

Le dégonflement de la « bulle » Trump

Conclusions

Tous les observateurs sont restés perplexes dans l'attente des mesures concrètes de Trump. Est-ce un génie de la négociation qui cache son jeu ou un pantin qui va se dévoiler au passage à l'acte ? Les observateurs n'ont pas tardé à être fixés. Il s'est mis à signer furieusement des « *executive orders* » qui pour la plupart sont allés dans le vide. Mais l'échec le plus retentissant est celui de l'abrogation de l'Obama Care rejetée par son propre parti. Les enquêtes du FBI, si elles aboutissent, pourraient signifier la déchéance du président. Son taux de popularité a chuté et il a réussi à se mettre à dos tous les médias. Est-ce qu'il va mieux réussir dans le populisme et le protectionnisme ? ou dans le retour vers la pollution ? La pièce maîtresse de son programme a néanmoins des chances de passer, car le congrès est favorable à la réforme fiscale. Mais attendons de voir le projet final.

Malgré tous les remous, nous continuons d'observer que l'économie globale se porte mieux, même si la croissance américaine reste inchangée. L'Europe sort de très bas et malgré le Brexit devrait croître de 1.6% avec la France à la traîne à 1.3%. La Chine et l'Inde continueront de tirer vers le haut ainsi que la sortie de récession de pays exportateurs de pétrole et matières premières. Globalement, nous attendons 0.3% de croissance mondiale additionnelle. M. Draghi doit se réjouir des frémissements de reprise après tant d'années de QE. Le spectre de la déflation s'est éloigné en Europe mais l'inflation reste très modérée hors énergie. Les US sont beaucoup plus avancés dans le cycle et leur inflation sous-jacente est déjà au-delà des 2%. Ce décalage des deux continents dans le cycle économique se traduit par des courbes des taux affichant des grands *spreads*, quelle que soit la durée.

Les États-Unis sont quasiment en surchauffe sur le marché de l'emploi que ce soit un taux de chômage au plus bas, des inscriptions au plus bas historique, ou un rythme de créations d'emplois robuste. Malheureusement, les emplois créés sont à faible valeur ajoutée, contrastant avec le peu de créations de postes dans la Silicon Valley payés en millions de \$. La conséquence est la chute dramatique de la productivité depuis la crise qui s'affiche entre 0 et 1% contre 2 à 4% avant la crise. Cela explique la chute dans la durée du rythme de croissance américain que la Fed situe à 2%. Malgré cette faiblesse, la confiance des ménages est au-dessus de celle d'avant la crise. Mais attention, notre graphique sur 50 ans montre que les pics de confiance ont été suivis de récession, sauf qu'on ne sait pas où s'arrête le pic. En Eurozone, l'indice de confiance est également au plus haut alors qu'on entend les plaintes de partout.

L'amélioration de l'environnement économique et la croissance ont un impact favorable sur les profits des sociétés et, pour la première fois depuis longtemps, les analystes révisent les profits à la hausse dans l'Eurozone. Il s'agit d'un retournement après une année 2016 exécrable, avec l'amélioration de la situation des financières, de l'énergie, et les multiples restructurations. Le rebond de 18% nous paraît crédible. Aux États-Unis la hausse se stabilise à 8.9%. Alors que les marges sont restées très déprimées en Europe, elles restent à leur plus haut aux États-Unis.

Les marchés ont bien progressés depuis le début de l'année et nos fonds Digital affichent une hausse de 9%. Nos objectifs de cours ont été relevés de 100 points pour le S&P 500 à 2445 points. Si la réforme fiscale ne passe pas, l'objectif redescend à 2238 points. L'objectif de cours du STOXX 600 est stable à 421 points. Nous maintenons notre surpondération sur les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

Jacques Chahine



Des échecs retentissants sur les premières mesures

Suivant l'élection de Donald Trump, tous les observateurs sont restés perplexes dans l'attente des actions concrètes promises par le candidat. Est-ce un génie de la négociation qui cache son jeu ou est-ce un pantin qui va se dévoiler au passage à l'acte ? Les observateurs n'ont pas tardé à être fixés. Il s'est mis à signer furieusement des « *executive orders* » ou ordonnances sans savoir qu'il y avait une Constitution, une Justice indépendante et un Congrès qui, même s'il est républicain, n'est pas acquis à tous ses désirs.

Les échecs ont ainsi été retentissants avec en premier lieu son ordonnance sur l'immigration en provenance de sept pays à majorité musulmane. La Justice a bloqué l'acte comme non constitutionnel. Mais l'échec le plus cuisant est l'abrogation de l'Obama Care qui a été rejetée par son propre parti. Les membres du Congrès ont été effrayés de l'impact politique et social d'un texte qui enlevait la sécurité sociale à des millions d'américains tout en allégeant les taxes payées par les riches.

Mais le plus grave sont ses ennuis potentiels avec la Justice qui recherche les liens qu'il a pu y avoir avec les Russes. Déjà son conseiller à la défense Michael Flynn a dû démissionner pour cause de contacts non avoués avec les russes et est prêt à coopérer avec la justice contre immunité. Si l'enquête remonte la filière et découvre des infractions à la loi, l'*impeachment* est en vue.

La cote de popularité du président continue de s'effriter avec 38% des américains qui approuvent son action contre 50% qui la désapprouvent. Les médias sont tous remontés contre lui, après qu'il les a tous emmené dans la boue. Ils n'en sont que plus hargneux et mettent tous leurs moyens d'investigation pour le mettre en difficulté, alors qu'il continue de les combattre avec ses *tweets*.

Réussira-t-il mieux dans le populisme et le protectionnisme ?

Faute de succès consistants jusque là, il se tourne vers des mesures populistes qui ont des chances de passer. C'est ainsi qu'il a émis un décret effaçant des années de lutte d'Obama pour préserver l'environnement en révoquant ces législations. Alors que l'industrie du charbon était en voie d'extinction en raison de la forte pollution et du passage au gaz naturel pour les centrales électriques, il veut la remettre d'actualité alors qu'aucun opérateur ne souhaite le faire. Tout au plus rendra-t-il heureux quelques nostalgiques mineurs qui ont voté pour lui. Est-ce qu'il réussira à polluer la planète à nouveau ? Ce n'est pas certain car beaucoup d'états, dont la Californie, l'enverront balader en poursuivant leur transformation verte.

Le prochain combat est celui du protectionnisme. Là encore, le ton est plus accommodant et l'important traité NAFTA avec le Canada et le Mexique n'est pas en passe d'être révoqué, mais juste renégocié. Nous continuons de penser que l'idée de rapatrier des millions d'emplois de l'autre côté du Rio Grande était irréaliste car le marché du travail US est déjà très tendu et le salaire journalier au Mexique est une fraction de celui des US. Et, comme par hasard, on entend moins parler de la muraille. On verra si, dans les mois qui suivent, une guerre commerciale va se déclencher avec la Chine, l'Europe ou ailleurs.

La réforme fiscale a plus de chances de passer

Ces échecs répétés ont mis un doute profond dans les marchés sur la capacité du président de mener les prochaines réformes et naturellement la réforme fiscale tant attendue par la bourse.

Il semble néanmoins que la réforme fiscale a de fortes chances de passer, les républicains et même certains démocrates étant largement en faveur. Mais le plan original sera sûrement amendé comme par

