

Un contexte porteur pour la gestion active « Momentum » de Chahine Capital

Le rally boursier commencé il y a désormais bientôt 3 ans s'est prolongé lors du premier semestre (MSCI Europe NR +8.5%), en dépit d'une actualité politique et géopolitique particulièrement dense. Depuis le 29 septembre 2022, l'indice européen MSCI Europe Europe NR s'est apprécié de 51.3%.

Une hausse en 3 phases

Cette hausse impressionnante peut se décomposer en 3 phases.

La première entre septembre 2022 et octobre 2023 fut celle du soulagement. L'économie mondiale se montrait bien plus résiliente qu'anticipé malgré une inflation à l'époque à 2 chiffres.

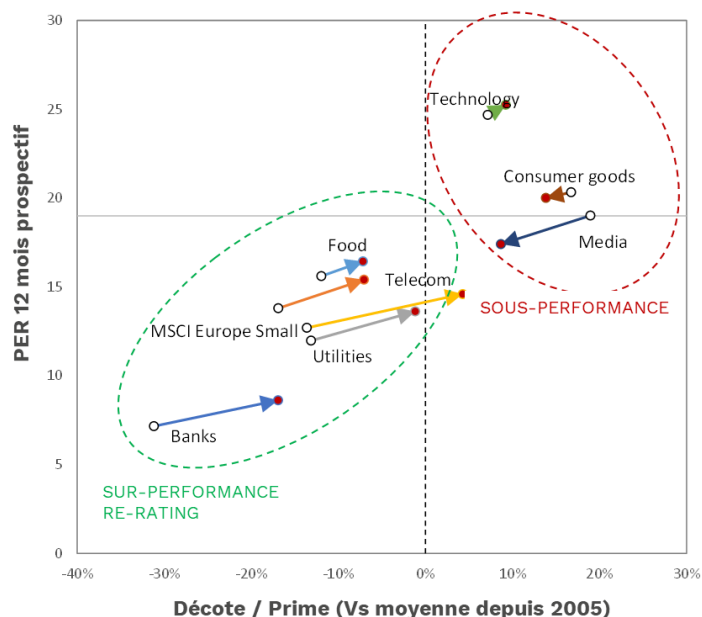
La deuxième phase entre octobre 2023 et décembre 2024 fut quant à elle la conséquence positive de la baisse rapide de l'inflation et de l'imminence d'un pivot monétaire accommodant par les banques centrales, qui s'est matérialisé en juin 2024 pour la BCE et en septembre 2024 pour la Fed.

La troisième phase, qui a pris racine depuis le début de l'année, est celle de la normalisation fondamentale des différents segments du marché actions

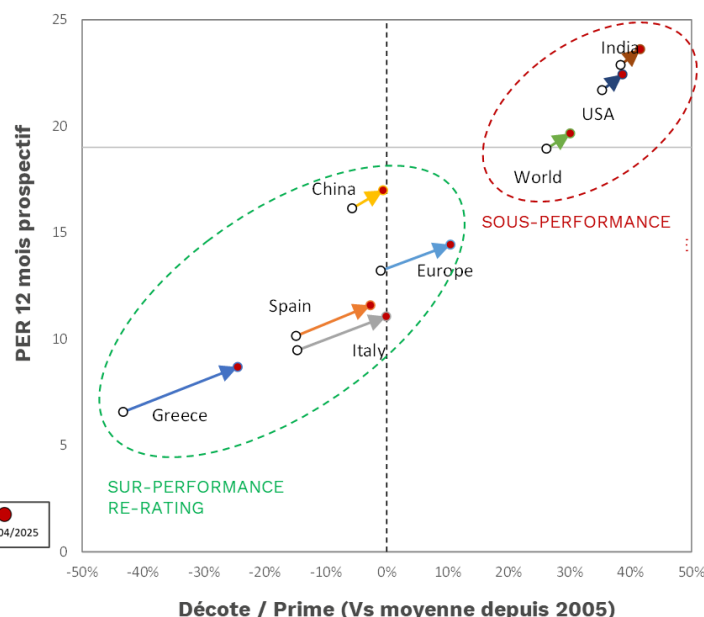
La normalisation fondamentale guide les marchés depuis le début de l'année

Depuis le début de l'année une forte dispersion des performances a pu être observée, et cette dernière est guidée par les éléments fondamentaux. Les compartiments les plus décotés au regard des standards de valorisation historiques, se renchérissent et surperforment. A l'inverse les segments surévalués sous-performent.

