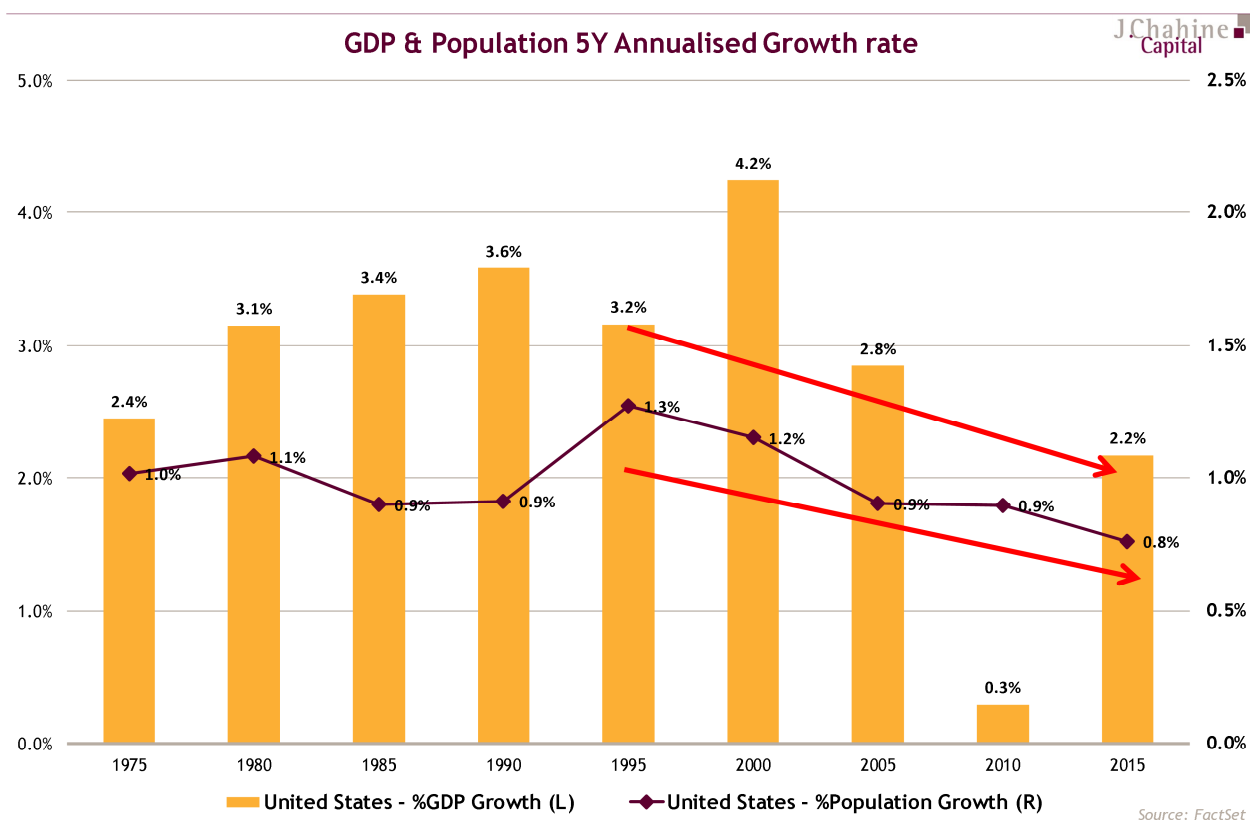


l'économie, si elle se produit, profitera encore à une minorité. La vraie réforme fiscale est la création d'un impôt négatif et la stricte application de la fiscalité existante.

Les inégalités à l'origine de la croissance molle

La croissance démographique s'est ralentie à 0.8% par an contre 1.2% avant la crise ce qui explique en petite partie la mollesse de la croissance. L'autre raison est le faible niveau de croissance des rémunérations et du pouvoir d'achat qui est allé vers une population riche incapable de consommer plus. On est passé d'une croissance normative de 3% à 2%, ouvertement retenu par la Fed. L'année 2016 qui vient de s'achever l'a encore confirmé avec une hausse de 1.6% de hausse et 1.9% annualisé au dernier trimestre. La croissance devrait s'accélérer à 2.3% en 2017, si le président Trump ne fait pas de faux pas qui nous emmènerait dans la récession. Normalement, la croissance devrait reprendre modestement dans plusieurs pays dont l'Eurozone qui a terminé l'année mieux que les US avec une hausse de 1.8% grâce à l'Allemagne et à l'Espagne. On attend une hausse de 1.5% en 2017. Les inégalités sont moins criantes en Europe qu'aux US grâce au filet social, mais l'Europe souffre d'un manque de cohésion et des réformes de structure qui ne sont toujours pas mises sérieusement à l'œuvre. Le candidat thatchérien Fillon est pris dans la tourmente qui met en danger un nouveau gouvernement de droite.

