

Macron : un espoir pour la France et l'Europe ?

Conclusions

La campagne du second tour des élections présidentielles fait rage en France et les sondages se resserrent autour des deux candidats. Madame Le Pen multiplie les promesses démagogiques et l'erreur de Macron est d'afficher ouvertement son programme libéral qui fait peur à l'extrême gauche. Les électeurs de Fillon le considèrent en revanche comme le successeur socialiste de Hollande. Le profil du candidat peut se résumer en un vrai libéral, pro européen convaincu, réformiste avec un filet social. Les marchés financiers et la communauté internationale ne se sont pas trompés en saluant sa victoire du premier tour par une hausse de 3 à 4% des places européennes. Il a été l'artisan de la loi Macron de libération de l'économie et de la loi El Khomri (Macron 2) de réforme du marché du travail. Il est plus en mesure de poursuivre ces réformes que la droite classique qui a toujours échoué. Une entente profonde du couple franco-allemand laisse l'espoir d'une relance de l'Europe pour lutter contre l'optimisation fiscale des grandes multinationales et pour une harmonisation fiscale et sociale.

Au lendemain de la victoire de Macron, les capitaux étrangers ont envahi les marchés européens qui étaient délaissés pour cause de risque. L'indice MSCI EMU est en hausse de 9.8% depuis le début de l'année et 13.3% en \$ contre 7.4% pour les US. Nos 3 fonds Digital en ont profité avec une progression comprise entre 14.1% et 15.5% depuis le début de l'année. L'Euro s'est envolé face au \$ et les Primes de Risque sur les emprunts des pays du Sud ont reflué. Les européens ont montré un signe très fort d'unité face au Brexit, exigeant que la Grande-Bretagne clarifie sa position sur les résidents européens avant de parler de commerce. Le pays a connu un essoufflement de sa croissance au premier trimestre et une inflation liée à la chute de la livre.

Aux États-Unis, des signes d'essoufflement voient le jour marqués par une croissance anémique du PIB à 0.7% en rythme annualisé avec un ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement. Le marché automobile est arrivé à saturation alors qu'il est encore en pleine expansion en Europe. L'inflation américaine reste néanmoins stable autour de 2%. Après les multiples échecs de ses réformes, le président Trump risque le tout pour le tout sur la réforme fiscale, favorable aux marchés financiers. Les obstacles sont énormes et nous sommes moins certains qu'il parviendra à ses fins, auquel cas les marchés seront déçus. Heureusement que l'essoufflement américain est compensé par une reprise de la croissance mondiale dans les pays émergents dont la Chine et l'Inde, et un début de redressement en Europe où les indices PMI sont au plus haut. L'environnement des taux reste toujours très favorable en Eurozone, Draghi ne voulant pas répéter l'erreur de Trichet qui avait resserré les taux trop tôt plongeant la zone dans la récession.

Les résultats du 1^{er} trimestre américain sont bien meilleurs que d'habitude, les sociétés dépendant de la conjoncture mondiale qui est bonne. La hausse des profits en T1 est à 10.5% et 6.7% hors énergie. La hausse pour 2017 s'améliore légèrement à 9.3%. En Eurozone, on assiste pour la première fois à une vraie amélioration des profits avec un rebond de 18.6% par rapport à 2016 qui était une très mauvaise année. Nos objectifs de cours sont peu modifiés par rapport au mois précédent, à 2456 points pour le S&P 500 mais 2248 points si la réforme fiscale échoue. Notre objectif pour le STOXX 600 est à 424 points ce qui laisse encore une marge d'appréciation de 9%.

Nous maintenons notre surpondération sur les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

Jacques Chahine



Macron : un vrai libéral avec un filet social

La campagne du second tour des élections présidentielles fait rage en France. Macron, qui pensait que la victoire était déjà acquise dans la soirée du premier tour, doit faire face à un Front National déchaîné pour prendre des voix dans tous les camps, à commencer par l'extrême gauche de Mélenchon tout en faisant alliance avec l'extrême droite de Dupont-Aignan au prix du fauteuil de premier ministre.

Les électeurs sont désillusionnés autant à droite qu'à gauche. Du côté de la droite filloniste, ils ont le sentiment de voter pour les socialistes de Hollande en votant pour Macron. Du côté de la gauche, le candidat est perçu comme la droite réactionnaire qui va chambouler les acquis sociaux sur les 35H, les licenciements, la législation du travail et être du côté des riches en supprimant l'ISF.

L'arrivée en tête de Macron au premier tour s'explique par l'effondrement de Fillon sous le poids des scandales, mais surtout du positionnement du candidat pour des réformes agressives et brutales peu appréciées par les français qui ont le cœur à gauche dans leur extrême majorité. Son erreur magistrale sur le projet de réformer la sécurité sociale en privatisant une bonne partie était, non seulement politiquement inacceptable, mais économiquement une grande bêtise. Il suffit de se promener aux États-Unis pour voir les méfaits d'un système de santé entièrement privé. Macron a eu l'habileté de garder une balance entre un programme de réformes et un filet social. Il s'est gardé d'être trop explicite sur les mesures de réformes, ce que ses concurrents lui ont reproché en mentionnant un programme trop vague.

Votre rédacteur a choisi de voter Macron au premier tour, alors qu'idéalement le programme agressif de réformes de Fillon convenait mieux. Malheureusement, l'expérience a montré que la droite était incapable de faire passer des réformes de fond. La loi Macron de libération de l'économie et la loi El Khomri (qui s'appelait Macron 2) sur la réforme du marché du travail ont été votées. Le pays a été bloqué pendant des semaines pour la « timide » réforme mais elle est passée avec le fameux article d'inversion de la hiérarchie des normes. Réformer le code du travail de 2500 pages a été reconnu comme mission impossible. L'inversion des normes permet tout simplement de remplacer le code du travail par un accord d'entreprise ou d'établissement. Si une majorité de salariés est d'accord, le temps de travail pourra être négocié au niveau de l'entreprise.

Ainsi, la loi El Khomri (Macron 2) ouvre un boulevard pour effectuer les réformes tant nécessaires à la France et qui sont attendues par nos voisins et toutes les institutions internationales sur le marché du travail. Le sujet est au centre du programme du candidat Macron qui a fait l'erreur de dévoiler une réforme rapide par ordonnance. Et se fait tirer à boulet rouge par la candidate Le Pen trop heureuse d'utiliser cet argument pour attirer les électeurs de l'extrême gauche.

Nous n'avons aucun doute que le candidat Macron est un vrai libéral, qui a plus de chances de faire bouger les frontières que la droite classique en ajoutant un filet social autour de ses réformes. C'est le principe de la flexi sécurité pratiqué dans les pays nordiques.

Les marchés et l'international saluent la victoire de Macron

Les marchés financiers ne se sont pas trompés sur le programme de Macron le lendemain du premier tour, saluant la victoire de Macron par une hausse de 4.1% du CAC 40 et 4% pour l'Euro STOXX 50. L'ensemble des marchés européens était soulagé que s'éloigne le risque de voir arriver en tête deux candidats populistes. Par ailleurs voir le candidat le plus pro européen arriver en tête des votes plaît aux marchés. Est-ce qu'une victoire de Fillon aurait fait mieux ? Même en l'absence de scandale ?