Normalisation fondamentale sectorielle (Europe)



Normalisation fondamentale géographique



Source Factset/Chahine Capital

Au 30/06/2025

C'est la raison pour laquelle la Value poursuit son beau parcours absolu et relatif initié en novembre 2020. Les titres Value, faiblement valorisés par définition, étaient également ceux qui présentaient la plus forte décote de valorisation par rapport aux standards historiques en début d'année. A titre d'illustration, les banques européennes dont la hausse sur le semestre atteint +35%, disposaient en début d'année d'un PER de 7.2x contre une moyenne de 10.4x depuis 2005. Ce PER est désormais de 8.6x. La décote est donc passée de -31% en début d'année à -17% aujourd'hui, ce qui illustre la normalisation fondamentale en cours.

Le même genre de constat peut être effectué pour le segment des petites et moyennes valeurs en Europe, qui grâce à leur surperformance semestrielle se rapproche là encore des standards historiques (PER actuel 13.5x vs moyenne 14.7x).

Cette normalisation fondamentale est également ce qui a guidé les bourses d'un point de vue géographique.

Les Etats-Unis et l'Inde, qui s'avèrent être les géographies les plus chèrement valorisées sont également celles qui apparaissent les plus surévaluées vs leurs standards historiques. Leur forte sous performance depuis le début de l'année, vient, là encore, normaliser progressivement les valorisations vers leurs moyennes historiques.

Les géographies d'Europe du Sud ont à l'inverse été puissamment soutenues par ce phénomène de normalisation, qui ne semble pas encore complètement achevé.

Un environnement porteur pour la gamme Digital Stars de Chahine Capital

Dans ce contexte, notre gamme de fonds « long only » quantitatifs « Momentum » continue de bien se comporter. A titre d'illustration, le fonds Digital Stars Europe (classe retail Acc) progresse de +14.1% durant le semestre vs +8.5% pour son indice de référence MSCI Europe NR. Depuis sa création en 1998, le fonds affiche une performance annualisée de +9.0% vs +5.3% pour son indice. Le fonds Digital Stars Continental Europe (classe retail Acc) progresse de +19.7% durant le semestre vs +9.5% pour son indice de référence MSCI Europe ex UK NR. Depuis sa création en 2006, le fonds affiche une performance annualisée de +9.5% vs +5.7% pour son indice.

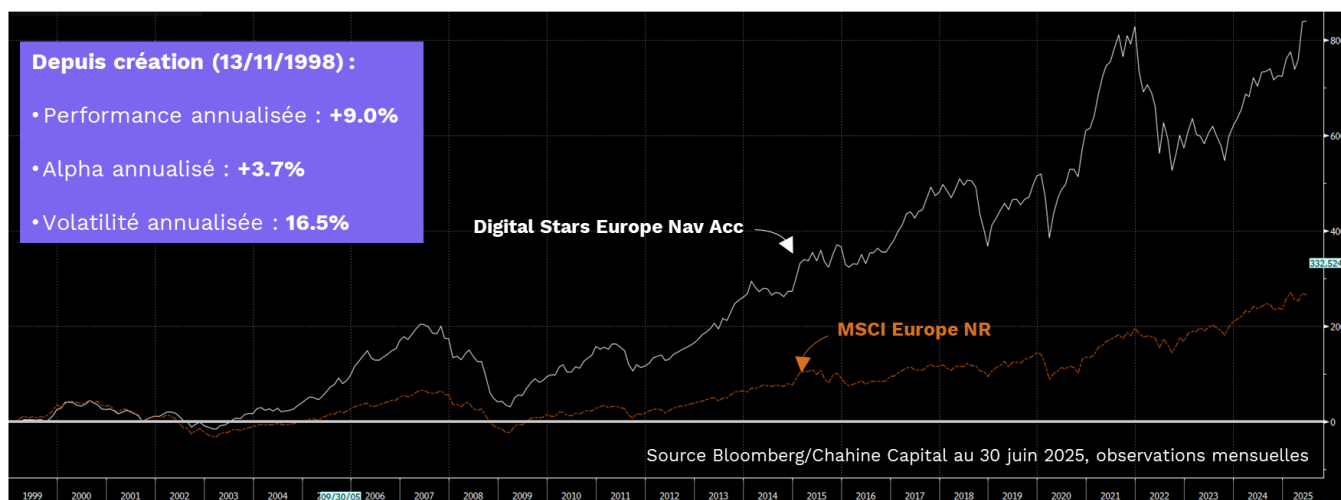
Performance du fonds Digital Stars Europe

