

## Déséquilibre à terme entre la demande et l'offre de pétrole

### Conclusions

Nous faisons le point ce mois-ci sur l'évolution et la structure du marché de l'énergie. Dans un contexte mondial atone, la demande en énergie s'est ralentie et l'offre s'est accélérée créant un déséquilibre entraînant un krach sérieux sur les prix. Les investissements se sont arrêtés net, des puits ont été fermés mais le 1.3Mbd cédé par les pétroliers US a vite été récupéré par les pays de l'OPEP dont l'Iran. L'accord surprise consistant à limiter la production a fait bondir le prix du baril, mais sa mise en œuvre sera problématique quand il faudra définir les quotas de chaque pays.

L'arrêt des investissements signifie qu'on n'a pas découvert une goutte de pétrole ou de gaz supplémentaire, et on a pompé uniquement sur les réserves qui sont passées de 55 à 51 ans et vont continuer de diminuer sur les prochaines années. Les principales réserves se situent toujours dans les pays du Golfe (50%), et au Venezuela (17.3% !) alors que le pays est pour le moment dans le désespoir total. Les États-Unis n'en ont que 3% alors que le Canada en possède 10%. La Russie possède 6% des réserves et n'y a pas ajouté une goutte depuis plusieurs années.

Nous avons utilisé essentiellement les bases de données BP, l'EIA américain et l'IEA pour cette étude. La consommation d'énergie primaire, exprimée en Mbd (Millions Barils per day) a été de 264 millions de barils équivalents, dont 87M pour le pétrole seul. Elle est prévue à 348M à l'horizon 2035, qui nous semble peu réaliste compte tenu de la croissance mondiale qui restera molle sur un horizon lointain. Nous l'estimons plutôt à 323M pour un PIB mondial plus proche de 3% que des 3.5% de BP. Si on retient plus modestement un chiffre de 3%, la demande en énergie se modifie à 1.5% pour les 5 prochaines années jusqu'à 0.6% à l'horizon 2030 avec l'arrivée à maturité des pays émergents. La consommation ne bouge plus dans les pays de l'OCDE. Mais le pétrole ne va pas disparaître, il faudra trouver 92Mbd à l'horizon 2030 contre 88 actuellement. Sans investissement, ce sont les réserves qui vont diminuer rapidement. Au prix de 61\$ le baril pour le futur à 6 ans, les nouvelles prospections sont encore trop chères pour investir. Nous surpondérons le secteur Énergie en achetant des sociétés qui possèdent des réserves plutôt que des futures peu liquides.

La consommation d'énergie est appelée à poursuivre la révolution verte : le charbon et le pétrole baissent en part de marché en faveur du gaz naturel, et les énergies renouvelables commencent à percer sérieusement avec 2.8% du marché. BP les projette à 7.9% en 2035, nous les voyons plutôt à 19%. Le taux de croissance moyen du secteur est à 15% et ne se dément pas. BP retient 10% pour les 5 prochaines années. Toutes les prévisions faites dans le passé ont été dépassées et dans certains endroits, le réseau n'a plus la capacité d'intégrer l'électricité produite. L'éolien est de loin le plus important, mais le solaire progresse à la cadence de 31% par an ! En Allemagne les énergies alternatives représentent 32% de la production électrique.

Le secteur des renouvelables en bourse est risqué mais peut rapporter gros, comme Vestas Wind qui a multiplié son cours par 10 en sortant de la faillite... C'est un des gros contributeurs de nos fonds Digital.

Le recul de la hausse des taux de la Fed a soutenu les marchés, plutôt positifs globalement sauf en Europe. Nos fonds Digital sont dans le vert. Les profits restent étales mais on attend une reprise en 2017 grâce au rebond du pétrole. Notre objectif de cours pour le S&P 500 est quasi-inchangé à 2222 et celui du STOXX Europe 600 à 393 points. Nous maintenons notre opinion neutre (pondération vers 50% dans un patrimoine diversifié).

*Jacques Chahine*

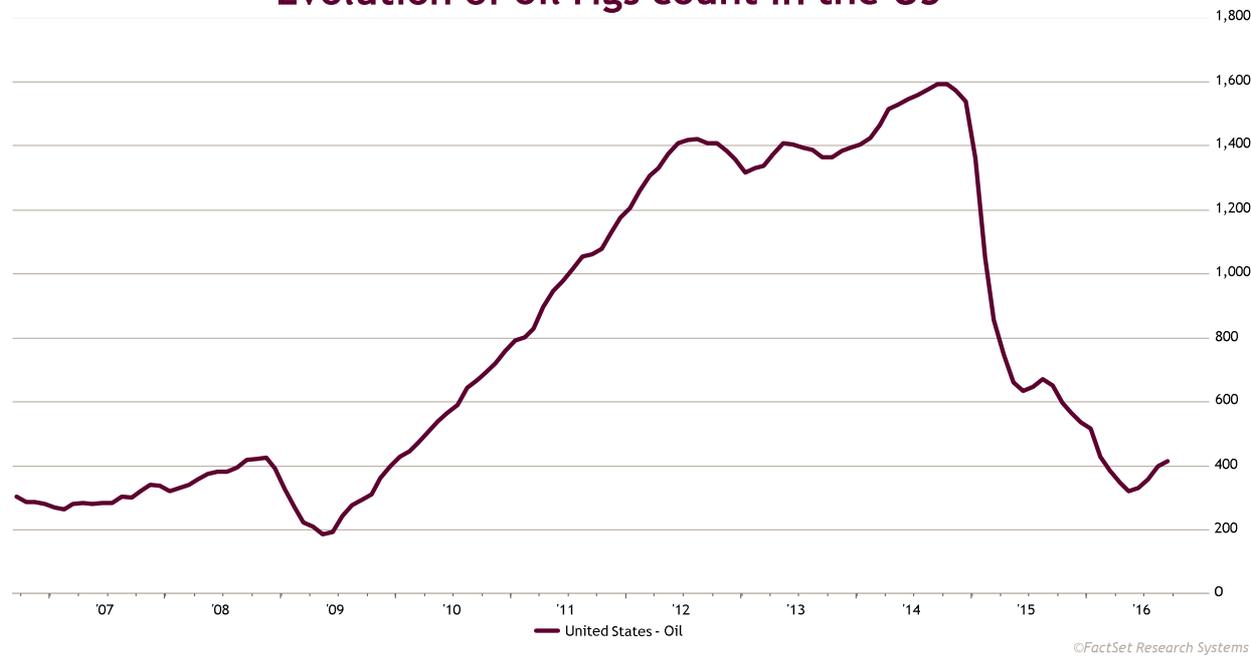


## Arrêt brutal des investissements en hydrocarbures

Nous faisons le point ce mois-ci sur l'évolution et la structure du marché de l'énergie mondiale qui est en plein bouleversement avec le contre choc pétrolier et l'arrivée de nouvelles ressources de gaz et de pétrole de schiste. Dans un contexte mondial atone, la demande en énergie s'est ralentie et l'offre s'est accélérée créant un déséquilibre entraînant un krach sérieux sur le prix du pétrole et dans une moindre mesure sur le gaz naturel et le charbon. La réaction des acteurs du marché a été de couper sec tous les investissements et d'arrêter passablement les puits, comme le montre le graph ci-dessous. On constate néanmoins depuis l'été une légère reprise suite au raffermissement des cours et des réductions drastiques dans les coûts.

### Effondrement du nombre de puits de pétrole en exploitation suite à la crise

#### Evolution of oil rigs count in the US

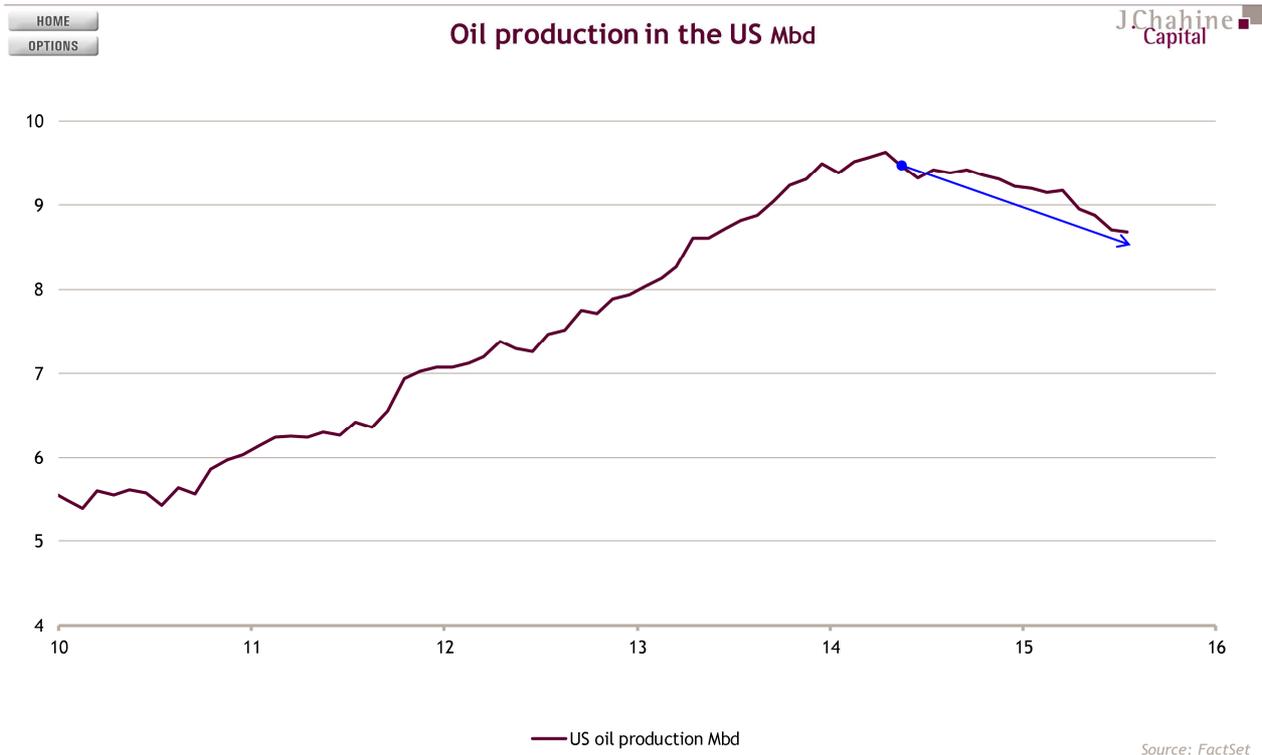


Il en est de même pour les puits de gaz naturel en exploitation dont le nombre est passé de 800 à 100. La production US a naturellement baissé, passant de quasiment 10 Mbj à 8.7, ce qui a libéré la quantité non négligeable de 1.3 Mbj que les pays de l'OPEP se sont battus pour l'accaparer. Cet effort d'ajustement, que l'Arabie Saoudite espérait suffisant pour équilibrer le marché, n'a pas suffi car en même temps l'Iran est revenu sur le marché, et l'OPEP a continué à augmenter sa production, ainsi d'ailleurs que la Russie. L'accord surprise récent de l'OPEP pour limiter la production a fait bondir le marché, mais sa mise en œuvre sera problématique quand il faudra définir les quotas de chaque pays, sachant qu'on ne sait même pas exactement ce que chacun produit en réalité.