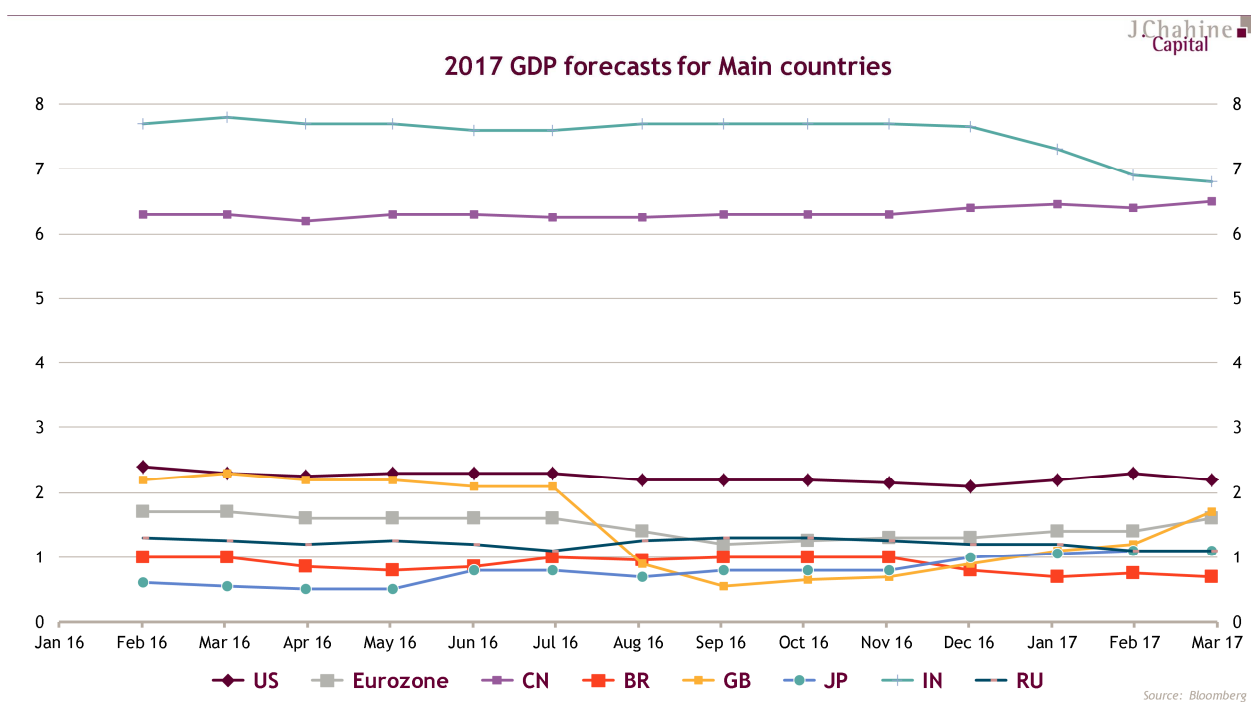


exemple le taux d'imposition des sociétés qui serait ramené à 20% au lieu des 15% initialement prévus. Nous avons estimé que la réforme fiscale devrait augmenter en moyenne de 9.4% les bénéfices par action des sociétés du S&P 500, chiffre qui correspond plus ou moins à l'effet Trump sur la bourse depuis son élection. Mais les 2 trillions de \$ de plus-values sont allés aux ultra-riches, creusant encore plus les inégalités. D'ailleurs, l'ensemble du programme du président « populiste » Trump est orienté vers les classes les plus riches et de ce fait la distribution du pouvoir d'achat restera très modeste pour les classes moyennes et pauvres.

Une meilleure croissance mondiale en 2017

Peu d'économistes pensent que la croissance américaine va sérieusement accélérer comme le promettait le candidat. On voit au contraire une révision à la baisse du PIB américain à 2.2% pour 2017 et au mieux 2.3% en 2018. Bien loin des 4% promis ou même des 3% historiques. Par contre, on constate un vent d'optimisme qui souffle sur les économies européennes, malgré le Brexit. Les économistes révisent 2017 à la hausse pour afficher 1.6% de croissance en Eurozone, identique à la Grande-Bretagne. La Chine et l'Inde poursuivent une croissance robuste et les pays exportateurs de pétrole et matières premières sortent de récession avec la hausse de ces produits, comme la Russie et le Brésil.

Pas d'emballlement de la croissance US, optimisme en Europe



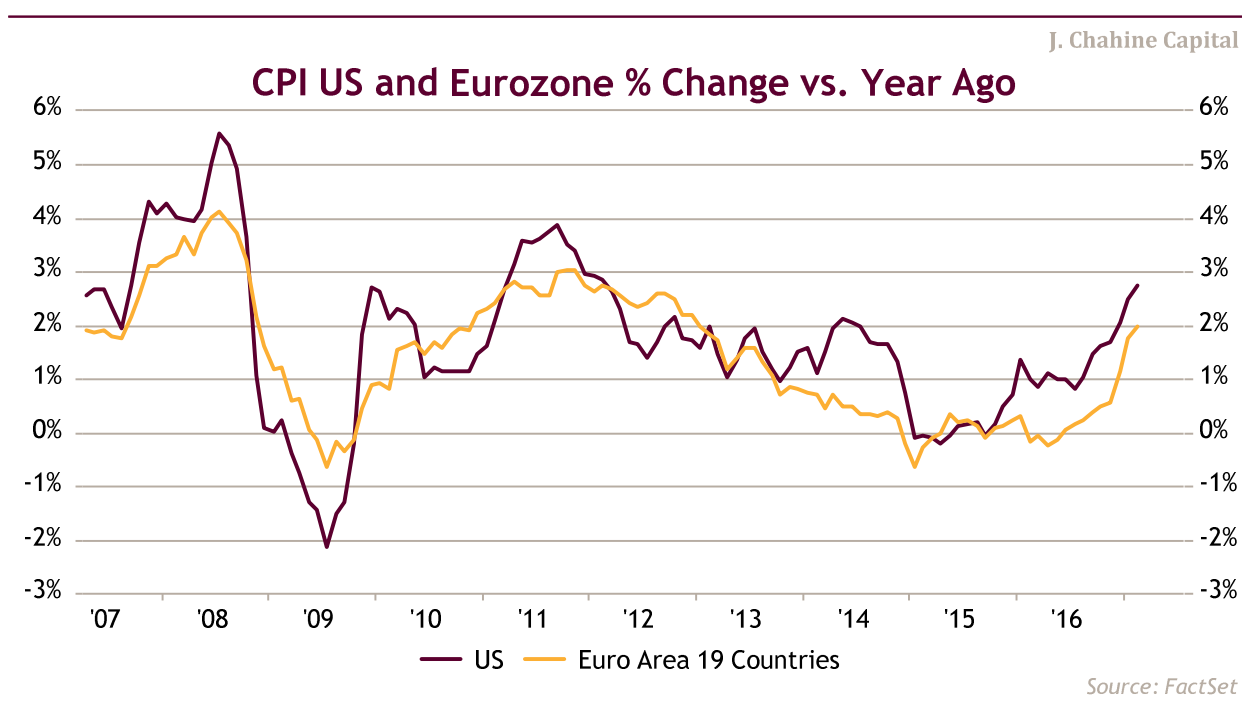
L'optimisme continue de dominer l'année 2017 et le consensus maintient une prévision de hausse de 3.2% du PIB mondial, en amélioration de 0.3% sur 2016 qui était une mauvaise année. Les prévisions de hausse sont de 1.6% pour l'Allemagne, 1.3% pour la France, 0.9% pour l'Italie et 2.5% pour l'Espagne. La peur de la déflation s'est complètement éloignée après des années de *Quantitative Easing* un peu partout.



Fin de la déflation et retour de l'inflation

Même en Eurozone, on assiste à un emballement de l'inflation motivé par le retour du prix du pétrole à un niveau normal. L'indice global est remonté à 2.7% aux USA et 2% en Eurozone. Il dépasse néanmoins les 2% aux US hors Énergie et Alimentation mais reste relativement stable à 0.8% en Eurozone. Du fait d'une croissance plus robuste en Allemagne, la hausse des prix atteint 2.2% et 1.7% hors Énergie. Ces chiffres peuvent influencer la BCE pour sa politique de QE, les allemands ayant horreur de tout ce qui touche à l'inflation.

L'inflation décolle sous l'influence de l'énergie

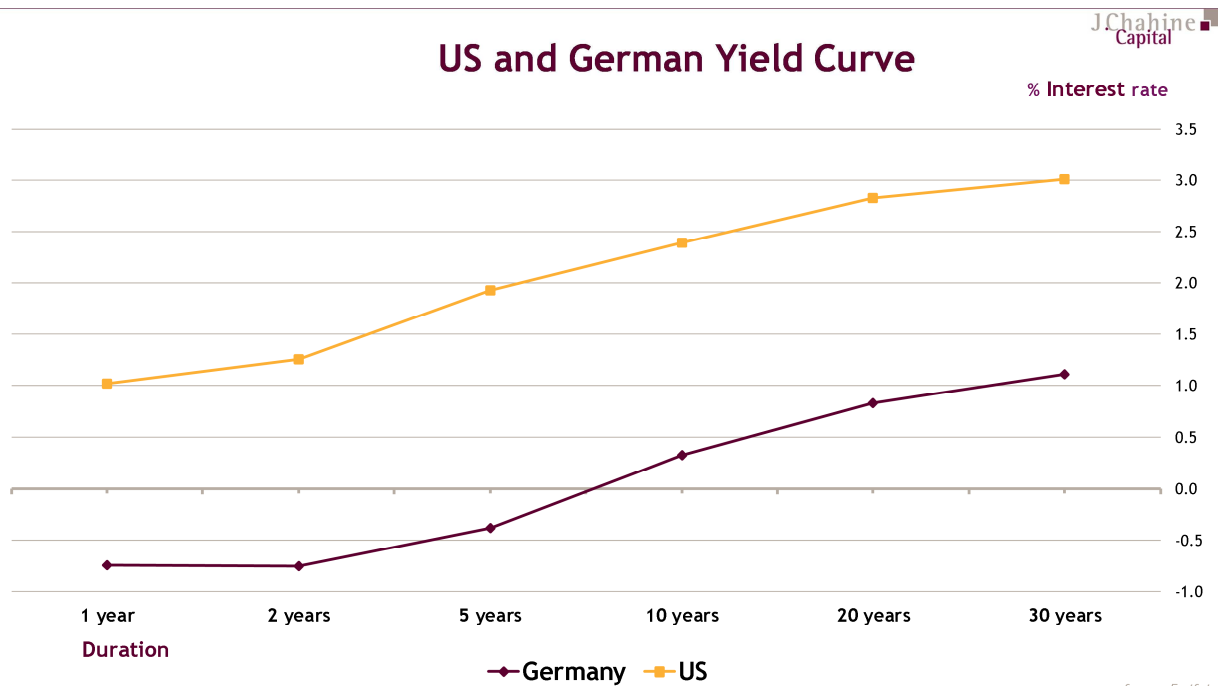


Un grand écart entre les cycles économique en Europe et US

Après de très longues années de croissance anémique en Eurozone, la politique monétaire de la BCE, avec son massif *Quantitative Easing*, a fini par produire les effets. Alors qu'on est encore en plein QE en Eurozone, les États-Unis entament allègrement la normalisation des taux. La montée de l'inflation aux US a obligé la Fed à accélérer son rythme d'ajustement avec 3 hausses anticipées au total en 2017.