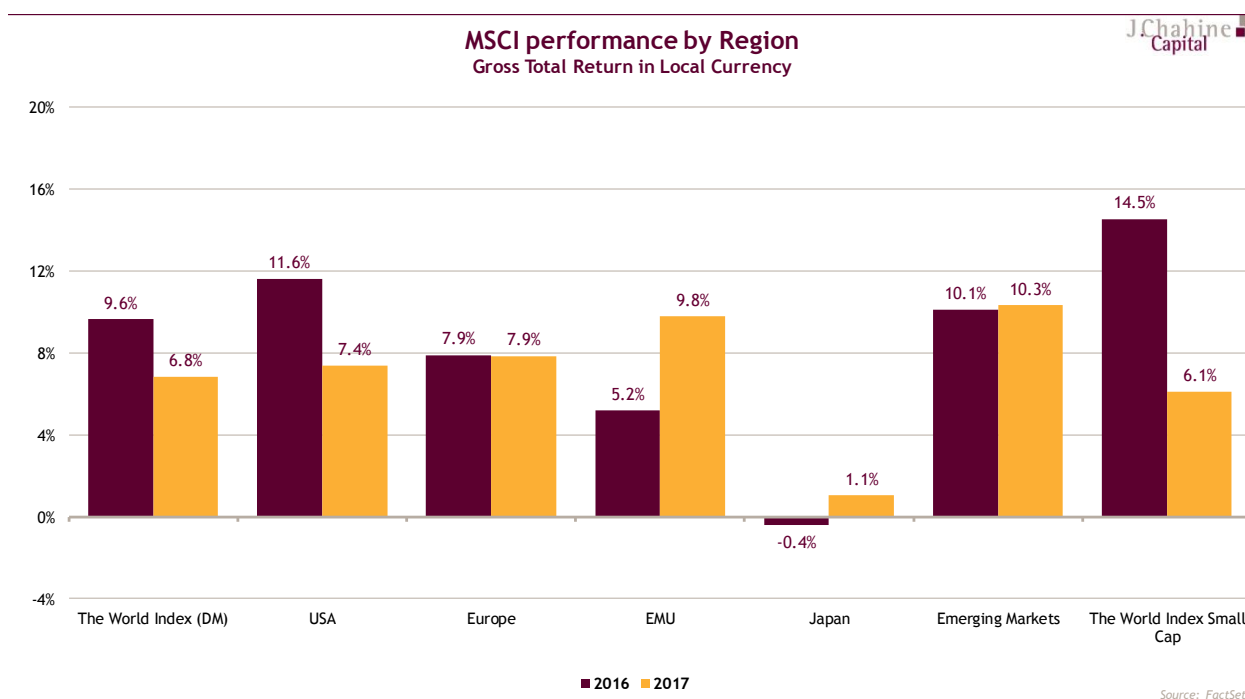


L'ensemble des dirigeants européens ont salué la victoire de Macron, en tête desquels Angela Merkel qui ne pouvait pas rêver d'un meilleur partenaire dans le futur. Non seulement le candidat a les meilleures chances d'accomplir les réformes tant attendues, mais c'est un pro européen convaincu pour relancer le couple franco-allemand indispensable pour toute avancée de l'Europe. Au menu figure la lutte contre l'optimisation fiscale des grandes multinationales, une meilleure lutte anti dumping, le contrôle des investissements, une harmonisation sociale européenne, une harmonisation fiscale... Ce sont des propositions concrètes, réalistes et réalisables si le couple franco-allemand était à nouveau soudé. On voit la différence de programme entre le populisme de Marine le Pen qui veut se barricader et l'homme du terrain qui a vécu ces problématiques quand il était banquier et qui peut faire bouger les lignes.

Retour en masse des investisseurs étrangers

Au lendemain de la victoire de Macron, les capitaux étrangers ont envahi les marchés européens qui étaient délaissés pour cause de risque. L'indice MSCI EMU est en hausse de 9.8% depuis le début de l'année contre 7.4% pour les US et 6.8% pour l'indice Monde. Les chiffres sont encore meilleurs en \$ à 13.3% grâce à l'appréciation fulgurante de l'Euro de 3.2% depuis le début de l'année. Les banques européennes, exposées aux dangers de sortie de l'Euro ont été les grandes bénéficiaires le lendemain de l'élection avec une hausse de 7%.

L'Eurozone en tête des performances pour 2017



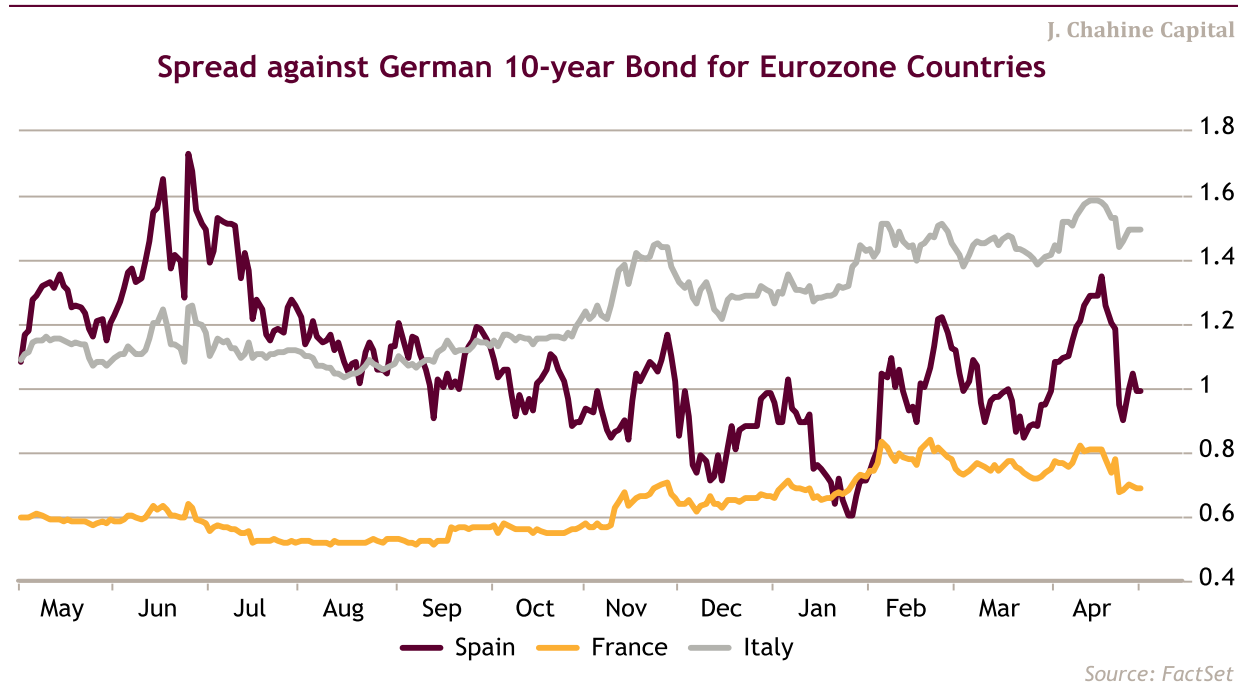
Nos fonds Digital ont également profité de l'embellie Macron, affichant une performance de 14.1% pour Digital Stars Europe depuis le début de l'année, 15% pour Digital Stars Europe ex UK et 15.5% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.



Recul de la Prime de Risque sur les taux des pays du Sud

Simultanément à la hausse du \$ et des marchés boursiers, le spread des taux longs entre l'Allemagne et les pays du Sud s'est fortement détendu, de 25bps pour la France, 45bps pour l'Espagne mais à peine 20bps pour l'Italie, pays qui affiche toujours la plus forte prime de risque avec 2% de taux d'intérêt au-dessus de l'Allemagne. Un pays à risque comme le Portugal voit la dégrue de ses taux longs qui ont baissé de 4.45% à 3.45% en quelques mois. L'Italie, l'un des pays les plus endettés de la zone Euro, risque de revenir sur le devant de la scène avec ses turbulences politiques.