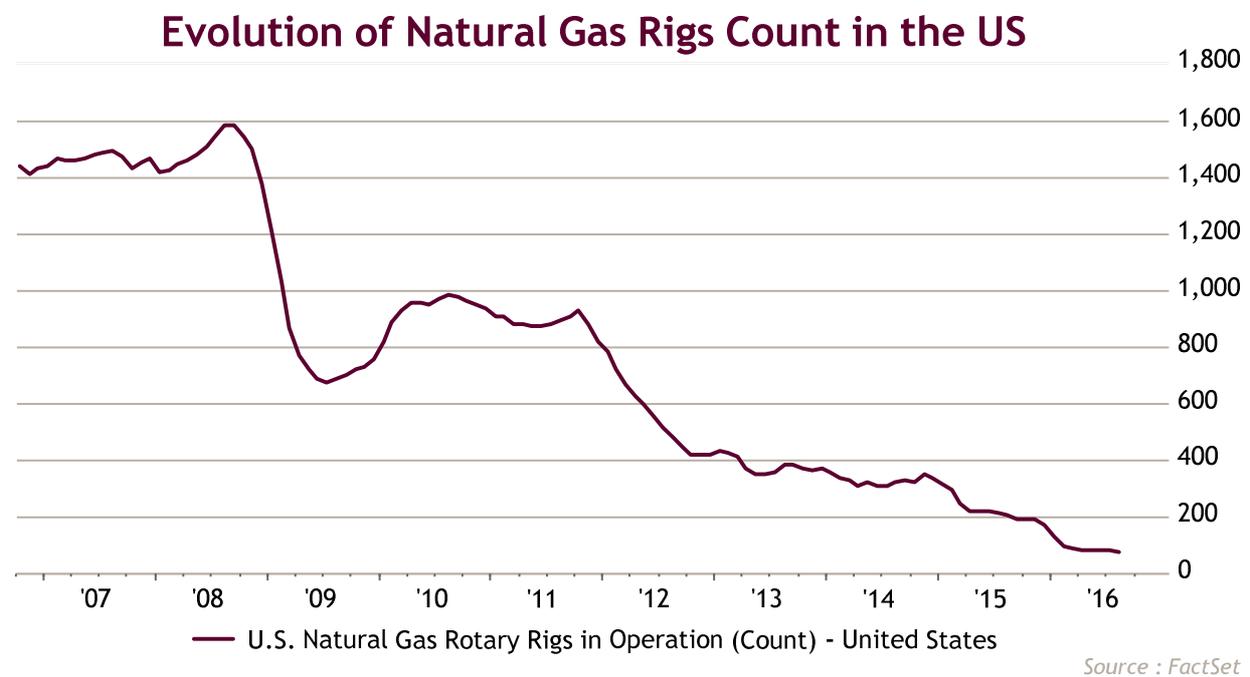
La réduction de la production américaine est stratégiquement intelligente, car le pétrole reste dans les puits au cas où il faudra faire face à une rupture d'approvisionnement et en attendant il vaut mieux importer du pétrole à 40\$ le baril.



## La fermeture des puits a réduit la production américaine



## Fermeture également des puits de gaz de schiste



La production de gaz naturel aux États-Unis a beaucoup moins souffert (-4%) malgré la fermeture de beaucoup de puits qui étaient marginaux.



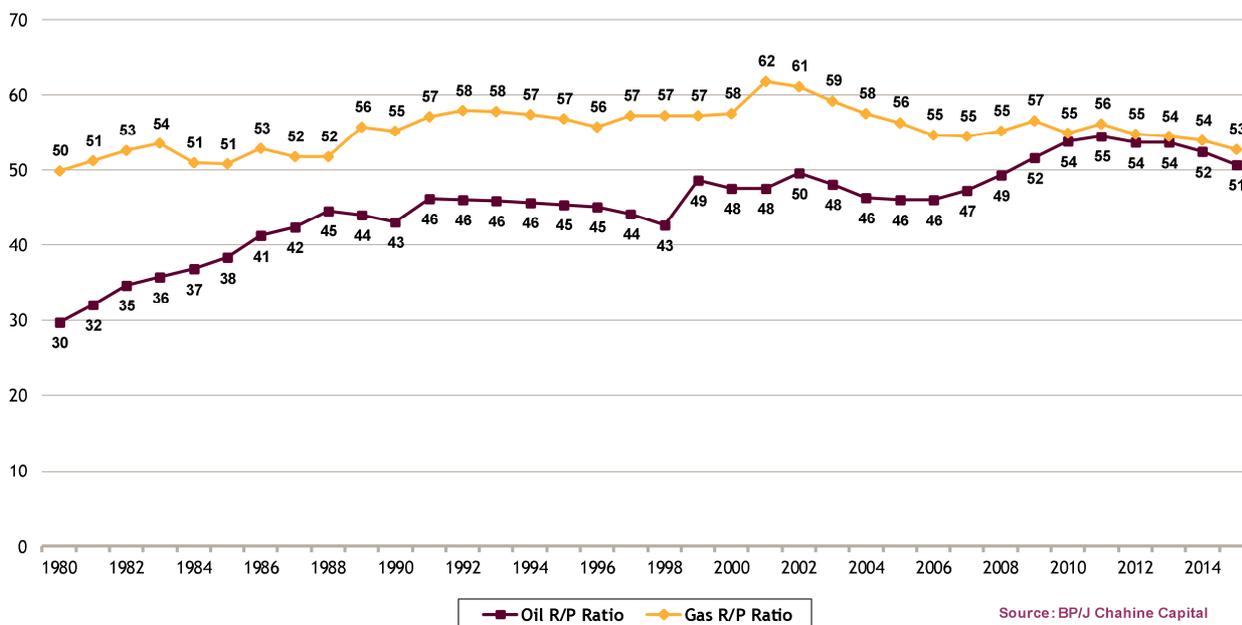
## Diminution des réserves d'hydrocarbures

L'arrêt des investissements signifie également qu'on n'a pas découvert une goutte de pétrole ou de gaz supplémentaire, seuls les projets engagés et rentables se poursuivant. Cela signifie que les sociétés ont pompé sur leurs réserves et l'on est passé rapidement de 55 années de réserves prouvées de pétrole à 51, et pour le gaz naturel de 56 ans à 53 ans. Sans nouvelles découvertes, ces réserves vont diminuer de 1 an tous les ans. Certes, le niveau reste adéquat par rapport à l'historique, mais cela prendra plusieurs années maintenant pour reconstituer ces réserves. Les principales réserves se situent toujours dans les pays du Golfe (50%), et au Venezuela (17.3% !) alors que le pays est pour le moment dans le désespoir total. Les États-Unis n'en ont que 3% alors que le Canada en possède 10%. Le Mexique est en train de brûler ses dernières cartouches. La Russie possède 6% des réserves et n'y a pas ajouté une goutte depuis plusieurs années.

### Baisse nette des réserves prouvées de pétrole et gaz naturel

Oil & Gas Reserves in number of years at current consumption rate

JChahine  
Capital



Les plus grandes réserves de gaz naturel se trouvent au Moyen Orient (transport difficile via transformation en LNG) et en Russie qui approvisionne toute l'Europe avec le Turkménistan qui devrait approvisionner la Chine.

Concernant les réserves de charbon, on peut dire qu'elles sont illimitées (plus de 100 ans) mais avec l'accord de la COP21 de Paris sur le réchauffement climatique, c'est la première énergie fossile destinée à disparaître.

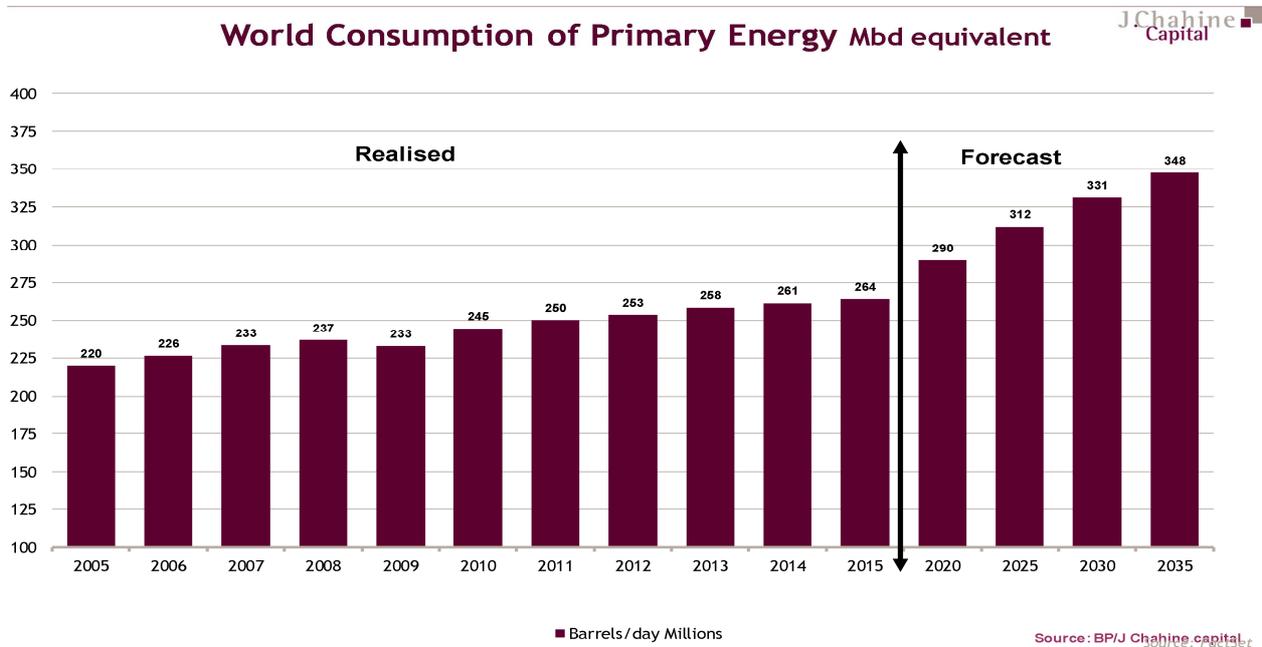
## Ralentissement dans la croissance de l'énergie

Nous avons utilisé essentiellement les bases de données BP comme première source, l'EIA américain et l'IEA (International Energy Agency) liée à l'OCDE. Les prévisions primaires proviennent de BP que nous avons retravaillées pour un scénario qui nous paraît plus plausible.

