

9/1/2016

Digital Stars Europe termine l'année à 24.7% de hausse nette

Conclusions

Notre fonds quantitatif Digital Stars Europe termine l'année en beauté avec une hausse de 24.7%. Géré avec la même philosophie quantitative depuis 1998, il affiche une rentabilité moyenne annuelle de 9.7% sur la période. Cette performance 2015 a été réalisée dans des marchés globalement états en monnaie locale et négatifs en \$ US, dividende réinvesti, à l'exception notable du Japon et l'Eurozone. Les secteurs pétroliers et matières premières ont pesé sur les cours des pays qui y sont exposés.

Nos analyses du marché ont été plutôt correctes en 2015, avec un passage à sous pondération fin mai 2015 et un objectif de cours à 1986 pour le S&P 500 atteint seulement le 6 janvier dernier. Nos prévisions étaient trop optimistes pour l'Europe avec un Stoxx 600 à 397 points qui n'a été approché que le 2 décembre ; en revanche notre surpondération constante de l'Europe était correcte. Notre modèle, qui gère les taux et les profits, synthétise les résultats macro économiques. Choc pétrolier qui impacte les profits et les révisions du secteur énergie, hausse du \$ répercutée par les grands groupes exportateurs américains, politique des taux de la Fed incorporée dans notre taux d'actualisation à 30 ans, utilisation permanente des révisions des profits pour anticiper les vrais chiffres à l'arrivée, une conviction que la croissance restera molle sur longue période qui justifie un CAGR de 3.8% dérivé du modèle, d'autant que les marges sont au plus haut. La marge d'erreur reste néanmoins élevée si des données macro économiques changent brutalement. Nous avouons humblement que nous ne saurions pas détecter un krach prochain et ceux qui le font parfois le disaient quand le S&P500 était à 1000 points.

La Chine en ce début d'année a cristallisé l'attention par peur d'une contagion à l'économie mondiale et l'éclatement d'une bulle immobilière. Nous pensons plus probablement que les marchés en ont profité pour se remettre à des niveaux de valorisation compatibles avec les taux et la croissance. Le discours de la Fed était des plus rassurants sur l'économie qui donne une probabilité de 10% d'une récession. Les statistiques de l'emploi récentes lui donnent raison et l'économie américaine reste toujours aussi vibrante. La hausse des taux n'est pas responsable de la correction récente, car les taux à long terme ont plutôt baissé. Peut être les investisseurs espéraient-ils encore des liquidités pour faire monter les marchés jusqu'au ciel ? Il est clair qu'il faudra qu'ils reviennent aux fondamentaux et suivent mieux l'économie réelle.

Nous notons que la croissance restera molle en 2016 un peu partout avec quelques lueurs d'espoir dans l'Eurozone, portée par les taux bas, l'euro faible et le prix de l'énergie. Corrigée de la démographie, la croissance par tête devrait être la même qu'aux US qui sont à 2.5% en 2016. Mais plusieurs pays dont la France sont à la traîne dans les réformes de structure et l'inflation reste désespérément faible. La baisse de l'énergie n'a pas que des avantages et devient contre productive à un certain niveau, rendant les exportations difficiles vers les pays producteurs et entraînant une diminution sensible de l'investissement.

Les profits vont rester « mous », négatifs aux US pour 2015, à deux chiffres dans l'Eurozone mais de très mauvaise qualité. En 2016, on sera en dessous des 5% de progression. Mais compte tenu des taux très bas, les marchés commencent à être attractifs : objectif de 2069 points pour le S&P 500 et 406 points pour le Stoxx 600. Nous serons acheteurs pour un S&P 500 autour de 1850-1860 points.

Nous prenons cette opportunité pour souhaiter à tous nos lecteurs une année 2016 qui se termine nettement mieux qu'elle n'a commencé.

Jacques Chahine



Performance moyenne annualisée de 9.7% sur 17 ans

Notre fonds quantitatif pan-européen Digital Stars Europe termine l'année 2015 en beauté avec une hausse de 24.7%. Géré avec la même philosophie quantitative depuis 1998, il a affiché une rentabilité moyenne annuelle de 9.7% sur la période. Ce fonds, qui sélectionne les titres parmi les 1300 plus grosses capitalisations européennes, a bénéficié d'une sélection de valeurs de croissance dans le secteur informatique, les biens cycliques comme les jeux en ligne, ou la niche des énergies solaires et éoliennes. Une valeur comme Betfair sur les paris sportifs a progressé de 163% sur l'année. La valeur avec la plus grosse perte nous a coûté 0.4 point de performance. Nos clients souhaitant une exposition \$ ont réalisé la même performance grâce à une classe d'action Hedgée.

Les principaux contributeurs à la performance brute de Digital

Gross Performance Evaluation for DIGITAL STARS EUROPE from 31/12/14 to 31/12/15

		DIGITAL STARS EUROPE				
	Sector	Port. Beginning Weight	Port. Ending Weight	Port. Average Weight	Port. Total Return	Port. Contribution To Return
Total		100.00%	100.00%	100.00%	26.87%	26.87%
Betfair Group plc	Betting	0.19%	1.63%	1.21%	163.88%	1.13%
SIVA Solar Technology AG	Alternative energy	0.00%	2.02%	0.59%	64.24%	0.85%
Nordex SE	Alternative energy	0.82%	0.98%	0.93%	118.26%	0.81%
Galenica AG	Healthcare	0.00%	1.21%	0.88%	53.23%	0.74%
Gamesa Corporacion Tecnologica, S.A.	Alternative energy	0.65%	0.69%	0.82%	110.21%	0.70%
Fastighets Balder AB Class B	Real Estate	0.51%	1.32%	0.78%	95.80%	0.66%
Stroer SE	Media	0.22%	1.32%	0.78%	136.35%	0.64%
Negative contributors						
Peugeot SA	Automobile	0.00%	0.00%	0.29%	-35.07%	-0.33%
Boliden AB	Mining	0.00%	0.00%	0.29%	-28.43%	-0.34%
Astaldi S.p.A.	Construction	0.00%	0.00%	0.15%	-45.63%	-0.40%

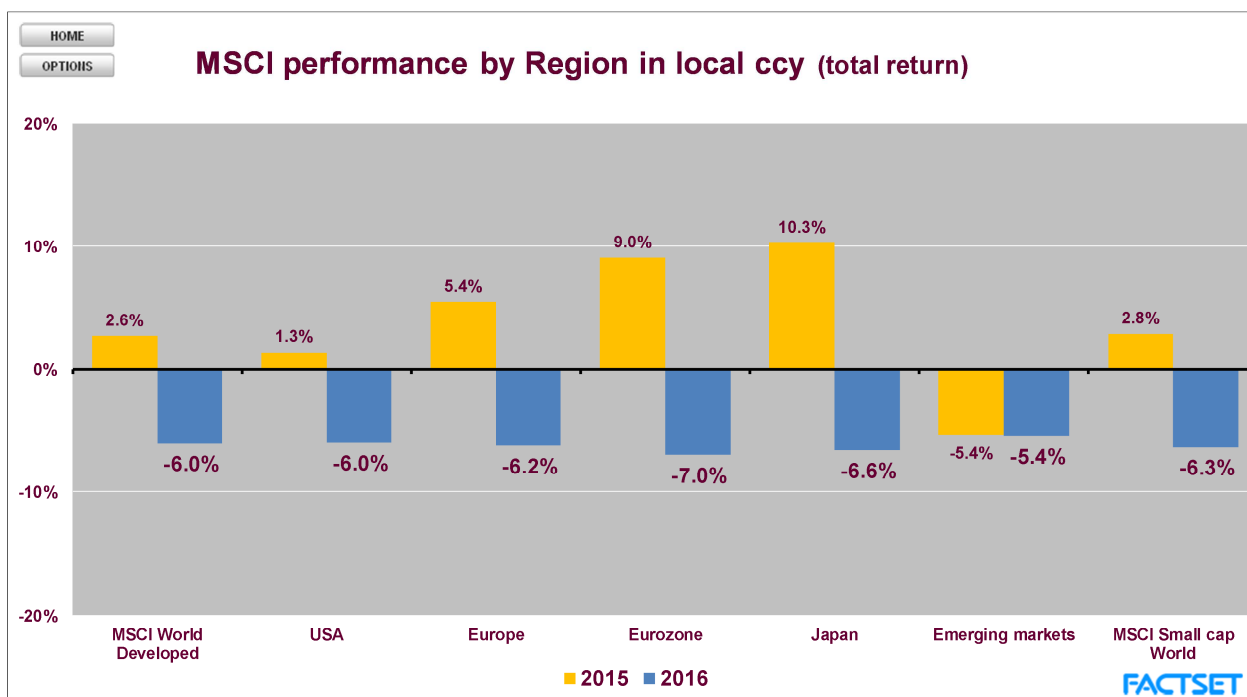
Ce tableau d'attribution de performance illustre la capacité du modèle Digital à sélectionner les valeurs offrant un fort potentiel de croissance à un cours attractif en ayant un univers d'investissement qui va au-delà des grands groupes.

Marchés étals en 2015 hors Japon et Eurozone, négatifs en \$

L'année 2015 n'a pas été aussi prodigue sur tous les marchés. La performance de l'indice MSCI AC World, intégrant les marchés développés et émergents, a été flat en monnaie locale alors qu'elle était négative de 4% ramenée en \$ US, en supposant que l'on touche l'intégralité des dividendes, ce qui est loin d'être le cas. L'indice MSCI World Developed a réalisé un score de 2.6% en monnaie locale (-0.3% en \$) alors que les pays émergents ont énormément souffert avec -5.4% en monnaie locale et -14.6% en \$. Les meilleures performances se trouvent au Japon et en Eurozone avec 10.3% et 9.0% de hausse. Sans surprise, les deux régions étaient en pleine campagne de QE agressive en 2015. La seule façon d'obtenir ces performances pour un investisseur en zone \$ est de hedger les devises, ce qui tend à amplifier la chute de l'Euro ou du Yen. Le marché américain a été peu porteur, l'indice MSCI faisant +1.3% dividende réinvesti et le S&P 500 1.4%. De même, l'indice anglais est dans le rouge sous l'influence de l'appréciation de la livre et du poids des valeurs pétrolières et minières qui ont été les victimes de la chute du pétrole et des matières premières.