Le creusement des inégalités à l'origine de la croissance molle



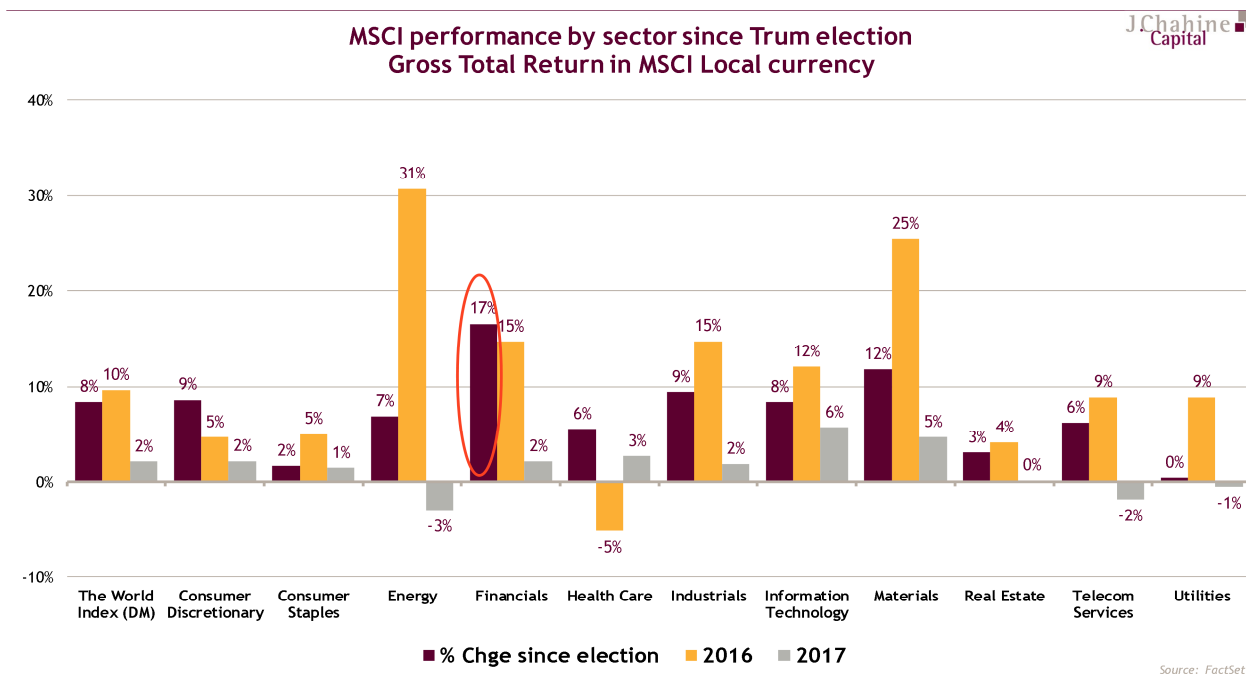
Démarrage prudent des marchés en 2017

Depuis l'élection de Donald Trump, l'impact sur le marché s'est stabilisé autour d'une hausse de 8%, ce qui correspond à très peu de choses à l'impact de la baisse du taux d'imposition des sociétés. Le secteur qui a bénéficié le plus reste le secteur financier, avec la promesse en cours de réformer le Dodd-Frank Act. Les performances depuis début 2017 font ressortir le secteur informatique et les produits de base. Le secteur de l'énergie et autres secteurs sensibles aux taux restent en retrait. La performance