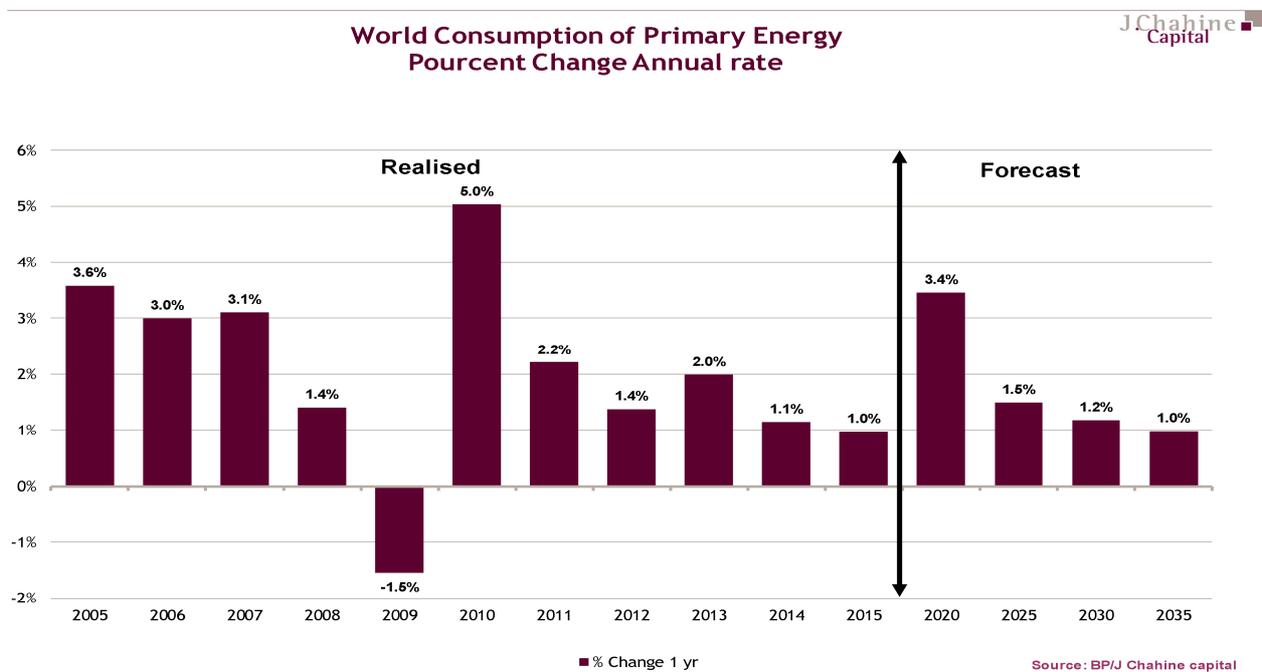


La consommation d'énergie primaire, exprimée en Mbd (Millions Barils per day) a été de 264 millions de barils équivalents, dont 87M pour le pétrole seul. Elle est prévue à 348M à l'horizon 2035, ce qui nous semble peu réaliste compte tenu de la croissance mondiale qui restera molle sur un horizon lointain. Nous l'estimons plutôt à 323M.

### La progression de la consommation globale d'énergie devrait se ralentir



### Forte décélération de la consommation d'énergie depuis la crise financière



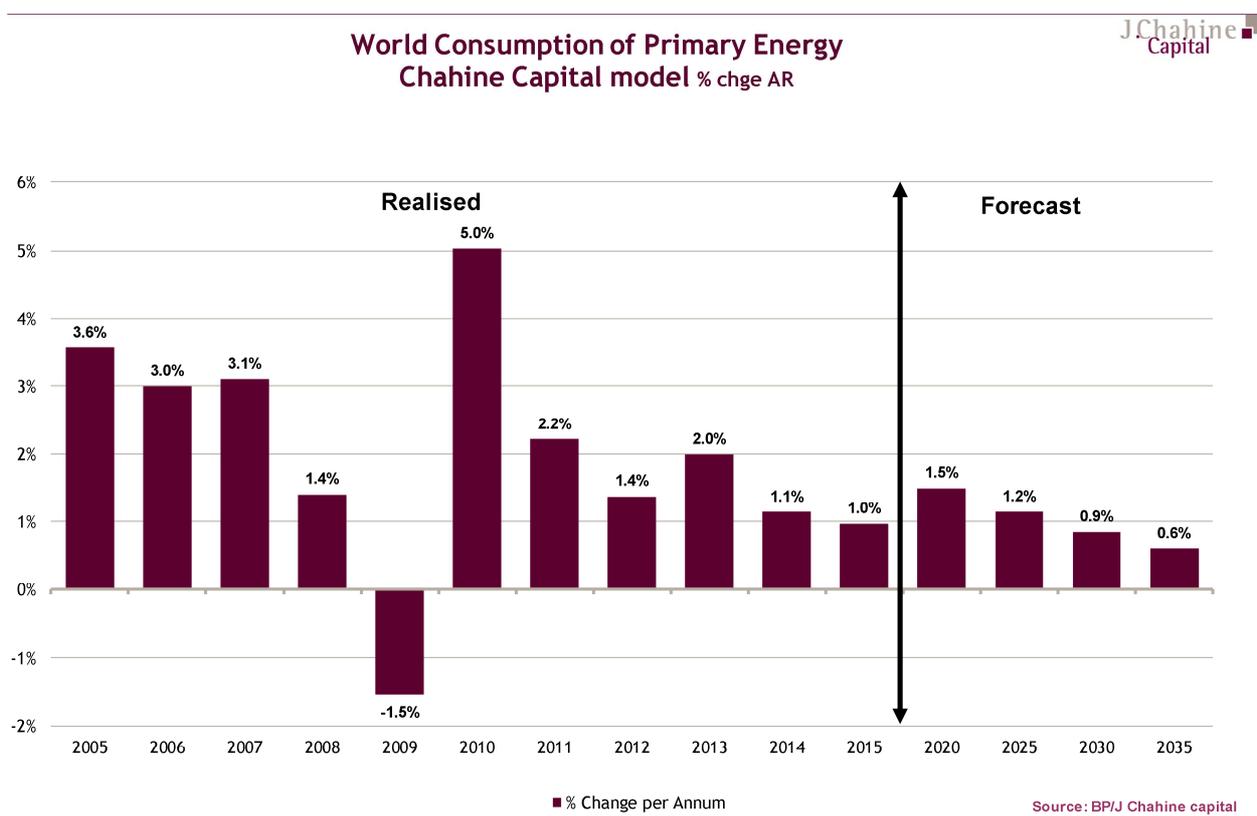
Les prévisions ci-dessus ont été faites par BP sur des bases trop optimistes à notre avis. Ils tablent en effet sur une croissance moyenne de l'économie mondiale de 3.5% sur les 20 prochaines années, alors que nous savons que la baisse séculaire de la démographie et de la croissance économique est pro-



able. Si l'on retient plus modestement un chiffre de 3%, la demande en énergie se modifie substantiellement : 1.5% sur les 5 prochaines années à 0.6% à l'horizon 2030. Le deuxième facteur qui influence la demande en énergie est le degré de développement d'un pays. L'un des très gros consommateurs d'énergie est la Chine qui est en train de changer de modèle de développement où la hausse de la consommation est passée de 5 à 7% entre 2008 et 2011 à moins de 2% en 2015. L'Inde à l'inverse est appelé à conserver, voire accélérer la demande à plus de 5%.

Nous avons calculé que l'intensité énergétique, i.e. la hausse de la consommation par rapport à la croissance du PIB, est actuellement à 50%. Elle sera de 20% à l'horizon 2030. La meilleure preuve est que la consommation dans les pays développés de l'OCDE est stagnante ou en recul et que la demande additionnelle est totalement absorbée par les pays émergents. En 2007, la consommation des pays émergents a dépassé celle de l'ensemble des pays développés et à l'horizon 2030 elle sera le double. Rien d'étonnant si on remarque que la population de l'ensemble OCDE est à peine égale à celle de la Chine.

### Plusieurs facteurs militent pour une hausse limitée de la consommation d'énergie



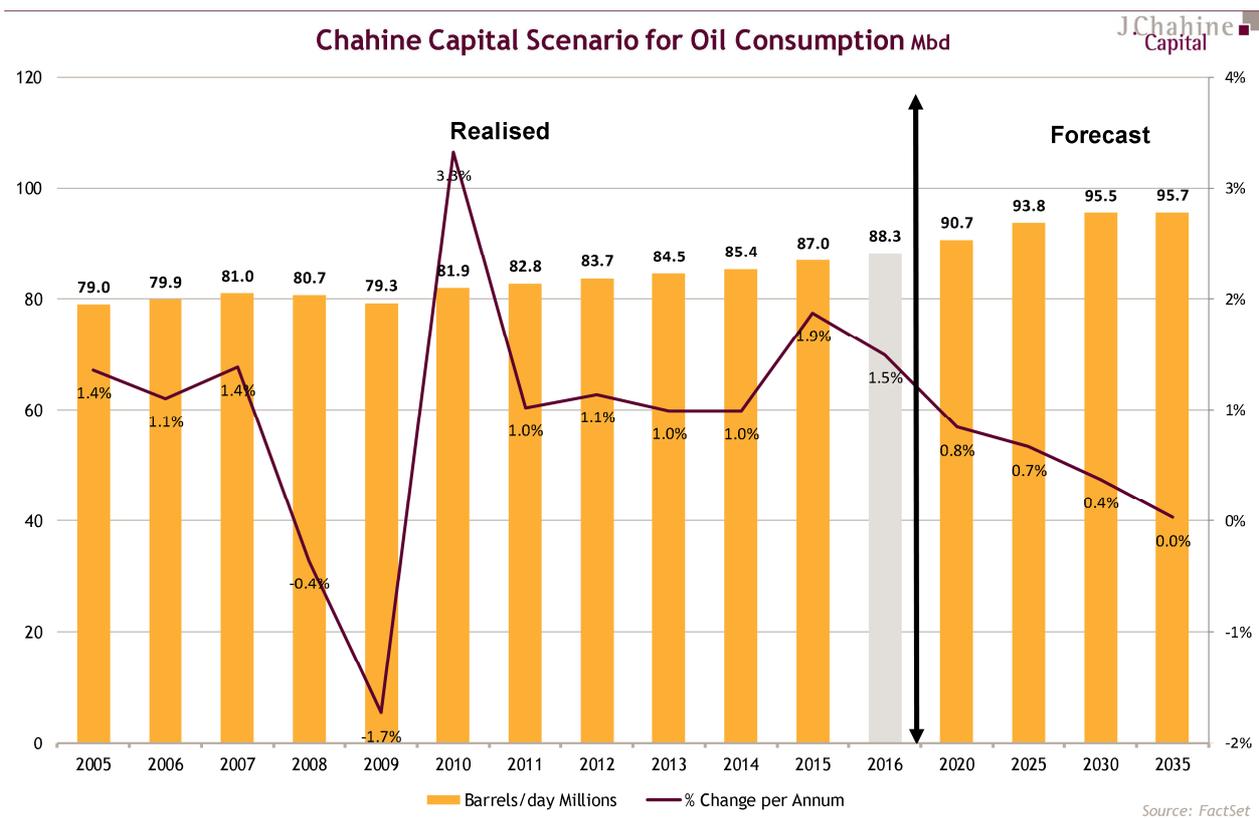
## Mais le pétrole ne va pas disparaître

Nous avons appliqué notre scénario également pour les prévisions de consommation de pétrole, qui montre que cette énergie est loin de vouloir disparaître et que la demande ne sera stable qu'à l'horizon 2030. Sur les tendances des 8 mois de 2016, la consommation de pétrole est en hausse de 1.5% à 88Mbd, contre 1.9% en 2015. Sur les 20 prochaines années, il faudra trouver en moyenne 92Mbd chaque année. Si l'exploration ne redémarre pas, ce sont les réserves de 51 ans actuellement qui vont



s'épuiser. On peut vivre quelques années sur nos réserves actuelles, d'autant plus qu'il y aura une course pour pomper par les pays en manque d'argent. Mais il suffit de quelques accidents géopolitiques pour diminuer l'offre et voir le baril repartir de l'avant. Au prix de 50\$ le baril, les nouvelles prospections sont encore trop chères pour investir. Seule une hausse durable des cours permettra la reprise de la prospection. Ceux qui pensent que la consommation de pétrole va s'effondrer ont tort comme le montrent nos prévisions prudentes. L'avènement de la voiture électrique pourra soulager la demande à un horizon lointain, mais on voit mal les avions voler aux panneaux solaires.