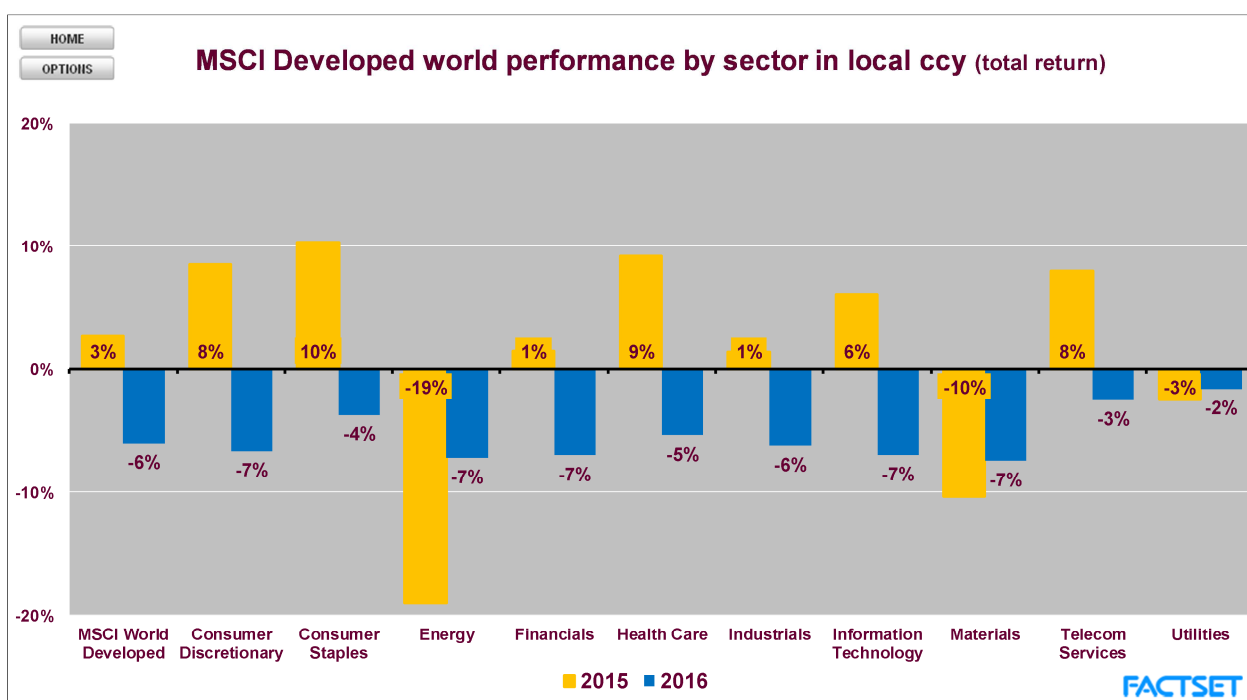
Indices boursiers très contrastée selon les régions



Energie et matières premières ont pesé sur la cote

Les deux secteurs perdants de 2015 sont l'énergie et les matières premières qui ont soustrait 2.5 points de performance à l'indice. Le secteur financier a également été peu porteur sous le poids des nouvelles législations et des amendes colossales pour régler le passé de « voyou ».

2015 marquée par l'effondrement du prix du pétrole et des matières premières





Les autres secteurs affichent des performances entre 6 et 10% mais on perçoit que le secteur informatique, le chouchou de la cote, a de la peine à poursuivre sa trajectoire stellaire. L'icône Apple a perdu 5% en 2015 et un autre 8% en ce début d'année. Les sociétés engagées dans le hardware s'enfoncent, comme les fabricants d'unités de stockage Intel, Seagate, Qualcomm ou HP. Les groupes combinant du software et/ou du contenu sont recherchés comme Alphabet (ex Google), Microsoft ou Facebook.

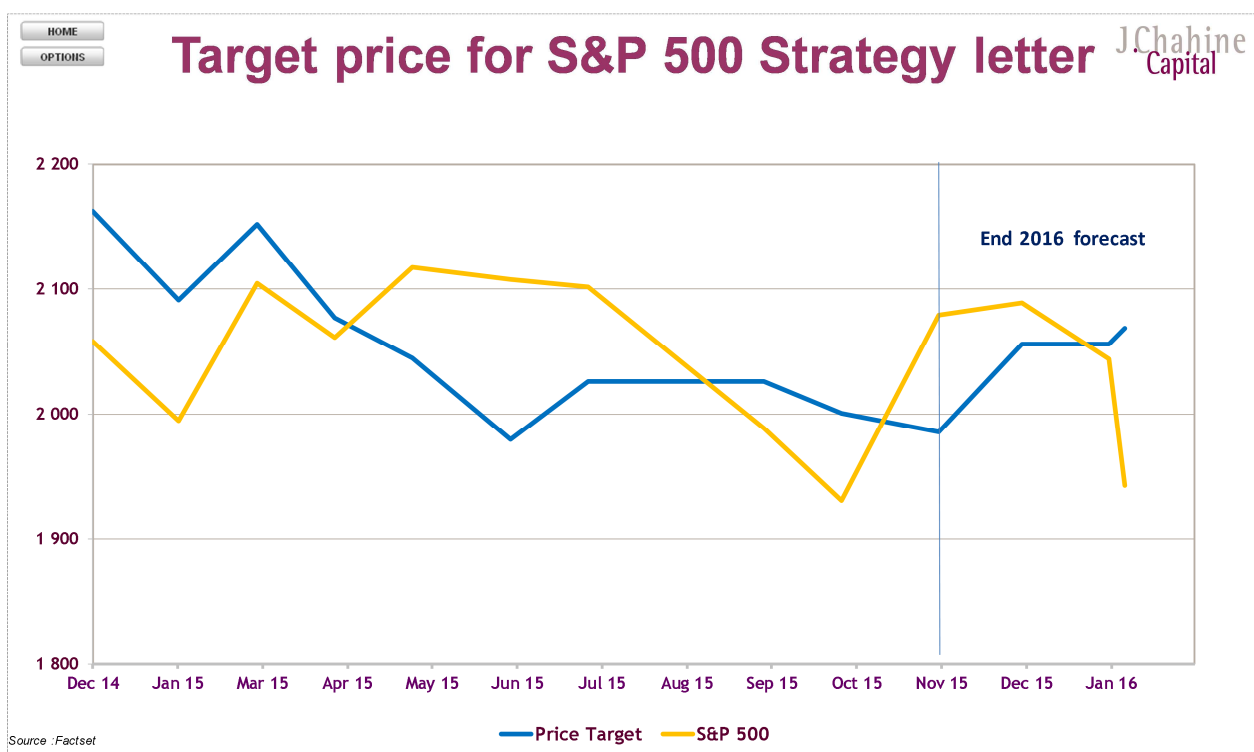
Une vision plutôt correcte des marchés en 2015

Rappelons tout d'abord que notre vision macro économique des marchés n'a aucun impact sur nos gestions, puisque nous avons décidé depuis toujours d'avoir des fonds 100% exposés aux actions. Nos analyses ont pour but d'aider nos investisseurs, amenés à faire des allocations d'actifs, à mieux choisir le timing et le niveau de l'investissement en actions. En matière de gestion, il ne s'agit pas de faire du tout ou rien, mais de gérer une allocation « à la marge ». Le choix des fonds actions est alors important pour battre son propre benchmark.

Nos lecteurs assidus ont pu constater que notre vision des marchés pour 2015 a été plutôt correcte dans l'ensemble. A partir de notre lettre du 30 mai 2015, où le S&P 500 était presque à son plus haut à 2107 points, nous avons basculé de la position surpondérer les actions à sous pondérer avec une préférence pour l'Eurozone. A contre courant du consensus, notre objectif de cours fin 2015 pour le S&P 500 exprimé fin octobre était de 1986 points, alors que l'indice était à 2079. L'indice a clôturé à 2044 le 31 décembre mais a atteint notre objectif le 6 janvier dernier.

En Europe, nos prévisions étaient trop optimistes et notre objectif de 397 points pour le Stoxx 600 a été approché à 384 points le 2 décembre pour terminer l'année à 366 points. Nous pensons toujours que l'Europe aura du mal à surperformer dans un environnement où l'Amérique subit une correction. Le scénario idéal reste une hausse modeste aux USA et une hausse plus substantielle en particulier dans l'Eurozone.

Une vision assez juste des marchés en 2015





On remarquera la stabilité de nos objectifs de cours à partir de mai, dans un marché qui a erré dans tous les sens. Nous espérons évidemment fournir à nos lecteurs une vision aussi pertinente des marchés pour 2016, sans toutefois mésestimer la difficulté énorme de l'exercice.

L'environnement économique se traduit par les profits

En ce début de 2016, il serait faux de dire que ce sont des phénomènes « impondérables » qui ont permis à nos prévisions d'être proches de la réalité. La sévère correction observée cette première semaine reflète ce qui était déjà synthétisé dans notre modèle à travers les profits :

- La chute vertigineuse du pétrole et des matières premières est inscrite constamment dans les profits et nous avons anticipé une croissance bien inférieure au consensus qui a fini par nous rejoindre. Ceci était facilité par le constat que nous faisons sur les révisions incessantes des profits à la baisse.
- Le choc de la hausse du \$ sur les sociétés américaines était visible également dans toutes les sociétés exportatrices qui n'ont pas cessé de cadrer leurs prévisions en conséquence.
- La fin du quantitative easing américain ? Elle était inscrite dans nos taux d'actualisation du 30 ans, constamment anticipé à 3% et qui a rejoint ce seuil.
- Nous avons également correctement anticipé la première hausse des taux de la Fed, en nous trompant sur la date qu'on pensait plus précoce que décembre.
- Nous ne nous sommes pas laissés emporter par des prévisions de profits à moyen terme optimistes du style 12.7% de rebond en 2017 pour les sociétés du S&P500 et 10.7% en 2018. Notre scénario table sur 8.5% et 6.6% respectivement pour aboutir à un CAGR (Compound Annual Growth Rate) de 3.85% sur 8 ans. Cette prudence trouve son origine dans la conviction que nous sommes entrés dans une longue période de croissance « molle », développée dans notre lettre de fin septembre vers « une croissance durable atone ». L'explosion de l'économie numérique et la concentration des richesses dans quelques mains créent des inégalités et laminent les classes moyennes, à la source de la consommation.
- Notre constante surveillance des marges des entreprises nous indique que les sociétés américaines sont à un pic qui ne permet plus d'accroître les bénéfices en augmentant les marges. Avec une inflation qui reviendra vers les 2% et une croissance normative du PIB, que même la Fed situe maintenant à 2%, une hausse moyenne des profits de 3.85% sur longue période nous paraît appropriée, voire un peu généreuse compte tenu du pic des marges.