Détente sur les emprunts d'état des pays du Sud



L'Union Européenne unie face au Brexit

Dans un sursaut d'unité, les 27 pays de l'UE ont approuvé les termes des négociations qui vont se dérouler pour le Brexit. Ils veulent en priorité des assurances sur les résidents européens en Grande Bretagne et un accord sur le passif du pays vis-à-vis l'Union. Les Japonais encouragent les anglais à rechercher une longue période de transition pour éviter les chocs. Et un grand point d'achoppement est l'avenir de la frontière entre l'Irlande du Nord et du Sud. L'UE a décidé à l'unanimité d'accueillir l'Irlande du Nord en cas de référendum (peu probable) de cette province. Ajouté aux remous en Ecosse, cela ne rendra pas la vie facile à Teresa May. Le dernier chiffre du PIB de T1 à 0.3% par rapport au trimestre précédent marque un arrêt et l'inflation due à la chute de la livre se maintient. Dans l'hypothèse d'une relance de l'Europe suite aux élections françaises et allemandes, il sera plus facile au bloc d'aller de l'avant sans l'éternelle opposition de la Grande Bretagne.



Des signes d'essoufflement de l'économie américaine

Le Pib du premier trimestre américain a été décevant à 0.7% en rythme annualisé. La consommation des ménages s'est fortement ralentie ainsi que l'investissement. Le chiffre aurait été un peu meilleur si l'on tient compte des stocks très volatils qui ont contribué négativement. Mais le trimestre précédent aurait été de seulement 1.1% au lieu de 2.1% en tenant compte des stocks. Cela indique que la locomotive américaine montre quelques signes d'essoufflement. L'automobile par exemple est arrivée à saturation à 16.5M de véhicules/an, et recule sur un an. Mais on ne peut pas exclure un renouvellement complet du parc pour aller vers le véhicule électrique. A 51Mds\$, Tesla a la même capitalisation boursière que GM. Mais le pouvoir d'achat des classes moyennes limite les envies de changer son véhicule pour l'électrique.

L'inflation a montré une pause, mais elle reste aux alentours des 2%. Cette mollesse s'explique par l'absence de gain de pouvoir d'achat des classes moyennes où la fiche de paie augmente entre 2 et 2.5% par an, à peine de quoi compenser l'inflation.

Trump accumule les échecs : réussira-t-il la réforme fiscale ?

Les États-Unis vivent encore sous l'effet Trump qui ne souhaite pas célébrer les 100 jours, car hélas il n'y a pas grand-chose à célébrer pour le moment. Toutes les postures prises avant l'élection tombent l'une après l'autre devant les réalités, de quoi montrer aux mouvements populistes l'écart entre le discours et l'action. Sur les grandes réformes, l'*Obamacare* est pour le moment en sommeil, le mur mexicain est en attente de financement si cela se fera un jour et l'abrogation du traité Nafta avec le Mexique est convertie en une renégociation. La Chine, accusée de manipuler sa devise, est devenue un allié pour lutter contre le dictateur Kim Jong Un et l'Otan qui était obsolète est devenu utile. Si au final cela résulte en un accroissement des dépenses militaires, cela n'est pas plus mal pour une défense plus européenne. Il reste à Trump de tenir sa promesse majeure : la réforme fiscale.

En surface, la promesse consiste à abaisser le taux facial de l'IS de 35 à 15% et d'alléger l'impôt sur le revenu en le réduisant à 3 tranches dont 35% pour la tranche marginale. Par ailleurs, les profits estimés à 2.6 trillions de \$ parqués à l'étranger pourraient être rapatriés à des taux de 10% ou 15% au lieu des 35% actuels. La réforme proposée, comme nous l'avons illustré dans notre lettre du 4 février « Creusement des inégalités sous l'ère Trump », est un programme pour les riches, dont lui-même, qui n'a toujours pas dévoilé sa feuille d'impôt. Pour le moment, aucun chiffrage n'existe sur le coût de la réforme et le moyen de la financer. L'idée qui flotte est d'instituer un ersatz de TVA appelé *Border Adjustment Tax* qui s'appliquerait aux produits importés et les produits exportés seraient exonérés de taxe. Il n'est pas faux de dire que les États-Unis souffrent d'un handicap en n'ayant pas un système de TVA mais plutôt une taxe sur les ventes. La grande distribution est évidemment en révolte contre une telle mesure. Mais beaucoup d'embuches attendent cette réforme quand il sera question d'enlever des déductions des revenus contre une taxation plus légère. Si cette réforme réussit d'ici fin 2017 cela sera un vrai exploit et nous sommes maintenant plus circonspects sur l'impact pour les sociétés cotées en 2018.

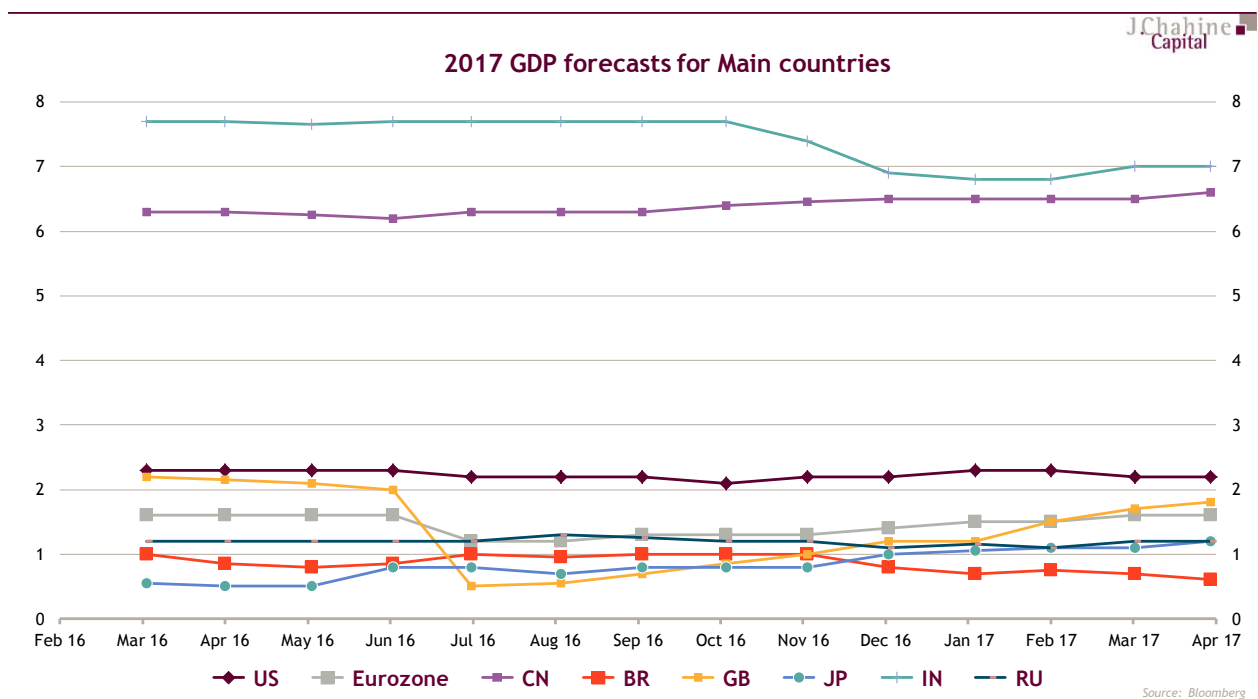
La reprise de la croissance mondiale se confirme

La relance américaine promise par Trump a pour le moment peu de chances de se réaliser. A la limite, nous nous demandons au vu des dernières statistiques si l'économie ne commence pas à s'essouffler comme le montre le dernier PIB ou le récent retournement de l'indice ISM sur les services. Les prévisions du PIB américain par le consensus des économistes s'effritent légèrement et on sera satisfait d'une croissance de 2% pour cette année.

