

STRATEGY OVERVIEW

Désynchronisation temporaire des dynamiques économiques au niveau mondial

Conclusions

Le pic d'inflation, initialement attendu aux États-Unis au 2ème trimestre 2021, aura finalement eu lieu dans le courant de l'été : après être passée de +1,4 % en début d'année à plus de +5,3 % en juin, l'inflation des prix à la consommation a commencé à se stabiliser en juillet. Même si cela reste très supérieur à la cible d'inflation de la Réserve fédérale, le caractère transitoire de la hausse des prix nous amène à penser, comme la FED, qu'elle ne présente pas de véritable risque pour l'économie américaine à ce stade. De fait, les déclarations de J. Powell lors du symposium économique de Jackson Hole ont confirmé notre position : la FED pourrait légèrement resserrer sa politique monétaire à partir de la fin d'année mais aucune rupture brutale ne doit être envisagée. Dans ces conditions, nous réitérons notre conviction qu'un krach obligataire est peu probable à horizon de court, moyen et long terme, et que les taux souverains resteront bas pendant plus longtemps qu'anticipé, rendant soutenables les niveaux de valorisation des marchés actions actuels.

À l'inverse de la Chine et des États-Unis, la zone euro (et plus largement l'Union européenne) a connu une deuxième vague de récession lors du T4-2020, avec une baisse de -0,6 % du PIB réel en variations trimestrielles annualisées. Parmi les principales zones économiques mondiales, elle est donc la dernière à avoir sorti la tête de l'eau. Conséquence, l'optimisme est de mise chez les directeurs d'achat et l'économie européenne va également pouvoir compter sur le soutien budgétaire européen, qui devrait installer plus solidement une reprise ayant surtout donné des signaux contradictoires jusqu'alors. Autant dire qu'aucun changement de politique monétaire n'est à attendre actuellement, encore moins que pour la FED. Cela conforte encore un peu plus notre scénario de « japonisation » de l'Europe.

Temporaire, la montée de l'inflation ne constitue pas un risque majeur pour les économies de grande taille. En revanche, elle pourrait durement impacter les pays émergents les moins favorisés. Si la Chine sort du lot, c'est parce qu'elle parvient de mieux en mieux à se couvrir contre le risque inflationniste et que le degré de maturité de son économie l'apparente désormais plus à un pays riche qu'à un pays émergent. Pour que la Chine déraile, il faudrait une accélération du processus de régulation du partage de la valeur ajoutée en interne, ce qui nous paraît peu probable à court terme, les autorités s'efforçant d'abord de reprendre la main sur les grands *trusts* chinois.

Les trimestres se suivent et la microéconomie continue d'afficher une résilience à toute épreuve, plus particulièrement aux États-Unis. En effet, la saison des publications du deuxième trimestre affiche des chiffres records : 97 % des sociétés composant le S&P 500 ont publié à ce jour et ces dernières affichent une croissance bénéficiaire de +93,8 % en agrégé, ce qui amènerait l'indice complet (en ajoutant les 3 % n'ayant pas encore publié) à une hausse de +91,9 % ! Soit des chiffres bien plus élevés que ce qui était encore prévu par les analystes à la fin juin quand ces derniers n'anticipaient qu'une hausse de +63,0 % des bénéfices pour le T2.

Les indices actions continuent leur inexorable ascension : en effet depuis notre précédente lettre, les marchés américains et européens ont respectivement rebondi de +5 % et +4 % (en monnaies locales). Ceci est à mettre en relation avec le reflux important de taux observé depuis la fin juin. A cela vient s'ajouter le fait que les perspectives bénéficiaires ont poursuivi leur dynamique haussière avec une année 2021 qui a été considérablement revue à la hausse. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique toujours qu'une consolidation est possible sur les marchés américains. Nous continuons donc de surpondérer les actions européennes par rapport aux actions américaines.