La Chine, ce géant qui fait peur

L'événement qui a fait peur aux marchés en ce début de 2016 provient de divers soubresauts en Chine. L'indice Shanghai composite a chuté brutalement avec arrêt des cotations par le coupe-circuit mais surtout les investisseurs craignent la contagion d'un ralentissement chinois. L'indice Shanghai composite a perdu 10% durant ces premiers jours de 2016. Les autorités ont repris leur dévaluation progressive du Yuan et, après une correction de 4.46% en 2015, la devise a baissé de 1.44% en 2016. Ce n'est pas la Bérézina quand on connaît les dévaluations compétitives faites par le Japon et la zone Euro. L'objectif de croissance fixé par le Parti reste pour le moment stable à 6.5% et 6.3% en 2017. Un grand virage est en cours pour orienter l'économie vers la consommation. Le poids de la consommation dans le PIB est passé lentement de 50% en 2011 à 51.8% en 2014, dernière année connue. Le gouvernement a



par ailleurs relancé la vente de véhicules avec une baisse des taxes qui ont porté le marché à 2.300.000 véhicules ! au mois de novembre en hausse de 20% sur 1 an. Mais c'est au niveau du secteur de la construction que l'on a beaucoup de mal à évaluer le risque, tant des statistiques fiables font défaut. Nous reproduisons ci-dessous un tableau FactSet source Institut Statistique Chinois, qui est probablement en millions de m2 plutôt que milliers...

Des statistiques de construction peu compréhensibles

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Newly Started Projects	415	389	356	333	330	345	253	232	214	187
Buildings Sold (Thous. Square Meters)										
Commercial	1 206	1 306	1 113	1 099	1 043	937	621	762	606	442
Residential	1 052	1 157	985	970	931	853	559	691	544	393
Buildings Completed (Thous. Square Meters)										
Commercial	1 075	1 014	994	892	760	702	585	582	530	488
Residential	1 075	1 068	1 069	991	834	789	658	661	594	611
Under Construction (Thous. Square Meters)										
Commercial	7 265	6 656	5 734	5 080	4 055	3 197	2 741	2 359	1 941	1 644
Residential	5 151	4 863	4 290	3 884	3 149	2 508	2 167	1 865	1 515	1 277

L'information essentielle (à prendre avec des pincettes...) que nous tirons de ce tableau est que 2014 marque un point d'arrêt aux ventes effrénées de logements des années précédentes. Tous les analystes parlent de stocks colossaux et de cités fantômes. Ceci est la résultante du désir du Parti de faire de la croissance à tout prix, les provinces utilisant volontiers les capitaux alloués pour les dépenser dans des projets pas toujours rentables. Après la bulle des subprimes, va-t-on assister à l'éclatement de la bulle de l'immobilier chinois ? C'est un risque non négligeable.

Un réveil douloureux pour 2016

Les nuages qui se sont accumulés en ce début 2016 ont fait tanguer les marchés par une correction quasi uniforme de 6%, mais comme nous l'avons développé, les vrais raisons étaient sous jacentes dans les valorisations excessives des marchés après 7 années de hausses ininterrompues et un environnement économique qui va rester « mou » dans un avenir prévisible.

Hausse des taux coupable à retardement ?

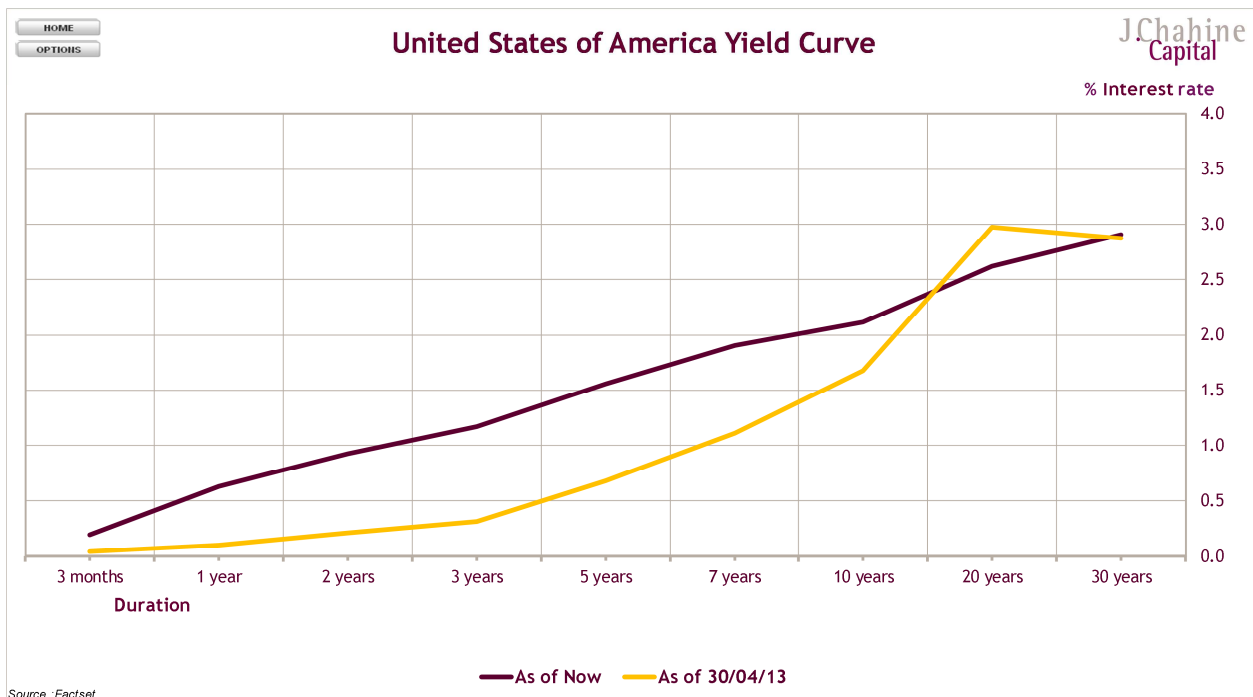
La première hausse historique des taux de la Fed est donc intervenue le 16 décembre avec ¼ de point. Le marché a à peine bougé sur la nouvelle jusqu'à fin décembre, tellement l'évènement était pris en compte. Les taux longs ont également peu bougé, aussi bien le 10 ans que le 30 ans.

La configuration de la courbe laisse anticiper un ajustement des taux très graduel comme le souligne la Fed. Le taux à 1 an n'est qu'à 0.55% et à deux ans à 1%. Ceci peut évidemment se modifier si l'environnement macro économique s'améliorait ou se dégradait. L'allure de la courbe des taux au 30 avril 2013, lorsque la Fed espérait un début de normalisation, est moins favorable. Plate au début et tendue vers la fin ce qui a entraîné un revirement de la politique monétaire à l'époque.

Avec la première hausse des taux, la Fed juge que les premiers objectifs sur le plan de l'emploi sont atteints et que l'inflation devrait revenir vers les 2% (elle l'est depuis longtemps si on exclut l'énergie). La projection de croissance du PIB pour 2016 s'est légèrement améliorée récemment et rejoint le consensus à 2.4%, au-delà de la norme que la Fed situe maintenant à 2%. Le taux d'escompte d'équilibre de la Fed a passablement baissé par rapport aux précédents cycles, en raison d'un accès difficile au crédit de certains ménages, du désendettement, du ralentissement de la croissance mondiale, de la faible amélioration de la productivité et de l'emploi.

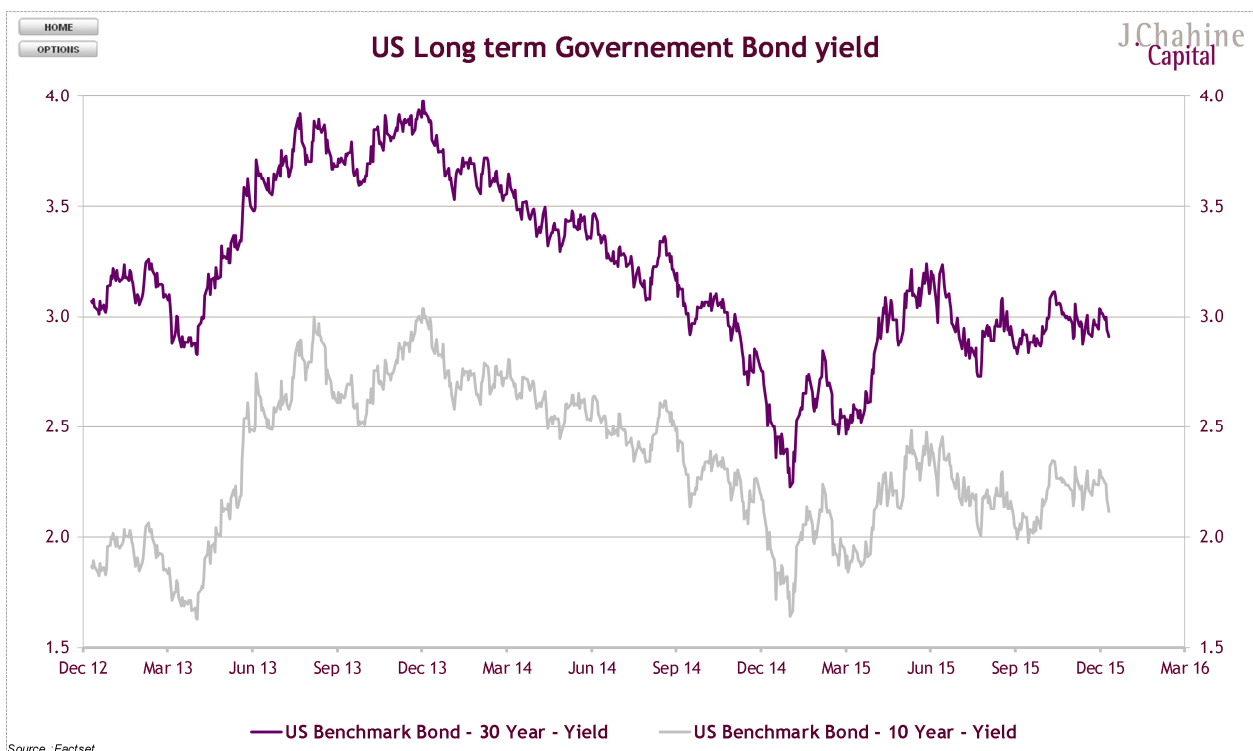


La courbe des taux en pente parfaite signale une économie plus saine



A une question intéressante d'un journaliste sur la probabilité d'une récession après tant d'années d'expansion, Yellen a été très « confiante » sur les fondamentaux de l'économie américaine malgré quelques pressions dans le secteur manufacturier et l'énergie. **Elle met à 10% la probabilité qu'un choc exogène replonge le pays dans la récession.**