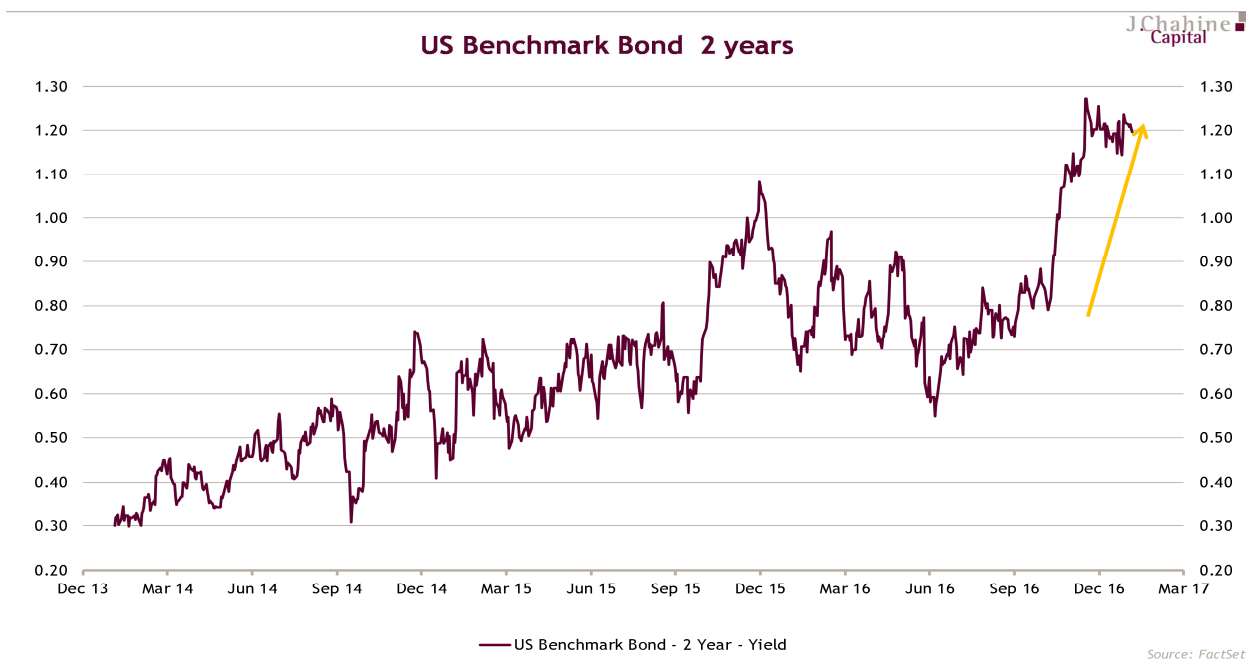
depuis le début de l'année est de +1.8% en monnaie locale pour le MSCI World, +1.7% pour les US et +1.2% pour la zone Euro. Nos fonds Digital entament bien l'année avec une performance de +3.9% à vendredi pour Digital Stars Europe, +3.5% pour Stars Europe ex UK et +4.7% pour notre dernier né Digital Stars Europe Smaller Companies.

Démarrage prudent en 2017



Accélération de de la hausse des taux de la Fed ?