Acc share class retail

SRI

A risque plus faible, rendement potentiellement plus faible

A risque plus élevé, rendement potentiellement plus élevé



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Notre process de gestion est construit pour offrir une solution d'investissement à même de bien se comporter en termes relatifs quelle que soit l'orientation des marchés et de l'économie. Il est bâti en 2 étapes.

Un stock-picking qui s'adapte au régime de marché du moment

La première étape est celle du « stock-picking ». Elle consiste à maintenir une sélection d'environ 150 valeurs avec une rotation d'environ 15 valeurs par mois (dans Digital Stars Europe) choisies au sein d'un univers d'investissement « toutes capitalisations » de 1500 valeurs. Les critères de sélection sont des critères « Momentum » :

- Le Momentum de cours qui est purement comportemental et qui consiste à mettre en avant les valeurs qui présentent la meilleure dynamique boursière court/moyen terme.
- Le Momentum de bénéfice dont l'objet est de révéler les titres qui bénéficient de la meilleure dynamique de révision des perspectives bénéficiaires par le consensus des analystes financiers.

Les critères Momentum de cours et Momentum de bénéfices sont exploités de manière indépendante et agissent tels 2 moteurs autonomes de sélection de titres.

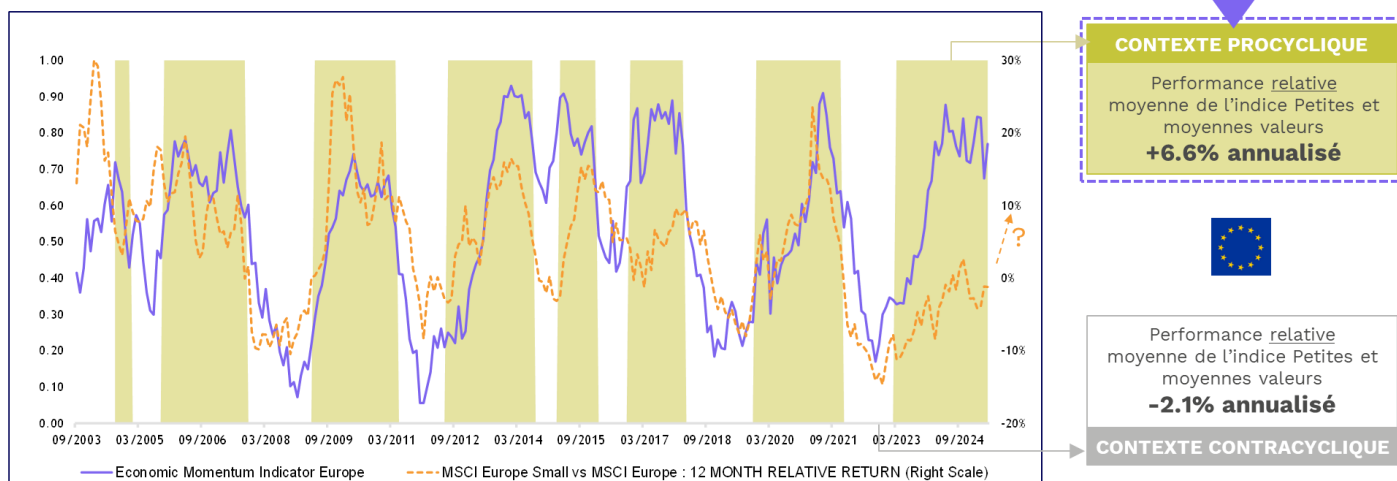
Auquel s'ajoute depuis 2019 un 3eme moteur de sélection (le Momentum hybride IA) qui consiste à exploiter un algorithme d'intelligence artificielle alimenté par l'historique des critères Momentum de cours et Momentum de bénéfice.