Peu d'impact sur les taux longs, qui baissent plutôt début 2016

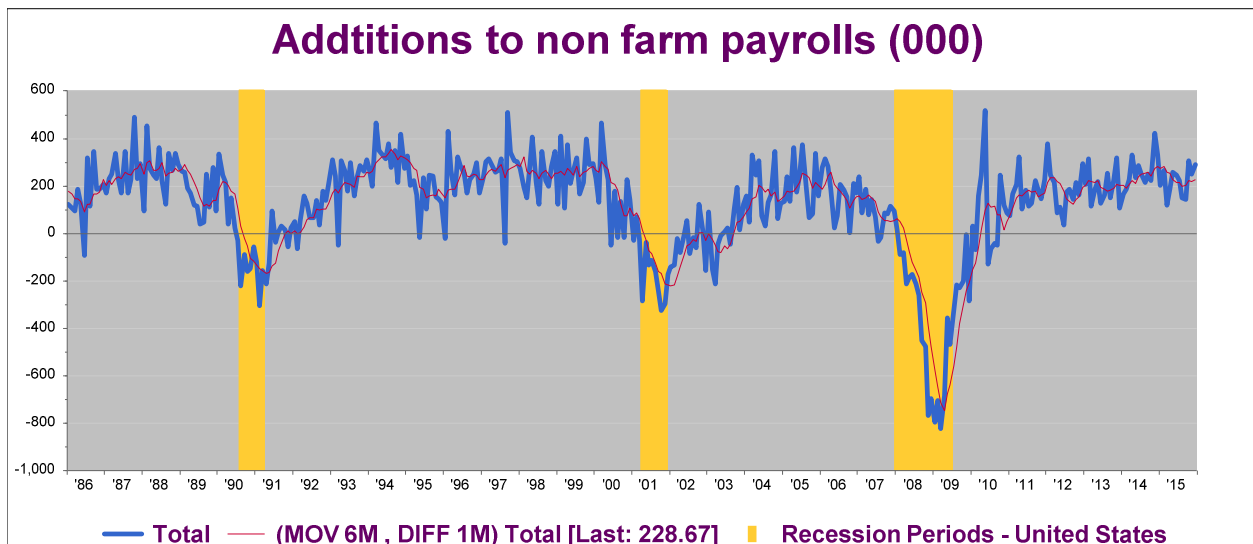


Si la hausse de la Fed n'a pas eu de grand impact sur les taux longs, la sévère correction des marchés début 2016 a constitué l'occasion d'aller vers les valeurs refuges que sont les emprunts d'Etat, le 10 ans passant de 2.30% à 2.12% et le 30 ans passant en dessous des 3% à 2.91%. Ceci constitue un soutien futur pour les marchés. Il nous paraît peu probable que la correction des marchés soit imputable à la hausse des taux ; nous pensons plus probable que les intervenants voulaient plus de politique monétaire laxiste pour justifier des valorisations qui n'avaient plus lieu d'être.

Marché de l'emploi en plein essor

Les statistiques parues depuis la hausse de la Fed ont conforté son action, surtout concernant le marché de l'emploi. Les chiffres de décembre ont dépassé les meilleures prévisions des analystes avec une création de 292.000 emplois et un taux de chômage toujours aussi bas à 5%. Il faut ajouter à ces chiffres impressionnants une révision à la hausse de 50.000 créations d'emploi pour octobre et novembre.

Très belles statistiques de créations d'emploi américain



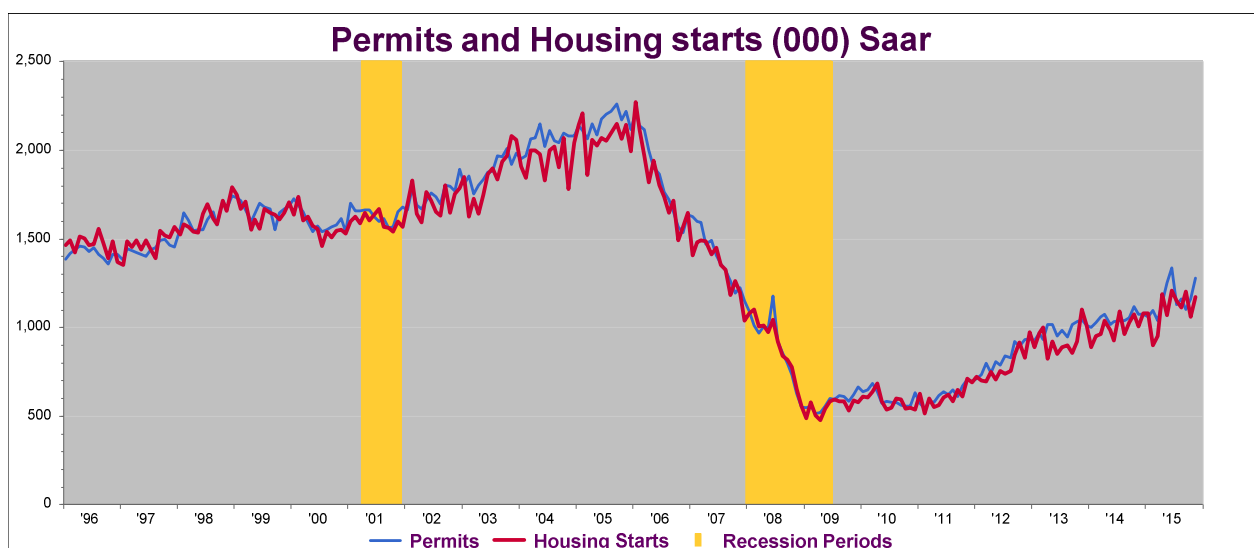
Les créations d'emploi ont redécollé dans la construction, secteur qui n'a toujours pas retrouvé son rythme d'avant la crise. Les services restent le plus grand pourvoyeur d'emplois avec 230.000 créations qui se retrouvent dans la santé, le loisir dont la restauration, et les emplois de bureau. De Floride où nous rédigeons cette lettre, on perçoit l'activité vibrante de l'économie et l'emploi accessible à celui qui veut bien travailler. Des centaines de milliers d'emplois, tués dans notre pays par un marché du travail sclérosé, sont visibles partout ici. Tous les supermarchés, même les gros discounters, ont un « bagger » à la sortie des caisses qui vous aide jusqu'à charger vos achats dans la voiture. Toutes les résidences de vacances emploient des concierges et agents de sécurité 24h sur 24 et des services de parking. Les restaurants affichent complets et il y en a pour toutes les bourses. Les américains mangent plus en dehors du domicile qu'à domicile, créant ainsi des millions d'emplois. Le secteur de la construction et des travaux est en plein boom. Des nouveaux quartiers surgissent avec des travaux d'infrastructure conséquents. Tous ces boulots ou petits boulots délaissés chez nous en faveur d'un chèque de l'assurance chômage conduisent au désœuvrement et désespoir dans les cités. Quand la chape de plomb qui pèse sur la législation du travail va-t-elle s'alléger ?

Un secteur de la construction dynamique

L'investissement dans l'économie américaine est toujours plus attractif avec une palette de rentabilité très profonde en fonction du risque souhaité. Par exemple, nous avons une proposition d'investissement dans un hôtel 5 étoiles dans des actions privilégiées qui reçoivent un rendement préférentiel de 10% et une participation au profit. Le risque estimé est plus que raisonnable vu la marche des affaires dans des projets similaires.

D'ailleurs, ce n'est pas qu'en Floride qu'on voit le redémarrage de la construction, mais un peu partout. 7 ans après la récession, le marché du logement n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise : 1.200.000 mises en chantier en rythme annuel contre 2.000.000 avant la crise. Mais l'évolution est constante et la raison de ce retard est l'accès au crédit rendu bien plus difficile depuis la crise du sub-prime. En fait la Fed distribue du caviar depuis des années, mais il tombe entre les mains de ceux qui en ont le moins besoin. Du coup, les loyers sont horriblement chers et progressent au rythme de 3.6% par an ! L'espoir de la Fed est de voir une progression des salaires qui permettrait d'avoir plus d'accédants à la propriété. Avec une hausse moyenne de 2 à 2.5% par an, il faudra attendre un nouveau raffermissement de l'emploi pour une accélération de cette hausse.

Une lente convalescence du marché du logement neuf



Les ventes dans le logement ancien ont affiché un plongeon important de 15% en novembre mais que les professionnels attribuent à la mise en oeuvre de nouvelles mesures de protection des consommateurs pour le crédit. Les ventes de logements neufs patinent, mais ils ne représentent qu'une fraction de la réalité car les américains préfèrent construire eux même sur des terrains acquis. Le prix des logements selon l'indice Case Shiller continue de progresser au rythme de 5% par an, avec une tendance récente à la stabilisation. Les prix n'ont pas retrouvé globalement leur niveau d'avant la crise, même si pour certains marchés ils ont explosé, surtout là où ils étaient déjà chers.

Le secteur de la construction, fortement déficitaire en logements en France, a été sinistré dès le début du règne de Hollande par la passionaria Cécile Duflot dont on n'a pas fini de payer les pots cassés. Régime décourageant des plus values, ISF sur l'immobilier, besoin de réserver 20% des logements au social dans des zones à 10.000€ au m2 (au fait au bénéfice de quel heureux élu ?), encadrement des loyers à Paris. Rien que cette dernière mesure fait jeter l'éponge à plusieurs propriétaires qui ne cherchent qu'à vendre leur bien faute de rentabilité, et aggraver la crise du logement.