L'indice des prix américain a progressé de 2.8% sur 1 an et rend les taux d'intérêts réels négatifs. La courbe des taux comparée entre les deux zones est frappante. Les taux jusqu'à 7 ans sont encore négatifs en Allemagne alors que le taux à 1 an aux US est à 1.25%. Mais les pays du Sud, dont la France, doivent payer un spread en raison des risques politiques associés aux élections et des menaces de sortie de l'Euro avec des niveaux de dettes qui dépassent les 100% du PIB.

Un grand écart entre les taux aux US et en Eurozone



Progression modérée de l'économie malgré le plein emploi

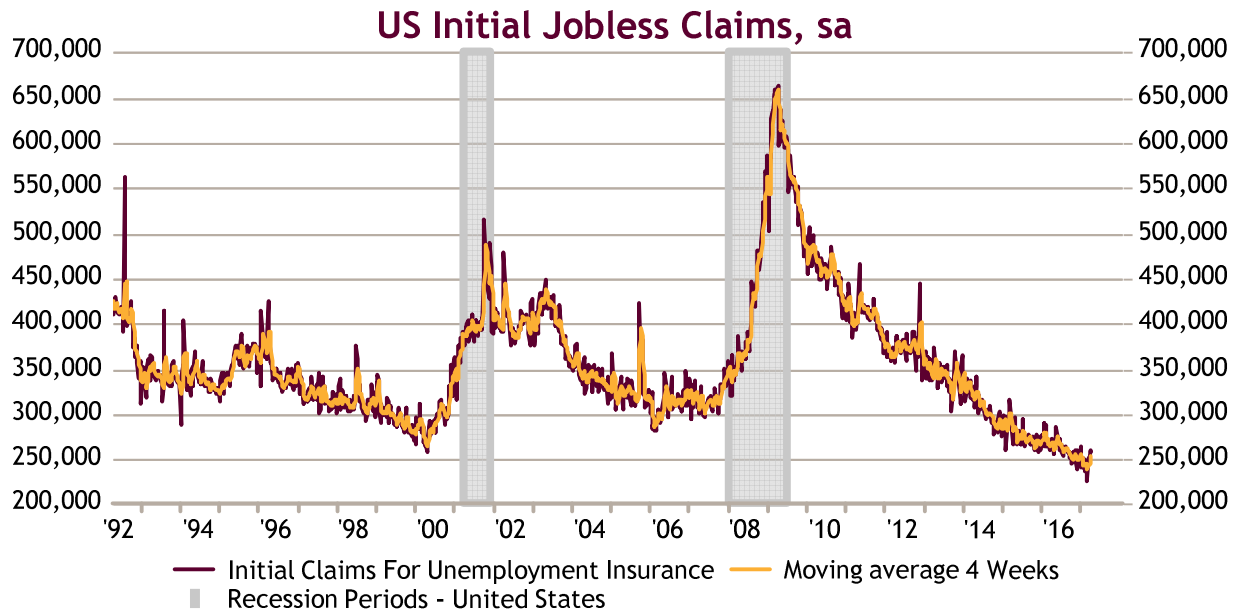
L'économie américaine progresse de façon modérée, alors que l'inflation décolle et le marché du travail devient tendu. Le taux de chômage est proche de son plus bas historique d'avant la crise. Même si le taux de participation n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise, il est peu probable qu'il le fasse en raison du vieillissement de la population. Les nouvelles inscriptions au chômage sont au plus bas historique ce qui signifie que les tensions voient le jour sur le marché du travail.

Mais les emplois massifs créés sont à faible valeur ajoutée dans les services de type « McDonald McJob ». On les trouve dans le commerce de détail, la restauration, la santé... Ceci se traduit par une productivité en baisse sérieuse depuis la crise financière. Alors qu'elle se situait entre 2 et 4% par an avant la crise, elle oscille entre 0 et 1% depuis 2011. Malgré ces statistiques molles, la confiance des ménages est à son plus-haut et se situe au-delà du pic d'avant la crise. Il faut remonter au plus-haut de la bulle Internet pour trouver une euphorie aussi importante. Le graphique sur 50 ans nous montre néanmoins que les pics de confiance ont été suivis de récession, sans que l'on sache évidemment où le pic va s'arrêter. Un début d'inversion de cette courbe pourrait être un signe de grand danger...



Les inscriptions au chômage sont au plus bas historique

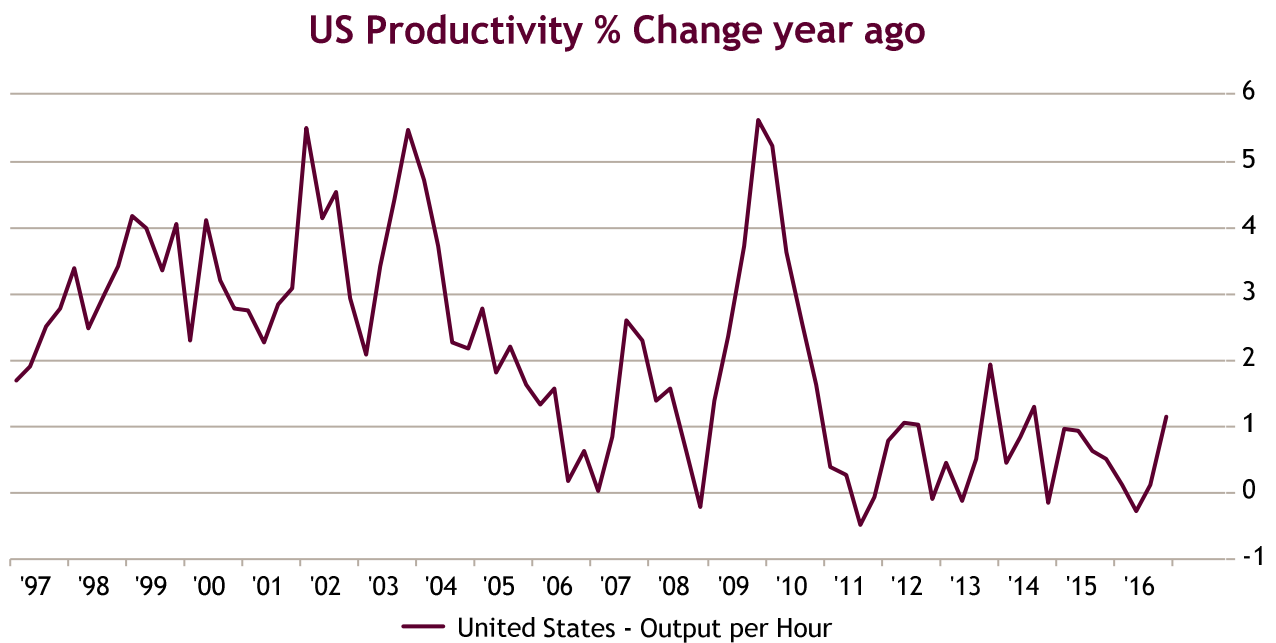
J. Chahine Capital



Source: FactSet

Forte baisse de la productivité depuis la crise

J. Chahine Capital

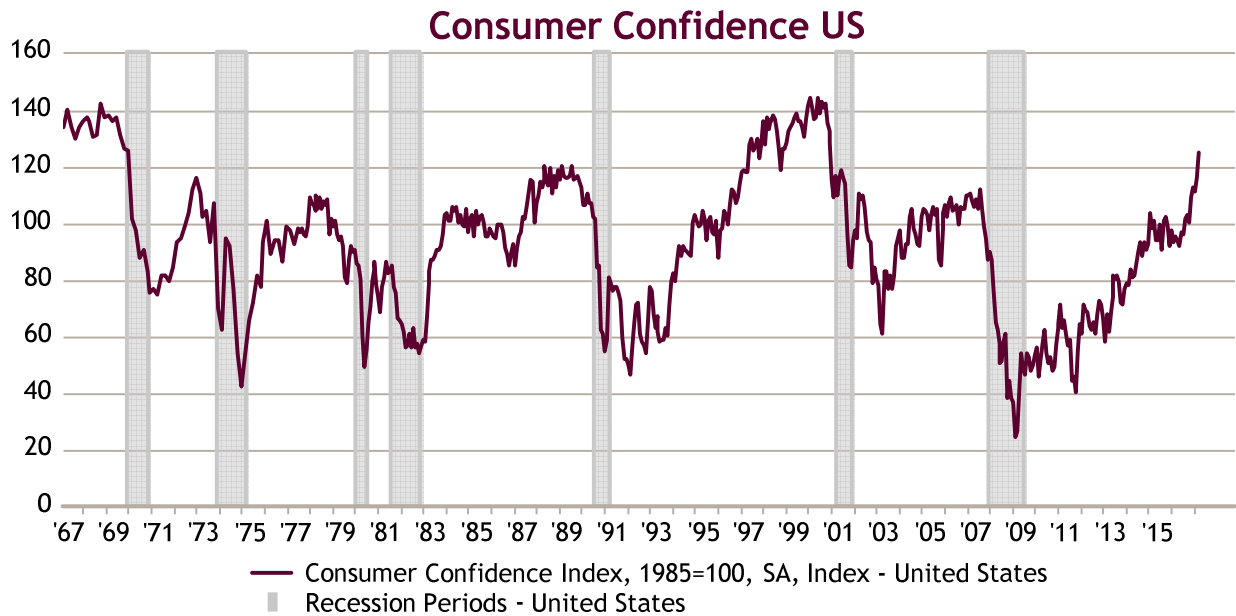


Source: FactSet



Confiance des ménages au plus haut : veille de récession ?