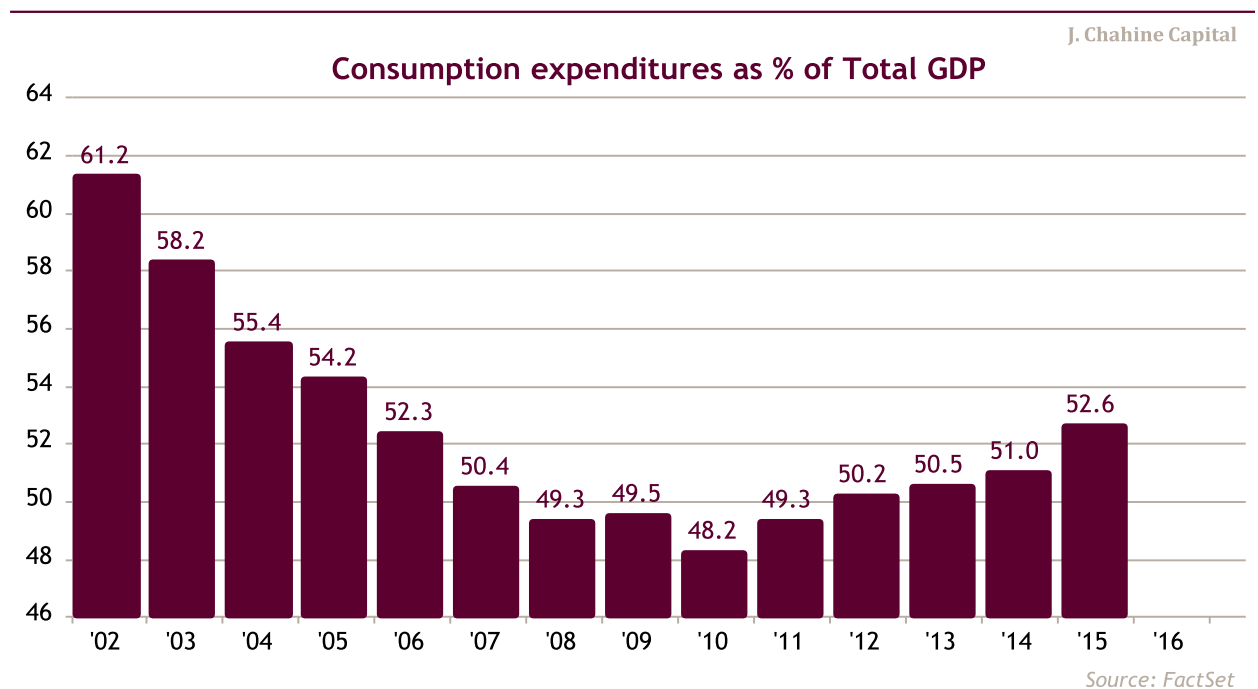


Mais heureusement, l'environnement mondial est plutôt porteur avec les pays émergents toujours en forme et la Chine et l'Inde qui tirent la croissance vers le haut. L'Inde, après avoir accusé le coup suite aux désordres du retrait des billets, voit sa croissance stabilisée à 7%. La Chine confirme sa croissance à 6.5%, basée un peu plus sur la consommation que sur l'investissement. Le graphique ci-dessous (arrêté hélas à 2015) montre que la consommation, à 52.6% du PIB, dépasse l'investissement. Les pays exportateurs de pétrole ou de matières premières connaissent une reprise.

L'année 2017 voit une accélération timide de la croissance



La Chine réussit à développer la croissance interne



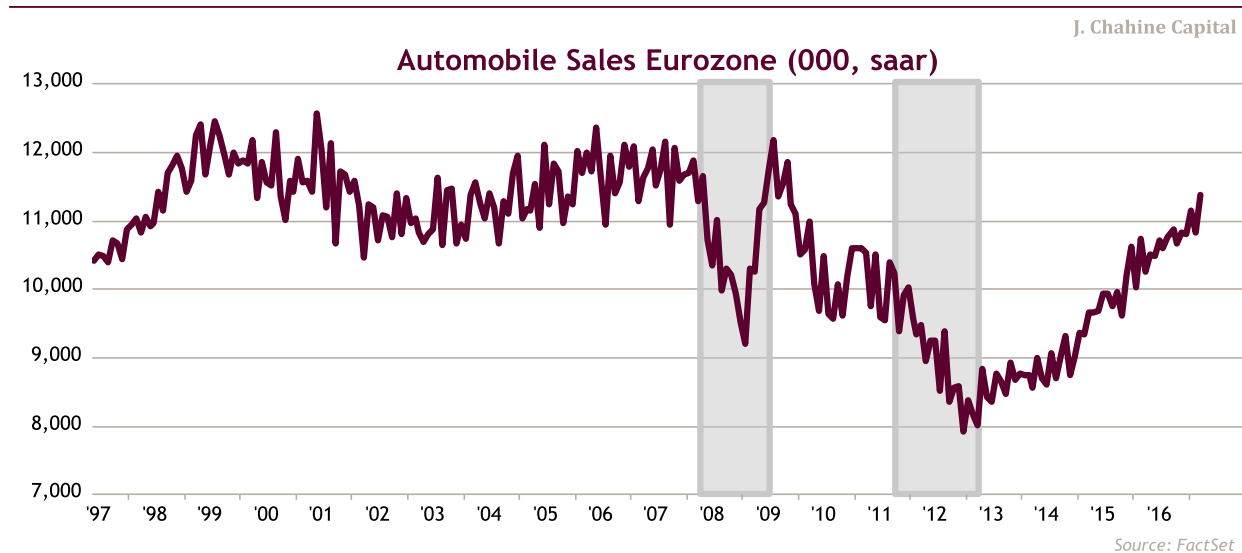


Perspectives économiques plus optimistes en Europe

En Europe, un vent d'optimisme continue de souffler qui pourrait se renforcer en cas d'une franche victoire du candidat Macron. L'Europe émergente est en forme et plusieurs pays du Sud se redressent, à commencer par l'Espagne et le Portugal qui prend le relais. Même en Grèce, ça va mieux !