### Le pétrole est là pour rester très longtemps

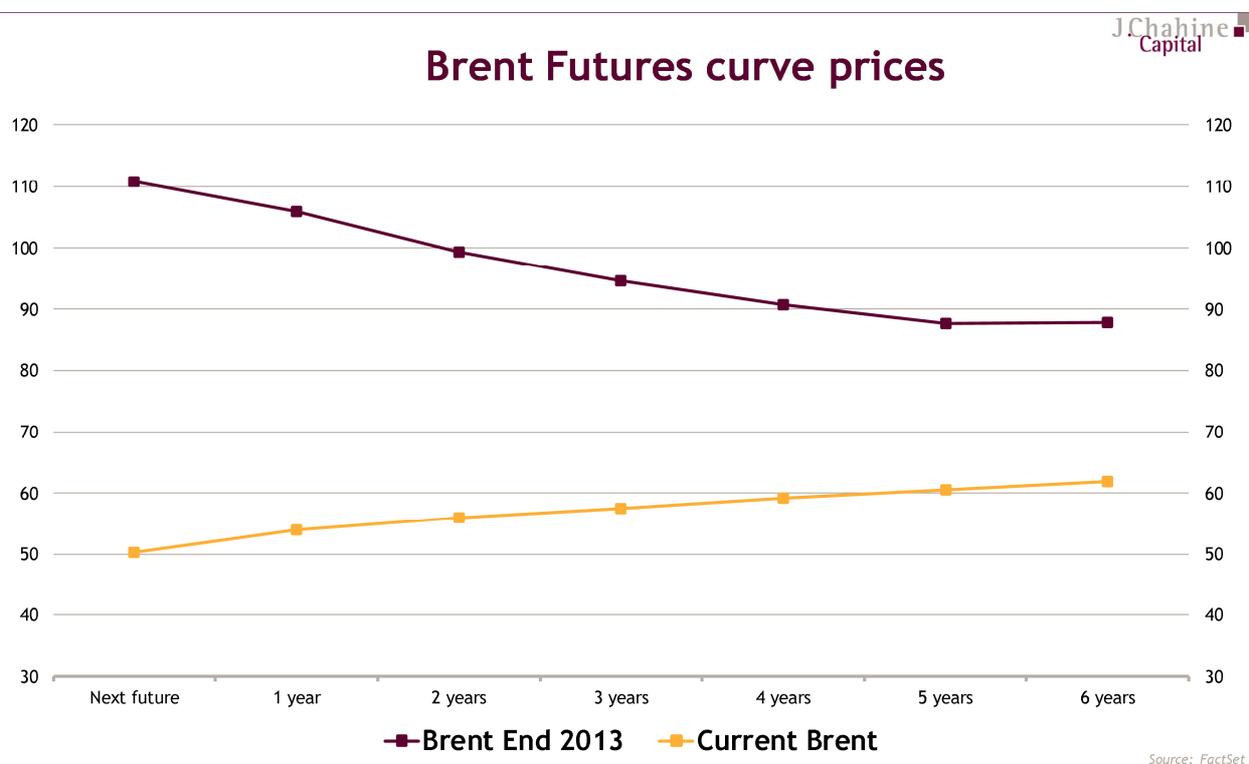


## Les prix futures du pétrole encore insuffisants pour investir

Le prix du baril a récemment oscillé dans une fourchette entre 40 et 50\$, avec le pic récent de 50\$ dû aux pseudos accords de l'OPEP. La courbe des futures indique un prix à 61\$ dans 6 ans. Le marché des futures lointains est peu liquide, mais il nous semble que 61\$ n'est pas incitatif à aller chercher des nouveaux gisements, juste suffisant pour investir dans l'amélioration de la productivité de l'existant. Si le pricing à court terme paraît cohérent au vu de l'offre pléthorique, le pricing à long terme devrait remonter si l'on veut continuer à approvisionner la planète.



## Les prix des futures longs peu incitatifs à la reprise des investissements



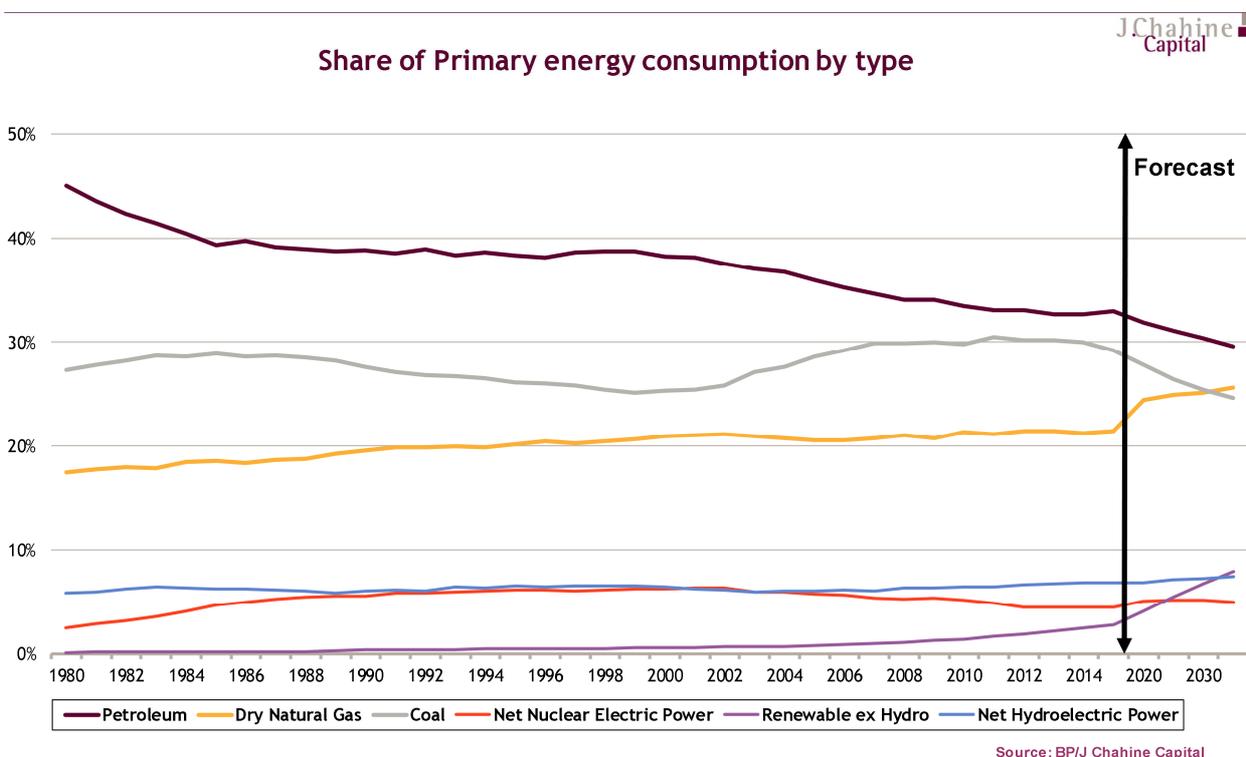
## Poursuite du bouleversement du mix énergétique

La consommation d'énergie par type est appelée à poursuivre la révolution verte, notamment après l'accord de Paris sur la COP21. Pour la première fois depuis longtemps, la part du charbon dans le mix énergétique a baissé de 30.0% à 29.2% même si on a brûlé un tout petit peu plus de charbon. La part du pétrole, en baisse structurelle depuis plusieurs années, a légèrement progressé en raison de la motorisation accélérée en Chine et de l'entrée de l'Inde qui ont pris l'essentiel de la hausse, avec malheureusement les États-Unis qui se sont mis à dévorer de l'essence avec leur SUV et la baisse des prix à la pompe. Le gaz naturel est le grand gagnant structurel avec sa part qui passe de 21.3% à 21.5% et 24.4% en 2020. L'arrivée inespérée du gaz de schiste et la construction de pipelines dans des zones peu accessibles comme le Turkménistan permettent ce développement. BP espère qu'à l'horizon 2030 sa part représentera 25.6%, dépassant celle du charbon. Mais ces objectifs nécessitent une remise en route de l'exploration car on puise actuellement beaucoup plus que l'on découvre avec 53 années de réserves. Faute de découvertes, le charbon risque de revenir sur le devant de la scène car il reste en quantités énormes au point que même l'Allemagne en avait assez pour ses centrales électriques temporaires pour faire la jonction du nucléaire. Les autres sources d'énergie « inépuisables » incluent l'hydraulique qui plafonne à 6.8% et le nucléaire en perte de vitesse à 4.4% suite à l'arrêt des centrales allemandes et japonaises. Une reprise est anticipée à 5% grâce à la Chine qui doit trouver de l'énergie « propre » à tout prix et même à la Grande Bretagne qui a donné le feu vert aux centrales de Hinkley Point.

Il reste enfin les énergies renouvelables qui sont restées microscopiques pendant des décades et qui ont commencé à contribuer de façon plus tangible. Elles sont passées de 0 à 2.8% en 2015 et sont projetées à 4.1% en 2020, 5.4% en 2025, 6.7% en 2030 et 7.9% en 2035. Le niveau actuel représente l'équivalent de 7.3Mbd, une petite Arabie Saoudite.



## Promesse de planète verte : baisse du charbon et pétrole, hausse du gaz et renouvelables



## Nos projections d'énergies renouvelables bien supérieures

Si les prévisions de BP s'avèrent exactes, on voit mal comment on peut sérieusement réduire les émissions de carbone avec cette évolution des parts des renouvelables. Le graphique ci-dessous montre que la progression de l'ensemble des énergies renouvelables a été de 15% en moyenne les 3 dernières années et ce chiffre n'a pas l'air de se ralentir. La moindre progression des éoliennes est compensée par une croissance torride de l'énergie solaire, sur une base très faible il est vrai. Dans le scénario de BP, la croissance retenue par quinquennat est respectivement de 10%, 7%, 6% et 4% à partir de 2030. Sachant que nous observons que le rythme de 15% de hausse reste soutenu dans les années précédentes, on peut penser que la technologie des renouvelables n'est qu'à ses débuts et qu'une prévision plus réaliste serait de 15%, 12%, 10% et 8% à partir de 2030.