J. Chahine Capital

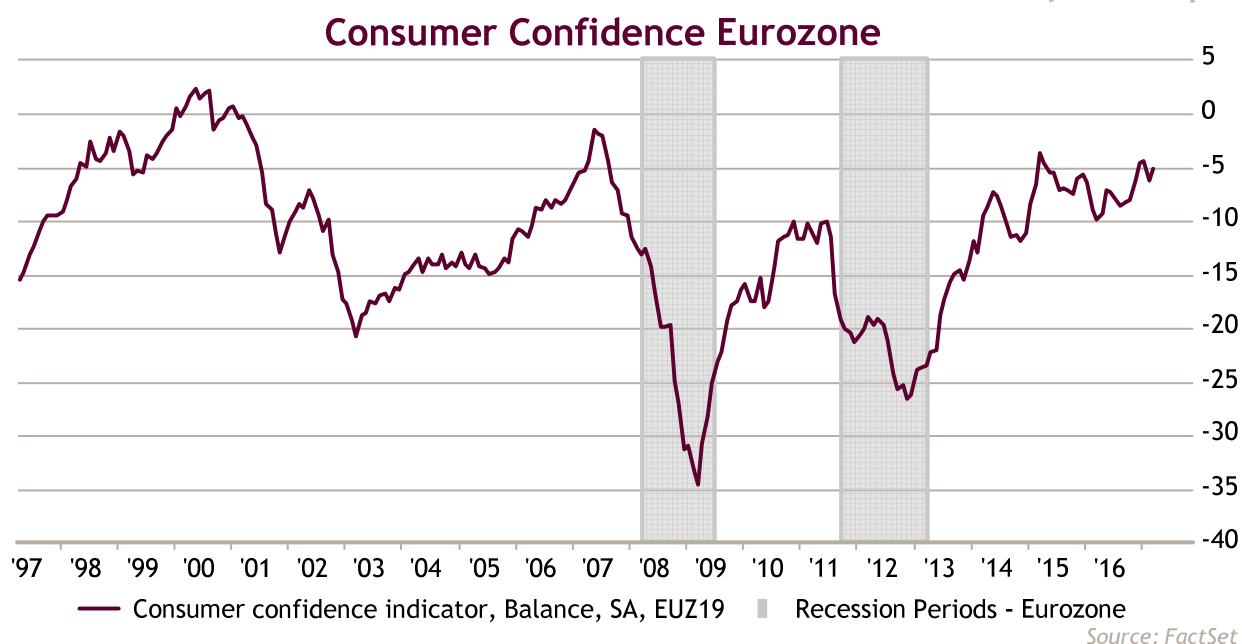


La confiance des ménages en Europe s'est graduellement redressée depuis le point bas en 2016 et dépasse également le plus haut d'avant la crise financière. Elle est en nette amélioration en France mais reste en dessous des pays de la zone.

La confiance revient également en Europe



J. Chahine Capital

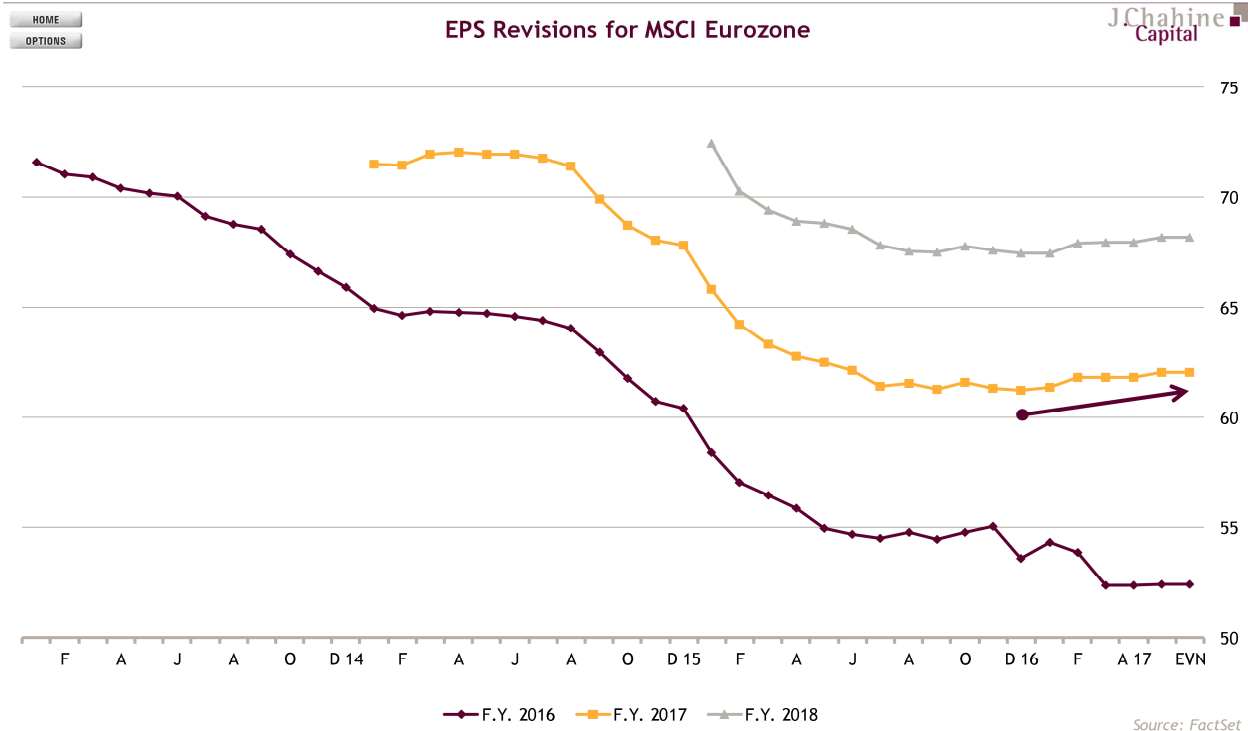


Retour à la hausse des profits en 2017

L'amélioration de l'environnement global des économies a un impact favorable sur les profits des sociétés et, pour la première fois depuis longtemps, les analystes révisent les profits à la hausse dans l'Eurozone. Certes ce n'est pas l'explosion mais on constate au moins une stabilisation à un niveau relativement élevé par rapport à une année 2016 qui a terminé dans le rouge avec les surprises de dernière heure de Volkswagen qui a provisionné 8.4Mds € pour son « Dieselgate », avec en cumulé 22Mds €. Ses malheurs ne seront pas terminés pour autant car on estime le coût final à 30Mds € dont la majeure partie alimentera le Trésor américain. Nous sommes choqués par les amendes colossales infligées aux groupes européens alors que la réciproque est loin d'être vraie. L'absence d'union des états européens fait que chaque pays doit lutter par ses propres moyens. À l'inverse, des amendes colossales qui devraient être infligées aux multinationales américaines pour leur évasion fiscale et les multiples abus de positions dominantes, ne peuvent s'exercer faute d'un front commun. Et ce n'est pas le refuge dans le nationalisme à la mode qui améliorera les choses.

Du fait des charges énormes non récurrentes passées en 2016 et l'amélioration de l'environnement économique, les profits 2017 se présentent sous des meilleurs augures. Volkswagen va déjà retrouver des profits moins impactés par le Dieselgate. Les financières, les pétrolières, l'automobile et d'autres sociétés comme ABInBev devraient rebondir en 2017. Certains retours à meilleure fortune sont fragiles comme Banco Popular Español.