La hausse des taux à 2 ans anticipe 2 à 3 hausses de la Fed



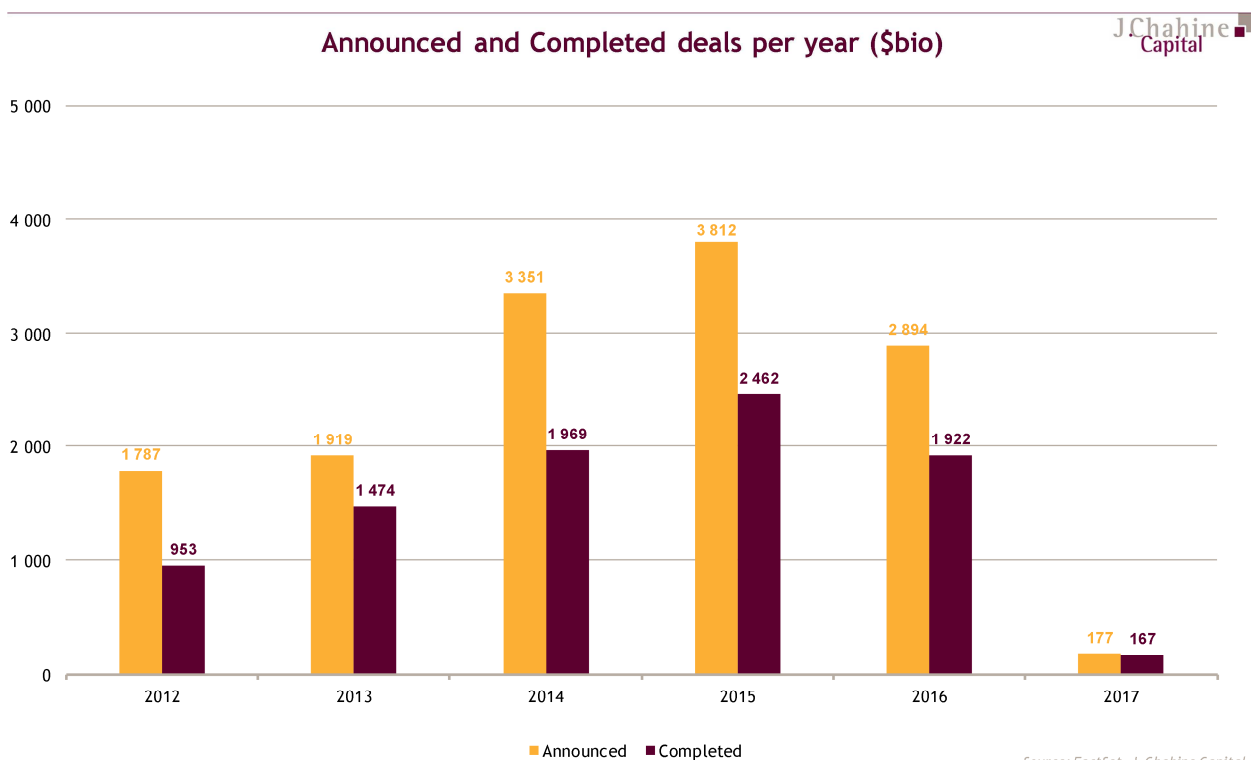


La politique des taux de la Fed en 2017 est résolument orientée à la hausse avec 2 ou 3 hausses en cours d'année. La hausse des taux à deux ans à 1.20% anticipe ces mouvements. Nous sommes toujours concernés par l'inflation qui s'affiche à 2.1% sur 1 an et son impact sur la hausse des taux. Dans un marché de l'emploi plutôt tendu, un renchérissement des produits importés du Mexique via des droits de douane ne peut qu'aggraver le phénomène. C'est la raison pour laquelle la Fed se tient prête à agir pour des mesures qui auraient pour effet d'accélérer l'inflation.

Forte baisse dans les fusions acquisitions

L'année 2016 n'a pas été brillante dans les fusions acquisitions et est en retrait de 24% sur les deals annoncés et 22% sur les deals bouclés. La remontée des taux de la Fed n'est pas étrangère à cette tendance. Il y a eu néanmoins presque 3 trillions de projets annoncés, les plus gros étant l'acquisition de Time Warner par AT&T, Monsanto par Bayer, Reynolds par British American Tobacco, Syngenta par le Gouvernement Chinois, NXP Semiconductors par QUALCOMM, Baker Hughes par General Electric, Linde par Praxair, ARM Holdings par SoftBank Group. Tous ces deals dépassent les 30 Mds \$ et 82 Mds pour AT&T/Time Warner, où on voit les télécoms chercher désespérément du contenu. On note que l'activité en Europe a été assez intense. Beaucoup de ces deals vont dans le sens d'une baisse de la concurrence comme la combinaison des deux géants Linde et Praxair face à Air Liquide.

Recul des opérations de fusion acquisitions



Pause dans les rachats de leurs titres par les sociétés

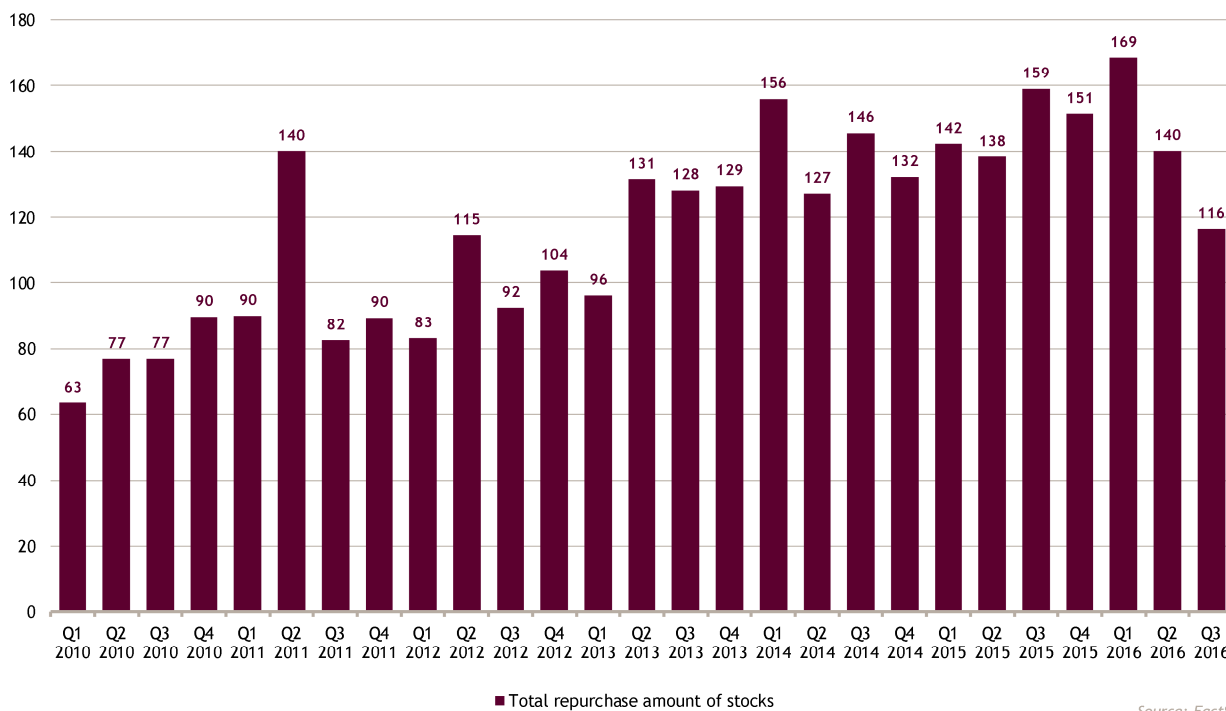
Le rachat par les sociétés de leurs propres titres est la martingale favorite pour booster les bénéfices par action. Là encore, la hausse des taux a ralenti de 26% le mouvement au troisième trimestre 2016. Les rachats représentent quand même 2.8% de la capi, un joli dividende qui s'ajoute aux 2.2% distribués.