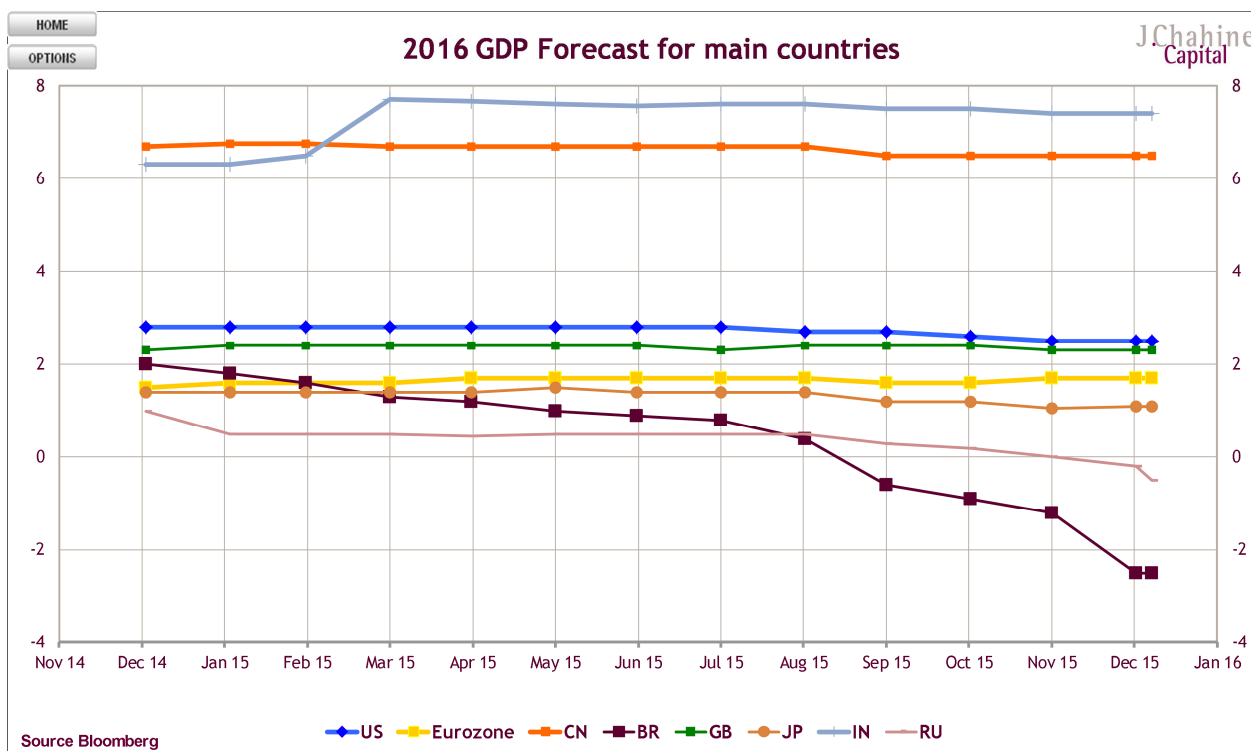
La croissance américaine restera « molle » malgré tout

Tous les indicateurs américains ne sont pas au beau fixe, mais on est frappé par la « mollesse » de la plupart des statistiques, auxquelles il faudra s'habituer. Le premier indicateur qui est le PIB aura une tendance centrale de 2% pour les prochaines années. Les dépenses des consommateurs restent bridées, la baisse massive du prix de l'essence s'est transformée en épargne de précaution, le taux passant de 5 à 5.5%. De même l'indice ISM des directeurs d'achat est négatif pour le secteur manufacturier et positif mais « mou » pour le secteur des services.

La croissance mondiale restera « molle »

Les prévisions de croissance pour 2016 restent plus qu'honorables pour les US, avec un consensus à 2.5% contre 2.4% pour la Fed. L'Eurozone se relève de sa torpeur grâce à la politique de la BCE et est la seule zone où il y a une légère révision à la hausse du PIB de 1.4% à 1.5%. Il faut corriger ces chiffres respectifs de l'écart de la démographie : +0.8% aux Etats Unis contre -0.1% en Eurozone dont -1.5% en Allemagne. Ramenée par habitant, la croissance du PIB serait la même en 2016 des deux côtés de l'Atlantique. C'est l'Inde qui tient la vedette maintenant avec une croissance qui se maintient à 7.4% contre 6.5% pour la Chine, mais avec des vraies « statistiques » trimestrielles et un PIB plus équilibré avec 69% pour la consommation contre à peine 50% en Chine. Malheureusement, l'Inde représente 1/5^{ème} de l'économie chinoise pour le moment mais présente un bon potentiel de croissance. La performance boursière était néanmoins légèrement négative en 2015 et pourrait surprendre positivement en 2016.

Récessions dans les pays exposés au pétrole et matières premières

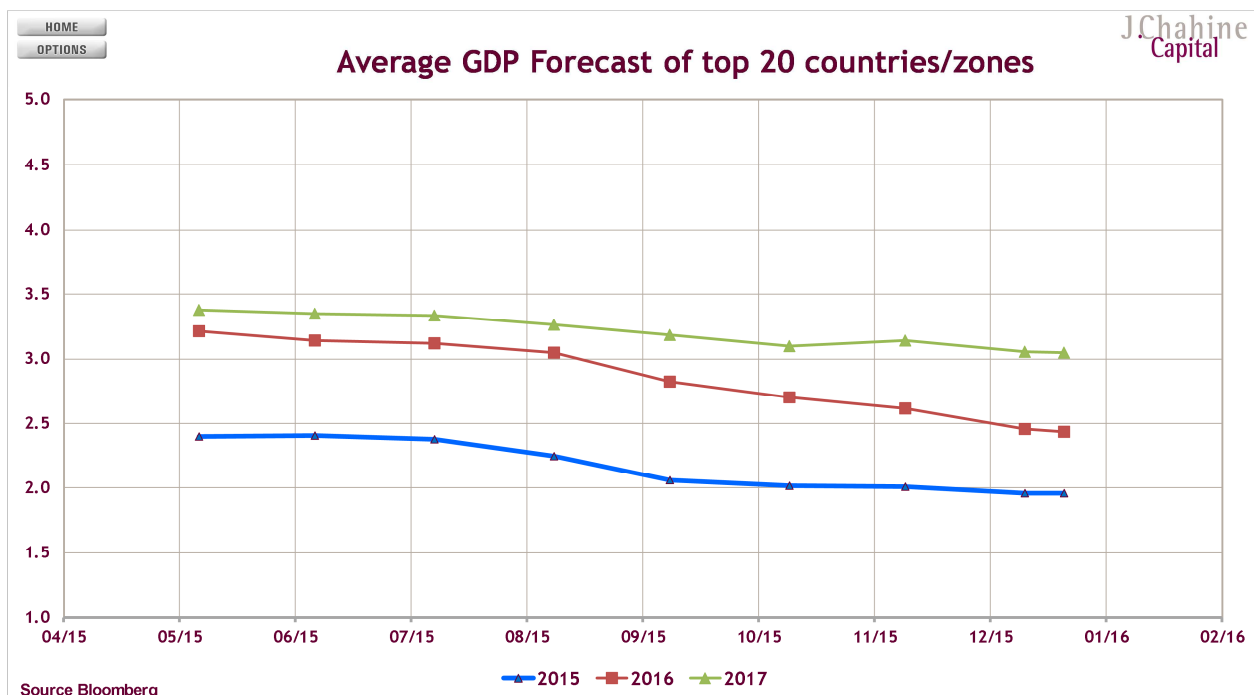


Ce graphique nous montre la poursuite de la crise dans deux grands pays dépendant du pétrole et matières premières, à savoir la Russie et le Brésil. Le Japon affiche un petit consensus à 1%, mais sa population baisse de 0.2% par an. La Grande-Bretagne devrait également progresser de 2.4%, sa démographie étant positive de 0.8% grâce à l'afflux de travailleurs européens (et pas les plus mauvais !).

Croissance mondiale constamment revue à la baisse

La croissance mondiale des 20 plus gros pays devrait s'établir à 2% en 2015 et le consensus 2016 est à 2.4% constamment revu à la baisse en raison des pays émergents affectés par la baisse du pétrole et des matières premières. Si le profil de prévision est le même qu'en 2015, la croissance finira identique à 2%. Nos calculs font apparaître que la croissance mondiale moyenne sur 5 ans est passée d'un rythme de 3.9% avant la crise financière à 2.4% sur la période 2011 à 2015 et il faut malheureusement intégrer le fait que cette moyenne ne reviendra pas à son niveau d'avant la crise. La décélération de la démographie est un facteur qui explique partiellement ces chiffres mais surtout l'augmentation des inégalités de par le monde.

Constantes révisions à la baisse pour 2016



Une petite lueur du côté de l'Eurozone

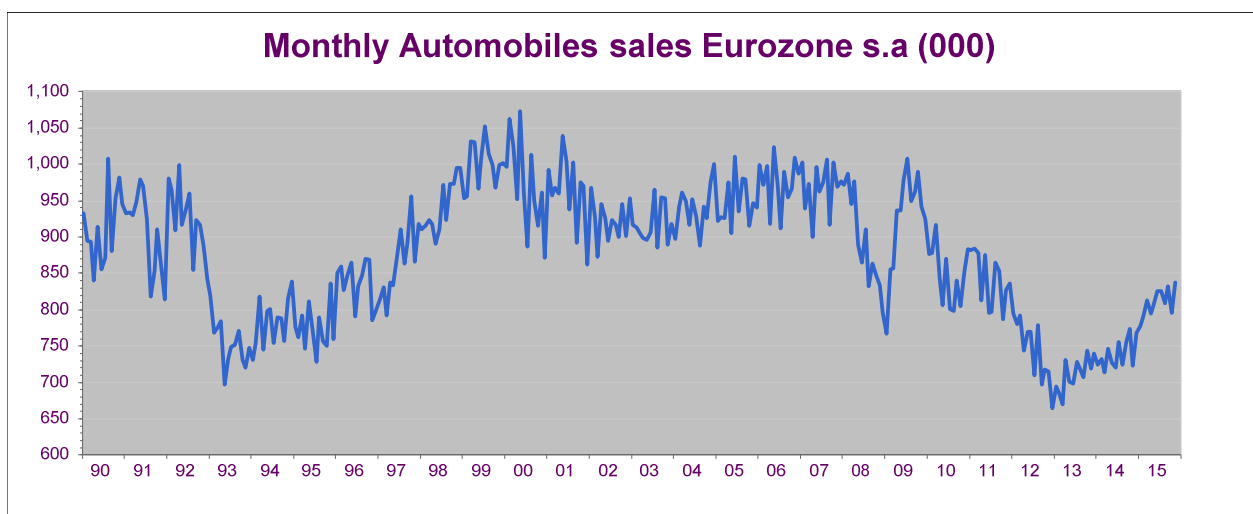
L'économie de l'Eurozone sort lentement de sa léthargie grâce à la fameuse conjonction des planètes :

- Le plan de QE agressif de Mario Draghi et son corollaire de taux extrêmement bas ;
- La chute massive de l'Euro face au \$, suite indirecte de cette action ;
- Une baisse massive du coût des importations de pétrole dont l'Eurozone ne produit pas une goutte et de l'argent dans la poche du consommateur. Les matières premières sont venues gonfler ce pactole, même si quelques matières premières agricoles comme le blé, le lait ou le porc subissent le choc.