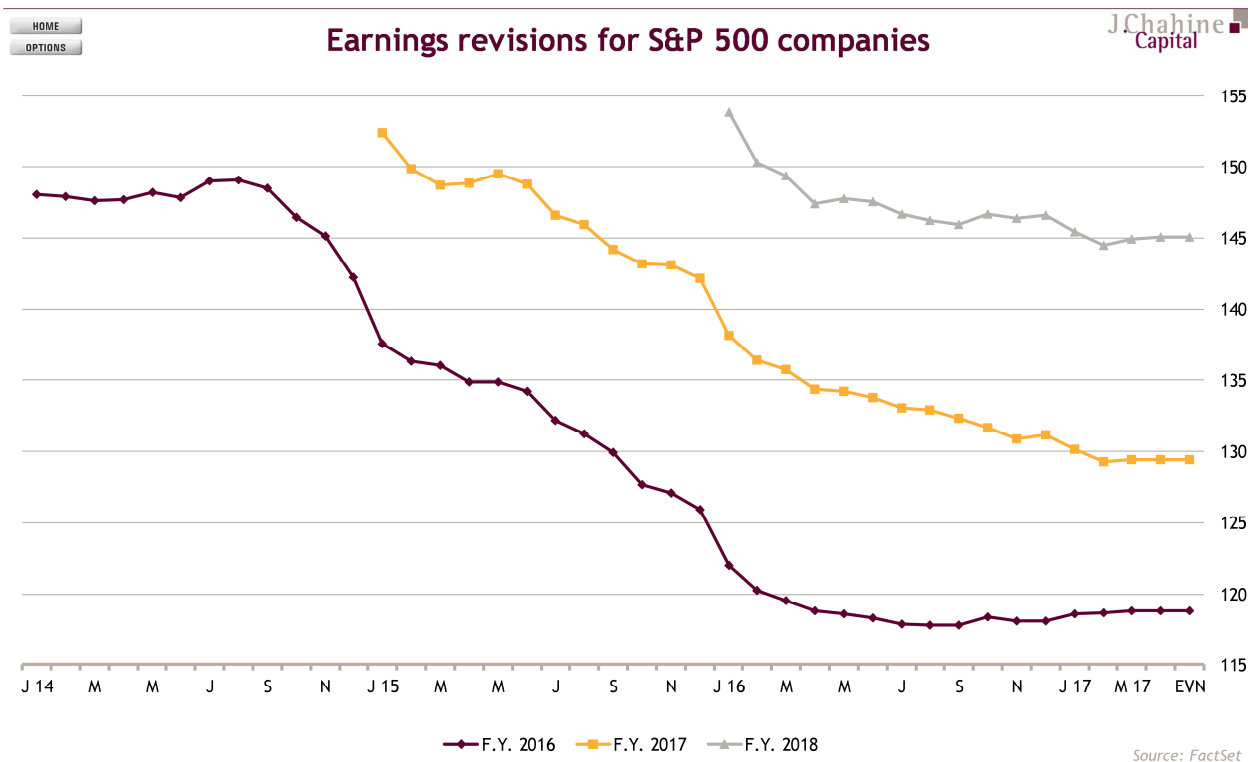
Fort rebond des profits en 2017



Le rebond que nous pensons crédible est estimé à 18%, par rapport à une année noire en 2016 ainsi que les 2 années précédentes. Un choc exogène peut bien entendu remettre en question ces perspectives.

Du côté américain, on constate également une stabilisation des estimations des profits en 2017.

Stabilisation des estimations 2017 aux US





Comportement différent selon les secteurs

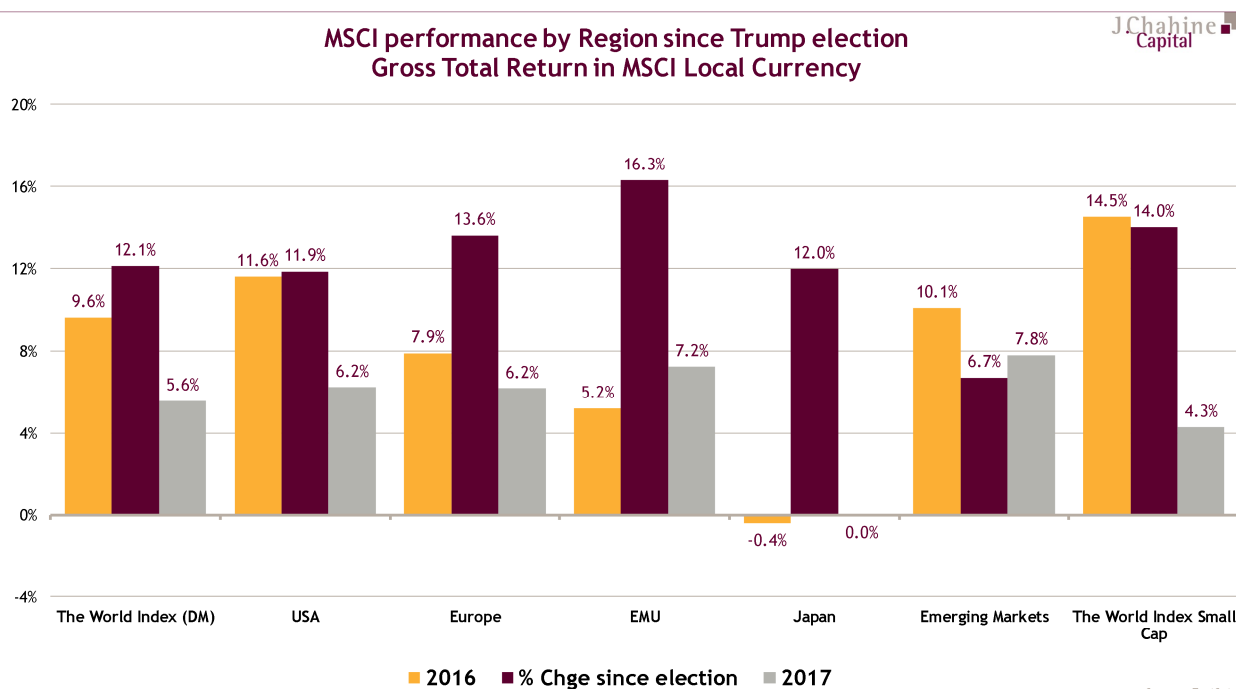
Alors que les profits dans le secteur énergie repartent à la baisse suite à la correction sur le prix du pétrole, c'est largement compensé par le secteur informatique qui n'arrête pas sa croissance : 12.1% de hausse des cours depuis le début de l'année. Les bénéfiques devraient augmenter d'au moins 9% cette année. Les financières sont également bien orientées avec les profits en hausse de 12.8%, mais cela semble déjà anticipé dans les cours de l'année dernière. Les télécoms et l'immobilier sont quelque peu à la traîne.

Au total, la hausse des profits en 2017 devrait s'établir à 8.9%, chiffre qui sera maintenu sauf choc systémique. Les multiples de capitalisation sont au plus haut avec 18.3x les profits 2017 et 15.2x en Europe. Les premières parutions de 45 sociétés pour le trimestre (à fin février) sont encourageantes. Micron a affiché des résultats très au-delà des attentes faussant la moyenne. En médiane, on constate 3.2% de mieux pour T1 et -2.2% pour T2 sur les résultats, ce qui est un peu mieux que ce qu'on constate habituellement.

Belles performances boursières depuis le début de l'année

Comme nous l'anticipions depuis le début de l'année, 2017 devrait rester un bon cru. Le marché mondial est en hausse de 5.6% en \$ (avec dividende brut), et l'Eurozone surperforme les États-Unis avec 7.2% contre 6.2% en monnaie locale. Notons la bonne performance des pays émergents avec une hausse de 7.8% en monnaie locale et 11.5% en \$. Par secteur, c'est l'informatique qui se distingue nettement suivie de la santé qui rattrape son retard de l'année dernière. L'échec de Trump sur l'Obamacare a été accueilli avec soulagement.