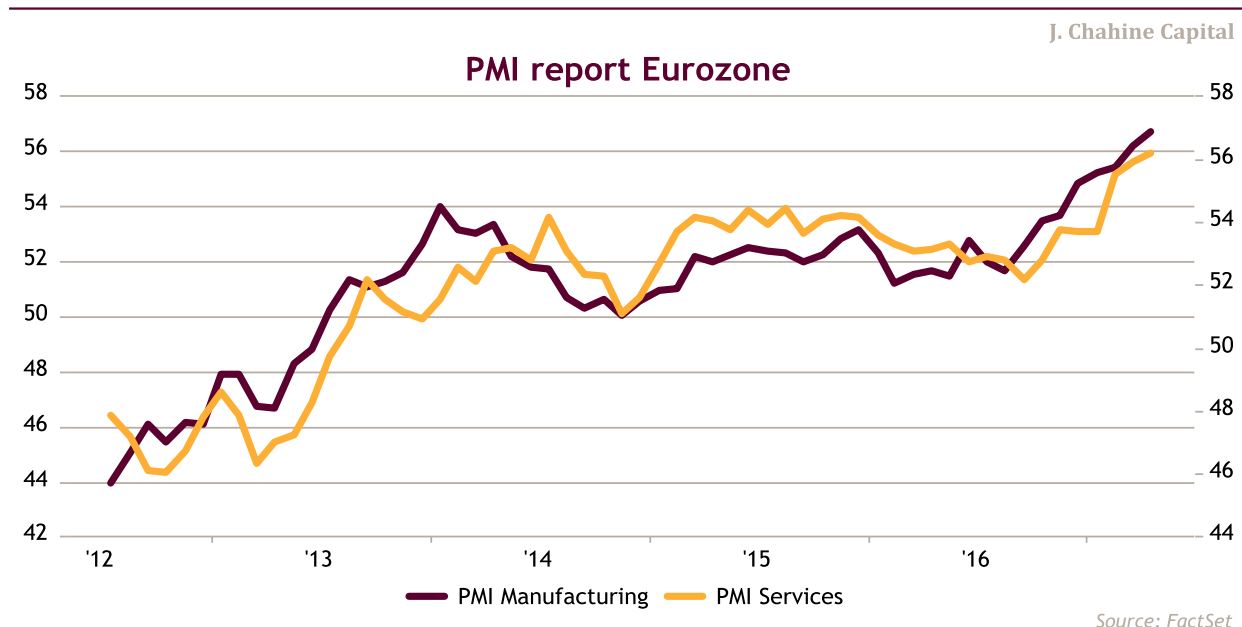
Les statistiques de vente automobiles sont un excellent indicateur de ces frémissements. Le marché de l'Eurozone avance au rythme de 11.3 millions de véhicules/an et n'a pas encore rattrapé son niveau d'avant la crise de 12 millions.

Le marché automobile tire la croissance en Europe



Les indices PMI des directeurs d'achat volent de record en record dans l'Eurozone aussi bien sur les services que sur l'industrie. En revanche, les indices anglais s'effritent depuis le début de l'année.

Envolée des indices PMI dans l'Eurozone



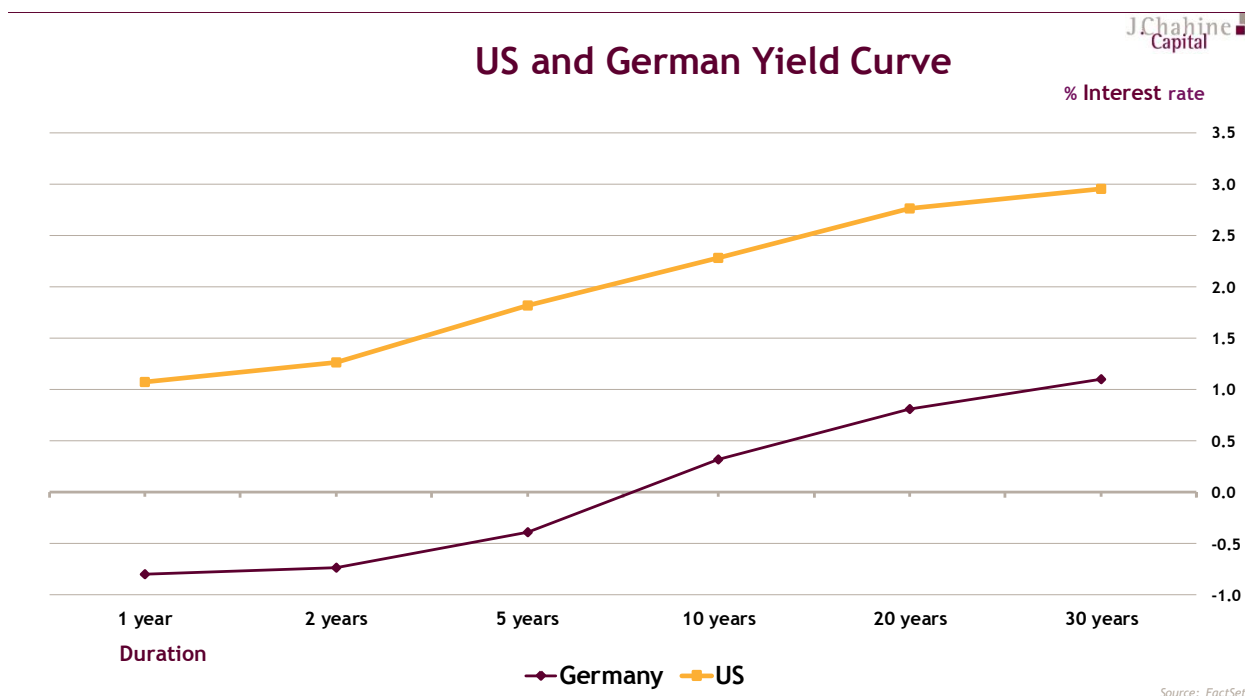


L'indice de confiance des consommateurs de la zone Euro a retrouvé son niveau d'avant la crise. L'euphorie boursière et surtout le faible niveau des taux continuent de soutenir l'économie. Merci Mario. La comparaison des courbes de taux américains et allemands montre le retard encore important de la zone Euro dans le cycle économique. Mario Draghi va encore maintenir des taux négatifs à -0.4% lors de la prochaine décision. Le ton reste toujours accommodant car Draghi ne veut pas répéter l'erreur de Trichet il y a exactement 6 ans qui avait commencé à resserrer les taux plongeant la zone dans la récession. La BCE se tient également prête à inonder le marché au cas où la candidate de l'extrême droite viendrait à être élue.

Grand écart dans le cycle économique Europe/US

Le marché attend 3 hausses des taux de la Fed pour 2017, mais ce n'est plus aussi sûr au vu de la mollesse du premier trimestre. Il faut noter que les taux très longs restent raisonnables pour le 10 ans à 2.28% et le 30 ans à 3%, ce qui implique une très faible rémunération réelle et une économie molle. Le \$ s'est donc déprécié récemment quasiment par rapport à toutes les monnaies. Ces données fondamentales expliquent pourquoi les investisseurs ont favorisé l'Eurozone et les pays émergents où les gains ont été substantiels en monnaie locale et encore plus en \$. L'environnement selon nous reste encore favorable à la zone euro, sauf à voir un choc là où on ne l'attend pas.