Les rachats représentent 2.8% des titres

Shares buyback amounts for S&P 500 (USD Bio)

J. Chahine
Capital



Perspective de profits bien meilleurs en 2017

Les parutions des résultats du 4^{ème} trimestre sont bien avancées avec 2/3 de l'ensemble de la capi qui a publié ses chiffres. Il faut malheureusement constater que les guidances pour le trimestre en cours ont à nouveau été revus à la baisse. On trouve comme d'habitude un peu mieux pour T4 et moins bien pour T1 2017.

La place avait anticipé un fort rétablissement du secteur pétrolier, en octroyant une hausse de 23.5% des cours en 2016. Mais les guidances sont restés prudents, malgré un prix de baril avantageux. Les profits en T1 sont stabilisés à 8.4% aidés par les financières qui sont prévus à +18.6%. Sur l'année, la hausse est anticipée à 11.8% mais elle est revue en baisse. Nous la situons plutôt à 7% dans nos modèles.

En Europe, les résultats 2016 sont plutôt bons mais globalement flat. C'est en 2017 que le consensus attend le vrai retournement des profits avec +14.9% en raison de l'énergie et des matières premières. Les financières sont également bien orientées. Nous retenons 8% dans notre scénario top down.

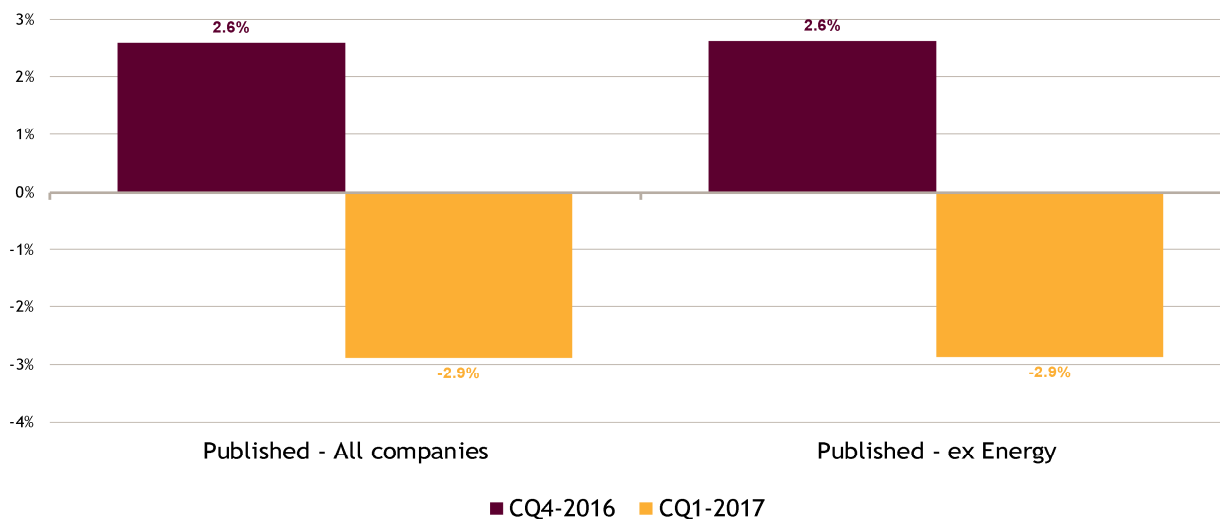
Ainsi, l'année 2017 devrait afficher des profits honorables qui devraient contrebalancer quelque peu la hausse des taux en cours.