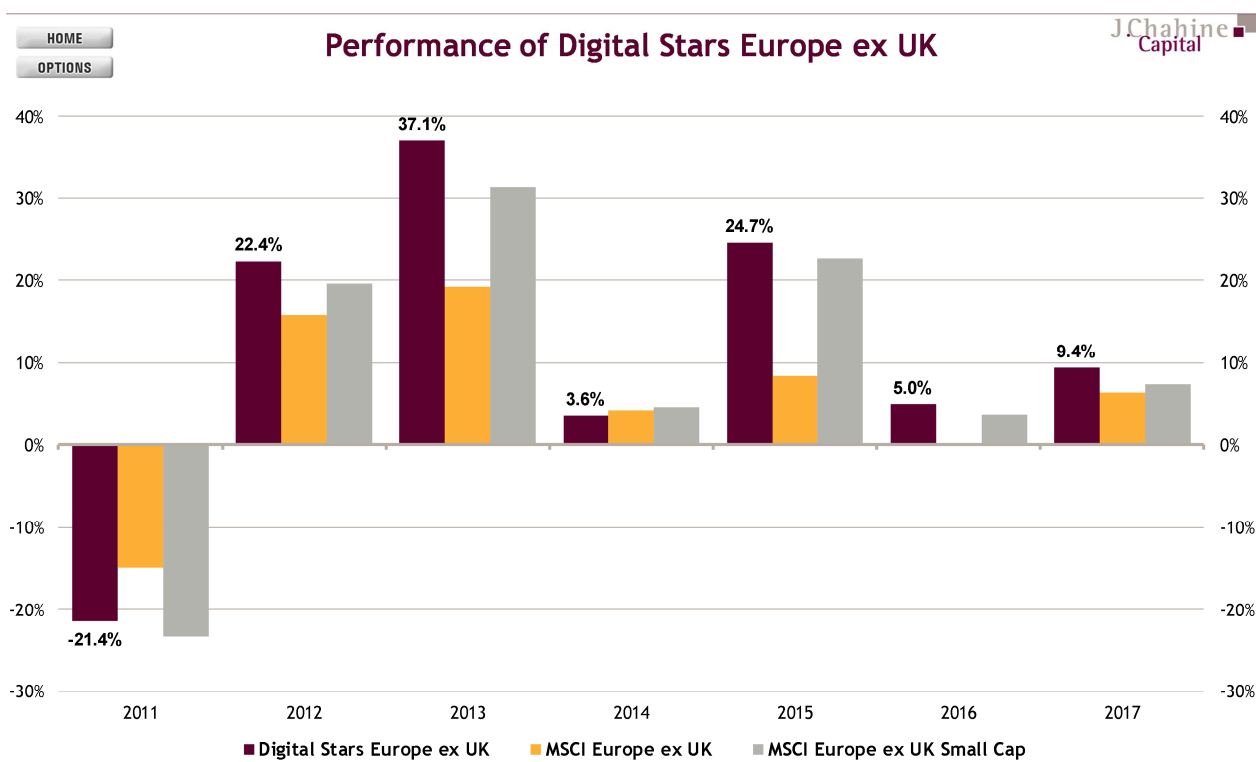
Belles performances boursières depuis le début de l'année



Nos fonds Digital surperforment les marchés avec le fond Digital Stars Europe ex UK en hausse de 9.4% depuis le début de l'année. Il s'agit d'un fond All-Cap. Notre nouveau fond Digital Stars Europe Smaller Companies qui est un pur small cap affiche également une hausse de 9.4% contre son homologue Stars Europe de 8.8% qui inclut la Grande-Bretagne.



Une performance annualisée de 9.4% depuis 2006



Beaucoup d'évènements géopolitiques en 2017

L'année 2017 s'annonce riche en événements politiques qui peuvent impacter les marchés financiers, en plus ou en moins. La Grande-Bretagne qui vient d'actionner l'article 50 pour sortir de la zone Euro n'a pas influencé les marchés. La correction essentielle a été déjà enregistrée sur l'effondrement de la Livre et le retour de l'inflation. Il est probable que l'Angleterre aura plus à perdre que l'Europe par la perte de son attractivité de plaque tournante pour investir à travers l'Europe. Chaque jour apporte des nouvelles soit de délocalisation totale ou d'une partie des activités des groupes, notamment financiers, vers l'Europe.

La France connaît les élections les plus folles de son histoire avec une ascension météorique d'Emmanuel Macron et l'effondrement du candidat de la droite traditionnelle sous les scandales financiers. Le spectre du Front National fait frémir les marchés, mais la probabilité d'une victoire est assez faible. Une victoire de Macron serait accueillie avec soulagement et une hausse des bourses qui exigent pour le moment une Prime de Risque supplémentaire. Macron serait plus crédible que Fillon pour implémenter les réformes nécessaires « en douceur ». Mais une fois le président élu, le suspense va se reporter sur les élections législatives. Si Macron est élu, avec qui les alliances vont se faire ? Ou créera-t-il un nouveau parti centriste comme l'UDF de Giscard d'Estaing ?

L'Allemagne va également avoir des élections, mais continuera de rester le socle de l'Europe quel que soit le candidat. Il y a évidemment l'imprévisible Donald Trump qui peut déclencher une guerre commerciale avec son protectionnisme.

Les marges en Europe restent toujours à la traîne



Les parutions comptables en Europe sont quasiment complètes, on peut comparer les données GAAP/IFRS sur les marges des sociétés. L'année 2016, médiocre en Europe, se retrouve dans les marges qui sont à des niveaux très déprimés et n'ont jamais retrouvé leur splendeur d'avant la crise. Elles sont presque moitié moins élevés qu'aux États-Unis qui ont retrouvé leurs marges et au-delà ! à 8.5% contre 4.9% en Europe. Cela illustre d'une part l'écart entre les deux zones dans le cycle économique et la nature très différente des entreprises.

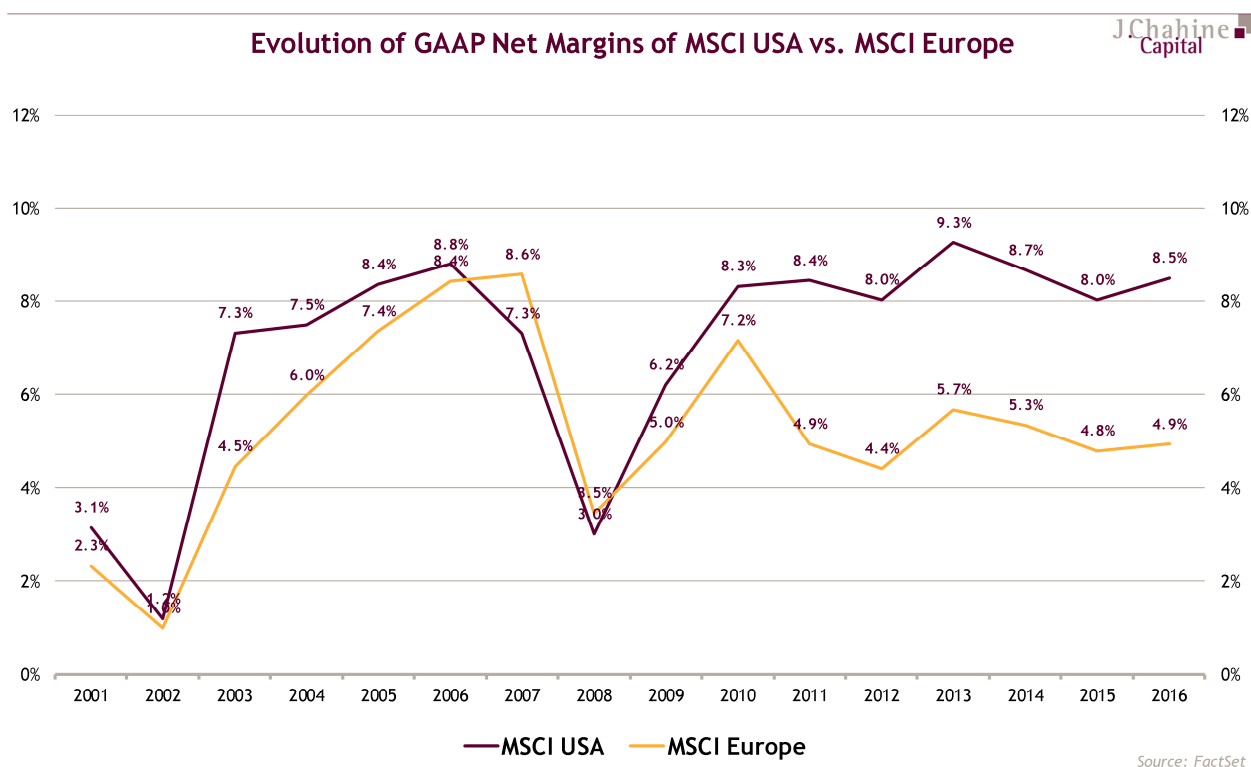
Une économie de service aux États-Unis avec l'IT qui caracole en tête avec 22% de la capitalisation boursière contre 7.1% en Eurozone. La marge nette dans ce secteur est le double de la moyenne à 15.3%. En Europe, elle n'est que de 7.3%. À l'inverse, l'Europe regorge de banques malades qui affichent une marge de 4.6% contre 14.2% aux US. Il y a juste le secteur de la santé qui se distingue avec une marge supérieure à celle des États-Unis à 12.5% contre 9%. Les laboratoires européens sont mondiaux et font leurs profits essentiels aux US où les prix sont libres. Le secteur des Utilities, où les compagnies d'électricité et de gaz dominant, est en crise majeure en Europe, les gouvernements imposant des contraintes importantes et contrôlant les prix. Les groupes allemands doivent arrêter leurs centrales nucléaires et l'EDF français subit le contrôle des prix et l'épée de Damoclès de fermer ses centrales nucléaires.

La concurrence sauvage en Europe dans les télécoms baisse durablement les marges, alors qu'un duo bien sympa se partage le marché américain. Le démantèlement du monopole de l'ancien AT&T en 18 compagnies a resurgi sous deux acteurs.

De façon générale, la concurrence aux États-Unis est bien plus douce qu'en Europe. Les autorités en Europe imposent les prix des médicaments, moyennant quoi leur prix est 3 à 4 fois plus élevé aux US.