Des taux en Eurozone extrêmement incitatifs



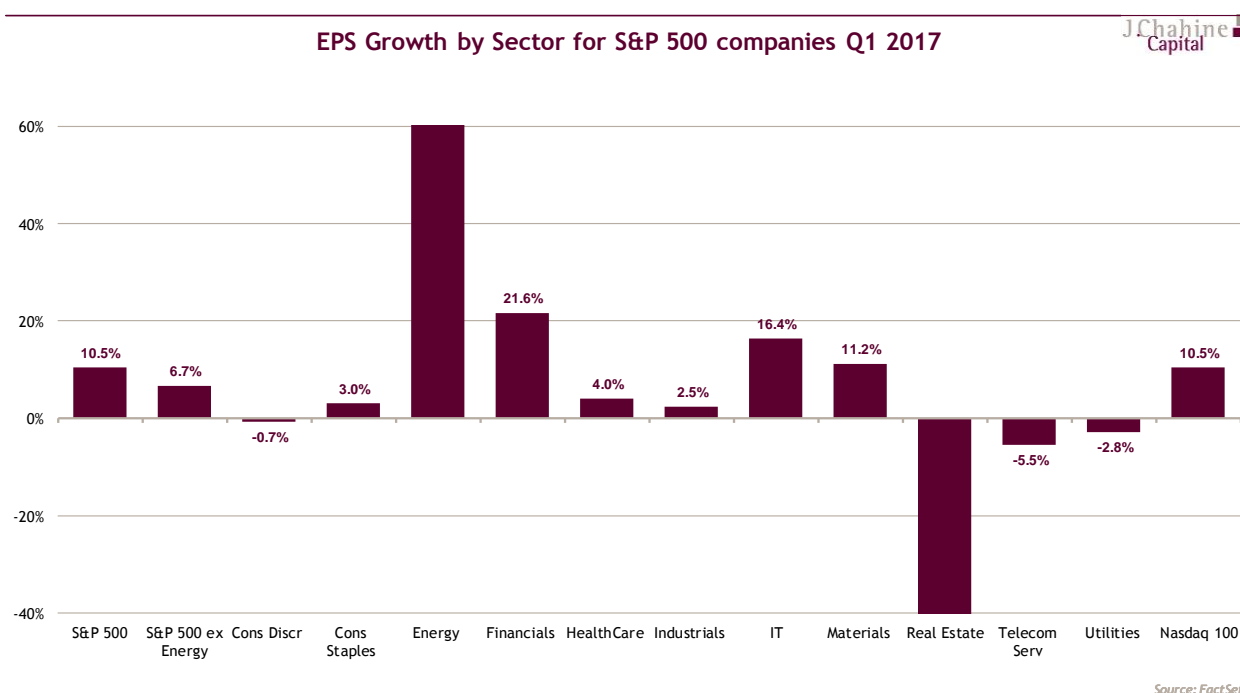
Bons résultats des sociétés américaines au 1^{er} trimestre

La saison des publications bat son plein aux États-Unis et les résultats, basés sur 1000 sociétés et 61% de la capitalisation du Russell 3000, sont plutôt bons. Ils sont globalement 4.4% meilleurs que les attentes fin janvier, surprise plus positive que d'habitude. Et les révisions, toujours négatives sur le prochain trimestre à -1.2%, sont moins élevées que d'habitude. Les dépassements de profits sont assez



bien répartis entre les financières, les industriels comme GE, et le secteur IT où l'on attend encore les résultats d'Apple et Facebook qui peuvent changer la donne. Ce trimestre est impacté très positivement par un effet de base sur l'énergie où l'ensemble du secteur était dans le rouge l'année dernière. La hausse du trimestre est à 10.5% sur 1 an et 6.7% hors secteur énergie. Il faut noter 3 secteurs dans le rouge, impactés par le début de la hausse des taux, à savoir l'immobilier, les télécoms et les utilities. Les bonnes parutions n'ont pas fait bouger énormément le marché car beaucoup de bonnes nouvelles étaient déjà dans les cours. Pour l'année 2017, nous attendons une hausse de 9.3% des résultats contre 8.9% avant la saison de parution, mais 6.4% si on ne tient pas compte de l'énergie. Les profits du secteur sont d'ailleurs revus à nouveau à la baisse en raison de la faiblesse du prix du baril. Le secteur informatique n'en finit pas de surperformer les indices en affichant régulièrement des croissances à deux chiffres. Le secteur financier, qui affiche une belle croissance en T1, est prévu à +13% sur l'ensemble de 2017 et le marché a déjà tenu compte de ces nouvelles via les hausses depuis l'élection de Trump.