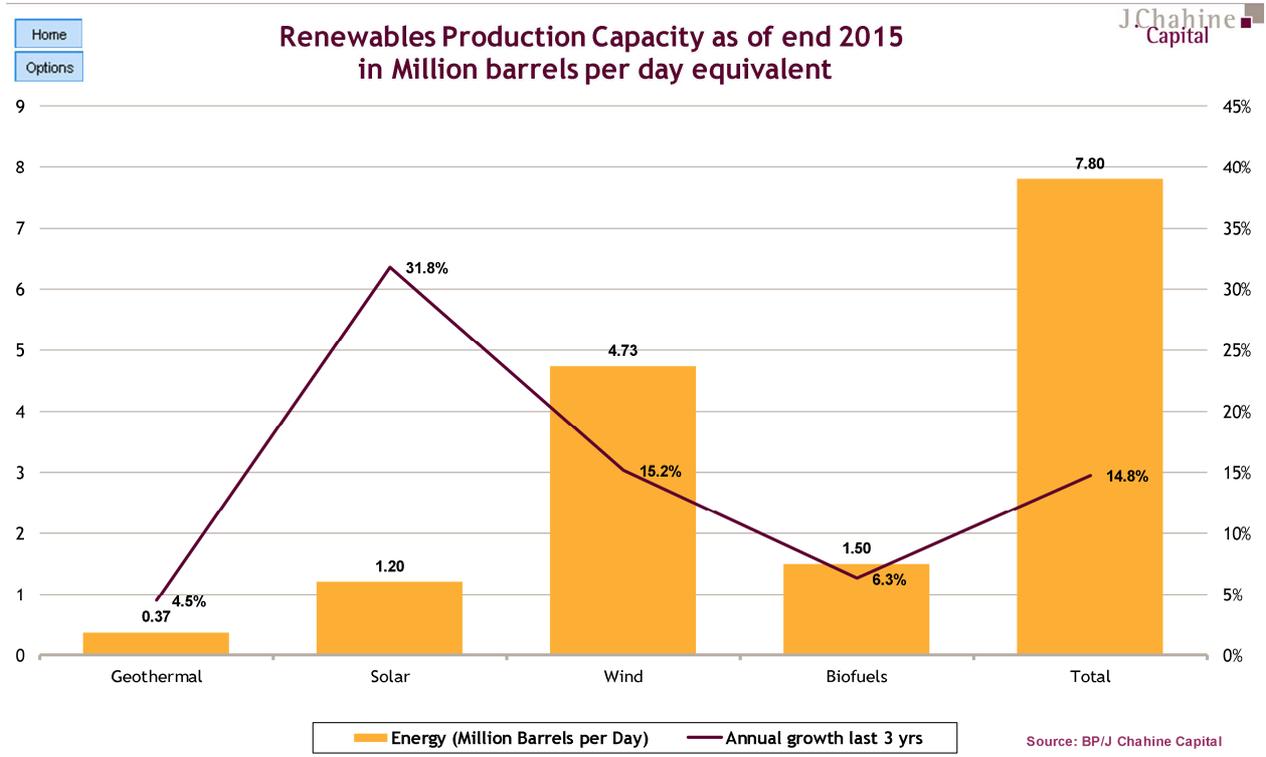
Dans ce scénario, la part des renouvelables serait de 5.2% en 2020 et 19% en 2035. Les prévisions de croissance du secteur ont constamment été dépassées grâce à l'expérience acquise et aux baisses substantielles de prix, notamment ceux des panneaux solaires. A notre connaissance, il n'existe pas de limite physique à cette croissance, mais de sérieux problèmes à résoudre au niveau du réseau électrique. L'inconvénient des renouvelables est que le vent ne souffle pas tout le temps et que le soleil n'est pas toujours là. Il faut donc inventer des stabilisateurs qui prennent le relais. Le stockage ultime est la batterie, dont le coût a baissé substantiellement grâce à Tesla, et le rêve de Elon Musk est la maison solaire autosuffisante qui peut stocker son énergie et bien entendu charger la voiture électrique. Beaucoup d'autres solutions sont évoquées telles que l'utilisation de l'électricité excédentaire pour remonter les eaux d'un barrage.

On entend parler ici et là de réseaux électriques qui n'ont plus la capacité d'absorber l'électricité éolienne ou solaire, preuve que le potentiel de croissance reste intact. L'Allemagne est en tête et a pro-

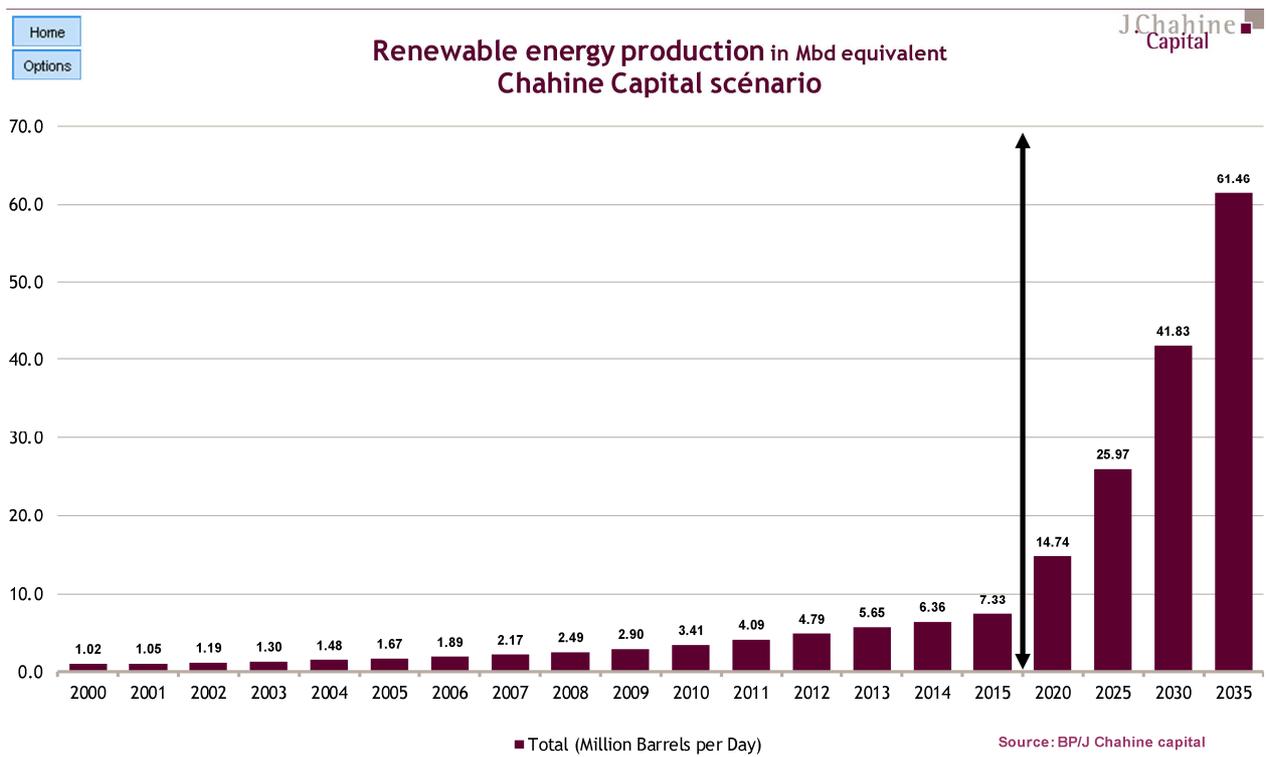


duit 30% de son électricité à partir des renouvelables, essentiellement l'éolien. Nos ancêtres qui utilisaient les moulins à vent comme source d'énergie pour moudre le grain doivent sourire en nous voyant revenir à ces moulins à vent des temps modernes.

Très fort taux de croissance, notamment le solaire



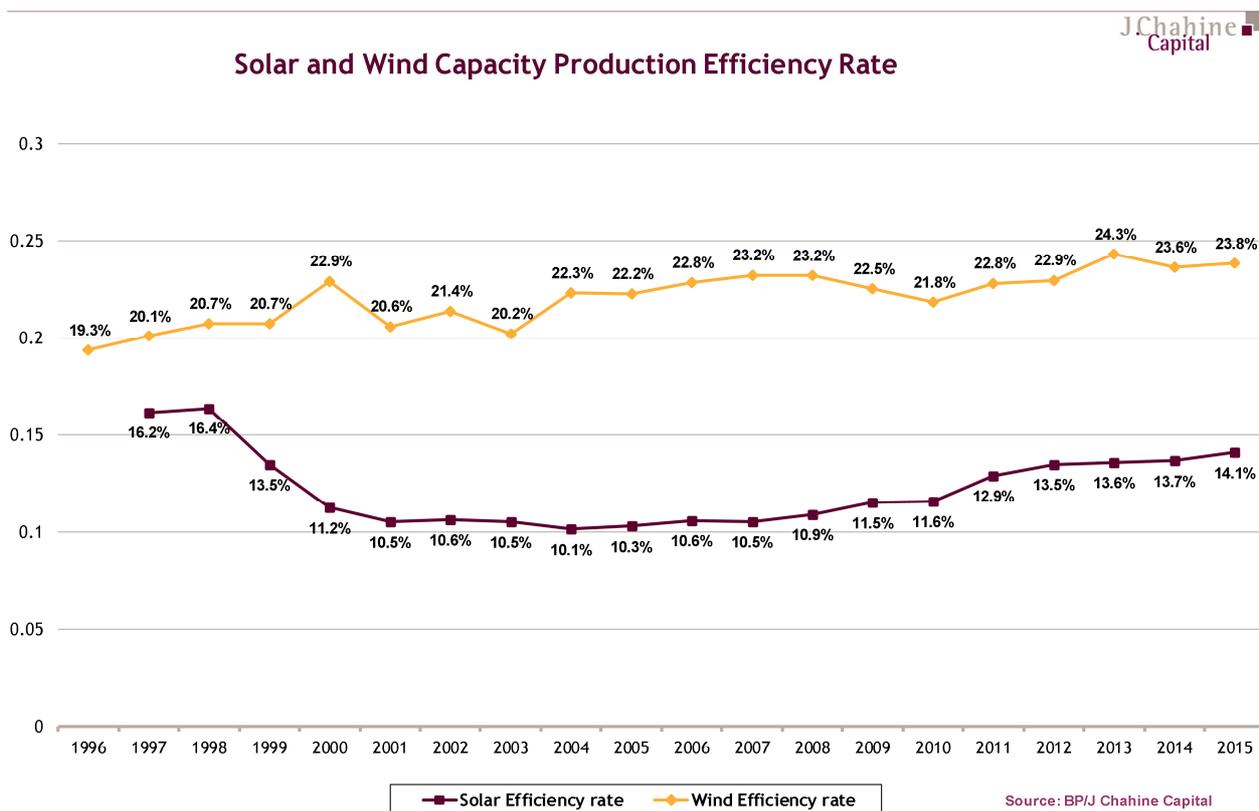
Une exponentielle qui n'est pas prête de s'arrêter





Concernant les énergies renouvelables, il y a une énorme différence entre la puissance installée et la production effective : le vent ne souffle pas en permanence et avec la même puissance, le soleil n'est pas toujours présent et les cellules photovoltaïques ne sont pas 100% pures. Pour l'éolien, environ 24% de la puissance nominale est effective et pour le solaire 14% seulement, avec une tendance d'amélioration du rendement. Ainsi, 435 GW installés dans l'éolien ne veut pas dire 435 centrales nucléaires de 1GW de puissance typique.