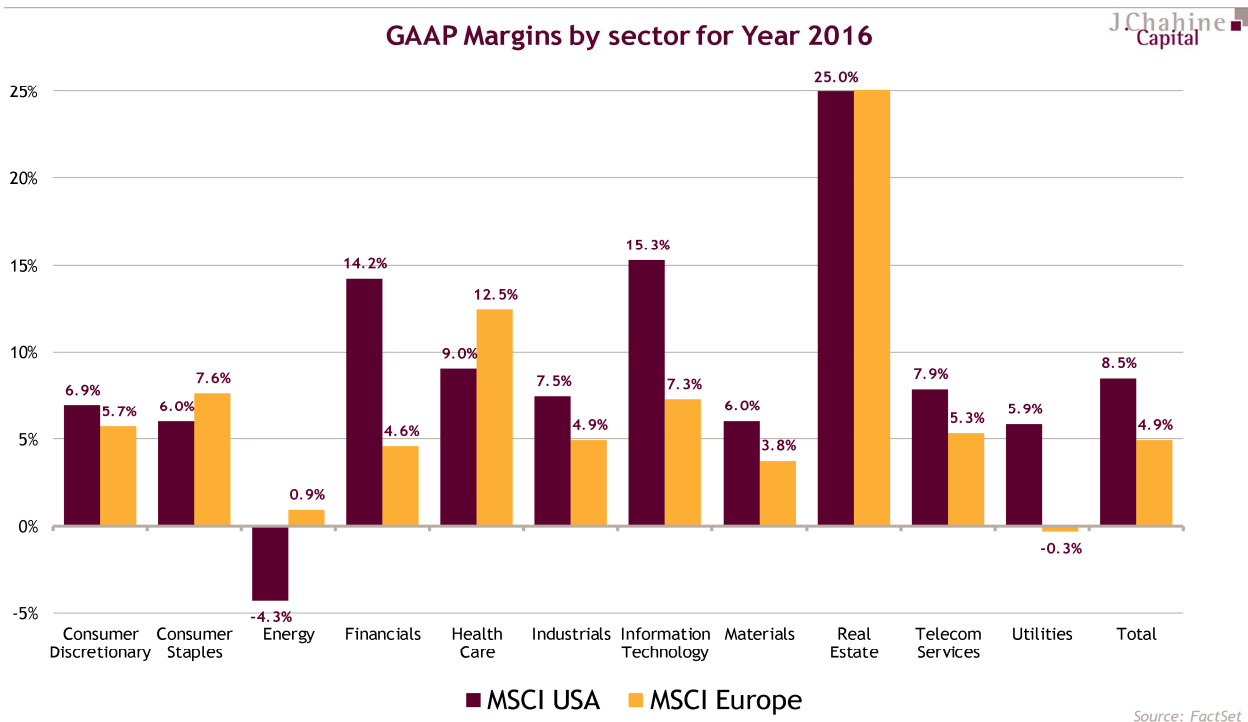
Cela rejoint notre thèse sur les inégalités aux US où les grands groupes n'arrêtent pas de s'enrichir en bourse au détriment du pouvoir d'achat des classes moyennes.

Des marges toujours déprimées en Europe

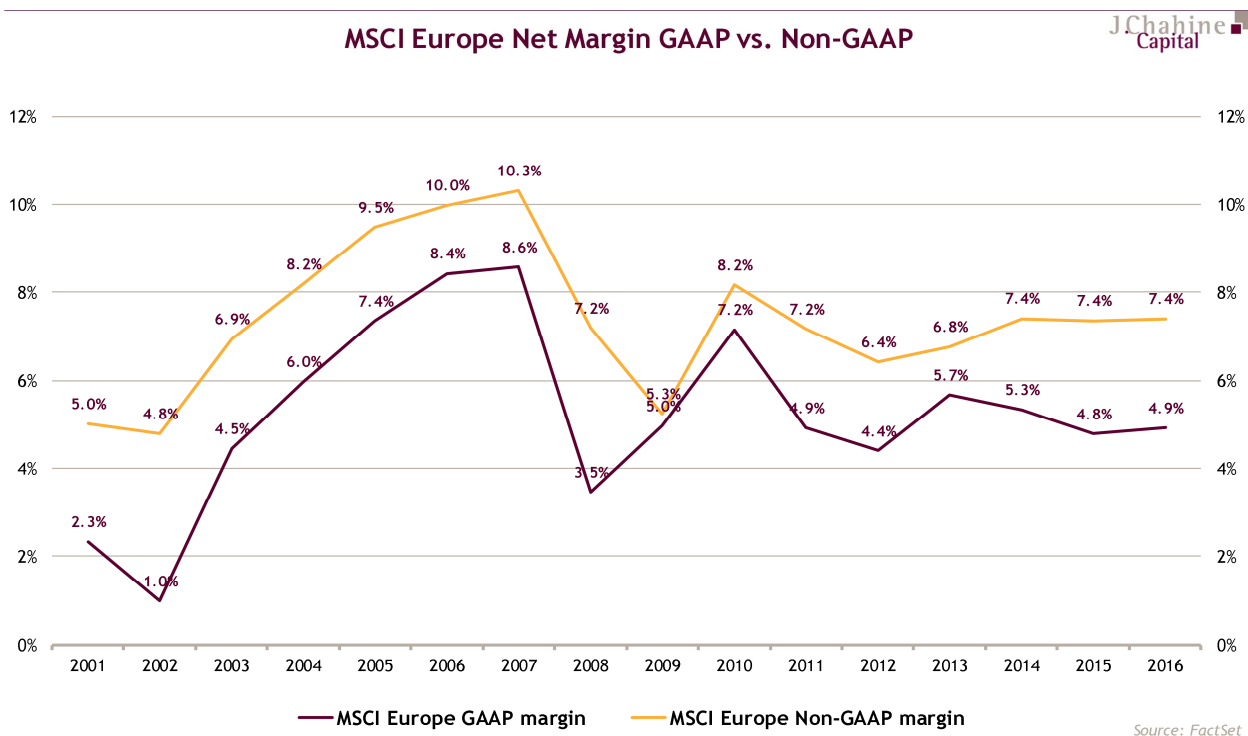




Très peu de secteurs en Europe font mieux que les US



Un grand écart entre les données comptables et le consensus



Si l'on compare les données comptables aux prévisions que communiquent les sociétés aux analystes, on assiste toujours à un vrai folklore d'imagination pour cacher toutes les mauvaises nouvelles sur les éléments exceptionnels. Cela ne trompe personne évidemment, mais la transparence du marché euro-



péen laisse énormément à désirer, le législateur n'ayant même pas imposé une règle commune pour calculer le bénéfice par action. Les politiciens ne manqueront pas de faire l'assaut à Bruxelles si celle-ci s'avisait d'imposer des normes.

Valorisation des marchés

Notre mise à jour du mois apporte quelques modifications sur l'objectif de cours fin 2017. Nous passons de 2350 à 2445 points pour le S&P 500 en raison essentiellement de l'amélioration des profits. Le CAGR sur 8 ans passe de 5.4% à 5.8%. Cet objectif fait l'hypothèse de la réussite de la réforme fiscale à des taux de 20% de l'IS. L'impact serait de 9.4% de profits en plus en 2018 pour une hausse totale de 17.7% cette année. Nous avons affiché également dans la première ligne le scénario si cette réforme échouait. Le CAGR reviendrait à 4.6%. Sachant que les marges sont au plus haut, les profits à long terme vont croître au rythme de l'économie, soit 2 à 2.2% pour le PIB et 2 à 2.2% pour l'inflation. L'objectif de cours serait à 2238 points pour des taux à 30 ans à 3%. À 2368 points, le cours actuel du S&P 500 semble intégrer une probabilité à cette réforme.

Un léger potentiel de hausse si la réforme fiscale a lieu

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%
No tax reform: +8.7% in 2017, +7.6% in 2018 and +8% in 2019 (Normative). CAGR =4.6%	2 356	2 238	2 194	2 130	2 031
Implied Scenario CAGR 6% over 8 years	2 497	2 368	2 320	2 250	2 142
Base scenario: +8.7% in 2017, +17.7% in 2018 and 8% in 2019 (Normative) CAGR = +5.8%	2 574	2 445	2 396	2 327	2 218
Current Index S&P 500 (as of 30/03/2017)	2 368				

En Europe, l'année 2017 se confirme comme année du retournement, les prévisions de profits ont quelques chances de se réaliser puisque les révisions sont orientées à la hausse. Dans notre modèle top down nous retenons 17.1% de hausse en 2017 comme le consensus en raison du retournement et d'un effet de base du cours de change de la livre. Nous retenons 8% en 2018 contre 9.3% pour le consensus et une croissance normative inchangée de 4% en 2019. Cela donne un CAGR de 1.4% sur 8 ans. L'objectif de cours fin 2017 ressort à 421 points inchangé, pour le STOXX 600 contre 380 points en clôture, soit une hausse de 10%. Le marché européen reste bien plus volatile que l'américain avec des crises potentielles sur des solvabilités de banques, les risques souverains, la Grèce, le populisme et le Brexit. On peut également voir en 2017 la fin du QE et une hausse des taux ce qui enlève un des moteurs de la valorisation.