L'intérêt d'une telle approche est sa capacité à s'adapter à des environnements de marché évolutifs. A titre d'illustration, début 2020, la stratégie Digital Stars ne sélectionnait que 9% de titres Value tandis que ce pourcentage est aujourd'hui de l'ordre de 35%.

Une construction de portefeuille fondée sur la modélisation du cycle économique et véritablement « All-Caps »

La deuxième étape du process des fonds de la gamme Digital Stars consiste à attribuer à chacune des valeurs sélectionnées une pondération. Cette étape introduite début 2024 dans notre process, consiste à prendre en compte l'environnement cyclique afin de calibrer dynamiquement la pondération du segment petites et moyennes valeurs dont le comportement relatif est procyclique.

Les petites et moyennes valeurs sont procycliques en relatif



Au 31/05/2025, sources Chahine Capital/FactSet. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Ceci n'est pas une recommandation d'investissement.
L'indicateur de Momentum économique est un indicateur propriétaire, qui prend en compte des dernières publications du Chômage, de la production industrielle, des ventes de détail, de la balance commerciale, de l'indicateur avancé du PIB, du PMI industriel, de l'indicateur de confiance des consommateurs, de l'indicateur de confiance des agents économiques.

Dans un environnement considéré comme procyclique (matérialisé par les bandes vertes dans le graphe ci-dessus), les nouvelles valeurs entrantes sont chaque mois équi-reparties. Cela signifie que dans un tel cadre les petites et moyennes valeurs sont surpondérées par rapport à un indice dont la pondération des titres dépend de la capitalisation boursière, privilégiant les méga et grandes capitalisations.

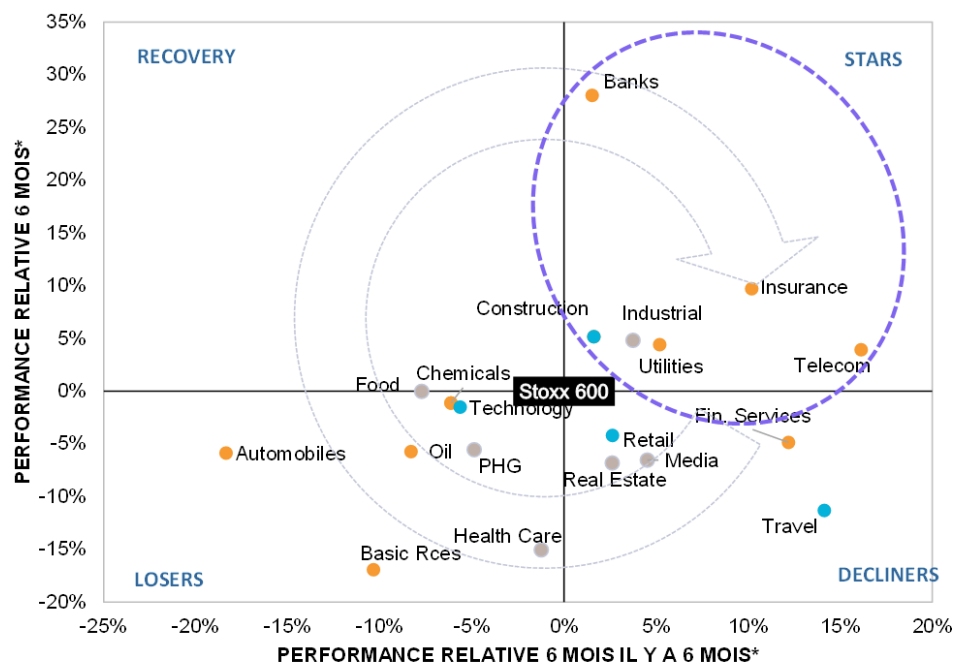
Dans un cadre considéré comme contracyclique, la pondération des titres est déterminée par une optimisation consistant à minimiser la « tracking error » (ou la volatilité de l'alpha) avec l'indice. Cela conduit à une réduction drastique du poids cumulé des petites et moyennes car ces dernières sont très consommatrices de « tracking error ».

En résumé, depuis 2024, le poids des petites et moyennes valeurs est de l'ordre de 40% à 50% dans les environnements procycliques, et de 20% à 25% dans les environnements contracycliques, le solde étant composé de méga et grandes capitalisations.