Michaël Sellam

L'inflation commence à plafonner aux États-Unis

Le pic d'inflation, initialement attendu aux États-Unis au 2^{ème} trimestre 2021, aura finalement eu lieu dans le courant de l'été : après être passée de +1,4 % en début d'année à plus de +5,3 % en juin, l'inflation des prix à la consommation a commencé à se stabiliser en juillet en perdant 4 points de base par rapport au mois précédent. Même si cela reste très supérieur à la cible d'inflation de la Réserve fédérale, le caractère transitoire de la hausse des prix nous amène à penser, comme la FED, qu'elle ne présente pas de véritable risque pour l'économie américaine à ce stade.

En effet, même s'il existe des tensions sur le marché du travail aux États-Unis en termes de recrutement : 27 % des entreprises interrogées en juillet par la Fédération nationale des entreprises indépendantes (NFIB) avaient l'intention de recruter à l'horizon de 3 mois, soit un plus haut historique, et plus d'une entreprise sur dix estimait récemment rencontrer des difficultés de recrutement, d'autres indicateurs nous montrent qu'il reste du temps avant de pouvoir considérer que l'économie américaine soit sortie du sous-emploi et que le risque d'inflation de second tour soit élevé.

La volonté d'embaucher n'a quasiment jamais été aussi forte qu'actuellement aux États-Unis

Hiring Plans in the next 3 Months - United States
(% of firms surveyed)

Chahine Capital



Source: FactSet

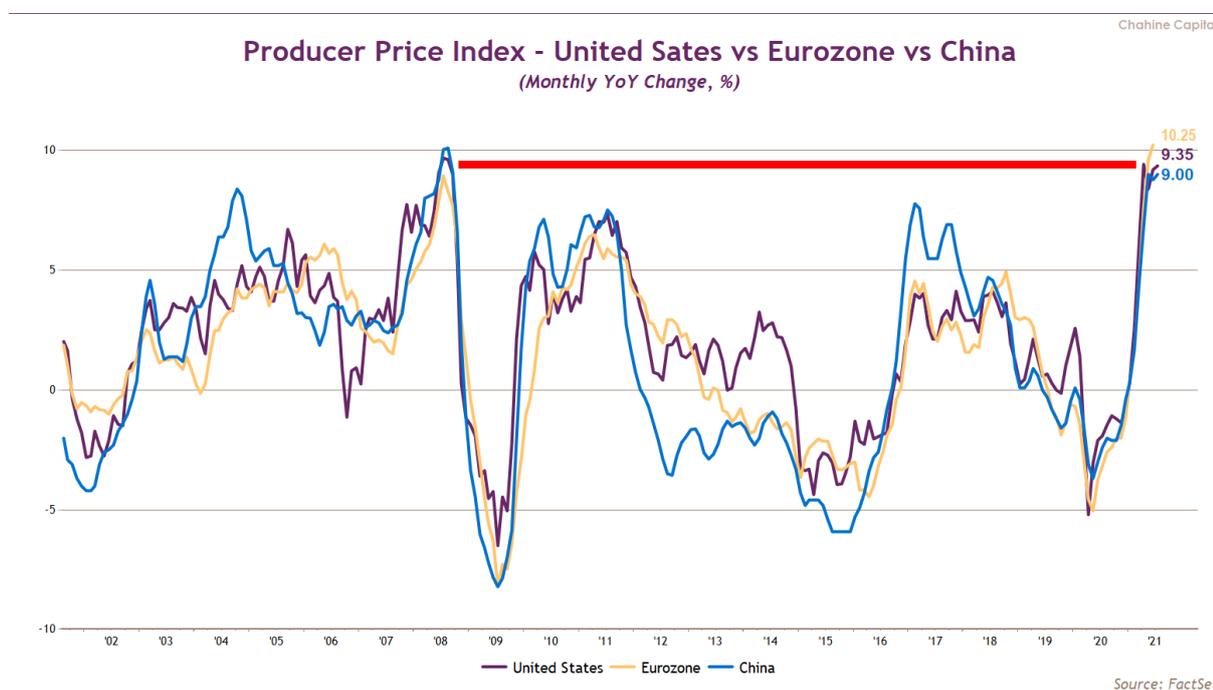
D'une part, le taux d'utilisation des capacités de production n'atteignait que 75,4 % au début de l'été. D'autre part, même si le taux de chômage est tombé à 5,9 % au T2, le chômage recalculé (tenant compte des chômeurs déprimés et des emplois précaires) reste élevé, à 11,7 % en juillet. Dans un contexte où le taux de participation à la main-d'œuvre reste extrêmement bas, à 61,7 % en juillet (il faut remonter à l'époque des chocs pétroliers pour observer de tels taux), vous comprenez qu'il nous paraît prématuré de parler d'ores et déjà de « plein emploi » aux États-Unis.