Perspectives toujours revues à la baisse

Earnings surprise vs. 31/10/2016

JChahine
Capital

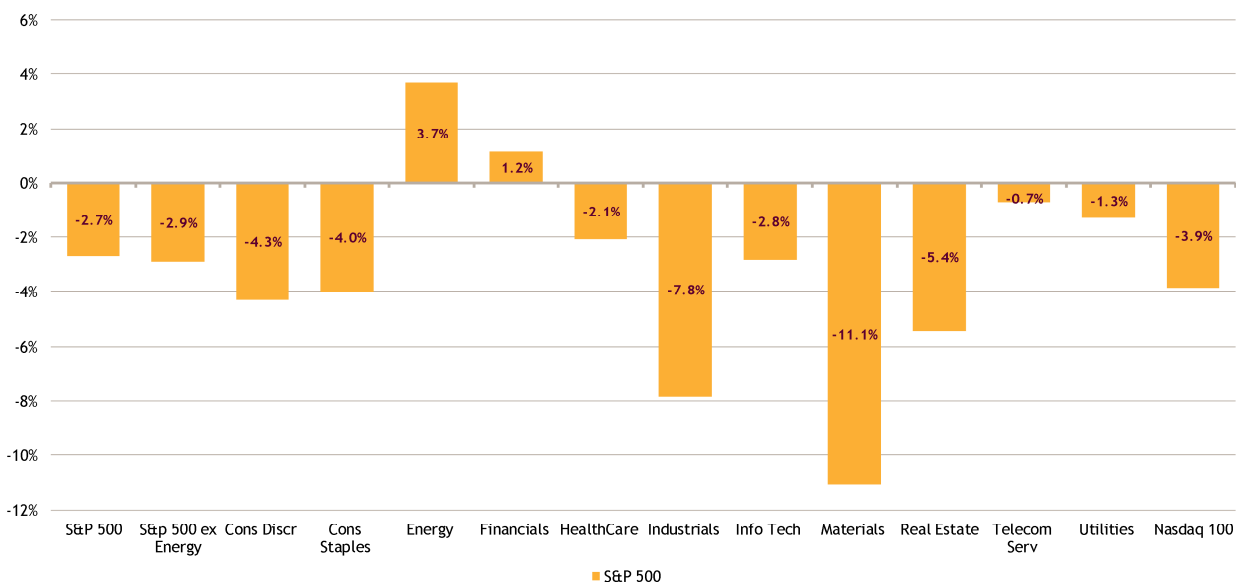


Source: FactSet

Des guidances en baisse dans tous les secteurs

S&P500 Earnings revisions for Q1 2017 since October

JChahine
Capital



Source: FactSet

Valorisation des marchés

Nos prévisions top down avec l'impact fiscal sont de 7% pour 2017 et 16.8% en 2018 après impact fiscal. Nous continuons d'anticiper une baisse de l'IS aux États-Unis vers les 20%, qui devrait gonfler les profits par action 2018 de 9.4%, ce qui selon nous est déjà dans les cours (voir des explications plus détaillées dans notre précédente lettre).



Nous retenons par ailleurs une croissance normative de 8% en 2019. Ces prévisions donnent un CAGR sur 8 ans de 5.5% contre 5.6% le mois dernier 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 nous sommes déjà en haut de cycle.

Les taux longs, qui jouent un rôle plus important que les profits se sont légèrement tendus pour le 30 ans à 3.10% et notre objectif se situe entre 3.10 et 3.25%. L'objectif de cours du S&P 500 se situe à 2298 pour fin 2017. Des taux à 3% donneraient 2344 points et à 3.25% 2230 points pour une clôture vendredi à 2297.

Le marché américain est à l'équilibre

S&P 500 - Valuation end 2017

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016

	30 Years Gvt bonds				
	2.75%	3.00%	3.10%	3.25%	3.50%
Margin squeeze: -8.6% in 2017, +17.6% in 2018 and +4% in 2019 (Normative). CAGR =0.6%	1 731	1 645	1 613	1 567	1 494
Implied Scenario: CAGR 5.8% over 8 years	2 455	2 329	2 281	2 212	2 105
Base scenario: +7% in 2017, +16.8% in 2018 and 8% in 2019 (Normative) CAGR = +5.5%	2 469	2 344	2 298	2 230	2 125
Current Index S&P 500 (as of 02/02/2017)	2 281				

En Europe, l'année 2017 semble vouloir se confirmer comme année du retournement, les prévisions de profits ont quelques chances de se réaliser puisque les révisions sont orientées à la hausse. Nous restons très prudents dans notre modèle top down avec 15.9% en 2017 comme le consensus en raison du retournement et d'un effet de base du cours de change de la Livre, 8% en 2018 contre 9.2% pour le consensus et une croissance normative inchangée de 4% en 2019. Cela donne un CAGR de 1.3% sur 8 ans. L'objectif de cours fin 2017 ressort à 416 points inchangé, 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 le marché américain avec des crises potentielles sur la solvabilité des banques, les risques souverains, le populisme et le Brexit. On peut également voir en 2017 la fin du QE et une hausse des taux, ce qui enlèverait l'un des moteurs de la valorisation.

Nous observons dans nos fonds le retour d'investisseurs qui avaient basculé vers les US l'année dernière et qui jouent l'Europe cette année.