Positionnement actuel et perspectives

La tendance actuelle est puissante et a fortement contribué à notre génération d'alpha. Dans un contexte procyclique, monétairement accommodant en zone euro, ce sont logiquement les composantes cycliques et la Value qui se distinguent depuis de nombreux mois.

Les secteurs de Momentum sont la Finance, la Value domestique (telecom, Utilities) et l'industrie



*Vs Stoxx Europe 600

Source Factset/Chahine Capital



Au 31/05/2025

Dans ce contexte, les 2 secteurs les plus surpondérés dans la stratégie sont logiquement la Finance (sur-pondération de +11.5%) et l'Industrie (+9.0%), et cela s'est avéré un choix judicieux sur le semestre (MSCI Europe Financials NR + 21.8%, MSCI Europe Industrials NR +14.6%)

SECTOR	Active Weights
Financials	11.5%
Industrials	9.0%
Real Estate	1.4%
Utilities	0.0%
Communication Services	-0.3%
Materials	-0.9%
Information Technology	-1.8%
Energy	-2.2%
Consumer Discretionary	-2.6%
Health Care	-7.0%
Consumer Staples	-7.1%

Digital Stars Europe au 31/05/2025, Pondérations relatives au MSCI Europe

La durée et l'amplitude des tendances en cours sont toutefois assez inhabituelles, ce qui nous amène à penser que nos procédures d'exception de prise de gain (procédure de lissage de point d'inflexion) ont une forte chance d'être déclenchées dans les prochaines semaines. Ces procédures d'exception consistent à mesurer le degré de surchauffe statistique du facteur « Momentum » et peuvent conduire à un repositionnement du portefeuille vers plus d'équilibre en intégrant des valeurs à profil opposé (c'est-à-dire des valeurs d'anti-momentum). Une telle procédure vise à anticiper le retournement tout en réduisant notre pari actif « Momentum ». La dernière fois qu'une telle procédure a été mise en œuvre était en octobre 2020. Cela avait conduit à un repositionnement vers la Value juste avant la découverte des vaccins en novembre 2020 et la puissante rotation vers la Value qui s'en était suivie.

Si une telle procédure devait à nouveau se déclencher, nous intégrerions des titres délaissés, actuellement des titres dans l'agroalimentaire, le luxe, l'automobile, la santé et l'énergie.

Par ailleurs, nous n'excluons pas qu'un virage contracyclique s'opère d'ici la fin de l'année même si un tel virage paraît à ce stade exclu au cours des 3 prochains mois.

Contrairement à ce que l'on peut lire ou entendre régulièrement depuis 18 mois en Europe, le régime procyclique actuel est le plus long régime procyclique observé en Europe depuis 2003. Si le niveau d'activité est relativement bas en absolu, sa dynamique demeure haussière depuis septembre 2022.

Cela impliquerait la mise en application d'une construction de portefeuille basée sur une minimisation de la « tracking error ». Le poids des petites et moyennes valeurs serait divisé par 2, et le poids des secteurs défensifs et visibles, aujourd'hui sensiblement sous-pondérés, serait réhaussé.

Conclusion :

La tendance actuelle est puissante et pourrait encore surprendre dans les prochains mois. Toutefois nous n'excluons pas une inflexion du Momentum vers des titres plus défensifs (agroalimentaire, santé, luxe voire technologie) ou particulièrement bon marché et jusqu'ici délaissés dans l'automobile ou l'énergie, au cours du second semestre.

Par ailleurs, le régime procyclique dans lequel nous évoluons en Europe selon nos indicateurs depuis plus de 2 ans pourrait être « challengé » d'ici la fin de l'année, dans le sillage de ce que l'on observe actuellement aux Etats-Unis.

Autant de potentiels changements de pied du marché que notre processus d'investissement serait à même d'accompagner pour prolonger un historique de performance qui, depuis 1998, démontre la pertinence de notre approche disciplinée et systématique de la gestion actions.

Le présent document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation pour la souscription d'actions dans des fonds dans les juridictions où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée, ou à l'intention de toute personne à laquelle il serait juridiquement interdit de faire une telle offre ou proposition.

La performance future d'un investissement ne peut être déduite des performances passées, la valeur d'un investissement peut en effet monter aussi bien que baisser. Un investissement peut aussi perdre de la valeur du fait de variations des taux de change. J.Chahine Capital ne peut garantir que le capital investi conservera sa valeur ou que celle-ci augmentera.