Mais le pauvre Mario a beau s'époumoner pour exiger les réformes de structure, celles-ci tardent à venir avec la France pointée du doigt comme l'homme malade de l'Eurozone. L'Espagne, qui pouvait servir de modèle de succès des restructurations, est empêtrée dans des résultats d'élections insolubles et toujours sans gouvernement. La seule idée qui émerge est une alliance des socialistes et de la droite pour contrer les mouvements séparatistes. Cela n'empêche pas son économie de tourner rond et de créer des emplois. L'Allemagne affiche des bonnes perspectives de 1.8% de hausse du PIB.

Les signes de reprise en Eurozone se voient à travers les ventes de véhicules neufs qui rattrapent des années de sous-équipement et qui pourraient poursuivre leur progression en 2016 tant le niveau est bas par rapport au haut de cycle.

Très fort redressement du marché automobile européen



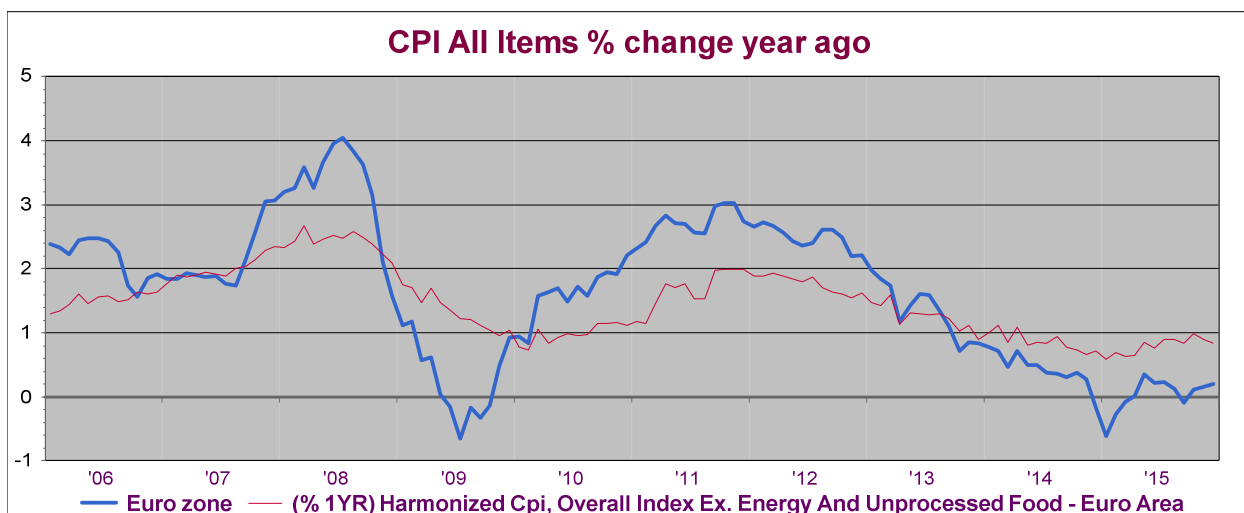
La tendance actuelle est malheureusement d'avoir « moins d'Europe » plutôt qu'une plus grande intégration. On est très loin d'un marché unique où des entreprises pourraient avoir un effet de levier. Au contraire, on constate que les grands lancements de nouvelles technologies se font aux Etats Unis, alors que les créateurs potentiels sont légion et s'expatrient. Ceci explique l'énorme retard dans les sociétés cotées en Informatique qui représentent 23.6% de la cote américaine et à peine 5% chez nous.

Une inflation désespérément basse en Eurozone

En plus des problèmes de structure, la BCE doit toujours faire face à une inflation anémique de 0.2% et en dessous de 1% même si l'on exclut le secteur de l'énergie, ceci malgré le renchérissement des importations en \$. L'inflation allemande était même à -0.2% en décembre.



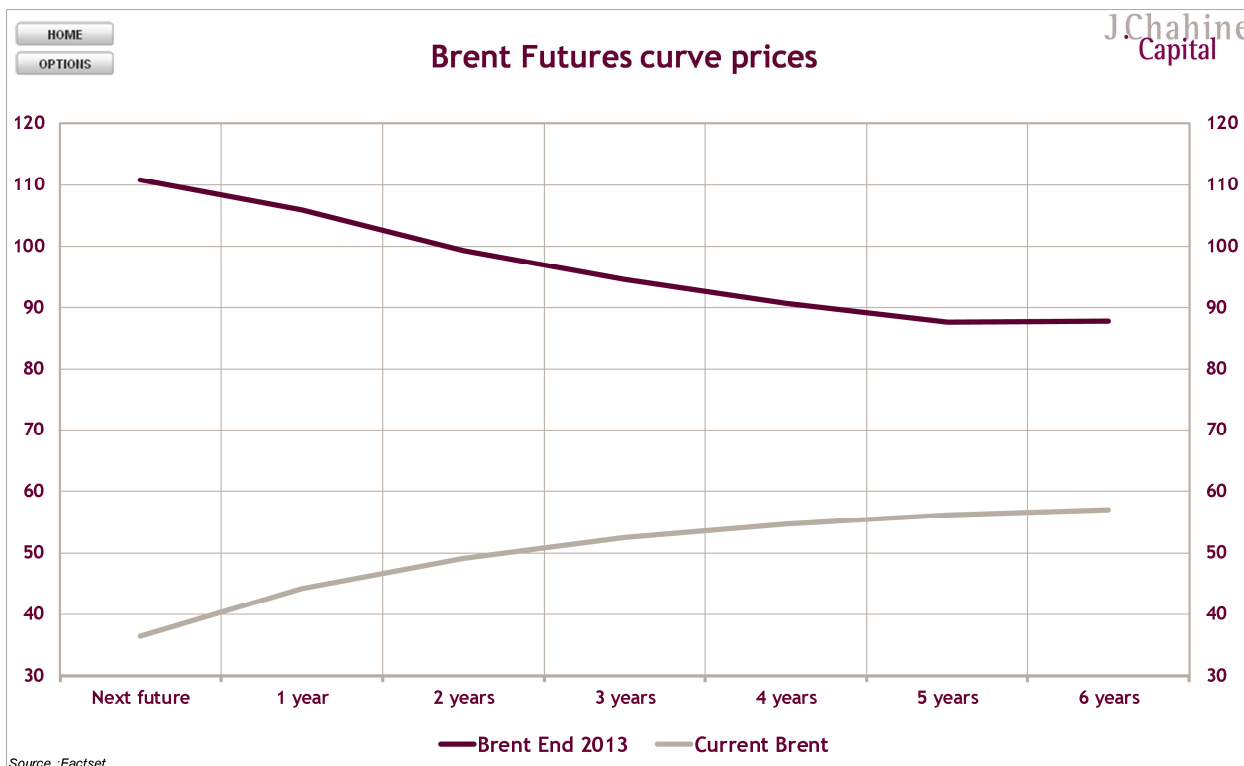
L'inflation a du mal à repartir en Eurozone



A quand la stabilisation du baril ?

Si la baisse du prix du baril est un bienfait pour les pays consommateurs et notamment l'Europe et la Chine, sa chute vertigineuse peut créer un contre choc et une contraction de l'économie mondiale.

A quand une stabilisation du marché ?



Beaucoup de pays exportateurs achètent nos produits finis et notre savoir faire et ont entamé un arrêt brutal de leurs investissements. Même les pays non producteurs ont des sociétés pétrolières engagées en amont qui vont être obligées de licencier. Les Etats-Unis, devenus pour un temps le premier producteur mondial, voient leur croissance handicapée par le prix du baril et quelques faillites retentissantes