Le marché européen plus porteur cette année

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: +8% in 2017, -5% in 2018 and +2% in 2019 (Normative). CAGR = -2.7%	347	328	310	295	280
Implied Scenario: CAGR 0% over 8 years	426	402	380	361	343
Base scenario: +17.1% in 2017, +8% in 2018 and +4% in 2019 (Normative) CAGR = +1.4%	472	445	421	399	379
Current Index STOXX Europe 600 (as of 30/03/2017)	380				



Conclusions

Tous les observateurs sont restés perplexes dans l'attente des mesures concrètes de Trump. Est-ce un génie de la négociation qui cache son jeu ou un pantin qui va se dévoiler au passage à l'acte ? Les observateurs n'ont pas tardé à être fixés. Il s'est mis à signer furieusement des « *executive orders* » qui pour la plupart sont allés dans le vide. Mais l'échec le plus retentissant est celui de l'abrogation de l'Obama Care rejetée par son propre parti. Les enquêtes du FBI, si elles aboutissent, pourraient signifier la déchéance du président. Son taux de popularité a chuté et il a réussi à se mettre à dos tous les médias. Est-ce qu'il va mieux réussir dans le populisme et le protectionnisme ? ou dans le retour vers la pollution ? La pièce maîtresse de son programme a néanmoins des chances de passer, car le congrès est favorable à la réforme fiscale. Mais attendons de voir le projet final.

Malgré tous les remous, nous continuons d'observer que l'économie globale se porte mieux, même si la croissance américaine reste inchangée. L'Europe sort de très bas et malgré le Brexit devrait croître de 1.6% avec la France à la traîne à 1.3%. La Chine et l'Inde continueront de tirer vers le haut ainsi que la sortie de récession de pays exportateurs de pétrole et matières premières. Globalement, nous attendons 0.3% de croissance mondiale additionnelle. M. Draghi doit se réjouir des frémissements de reprise après tant d'années de QE. Le spectre de la déflation s'est éloigné en Europe mais l'inflation reste très modérée hors énergie. Les US sont beaucoup plus avancés dans le cycle et leur inflation sous-jacente est déjà au-delà des 2%. Ce décalage des deux continents dans le cycle économique se traduit par des courbes des taux affichant des grands *spreads*, quelle que soit la durée.

Les États-Unis sont quasiment en surchauffe sur le marché de l'emploi que ce soit un taux de chômage au plus bas, des inscriptions au plus bas historique, ou un rythme de créations d'emplois robuste. Malheureusement, les emplois créés sont à faible valeur ajoutée, contrastant avec le peu de créations de postes dans la Silicon Valley payés en millions de \$. La conséquence est la chute dramatique de la productivité depuis la crise qui s'affiche entre 0 et 1% contre 2 à 4% avant la crise. Cela explique la chute dans la durée du rythme de croissance américain que la Fed situe à 2%. Malgré cette faiblesse, la confiance des ménages est au-dessus de celle d'avant la crise. Mais attention, notre graphique sur 50 ans montre que les pics de confiance ont été suivis de récession, sauf qu'on ne sait pas où s'arrête le pic. En Eurozone, l'indice de confiance est également au plus haut alors qu'on entend les plaintes de partout.

L'amélioration de l'environnement économique et la croissance ont un impact favorable sur les profits des sociétés et, pour la première fois depuis longtemps, les analystes révisent les profits à la hausse dans l'Eurozone. Il s'agit d'un retournement après une année 2016 exécrationnelle, avec l'amélioration de la situation des financières, de l'énergie, et les multiples restructurations. Le rebond de 18% nous paraît crédible. Aux États-Unis la hausse se stabilise à 8.9%. Alors que les marges sont restées très déprimées en Europe, elles restent à leur plus haut aux États-Unis.

Les marchés ont bien progressés depuis le début de l'année et nos fonds Digital affichent une hausse de 9%. Nos objectifs de cours ont été relevés de 100 points pour le S&P 500 à 2445 points. Si la réforme fiscale ne passe pas, l'objectif redescend à 2238 points. L'objectif de cours du STOXX 600 est stable à 421 points. Nous maintenons notre surpondération sur les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 31/3/2017 (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	5.80%	5.52%	17.0 x	19.4 x	10.7%	13.8%	0.2%	2.53%	0.3%	-0.3%
MSCI USA	5.72%	9.18%	18.5 x	20.3 x	12.3%	9.9%	1.0%	2.05%	0.1%	0.2%
MSCI Japan	-1.16%	-2.59%	13.7 x	15.3 x	8.5%	11.8%	11.2%	2.33%	0.7%	0.0%
MSCI EMU	6.75%	1.76%	15.2 x	17.9 x	9.9%	18.0%	-1.6%	3.25%	0.0%	-2.8%
MSCI Europe	5.23%	-0.49%	15.4 x	18.1 x	9.3%	17.1%	-3.7%	3.54%	-0.1%	-1.4%
MSCI Europe ex Energy	6.14%	-2.13%	15.5 x	17.7 x	8.6%	14.2%	-1.3%	3.35%	0.1%	-1.5%
MSCI Austria	7.13%	12.10%	11.7 x	12.0 x	8.1%	2.7%	11.5%	3.26%	0.7%	0.6%
MSCI Belgium	3.72%	-5.92%	19.4 x	22.5 x	13.0%	16.2%	-18.3%	3.56%	-3.1%	-2.3%
MSCI Denmark	3.42%	-14.94%	17.3 x	18.9 x	13.2%	8.9%	-1.7%	2.62%	-0.4%	-0.3%
MSCI Finland	4.92%	-3.91%	18.8 x	18.7 x	12.3%	-0.4%	-11.8%	4.05%	0.3%	0.0%
MSCI France	5.62%	4.58%	15.4 x	16.5 x	10.2%	7.4%	4.2%	3.29%	-0.5%	0.2%
MSCI Germany	6.36%	3.45%	14.3 x	16.1 x	8.5%	12.8%	2.9%	2.87%	0.3%	-2.4%
MSCI Great-Britain	2.72%	13.96%	14.6 x	18.0 x	7.8%	23.5%	5.8%	4.28%	0.4%	-0.1%
MSCI Ireland	1.74%	1.86%	17.0 x	18.9 x	11.8%	11.4%	22.8%	1.76%	-1.6%	0.0%
MSCI Italy	4.25%	-11.02%	13.8 x	65.4 x	12.6%	372.6%	-74.1%	4.36%	1.1%	-51.4%
MSCI Netherlands	10.02%	6.68%	16.7 x	18.6 x	9.5%	11.3%	49.8%	2.87%	0.4%	-0.5%
MSCI Norway	0.84%	5.83%	14.6 x	21.4 x	12.5%	46.9%	-23.5%	4.56%	2.1%	-0.8%
MSCI Spain	12.55%	-1.78%	14.8 x	18.5 x	11.0%	25.7%	-10.4%	3.68%	0.8%	-0.9%
MSCI Sweden	6.39%	5.19%	17.1 x	17.5 x	5.9%	2.4%	5.1%	3.49%	-1.3%	-0.1%
MSCI Switzerland	5.71%	-5.38%	17.8 x	18.9 x	10.2%	6.1%	-2.0%	3.35%	0.0%	0.3%
MSCI Europe Consumer Discretion	5.17%	-4.06%	13.5 x	15.9 x	8.3%	17.8%	10.7%	3.01%	0.4%	-3.5%
MSCI Europe Consumer Staples	7.44%	-2.03%	20.1 x	22.6 x	9.1%	12.3%	0.8%	2.90%	-0.4%	-0.8%
MSCI Europe Energy	-5.52%	24.11%	14.8 x	25.9 x	18.6%	74.6%	-35.1%	6.09%	-1.6%	0.5%
MSCI Europe Financials	4.56%	-5.33%	12.2 x	14.3 x	8.8%	17.7%	-16.6%	4.44%	-0.7%	-3.0%
MSCI Europe Health Care	5.96%	-11.58%	16.4 x	16.9 x	9.2%	2.6%	6.0%	3.02%	-0.3%	-0.1%
MSCI Europe Industrials	8.43%	8.65%	17.7 x	19.3 x	10.6%	9.5%	2.9%	2.70%	0.1%	0.2%
MSCI Europe Information Technol	11.05%	3.08%	21.2 x	24.3 x	16.1%	14.2%	-0.4%	1.51%	0.2%	-3.0%
MSCI Europe Materials	5.63%	25.41%	15.1 x	20.8 x	1.6%	37.4%	27.2%	3.11%	1.9%	0.3%
MSCI Europe Real Estate	0.22%	-5.80%	19.2 x	20.2 x	5.0%	5.3%	4.8%	4.29%	0.2%	0.2%
MSCI Europe Telecommunication	3.55%	-17.18%	17.2 x	19.2 x	13.3%	11.9%	-2.0%	4.53%	-0.7%	-0.5%
MSCI Europe Utilities	5.94%	-9.98%	14.2 x	14.8 x	4.9%	4.5%	-8.9%	4.84%	2.8%	1.3%

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.