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: -5% in 2017, -5% in 2018 and +2% in 2019 (Normative). CAGR =-4.2%	306	289	273	259	246
Implied Scenario: CAGR -0.7% over 8 years	405	383	362	343	326
Base scenario: +15.9% in 2017, +8% in 2018 and +4% in 2019 (Normative) CAGR = +1.3%	468	441	416	395	375
Current Index STOXX Europe 600 (as of 02/02/2017)	362				



Conclusions

À peine élu, le président Trump s'est mis à dos la moitié de la planète et l'autre moitié attend de recevoir les prochains coups. Tout est remis en question, l'immigration, le libéralisme, le climat, les alliances militaires et les médias tournent en boucle ses tweets et décrets du jour. Nous attendons pour le moment les mesures concrètes qui vont impacter l'économie et la finance. Le premier geste d'alléger le Dodd-Frank Act a déjà propulsé les banques au sommet. Les prochains gestes vont être d'ordre économique et sont pour plaire au marché avec la baisse de l'IS et la réforme fiscale. La baisse de l'IS est déjà actée dans les cours avec une hausse de +8.4% depuis son élection, en ligne avec la hausse anticipée du Bénéfice par Action. Malgré son élection comme un président populiste, nous démontrons que son action va accroître les inégalités déjà criantes avec les réformes qui vont favoriser les plus riches. Selon la dernière enquête de 2013, 5% des ménages détenaient 65% des actifs. La hausse de 25% des actifs financiers n'a pu que creuser ces écarts, les classes moyennes étant sorties des actions après la crise financière. Les revenus des 5% les plus fortunés s'envolent vers les 700.000\$ alors que ceux des 50% les plus pauvres plafonnent en dessous de 20.000\$. Mais c'est surtout les classes moyennes qui se sont appauvries par la mécanisation de leur travail et sa délocalisation. Depuis 2002, les salaires des employés non-cadres n'ont augmenté en moyenne que de +0.5% par an en pouvoir d'achat.

L'avènement du numérique et des robots n'a pas empêché la création de 2.5 Millions d'emploi en 2016, concentrés essentiellement dans les services à faible valeur ajoutée. Le marché de l'emploi devient tendu et la participation à l'emploi ne va pas s'améliorer, les plus de 65 ans passant de 12.4% de la population en 2000 à 16.9% en 2020. Les embauches dans la Silicon Valley ne sont pas des millions, mais les salaires valent des millions.

Nous montrons que l'investissement dans la nouvelle économie a été bien plus rémunérateur sur très longue ou moyenne durée. Le Nasdaq a rapporté +10.1% contre +8.6% pour le S&P 500 à dividendes réinvestis sur 15 ans. Le fonds Digital Stars Europe est à +9.2% sur la même période. L'Europe reste malheureusement absente de la nouvelle économie. L'innovation a encore de beaux jours devant elle, entre l'intelligence artificielle ou la voiture électrique et à terme sans chauffeur. Tesla avec 100.000 voitures capitalise autant que GM avec 10 Millions de véhicules. Ces tendances accentuent les inégalités entre jus de cervelle et huile de coude. Les électeurs de Donald Trump risquent de déchanter si des correctifs sociaux ne sont pas apportés dans cette révolution, qui risque de tourner en récession faute de pouvoir d'achat des classes moyennes. Déjà, ces inégalités sont à la source des tendances lourdes vers une croissance réduite, comme on l'a vu avec une hausse de 1.6% du PIB américain en 2016.

Les perspectives des profits sont bien meilleures en 2017 avec le rebond des financières et de l'énergie. Une hausse de 11.8% est attendue aux US et un « recovery » de 14.9% en Europe, non remis en question par des révisions en baisse. Les taux se sont légèrement tendus sur le mois, le 30 ans passant de 3 à 3.1% aux US. Nos objectifs de cours sont revus en légère baisse de ce fait aux US à 2298 points pour le S&P 500 en tenant compte d'un impact de +9.4% des profits en 2018. En Europe, notre objectif de cours sur le STOXX 600 est inchangé à 416 points contre 362 points en clôture. Le CAGR reste modeste à 1.3% sur 8 ans avec des taux à 30 ans moyens à 2%.