### La baisse drastique du coût des panneaux compense le faible rendement



## Le secteur des renouvelables en bourse : risqué et rentable

Il est très étrange que le secteur des énergies renouvelables ne soit pas encore clairement identifié comme tel en bourse. À sa décharge, ses acteurs sont souvent intégrés à l'intérieur de groupes plus diversifiés ce qui rend difficile la recherche des *pure players*. Le secteur semble très dangereux et volatile en bourse, beaucoup d'intervenants ont fait carrément faillite. Le leader, Vestas Wind est justement ressorti d'une quasi-faillite pour voir ses cours exploser. Nous donnons ci-dessous un échantillon de valeurs de plus de 1Md€ et leur performance boursière. Les 3 leaders de l'éolien Vestas Wind, Gamesa et Nordex ont fait partie de notre SICAV ! en étant parmi les meilleurs contributeurs à notre performance (c'est le choix de notre modèle de momentum).

La croissance du secteur des renouvelables semble attractive dans un monde où il est difficile de trouver de la croissance. Mais la recherche de *pure players* est difficile et les faillites sont fréquentes dans le secteur. Le rachat de Solar City par Elon Musk n'est pas une réussite et le géant First Solar n'est pas en forme. On peut donc gagner beaucoup d'argent mais également en perdre beaucoup. Des géants vont naître, mais il est possible que les monstres pétroliers les intègrent dans leur giron. Miser sur un



secteur qui représentera à terme 19% du mix énergétique est souhaitable, mais la sélection paraît pour le moins ardue.

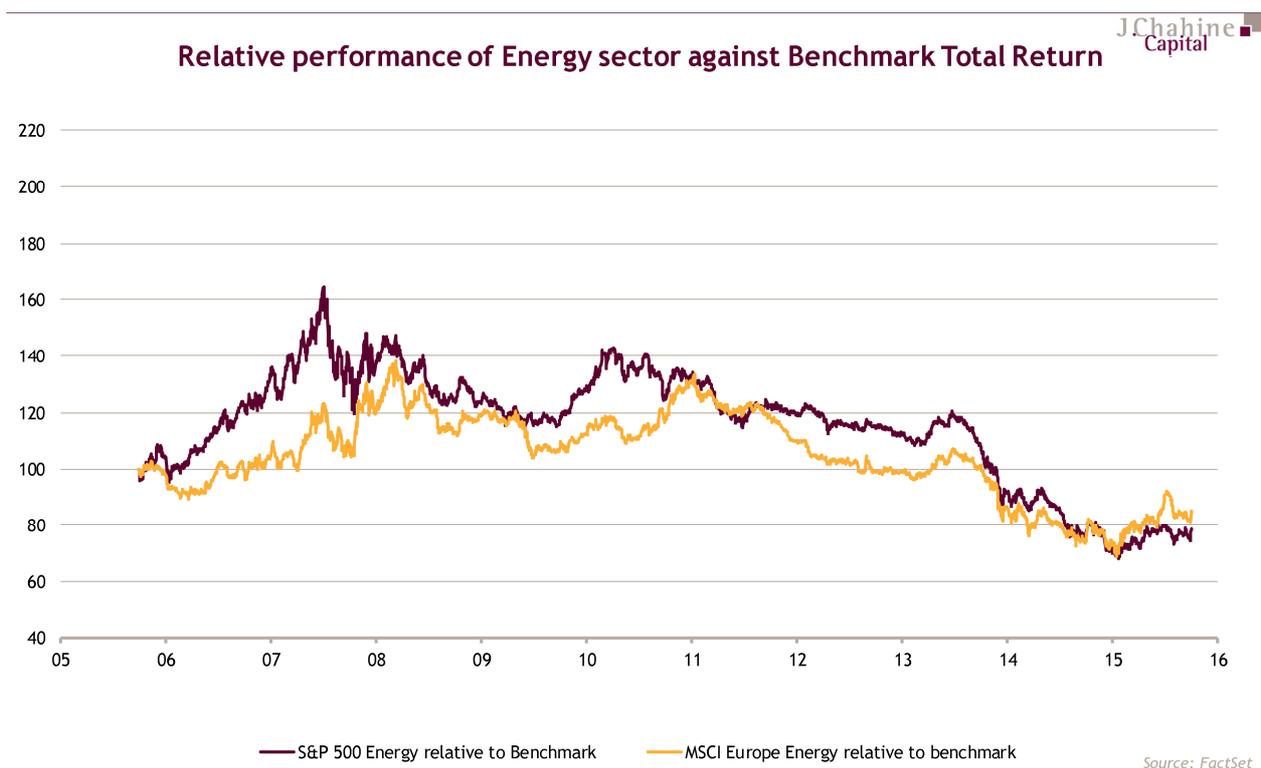
### Quelques magnifiques performances dans l'éolien

	ISO Country	GICS Level 4 Sector	Market Cap. (M€)	% Change YTD	% Change 2015	% Change 2014	% Change 2013
Vestas Wind Systems A/S	DK	Heavy Electrical Equipment	16 230	13%	113%	42%	403%
Gamesa Corporacion Tecnologica, S.A.	ES	Heavy Electrical Equipment	5 953	35%	109%	0%	357%
Nordex SE	DE	Heavy Electrical Equipment	2 622	-17%	118%	56%	221%
China High Speed Transmission Equipment Group	HK	Heavy Electrical Equipment	1 471	21%	44%	31%	33%
Suzlon Energy Limited	IN	Heavy Electrical Equipment	1 001	-31%	52%	45%	-53%

## Potentiel de surperformance du secteur de l'énergie

Le secteur énergie a pris de plein fouet la chute du pétrole à partir de fin juin 2014, où la performance relative aux US est passée de 120 points à un plus bas de 68 points ; les pétrolières européennes ont mieux résisté car elles possèdent moins d'actifs pétroliers.

### Rebond du secteur Energie depuis le point bas de début 2016

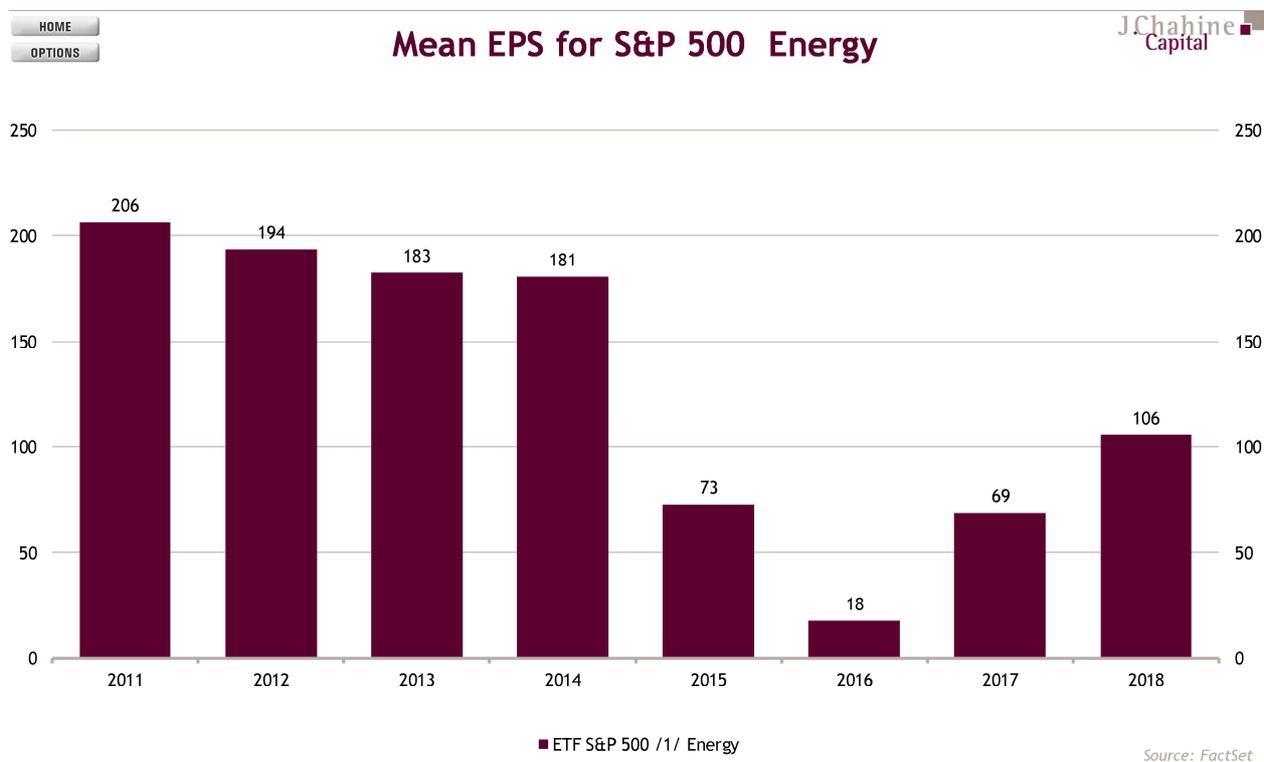


Un rebond relatif est intervenu depuis le début de l'année avec la stabilisation du prix du baril. Les sociétés du secteur ont perdu 90% ! de leurs profits dans la débâcle entre 2014 et 2016 mais un rebond en 2017 est plus que probable, les profits vont être multiplié entre 3 et 4 fois. Malgré cette hausse, le P/E 2017 est à 31x les résultats aux US.



La meilleure façon d'acheter du pétrole pour le futur lointain est d'acheter des puits de pétrole à travers les groupes américains et pour les plus audacieux d'aller chercher quelques pépites en Russie. Nous pensons qu'il reste un potentiel de surperformance du secteur dans les prochains mois.