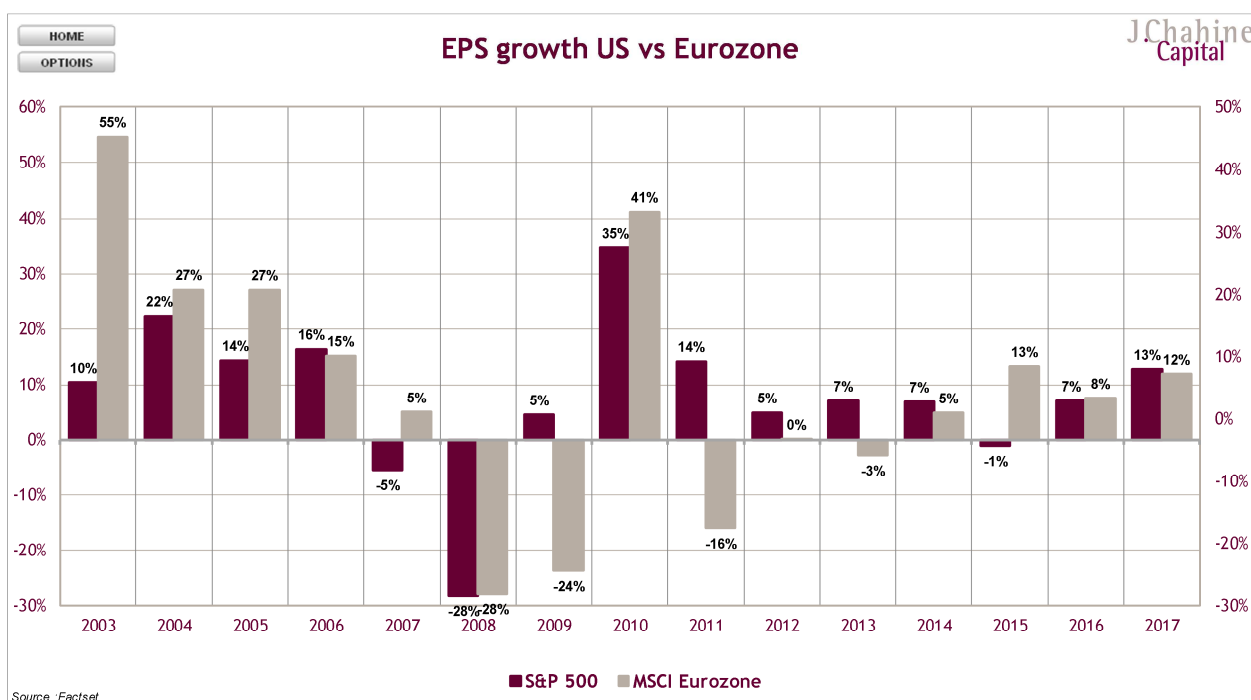
avec l'impossibilité d'honorer toute une catégorie de Junk bonds. Un choc géopolitique ne peut être exclu si l'argent n'est plus disponible pour les besoins essentiels des classes pauvres. La courbe future sur le baril n'est pas rassurante, car à un horizon lointain le baril s'affiche à 55\$ contre 70\$ il y a quelques semaines et 50\$ dans 2 ans. Il serait temps de stabiliser les prix en 2016, mais personne n'a envie de faire en premier pour le moment.

La souffrance de plusieurs pays émergents ne s'arrête pas au pétrole mais se poursuit avec la chute brutale de quasi toutes les matières premières. Car le ralentissement des investissements tous azimuts de la Chine a trouvé sa limite et la demande a chuté brutalement. L'indice CRB des commodities a baissé d'un tiers par rapport à son plus haut.

Des profits « mous » dans un environnement « mou »

Dans un environnement de croissance « molle » tous azimuts il ne faut pas espérer que les profits des sociétés continuent de grimper jusqu'au ciel. Après 6 ans de hausse ininterrompue des profits, l'indice S&P500 affiche une petite baisse pour les sociétés qui le composent en 2015. L'Energie y est certes en partie responsable, avec une chute de 58% des profits des pétrolières, mais le secteur industriel ou des biens de consommation sont anémiques en raison du poids des grands groupes exportateurs impactés par le \$. Hors Energie, la hausse est malgré tout correcte avec 6%. Le 4^{ème} trimestre, qui commence ses parutions cette semaine, ne devrait pas modifier ce panorama. Notre petit échantillon de valeurs déjà parues avec un trimestre à fin novembre se montre comme d'habitude un peu meilleur que prévu (+2.4% de profits supplémentaires) mais continue de rater les ventes espérées de 1.1%, ce qui est conséquent. La révision pour le 1^{er} trimestre est saignante : 8.7% de moins que prévu et -1.8% pour le CA !. Micron, Nike, Oracle sont parmi les révisions, le secteur informatique tenant récemment l'actualité avec les doutes sur la croissance de Apple.

Première année de baisse des profits US





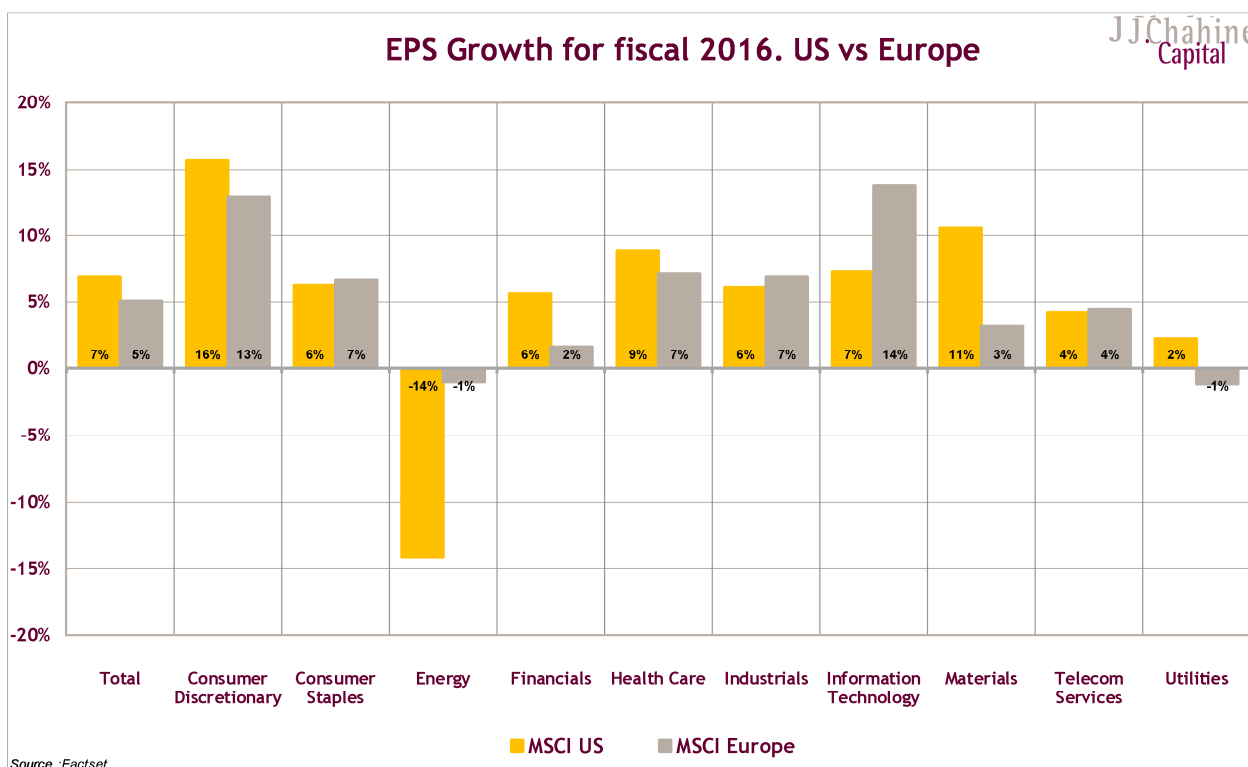
Pour 2016, le consensus est déjà très prudent avec une hausse affichée de 7%, mais elle a déjà été révisée de 1.4% en 3 mois. Hors énergie, elle serait de 8%, ce secteur affichant déjà une nouvelle baisse de 12% avec une poursuite de révisions intensives vers le bas. Notre modèle de Prime de Risque la ramène à 4.1%.

Par secteur, la progression la plus forte attendue est dans le secteur des biens cycliques, Amazon en tête, qui hélas a anticipé déjà beaucoup de bonne nouvelles avec le retour vers les profits et 115% de hausse en 2015. On retrouve des fortes hausses dans l'automobile, les médias, les loisirs comme si l'on assistait à une reprise de l'économie après une récession, alors que beaucoup de stratégies craignent la récession. Les groupes cités ont essentiellement une orientation vers le marché intérieur. De façon parallèle, c'est aussi la meilleure performance sectorielle européenne si l'on exclut le secteur peu significatif informatique.

La croissance en Europe paraît meilleure pour 2015 avec une hausse de 13% du consensus. Nous avons déjà analysé cette hausse dans nos précédentes lettres et elle nous paraît de mauvaise qualité. Elle correspond au retournement de certaines grosses banques très déficitaires en 2014 et quelques belles reprises comme l'automobile. La mauvaise qualité des résultats est apparente par le fait que les analystes n'ont pas retenu les énormes pertes qui fâchent comme celles de Deutsche Bank et l'énorme ardoise attendue sur Volkswagen. Les 31 Mds de profits additionnels de 2015 seraient effacés si Volkswagen provisionnait une estimation des coûts futurs. Il reste néanmoins quelques beaux dossiers dans l'automobile, les télécoms, le luxe, la pharmacie et l'aéronautique.

Pour 2016, le consensus attend une hausse de 7.5% des profits, qui sont malheureusement revus rapidement à la baisse. Tout dépendra de voir si au final les sociétés feront un grand ménage dans les comptes de 2015 et le rebond 2016 sera plus élevé à partir d'une base 2015 plus faible.

Très fort rebond attendu pour les valeurs cycliques



Les multiples de capitalisation sont devenus raisonnables avec 15.5x les résultats 2016 pour le S&P 500 et 13.5x pour le MSCI Eurozone.



Valorisation des marchés

Le taux à 30 ans américain est redescendu légèrement en dessous de 3%, mais nous continuons de retenir cet objectif de taux de 3%. La hausse des profits 2016 a été revue de 4.2% à 4.1% et nous retenons 8.5% pour 2017 dans l'hypothèse assez probable de meilleurs profits dans l'énergie. Le CAGR sur 8 ans est peu modifié à 3.85%, chiffre que nous avons amplement commenté en début de cette lettre et qui nous paraît correspondre à l'ère du temps d'une croissance molle sur longue période. Notre objectif de cours fin 2016 ressort à 2069 points contre 2056 le mois dernier. Par rapport à la clôture de vendredi dernier à 1922 cela commence à être intéressant, mais il y aura probablement des meilleures opportunités d'achat, surtout si les taux longs poursuivent leur baisse, car le dividende de 2% de l'année est encore intact.