Des résultats très honorables au premier trimestre

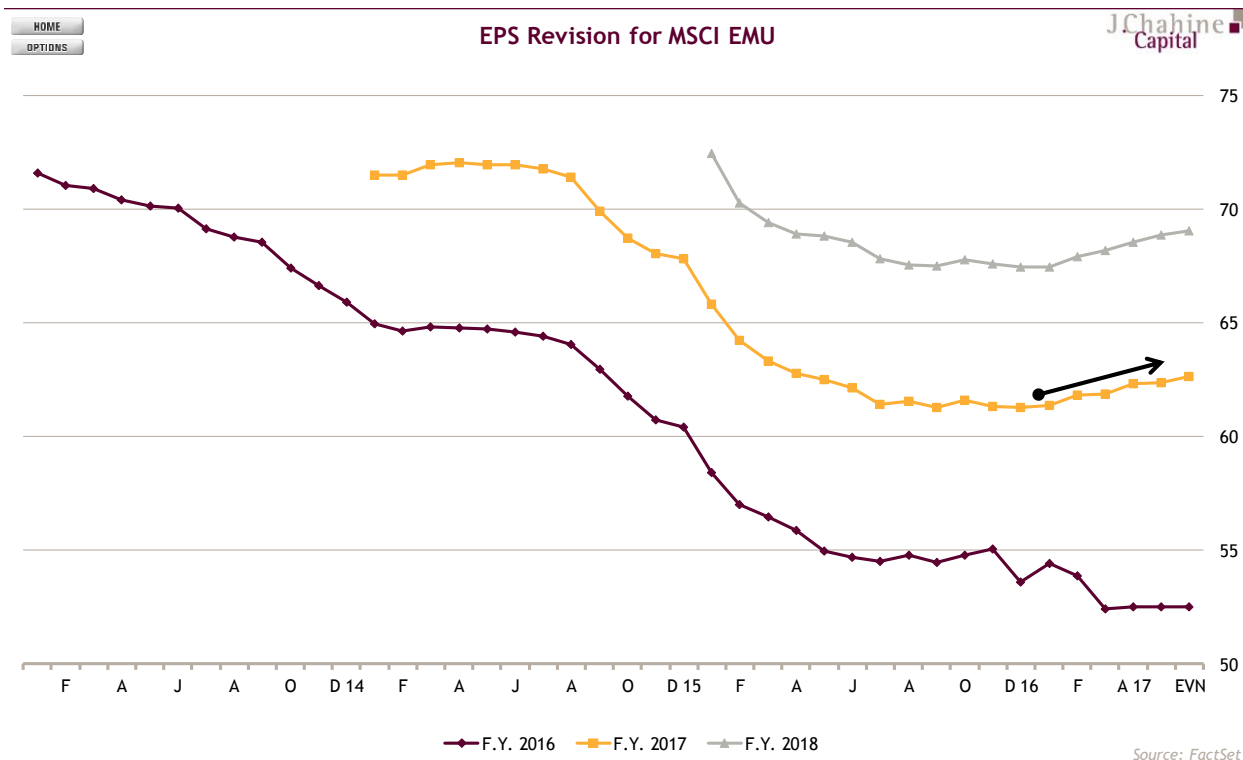


Un retournement des profits confirmé en Eurozone

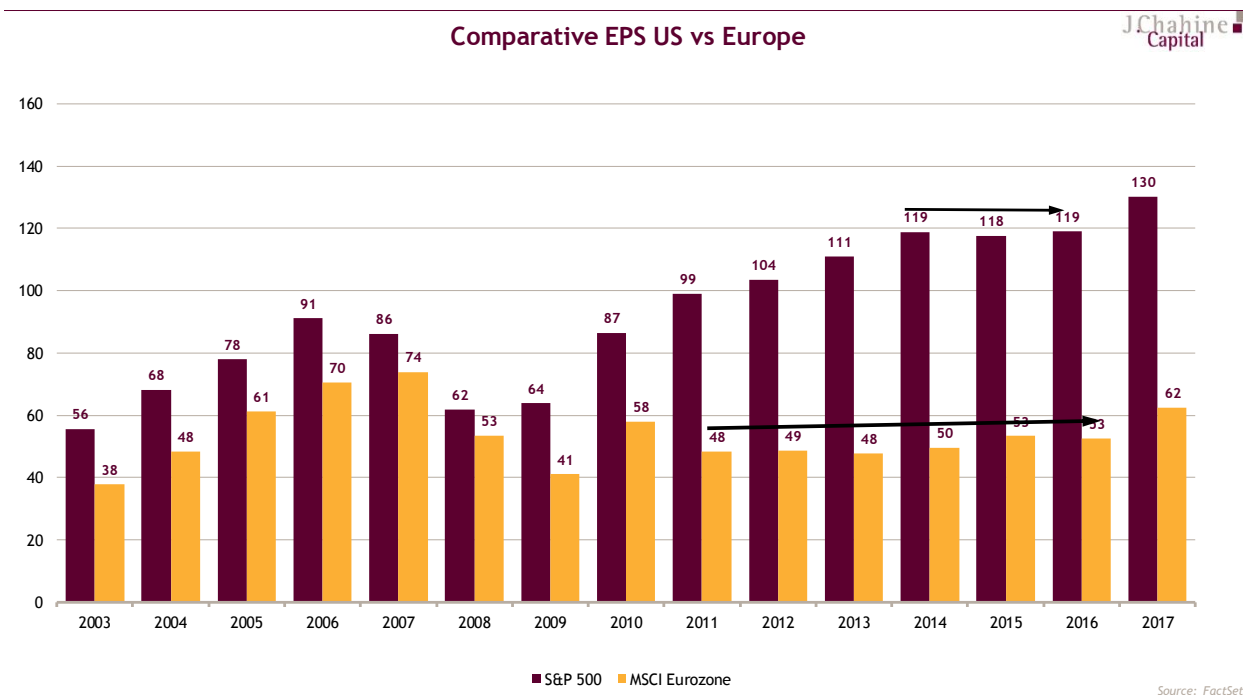
En Europe, nous n'avons malheureusement pas de saison de publications à l'américaine et on ne peut que déplorer le manque de transparence sur les résultats des sociétés. Nous devons nous contenter d'afficher un graphique de révisions pour constater si les profits ne sont pas revus à la baisse comme on l'a vu depuis 4 ans sans discontinuer. En croisant les doigts, il semble que les prévisions de profits ont quelque chance de se réaliser en ce qui concerne 2017. Oublions les prévisions à la hausse de 2018, personne n'en sait rien. On voit d'ailleurs que jusqu'en Mars et Avril les chiffres de 2016 ne sont pas stabilisés. On colle par exemple en Mars les pertes abyssales d'Unicredit, ou les tergiversations de Volkswagen sur ses provisions pour « Dieselgate ». Au final, les profits de l'Eurozone seront en baisse de 1.4% en 2016 et non en légère hausse.



Le retournement des profits de l’Eurozone assez probable



La longue convalescence des profits



Alors que les sociétés américaines ont très vite retrouvé leur niveau d’avant la crise, l’Europe est en quasi-stagnation depuis 2011 et 2017 marquera la première année de véritable recovery des profits (sauf accident !). La hausse des profits est attendue à 18.6% que nous ne remettons pas en question dans notre modèle de Prime de Risque.



Valorisation des marchés

Peu de modifications sont intervenues depuis notre dernière lettre. Notre scénario central pour le S&P 500 est à 2456 points contre 2445 points le mois précédent, pour des taux à 30 ans inchangés à 3%. Nous rappelons néanmoins que cet objectif tient compte d'une baisse de l'IS des sociétés à 20% (contre 15% proposés par Trump). L'impact de cette baisse est chiffré à +9.4% sur les profits en 2018. Nous affichons également le scénario au cas où cette baisse n'aurait pas lieu, ce qui n'est plus impossible compte tenu des échecs répétés du Président. L'objectif serait alors de 2.248 points pour une clôture à 2.389. Disons que le cours actuel reflète une probabilité de réforme et non une certitude. Le potentiel de hausse paraît limité. Une tension de 25bp sur les taux à 30 ans impacte négativement l'indice de 118 points. Les marges des sociétés sont au plus haut historique et la croissance n'est pas folle. Notre scénario sans baisse de l'IS retient un CAGR de 4.6%, en ligne avec l'inflation et la faible croissance.

Une valorisation tendue de l'indice S&P 500

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: +9.1% in 2017, +7.2% in 2018 and +8% in 2019 (Normative). CAGR =4.6%	2 366	2 248	2 204	2 140	2 041
Implied Scenario CAGR 6% over 8 years	2 518	2 389	2 340	2 270	2 161
Base scenario: +9.1% in 2017, +17.3% in 2018 and 8% in 2019 (Normative) CAGR = +5.8%	2 585	2 456	2 407	2 337	2 228
Current Index S&P 500 (as of 27/04/2017)	2 389				

En Europe, notre objectif de cours est quasi stable à 424 points pour le STOXX 600. En raison du Brexit et de la volatilité de la livre anglaise, nous allons publier dans nos prochaines lettres les prévisions de cours sur l'indice MSCI EMU qui est beaucoup plus approprié en termes d'investissement compte tenu de l'énorme liquidité de l'indice Euro STOXX 50.

Il existe encore un potentiel de hausse sur l'indice d'autant plus que les prévisions des profits nous paraissent toujours solides. Le CAGR sur 8 ans associé à notre objectif de cours reste modeste à 1.3%. Le risque sur les taux longs est encore limité en Eurozone, même si le QE de Draghi peut se durcir au cas où l'inflation dérape. Malheureusement, si le marché américain venait à corriger, l'Europe ne serait pas à l'abri car ce sont toujours les fonds anglo-saxons qui animent les marchés.

Le marché européen reste plus porteur

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%	354	335	317	301	287
Implied Scenario: CAGR 1% over 8 years	434	410	388	368	350
Base scenario: +15.6% in 2017, +8% in 2018 and +4% in 2019 (Normative) CAGR = +1.3%	474	448	424	402	383
Current Index STOXX Europe 600 (as of 27/04/2017)	388				



Conclusions

La campagne du second tour des élections présidentielles fait rage en France et les sondages se resserrent autour des deux candidats. Madame Le Pen multiplie les promesses démagogiques et l'erreur de Macron est d'afficher ouvertement son programme libéral qui fait peur à l'extrême gauche. Les électeurs de Fillon le considèrent en revanche comme le successeur socialiste de Hollande. Le profil du candidat peut se résumer en un vrai libéral, pro européen convaincu, réformiste avec un filet social. Les marchés financiers et la communauté internationale ne se sont pas trompés en saluant sa victoire du premier tour par une hausse de 3 à 4% des places européennes. Il a été l'artisan de la loi Macron de libération de l'économie et de la loi El Khomri (Macron 2) de réforme du marché du travail. Il est plus en mesure de poursuivre ces réformes que la droite classique qui a toujours échoué. Une entente profonde du couple franco-allemand laisse l'espoir d'une relance de l'Europe pour lutter contre l'optimisation fiscale des grandes multinationales et pour une harmonisation fiscale et sociale.