### Effondrement des profits mais rebond très probable en 2017



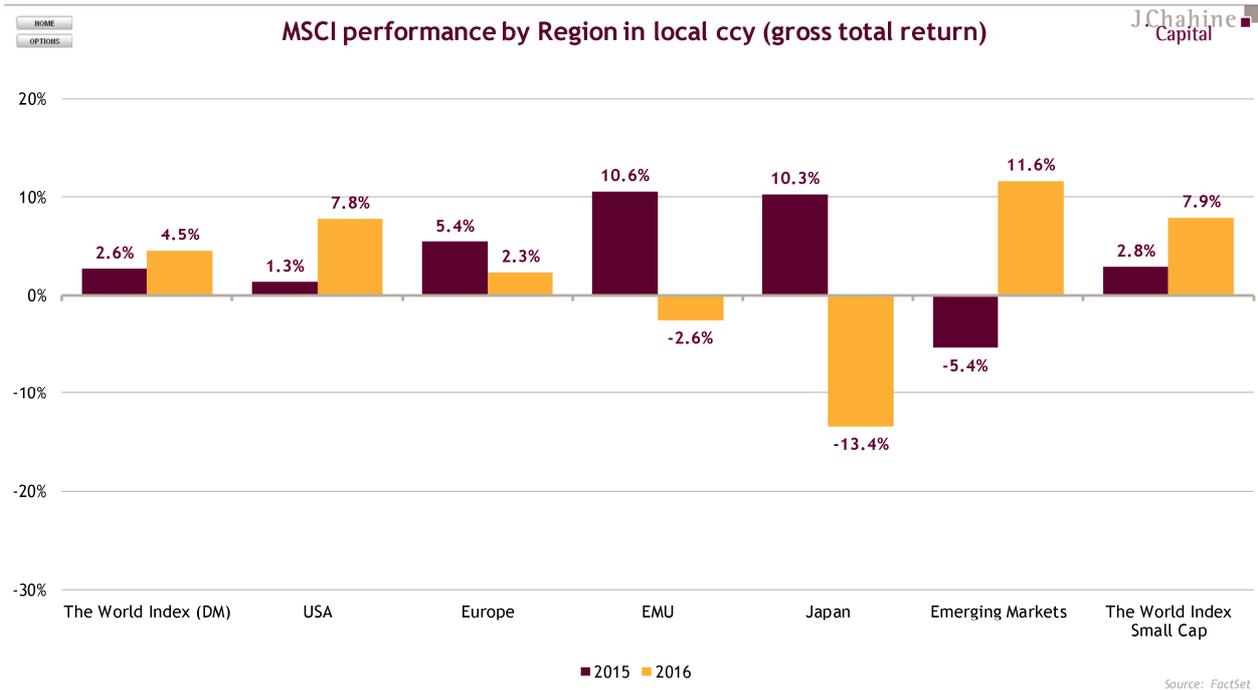
## Les marchés restent soutenus par la persistance des taux bas

Les marchés boursiers ont continué à faire du yoyo avec une tendance dans l'ensemble haussière. L'indice MSCI The World Index a progressé de 4.5% en monnaie locale et 6.1% en \$, dividende brut réinvesti. Les États-Unis progressent de 7.8%, alors que l'Eurozone est en baisse de 2.6%. La hausse de 2.3% de l'Europe en monnaie locale ne tient pas compte de la chute de la livre, l'indice en € est en baisse également de 2.5%. Notre SICAV Digital a bien performé avec une baisse limitée à -0.6% pour Stars Europe et une hausse de +2.5% pour Stars Europe ex UK.

À nouveau, c'est la nouvelle dose de morphine injectée par Janet Yellen qui a permis ces scores. Dans la conférence de presse du 21 septembre, la Fed a de nouveau laissé ses taux inchangés, pour les réviser « peut-être » à l'échéance de décembre. Pour la première fois, elle fait état clairement du risque inflationniste auquel il faut répondre par anticipation. La Fed utilise l'indice des prix dérivé du PCE (Personal Consumption Expenditure), qui montre une inflation à 1.7% sur 1 an hors alimentation et énergie. L'indice CPI plus connu est à 2.3% et l'inflation générale s'accélère à 1.1% en raison du moindre impact de l'énergie.

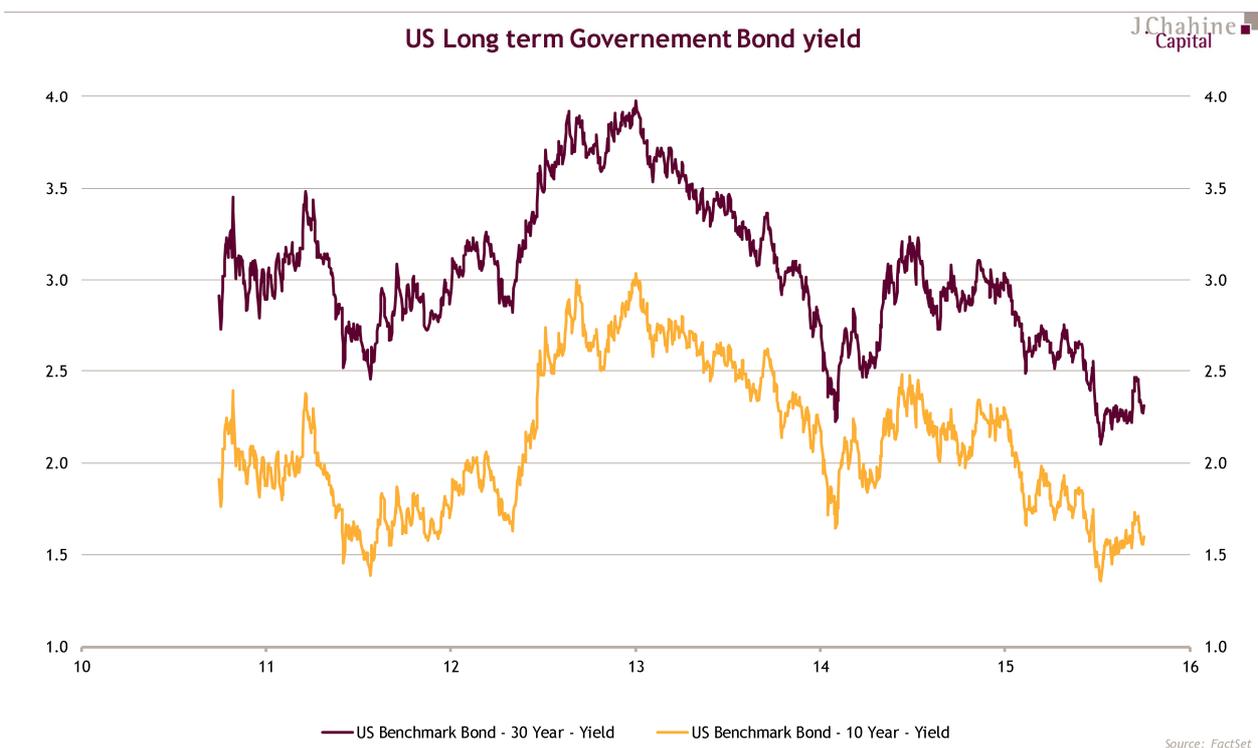


## L'Amérique et les pays émergents en tête des performances



La Fed a révisé à la baisse la croissance de 2016 et surtout elle retient maintenant 1.8% de croissance du PIB normative au lieu des 2%, avec néanmoins les 2% en 2017 et 2018. La résultante est que les taux longs, et surtout le 30 ans qui nous intéresse, restent très bas, ce dernier étant à 2.29%, ce qui induit une croissance molle sur longue période.

## La politique de la Fed maintient les taux longs très bas



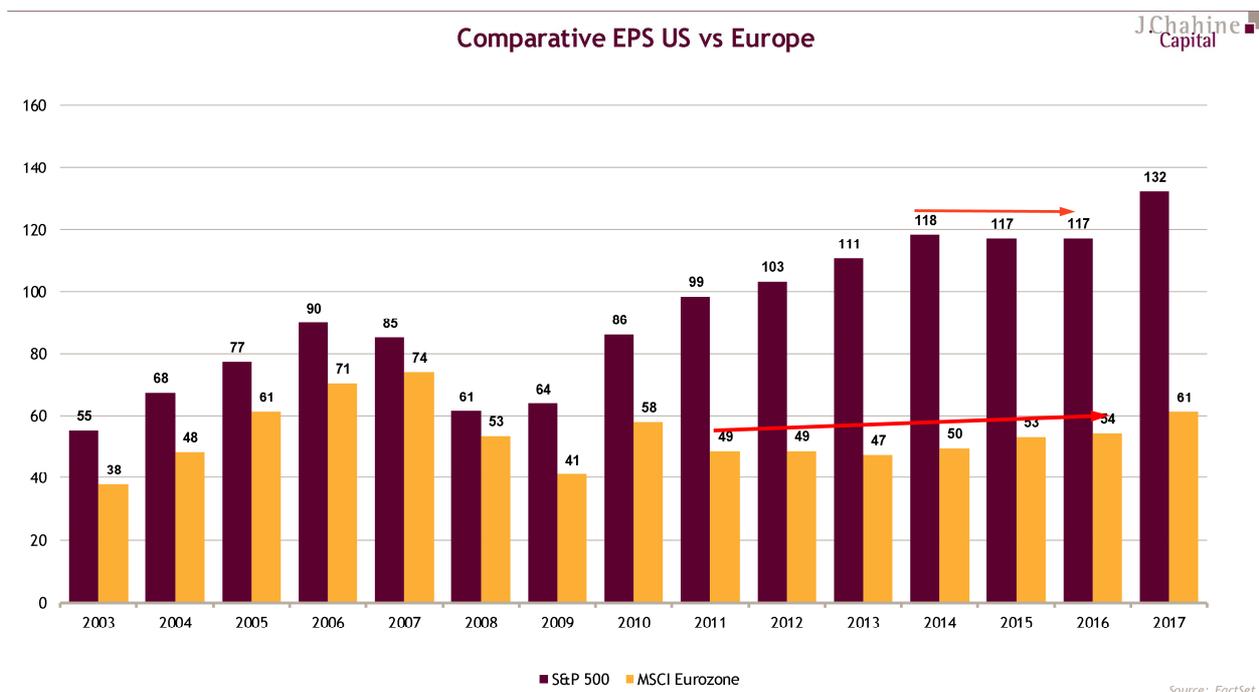


Ces taux faibles continuent donc de pousser les investisseurs à aller vers les actions à la recherche de rendements décents, même si les sociétés ont du mal à augmenter leurs profits. La Fed continue d'affirmer que les données économiques prêchent pour une hausse des taux, mais quand le marché corrige face à l'éventualité d'une telle action elle remet cette hausse au lendemain. Néanmoins, si le risque inflationniste devenait réellement sérieux, la hausse pourrait se faire de manière plus drastique. Pour le moment, la prévision des taux de la Fed est à 1.1% à fin 2017, face à une inflation installée proche des 2% selon ses mesures. La Fed s'attend fermement à une hausse encore en 2016 « sous réserve qu'il n'y ait pas de nouveaux risques majeurs ».

## Vers de meilleurs profits pour 2017

Depuis 3 ans, les profits US font du sur place, partiellement justifié par l'effondrement des bénéfices des pétrolières. Quant à l'Eurozone, elle n'a jamais retrouvé ses profits d'avant la crise alors que les US les ont largement dépassés. La qualité des profits est par ailleurs en dégradation, notamment en Europe à cause des cadavres encore dans le placard : Volkswagen, Deutsche Bank et plus généralement toutes les banques.

### Stagnation des profits. Rebond possible en 2017 grâce à l'énergie



Les multiples de capitalisations, en hausse constante, expliquent la hausse du marché américain, ces multiples étant fonction des taux très bas. Le marché américain est à 19x 2016 et l'Eurozone à 15x. Ils sont destinés à baisser substantiellement sur 2017 si la hausse prévue des profits due à l'énergie se concrétise.

Les premières parutions de résultats sur 40 sociétés à fin août sont comme à l'habitude : mieux que prévues sur T3, et révisions à la baisse des guidelines sur T4. On notera les révisions de Nike et Oracle sur T4. Le bilan net est que les profits 2016 seront au mieux étales. La conséquence est que la montagne de cash des sociétés américaines reste stable à 2 trillions de \$ (quand même) sur lesquels 900Mds sont détenus par les sociétés informatiques, « planqués » pour l'essentiel à l'étranger *tax free*.