Nous maintenons notre surpondération sur les actifs Actions avec une préférence pour l'Europe.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 4/2/2017 (in local currency)

	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2017	Revision vs M-2%	
	2017	2016	2017	2016	2018	2017	2016	Div Yield	Fiscal 17	Fiscal 16
MSCI The World Index	3.06%	5.53%	16.6 x	18.9 x	10.7%	14.0%	-0.1%	2.59%	1.2%	0.0%
MSCI USA	2.80%	9.18%	17.9 x	19.9 x	12.1%	10.9%	0.4%	2.09%	-0.7%	0.1%
MSCI Japan	-0.54%	-2.59%	13.9 x	15.6 x	9.2%	12.2%	9.9%	2.33%	1.7%	-0.5%
MSCI EMU	0.32%	1.79%	14.3 x	16.5 x	9.8%	14.9%	0.6%	3.43%	0.5%	-0.2%
MSCI Europe	0.64%	-0.47%	14.8 x	17.1 x	9.0%	15.4%	-2.7%	3.66%	0.4%	-0.2%
MSCI Europe ex Energy	1.04%	-2.11%	14.8 x	16.6 x	8.4%	12.2%	-0.3%	3.48%	0.5%	0.2%
MSCI Austria	5.30%	12.10%	11.7 x	11.7 x	7.0%	-0.5%	13.0%	3.18%	0.4%	1.4%
MSCI Belgium	-0.67%	-5.92%	17.9 x	20.6 x	10.1%	15.1%	-14.4%	3.76%	0.1%	-0.7%
MSCI Denmark	1.40%	-14.94%	16.9 x	18.3 x	12.9%	8.3%	-0.5%	2.61%	0.3%	0.8%
MSCI Finland	-1.36%	-3.91%	17.7 x	17.8 x	11.5%	0.7%	-12.8%	4.23%	-1.4%	4.2%
MSCI France	-0.29%	4.58%	14.5 x	15.7 x	9.2%	8.6%	2.9%	3.46%	0.6%	-0.2%
MSCI Germany	1.33%	3.45%	13.7 x	14.9 x	9.2%	9.1%	5.7%	2.97%	0.5%	0.2%
MSCI Great-Britain	0.66%	13.96%	14.3 x	17.4 x	7.2%	21.2%	7.4%	4.26%	1.3%	-0.3%
MSCI Ireland	0.21%	1.86%	16.6 x	18.6 x	11.5%	11.8%	23.3%	1.85%	-0.3%	-0.5%
MSCI Italy	-2.78%	-10.97%	12.8 x	34.0 x	12.5%	166.2%	-53.4%	4.54%	-0.1%	-11.8%
MSCI Netherlands	1.39%	6.97%	15.8 x	17.4 x	11.0%	9.6%	47.7%	3.12%	1.1%	2.2%
MSCI Norway	3.41%	5.83%	15.3 x	20.5 x	12.9%	34.1%	-18.3%	4.40%	0.9%	2.3%
MSCI Spain	1.18%	-1.78%	13.5 x	16.2 x	11.0%	19.7%	-7.6%	4.12%	0.2%	-0.1%
MSCI Sweden	3.42%	5.19%	16.7 x	19.5 x	4.2%	17.2%	-8.6%	3.60%	2.2%	-3.6%
MSCI Switzerland	1.68%	-5.38%	17.0 x	18.2 x	10.3%	6.7%	-1.8%	3.51%	-0.8%	0.4%
MSCI Europe Consumer Discretion	0.70%	-4.06%	13.1 x	14.8 x	7.9%	12.4%	14.3%	3.08%	0.5%	-0.6%
MSCI Europe Consumer Staples	0.64%	-2.03%	18.8 x	21.0 x	9.1%	11.9%	1.5%	3.08%	0.0%	0.1%
MSCI Europe Energy	-4.11%	24.14%	14.7 x	26.3 x	16.9%	79.8%	-35.2%	5.91%	0.0%	-7.3%
MSCI Europe Financials	2.64%	-5.33%	12.0 x	14.0 x	8.0%	16.8%	-16.1%	4.50%	0.6%	-0.3%
MSCI Europe Health Care	-0.39%	-11.58%	15.4 x	15.9 x	9.4%	3.2%	5.9%	3.23%	-1.4%	0.1%
MSCI Europe Industrials	1.90%	8.65%	16.7 x	18.4 x	10.4%	9.9%	1.8%	2.88%	0.7%	0.7%
MSCI Europe Information Technol	2.70%	3.08%	19.6 x	21.4 x	15.0%	9.3%	4.4%	1.64%	-1.4%	5.0%
MSCI Europe Materials	3.40%	25.41%	15.5 x	19.6 x	1.6%	26.6%	31.7%	2.85%	6.0%	2.5%
MSCI Europe Real Estate	-3.78%	-5.80%	18.6 x	19.5 x	5.7%	5.0%	4.3%	4.44%	0.7%	0.4%
MSCI Europe Telecommunication	-3.37%	-16.96%	15.9 x	17.2 x	11.9%	8.3%	2.5%	4.85%	-2.6%	-1.6%
MSCI Europe Utilities	-3.90%	-9.98%	13.4 x	13.8 x	7.3%	3.0%	-10.8%	5.20%	-0.5%	-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.