Au lendemain de la victoire de Macron, les capitaux étrangers ont envahi les marchés européens qui étaient délaissés pour cause de risque. L'indice MSCI EMU est en hausse de 9.8% depuis le début de l'année et 13.3% en \$ contre 7.4% pour les US. Nos 3 fonds Digital en ont profité avec une progression comprise entre 14.1% et 15.5% depuis le début de l'année. L'Euro s'est envolé face au \$ et les Primes de Risque sur les emprunts des pays du Sud ont reflué. Les européens ont montré un signe très fort d'unité face au Brexit, exigeant que la Grande-Bretagne clarifie sa position sur les résidents européens avant de parler de commerce. Le pays a connu un essoufflement de sa croissance au premier trimestre et une inflation liée à la chute de la livre.

Aux États-Unis, des signes d'essoufflement voient le jour marqués par une croissance anémique du PIB à 0.7% en rythme annualisé avec un ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement. Le marché automobile est arrivé à saturation alors qu'il est encore en pleine expansion en Europe. L'inflation américaine reste néanmoins stable autour de 2%. Après les multiples échecs de ses réformes, le président Trump risque le tout pour le tout sur la réforme fiscale, favorable aux marchés financiers. Les obstacles sont énormes et nous sommes moins certains qu'il parviendra à ses fins, auquel cas les marchés seront déçus. Heureusement que l'essoufflement américain est compensé par une reprise de la croissance mondiale dans les pays émergents, dont la Chine et l'Inde, et un début de redressement en Europe où les indices PMI sont au plus haut. L'environnement des taux reste toujours très favorable en Eurozone, Draghi ne voulant pas répéter l'erreur de Trichet qui avait resserré les taux trop tôt plongeant la zone dans la récession.

Les résultats du 1^{er} trimestre américain sont bien meilleurs que d'habitude, les sociétés dépendant de la conjoncture mondiale qui est bonne. La hausse des profits en T1 est à 10.5% et 6.7% hors énergie. La hausse pour 2017 s'améliore légèrement à 9.3%. En Eurozone, on assiste pour la première fois à une vraie amélioration des profits avec un rebond de 18.6% par rapport à 2016 qui était une très mauvaise année. Nos objectifs de cours sont peu modifiés par rapport au mois précédent à 2456 points pour le S&P 500 mais 2248 points si la réforme fiscale échoue. Notre objectif pour le STOXX 600 est à 424 points ce qui laisse encore une marge d'appréciation de 9%.

Nous maintenons notre surpondération sur les actions avec une préférence pour l'Eurozone.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 28/4/2017 (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	7.18%	5.52%	17.1 x	19.6 x	10.6%	14.3%	0.5%	2.51%	1.0%	0.0%
MSCI USA	6.76%	9.18%	18.6 x	20.5 x	12.1%	10.2%	1.2%	2.03%	0.4%	0.2%
MSCI Japan	-0.32%	-2.59%	13.7 x	15.2 x	7.8%	10.9%	13.2%	2.31%	1.5%	1.7%
MSCI EMU	8.81%	1.76%	15.3 x	18.2 x	10.0%	18.6%	-1.4%	3.18%	0.8%	-2.5%
MSCI Europe	6.58%	-0.49%	15.6 x	18.3 x	9.4%	17.5%	-3.7%	3.50%	0.4%	-1.3%
MSCI Europe ex Energy	7.79%	-2.13%	15.6 x	17.9 x	8.5%	14.8%	-1.2%	3.30%	0.8%	-1.4%
MSCI Austria	15.42%	12.10%	12.6 x	12.9 x	9.9%	2.4%	11.8%	3.03%	0.7%	0.8%
MSCI Belgium	4.88%	-5.92%	19.6 x	23.2 x	12.5%	18.4%	-19.9%	3.48%	-3.2%	-4.2%
MSCI Denmark	9.35%	-14.94%	18.3 x	19.8 x	14.1%	8.4%	-1.1%	2.50%	-0.3%	0.3%
MSCI Finland	8.01%	-3.91%	19.1 x	19.3 x	11.5%	1.1%	-11.9%	3.95%	1.7%	-0.1%
MSCI France	9.20%	4.58%	15.8 x	17.0 x	10.0%	7.4%	4.1%	3.18%	-0.2%	-0.1%
MSCI Germany	7.37%	3.45%	14.2 x	16.3 x	8.0%	14.1%	2.9%	2.85%	1.4%	-2.4%
MSCI Great-Britain	0.99%	13.96%	14.5 x	17.7 x	7.8%	22.7%	5.7%	4.34%	-0.4%	-0.3%
MSCI Ireland	3.55%	1.86%	17.3 x	19.2 x	12.1%	11.1%	23.3%	1.73%	-1.5%	0.4%
MSCI Italy	3.89%	-11.02%	13.7 x	54.6 x	16.1%	299.4%	-69.1%	4.14%	1.9%	-41.2%
MSCI Netherlands	11.78%	6.68%	16.8 x	19.1 x	10.1%	13.3%	48.3%	2.85%	1.2%	-1.4%
MSCI Norway	-0.51%	5.83%	14.4 x	21.0 x	12.6%	46.4%	-23.2%	4.68%	2.2%	-0.4%
MSCI Spain	14.89%	-1.78%	14.9 x	19.0 x	10.8%	27.7%	-10.5%	3.60%	2.2%	0.2%
MSCI Sweden	9.65%	5.19%	17.2 x	18.1 x	6.3%	5.2%	4.6%	3.40%	0.6%	-0.6%
MSCI Switzerland	7.93%	-5.38%	18.3 x	19.3 x	10.3%	5.3%	-1.8%	3.28%	-0.5%	0.5%
MSCI Europe Consumer Discretion	8.78%	-4.06%	13.8 x	16.4 x	8.2%	18.6%	11.1%	2.93%	1.8%	-3.5%
MSCI Europe Consumer Staples	8.02%	-2.03%	20.1 x	22.7 x	9.1%	12.9%	0.8%	2.90%	0.2%	-1.0%
MSCI Europe Energy	-7.94%	24.11%	14.9 x	25.3 x	21.8%	69.6%	-35.2%	6.30%	-4.6%	1.1%
MSCI Europe Financials	6.86%	-5.33%	12.4 x	14.7 x	9.0%	18.6%	-16.7%	4.32%	0.0%	-2.9%
MSCI Europe Health Care	7.35%	-11.58%	16.7 x	17.1 x	9.1%	2.4%	6.0%	2.98%	-0.5%	-0.1%
MSCI Europe Industrials	12.68%	8.65%	18.2 x	20.1 x	10.7%	10.5%	2.8%	2.60%	0.9%	0.1%
MSCI Europe Information Technol	12.03%	3.08%	21.5 x	24.4 x	15.8%	13.6%	0.0%	1.50%	0.0%	-3.0%
MSCI Europe Materials	5.44%	25.41%	14.9 x	20.8 x	0.5%	39.6%	26.9%	3.11%	3.4%	0.1%
MSCI Europe Real Estate	2.90%	-5.80%	19.6 x	20.7 x	5.2%	5.5%	5.1%	4.20%	0.9%	0.6%
MSCI Europe Telecommunication	0.60%	-17.18%	16.8 x	18.3 x	11.2%	9.4%	-0.2%	4.66%	-1.2%	1.6%
MSCI Europe Utilities	3.86%	-9.98%	13.9 x	14.5 x	5.5%	4.3%	-8.4%	4.94%	3.1%	1.8%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 28/04/2017



Disclaimer

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

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

The contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of the Luxemburg and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of Chahine Companies. To obtain reproduction consent, e-mail info@chahinecapital.com.