## Valorisation des marchés

Très peu de changements sont intervenus par rapport au mois précédent. Notre objectif pour le S&P 500 ressort à 2222 points contre 2202 le mois précédent en raison d'une légère amélioration des profits. Ce chiffre est basé sur des objectifs de taux à 30 ans de 2.50%. Or ils restent en dessous de ce niveau à 2.27%. Pour ceux qui veulent être agressifs, l'objectif de cours pour ce taux est à 2342 points. Le CAGR sur 8 ans ressort à 4% quasi inchangé, réaliste avec des taux à 2.5% et une croissance à 1.5%, ce qui implique une stabilité des marges.

### Le marché reste très sensible à des hausses de taux

S&P 500 - Valuation 2016 <i>CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2015</i>	30 Years Gvt bonds				
	2.00%	2.27%	2.50%	2.75%	3.00%
Margin squeeze: -3.5% in 2016, -2.4 in 2017 and +4% in 2018 (Normative). CAGR = -1.62%	1 605	1 508	1 433	1 359	1 291
Implied Scénario CAGR 3.52% over 8 years	2 418	2 268	2 151	2 036	1 930
Base scenario: -0.9% in 2016, +8.6% in 2017 and +8% in 2018 (Normative) CAGR = +4%	2 498	2 342	2 222	2 103	1 995
Current Index S&P 500 (as of 29/09/2016)	2 151				

En Europe, l'objectif de cours du STOXX Europe 600 ressort à 393 points contre 397 points le mois précédent pour des taux à 30 ans de 1.5% pondérés à travers l'Europe, sachant que l'Allemagne est à 0.5% ! Le cours actuel est à 343 points. Le CAGR sur 8 ans est négatif de -0.57%, ce qui laisse anticiper quelques nettoyages de bilan en perspective.

### Marché risqué en Europe avec du potentiel grâce aux taux agressifs

STOXX Europe 600 - Valuation 2016 <i>CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2015</i>	30 Years Gvt bonds				
	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
Depression scenario: -7% in 2016, -5% in 2017 and +3.5% in 2018 (Normative). CAGR = -3.60%	304	287	272	258	245
Implied Scénario CAGR -0.98% over 8 years	385	363	343	325	309
Base scenario: -4.5% in 2016, +10% in 2017 and +5% in 2018 (Normative) CAGR = -0.57%	393	370	350	331	315
Current Index STOXX Europe 600 (as of 29/09/2016)	343				



## Conclusions

Nous faisons le point ce mois-ci sur l'évolution et la structure du marché de l'énergie. Dans un contexte mondial atone, la demande en énergie s'est ralentie et l'offre s'est accélérée créant un déséquilibre entraînant un krach sérieux sur les prix. Les investissements se sont arrêtés net, des puits ont été fermés mais le 1.3Mbd cédé par les pétroliers US a vite été récupéré par les pays de l'OPEP dont l'Iran. L'accord surprise consistant à limiter la production a fait bondir le prix du baril, mais sa mise en œuvre sera problématique quand il faudra définir les quotas de chaque pays.

L'arrêt des investissements signifie qu'on n'a pas découvert une goutte de pétrole ou de gaz supplémentaire, et on a pompé uniquement sur les réserves qui sont passées de 55 à 51 ans et vont continuer de diminuer sur les prochaines années. Les principales réserves se situent toujours dans les pays du Golfe (50%), et au Venezuela (17.3% !) alors que le pays est pour le moment dans le désespoir total. Les États-Unis n'en ont que 3% alors que le Canada en possède 10%. La Russie possède 6% des réserves et n'y a pas ajouté une goutte depuis plusieurs années.

Nous avons utilisé essentiellement les bases de données BP, l'EIA américain et l'IEA pour cette étude. La consommation d'énergie primaire, exprimée en Mbd (Millions Barils per day) a été de 264 millions de barils équivalents, dont 87M pour le pétrole seul. Elle est prévue à 348M à l'horizon 2035, qui nous semble peu réaliste compte tenu de la croissance mondiale qui restera molle sur un horizon lointain. Nous l'estimons plutôt à 323M pour un PIB mondial plus proche de 3% que des 3.5% de BP. Si on retient plus modestement un chiffre de 3%, la demande en énergie se modifie à 1.5% pour les 5 prochaines années jusqu'à 0.6% à l'horizon 2030 avec l'arrivée à maturité des pays émergents. La consommation ne bouge plus dans les pays de l'OCDE. Mais le pétrole ne va pas disparaître, il faudra trouver 92Mbd à l'horizon 2030 contre 88 actuellement. Sans investissement, ce sont les réserves qui vont diminuer rapidement. Au prix de 61\$ le baril pour le futur à 6 ans, les nouvelles prospections sont encore trop chères pour investir. Nous surpondérons le secteur Énergie en achetant des sociétés qui possèdent des réserves plutôt que des futures peu liquides.

La consommation d'énergie est appelée à poursuivre la révolution verte : le charbon et le pétrole baissent en part de marché en faveur du gaz naturel, et les énergies renouvelables commencent à percer sérieusement avec 2.8% du marché. BP les projette à 7.9% en 2035, nous les voyons plutôt à 19%. Le taux de croissance moyen du secteur est à 15% et ne se dément pas. BP retient 10% pour les 5 prochaines années. Toutes les prévisions faites dans le passé ont été dépassées et dans certains endroits, le réseau n'a plus la capacité d'intégrer l'électricité produite. L'éolien est de loin le plus important, mais le solaire progresse à la cadence de 31% par an ! En Allemagne les énergies alternatives représentent 32% de la production électrique.

Le secteur des renouvelables en bourse est risqué mais peut rapporter gros, comme Vestas Wind qui a multiplié son cours par 10 en sortant de la faillite... C'est un des gros contributeurs de nos fonds Digital.

Le recul de la hausse des taux de la Fed a soutenu les marchés, plutôt positifs globalement sauf en Europe. Nos fonds Digital sont dans le vert. Les profits restent éteints mais on attend une reprise en 2017 grâce au rebond du pétrole. Notre objectif de cours pour le S&P 500 est quasi-inchangé à 2222 et celui du STOXX Europe 600 à 393 points. Nous maintenons notre opinion neutre (pondération vers 50% dans un patrimoine diversifié).

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 30/09/2016 (in local currency)

	Perf		Weighted Per		% Wted EPS Chge			2016	Revision vs M-2%	
	2016	2015	2017	2016	2017	2016	2015	Div Yield	Fiscal 17	Fiscal 16
ETF MSCI The World Index	3.9%	-2.8%	15.7 x	17.7 x	12.7%	2.7%	-5.9%	2.60%	0.4%	0.5%
ETF MSCI USA	6.2%	-0.8%	16.8 x	19.0 x	13.1%	0.0%	-1.6%	2.09%	0.0%	0.1%
ETF MSCI Japan	-15.4%	8.1%	12.6 x	13.7 x	8.7%	9.0%	-0.7%	2.50%	-0.9%	-0.7%
ETF MSCI EMU	-5.7%	7.4%	13.3 x	15.0 x	12.6%	2.2%	7.1%	3.61%	-0.3%	-0.2%
ETF MSCI Europe	-5.9%	5.4%	14.4 x	16.4 x	14.0%	-4.4%	-0.8%	3.66%	-0.4%	-0.4%
ETF MSCI Europe ex Energy	-6.7%	6.9%	14.5 x	16.1 x	11.1%	-2.3%	4.3%	3.47%	-0.4%	-0.3%
ETF MSCI Austria	-1.3%	12.8%	10.4 x	11.4 x	9.6%	-2.5%	152.6%	3.20%	-0.6%	0.4%
ETF MSCI Belgium	-0.5%	22.0%	19.1 x	21.8 x	14.3%	-12.9%	16.7%	3.30%	-0.1%	0.7%
ETF MSCI Denmark	-12.3%	36.4%	16.9 x	18.8 x	11.1%	-1.1%	18.1%	2.42%	-0.3%	0.1%
ETF MSCI Finland	-5.8%	10.8%	16.5 x	18.4 x	11.6%	-17.2%	18.2%	4.11%	0.0%	-0.3%
ETF MSCI France	-3.9%	8.5%	13.5 x	14.6 x	8.3%	1.2%	8.7%	3.74%	0.3%	0.0%
ETF MSCI Germany	-4.4%	7.3%	12.5 x	13.8 x	10.9%	3.9%	3.9%	3.02%	-0.5%	-0.5%
ETF MSCI Great-Britain	10.4%	-6.0%	15.3 x	18.1 x	18.6%	0.8%	-17.6%	3.93%	0.7%	0.6%
ETF MSCI Ireland	-11.4%	25.7%	16.1 x	17.8 x	11.0%	17.7%	13.5%	1.47%	0.6%	0.0%
ETF MSCI Italy	-24.1%	11.9%	10.9 x	14.4 x	32.0%	-2.9%	25.3%	4.87%	-0.6%	-1.5%
ETF MSCI Netherlands	0.0%	11.8%	15.2 x	16.8 x	10.6%	37.1%	-10.2%	3.31%	0.0%	0.6%
ETF MSCI Norway	-3.4%	-0.2%	13.5 x	17.5 x	29.2%	-17.0%	-19.4%	4.63%	-0.7%	0.0%
ETF MSCI Spain	-8.8%	-10.3%	12.3 x	14.9 x	21.1%	-8.2%	2.9%	4.84%	-1.6%	-0.5%
ETF MSCI Sweden	0.3%	0.1%	15.4 x	17.0 x	9.8%	-2.9%	-11.6%	3.95%	0.7%	-0.6%
ETF MSCI Switzerland	-6.1%	-0.5%	16.5 x	18.2 x	10.2%	-3.7%	-1.6%	3.44%	-0.1%	-0.2%
ETF MSCI Europe Consumer Discretio	-11.1%	9.0%	12.3 x	13.6 x	10.7%	13.8%	0.9%	3.17%	-0.4%	-0.8%
ETF MSCI Europe Consumer Staples	2.1%	17.0%	20.0 x	22.3 x	11.6%	-0.7%	5.5%	2.69%	-0.4%	-0.4%
ETF MSCI Europe Energy	6.6%	-13.0%	13.8 x	23.7 x	71.9%	-34.3%	-38.1%	6.31%	-1.1%	-1.9%
ETF MSCI Europe Financials	-20.0%	2.6%	10.1 x	11.4 x	12.3%	-14.9%	12.4%	5.14%	-0.5%	0.1%
ETF MSCI Europe Health Care	-11.4%	12.8%	15.5 x	16.5 x	6.9%	2.2%	7.8%	3.14%	-0.2%	-0.1%
ETF MSCI Europe Industrials	3.8%	6.9%	15.8 x	17.4 x	10.5%	0.7%	8.8%	2.89%	-0.6%	-0.8%
ETF MSCI Europe Information Techno	3.7%	14.3%	18.7 x	22.5 x	20.4%	-3.0%	16.8%	1.75%	0.0%	0.0%
ETF MSCI Europe Materials	14.2%	-11.4%	17.5 x	20.6 x	18.1%	18.8%	-34.8%	2.45%	2.0%	3.4%
ETF MSCI Europe Telecommunication	-16.1%	8.4%	16.2 x	18.1 x	11.7%	1.9%	1.5%	5.20%	-0.3%	-1.1%
ETF MSCI Europe Utilities	-5.7%	-2.7%	14.5 x	15.1 x	4.1%	-11.5%	-0.6%	4.80%	-3.0%	-5.4%

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](mailto:info@chahinecapital.com).