La valorisation du S&P 500 redevient plus attractive

S&P 500 Valuation					
CAGR Compounded Annual growth rate from 2015	30 Years Gvt bonds				
	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	4.00%
Margin squeeze: -1% in 2015, -9% in 2016, 4.4% in 2017 and 5 in 2018 (Normative) CAGR = 0.49%	1 689	1 628	1 528	1 457	1 332
Implied Scénario CAGR 3.09% over 8 years	2 018	1 943	1 822	1 736	1 583
Base scenario: -1% in 2015, 4.1% in 2016, 8.5% in 2017 and 6.6 in 2018 (Normative) CAGR = 3.85%	2 178	2 069	1 968	1 876	1 713
Current Index Standard and Poors	1 943				

Peu de changement également à notre modélisation pour l'indice Stoxx 600. L'objectif de cours fin 2016 ressort à 406 points contre 411 le mois précédent avec un CAGR de 0.47% contre 0.71%. Nous re-voyons tous les chiffres de croissance à la baisse compte tenu des révisions. L'indice a clôturé vendredi à 341 points constituant une bonne base de départ pour l'année. Les taux à long terme retenus restent à 2%. Nous pensons que ce marché surperformera les US, pour autant que ce dernier pays ne subisse pas de correction majeure.

Valorisation attractive en cas de bonne tenue du marché américain

Stoxx 600 Valuation					
CAGR Compounded Annual growth rate from 2015	30 Years Gvt bonds				
	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
Depression scenario: 6.6% in 2015, -4.8% in 2016, -5% in 2017 and 3.5% in 2018 (Normative). CAGR = 2.77%	356	335	317	300	285
Implied Scénario CAGR -1.43% over 8 years	388	366	347	329	313
Base scenario: 6.6% in 2015, 3.7% in 2016, 4% in 2017 and 5% in 2018 (Normative) CAGR = 0.47%	456	430	406	385	365
Current Index Stoxx 600	347				

Conclusions

Notre fonds quantitatif Digital Stars Europe termine l'année en beauté avec une hausse de 24.7%. Géré avec la même philosophie quantitative depuis 1998, il affiche une rentabilité moyenne annuelle de 9.7% sur la période. Cette performance a été réalisée dans des marchés globalement étals en monnaie locale et négatifs en \$ US, dividende réinvesti, à l'exception notable du Japon et l'Eurozone. Les secteurs pétroliers et matières premières ont pesé sur les cours des pays qui y sont exposés.

Nos analyses du marché ont été plutôt correctes en 2015, avec un passage à sous pondération fin mai 2015 et un objectif de cours à 1986 pour le S&P 500 atteint seulement le 6 janvier dernier. Nos prévisions étaient trop optimistes pour l'Europe avec un Stoxx 600 à 397 points qui n'a été approché que le 2 décembre; en revanche notre surpondération constante de l'Europe était correcte. Notre modèle, qui gère les taux et les profits, synthétise les résultats macro économiques. Choc pétrolier qui impacte les profits et les révisions du secteur énergie, hausse du \$ répercutée par les grands groupes exportateurs américains, politique des taux de la Fed incorporée dans notre taux d'actualisation à 30 ans, utilisation permanente des révisions des profits pour anticiper les vrais chiffres à l'arrivée, une conviction que la croissance restera molle sur longue période qui justifie un CAGR de 3.8% dérivé du modèle, d'autant que les marges sont au plus haut. La marge d'erreur reste néanmoins élevée si des données macro économiques changent brutalement. Nous avouons humblement que nous ne saurions pas détecter un krach prochain et ceux qui le font parfois le disaient quand le S&P500 était à 1000 points.

La Chine en ce début d'année a cristallisé l'attention par peur d'une contagion à l'économie mondiale et l'éclatement d'une bulle immobilière. Nous pensons plus probablement que les marchés en ont profité pour se remettre à des niveaux de valorisation compatibles avec les taux et la croissance. Le discours de la Fed était des plus rassurants sur l'économie qui donne une probabilité de 10% d'une récession. Les statistiques de l'emploi récentes lui donnent raison et l'économie américaine reste toujours aussi vibrante. La hausse des taux n'est pas responsable de la correction récente, car les taux à long terme ont plutôt baissé. Peut être les investisseurs espéraient-ils encore des liquidités pour faire monter les marchés jusqu'au ciel ? Il est clair qu'il faudra qu'ils reviennent aux fondamentaux et suivent mieux l'économie réelle.

Nous notons que la croissance restera molle en 2016 un peu partout avec quelques lueurs d'espoir dans l'Eurozone, portée par les taux bas, l'euro faible et le prix de l'énergie. Corrigée de la démographie, la croissance par tête devrait être la même qu'aux US qui sont à 2.5% en 2016. Mais plusieurs pays dont la France sont à la traîne dans les réformes de structure et l'inflation reste désespérément faible. La baisse de l'énergie n'a pas que des avantages et devient contre productive à un certain niveau rendant les exportations difficiles vers les pays producteurs entraînant une diminution sensible de l'investissement.

Les profits vont rester « mous », négatifs aux US pour 2015, à deux chiffres dans l'Eurozone mais de très mauvaise qualité. En 2016, on sera en dessous des 5% de progression. Mais compte tenu des taux très bas, les marchés commencent à être attractifs : objectif de 2069 points pour le S&P 500 et 406 points pour le Stoxx 600. Nous serons acheteurs pour un S&P 500 autour de 1850-1860 points.

Nous prenons cette opportunité pour souhaiter à tous nos lecteurs une année 2016 qui se termine nettement mieux qu'elle n'a commencé.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 7/1/2016 (in local currency)

	Perf		Weighted Per		% Wted EPS Chge			2016	Revision vs M2%	
	2016	2015	2017	2016	2017	2016	2015	Div Yield	Fiscal 17	Fiscal 16
ETF MSQ The World Index	-5.18%	-2.76%	13.4 x	15.0 x	12.45%	7.14%	-3.32%	2.87%	-1.7%	-2.6%
ETF MSQ USA	-4.96%	-0.88%	14.1 x	15.9 x	13.23%	6.83%	-1.51%	2.36%	-0.7%	-1.3%
ETF MSQ Japan	-6.08%	8.08%	11.8 x	12.7 x	8.01%	13.27%	14.18%	2.42%	-1.2%	-1.0%
ETF MSQ EMU	-5.50%	7.38%	12.1 x	13.5 x	11.87%	7.57%	13.24%	3.70%	-1.7%	-2.4%
ETF MSQ Europe	-5.31%	5.38%	12.8 x	14.3 x	12.31%	5.09%	4.04%	3.90%	-3.2%	-3.8%
ETF MSQ Europe ex Energy	-5.27%	6.91%	13.0 x	14.4 x	10.68%	5.55%	9.67%	3.71%	-3.2%	-3.5%
ETF MSQ Austria	-4.03%	12.81%	9.2 x	11.1 x	21.23%	4.41%	135.47%	3.38%	0.1%	-2.2%
ETF MSQ Belgium	-3.56%	21.99%	17.2 x	18.5 x	7.49%	4.54%	11.24%	3.23%	0.8%	1.4%
ETF MSQ Denmark	-2.86%	36.40%	17.4 x	19.0 x	9.58%	7.74%	18.45%	2.29%	-2.9%	-2.7%
ETF MSQ Finland	-4.45%	10.80%	15.8 x	16.5 x	4.64%	-2.68%	13.65%	4.34%	0.0%	0.8%
ETF MSQ France	-4.95%	8.51%	12.3 x	13.7 x	10.67%	5.71%	10.31%	3.81%	-1.2%	-1.6%
ETF MSQ Germany	-7.05%	7.27%	11.2 x	12.4 x	10.10%	5.33%	11.84%	3.26%	-1.3%	-2.1%
ETF MSQ Great-Britain	-4.63%	-5.95%	12.7 x	14.6 x	15.09%	3.02%	-13.76%	4.46%	-2.9%	-3.7%
ETF MSQ Ireland	-4.43%	25.65%	13.9 x	15.9 x	14.52%	32.82%	21.79%	2.07%	-2.6%	-3.7%
ETF MSQ Italy	-5.39%	12.21%	11.8 x	13.9 x	18.44%	23.32%	33.02%	4.33%	-4.2%	-4.8%
ETF MSQ Netherlands	-4.50%	14.25%	12.8 x	14.6 x	14.15%	11.47%	15.14%	3.24%	-2.4%	-3.0%
ETF MSQ Norway	-6.70%	-0.21%	11.5 x	13.2 x	14.13%	-11.11%	-3.36%	4.64%	-6.0%	-8.3%
ETF MSQ Spain	-5.26%	-10.33%	11.0 x	12.6 x	14.26%	5.49%	11.38%	4.84%	-2.0%	-3.6%
ETF MSQ Sweden	-6.13%	0.10%	13.2 x	14.2 x	7.60%	7.69%	-10.79%	4.51%	-1.9%	-1.0%
ETF MSQ Switzerland	-4.25%	-0.49%	14.5 x	16.0 x	10.22%	5.41%	2.64%	3.53%	-1.6%	-1.6%
ETF MSQ Europe Consumer Dis	-6.73%	9.41%	11.8 x	13.1 x	10.79%	12.89%	12.09%	3.25%	-3.9%	-2.3%
ETF MSQ Europe Consumer Ste	-4.20%	16.97%	18.0 x	19.6 x	8.48%	6.59%	5.01%	2.99%	-1.3%	-1.6%
ETF MSQ Europe Energy	-5.98%	-13.03%	10.1 x	13.8 x	35.87%	-1.00%	-37.61%	6.65%	-3.8%	-8.1%
ETF MSQ Europe Financials	-6.44%	3.02%	9.6 x	10.6 x	10.81%	1.63%	19.75%	4.81%	-3.6%	-4.9%
ETF MSQ Europe Health Care	-3.85%	12.77%	15.7 x	17.1 x	8.82%	7.05%	8.21%	3.09%	-1.2%	-1.3%
ETF MSQ Europe Industrials	-5.46%	6.39%	13.4 x	14.9 x	11.17%	6.83%	8.58%	3.38%	-2.6%	-3.3%
ETF MSQ Europe Information T	-4.58%	14.29%	16.1 x	18.1 x	12.63%	13.73%	13.99%	2.02%	-0.4%	-0.5%
ETF MSQ Europe Materials	-7.45%	-11.39%	12.9 x	15.4 x	18.89%	3.18%	-18.32%	3.87%	-9.8%	-10.0%
ETF MSQ Europe Telecommun	-3.01%	8.56%	16.9 x	18.9 x	11.93%	4.44%	9.36%	4.60%	-3.0%	-3.3%
ETF MSQ Europe Utilities	-2.66%	-2.66%	13.5 x	14.1 x	4.79%	-1.15%	-0.51%	5.17%	-2.8%	-2.0%
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 Luxembourg 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.