La hausse des coûts de production pourrait finir par mettre les marges sous pression

À l'instar des autres grandes zones économiques mondiales (cf. graphique ci-dessous), les prix à la production américains flambent à +9,4 % en juillet, niveau qui n'avait pas été observé depuis 2008. Pour le moment, cette hausse est surtout absorbée par la réduction des stocks de matières premières comme de produits finis des entreprises américaines, respectivement à hauteur de -88,3 Mds \$ au T1 et de -165,9 Mds \$ au T2. Si l'impact est ainsi absorbable pour l'instant, la poursuite de la hausse des prix à la production (ce qui n'est toutefois pas notre scénario central pour les mois à venir) pourrait finir par impacter négativement les marges des entreprises américaines, entraînant alors les premières déceptions sur le front de la microéconomie depuis bien longtemps.

Les prix à la production flambent mais se répercutent peu sur la consommation ou sur les marges des entreprises



La politique monétaire américaine ne changera qu'à la marge

Comme prévu, les déclarations de J. Powell lors du symposium économique de Jackson Hole ont confirmé notre position : la FED pourrait légèrement resserrer sa politique monétaire à partir de la fin d'année mais aucune rupture brutale ne doit être envisagée. La FED souhaite ainsi clairement prolonger encore sa politique monétaire expansionniste afin de stimuler une croissance qui, si elle est déjà réellement soutenue (+6,3 % au T1-2021 et +6,5 % au T2, en variations trimestrielles annualisées) ne traduit toujours pas une situation de surchauffe, en raison de la faible utilisation des capacités de production et du sous-emploi. Dans ces conditions, nous réitérons notre conviction qu'un krach obligataire est peu probable à horizon de court, moyen et long terme, et que les taux souverains resteront bas pendant plus longtemps qu'anticipé, rendant soutenable les niveaux de valorisation des marchés actions actuels.



Les démocrates auront du mal à aller plus loin en termes de politique budgétaire

La situation actuelle de l'inflation pourrait jeter le doute dans l'esprit des législateurs américains qui vont devoir finir de statuer, à la rentrée, sur le plan de relance d'infrastructure de Joe Biden. Pour rappel, la politique de relance de l'administration Biden est scrutée à la loupe depuis que l'économiste Larry Summers, dans le célèbre débat qu'il a eu avec Paul Krugman à Princeton en février dernier, a pointé son potentiel caractère inflationniste.

Le 10 août, le Sénat américain a enfin donné son aval pour un plan budgétaire bipartisan de rénovation des infrastructures et de relance verte à hauteur de 1 200 Mds \$. S'il faut encore attendre la validation de la Chambre des représentants (qui ne rendra certainement pas son verdict final avant le 4^{ème} trimestre), celui-ci sera très certainement positif même si les législateurs américains auront dorénavant le risque inflationniste à l'esprit. De la sorte, la tâche risque d'être beaucoup plus compliquée pour les Démocrates qui envisagent, unilatéralement cette fois, un complément pour le plan budgétaire à hauteur de 3 500 Mds \$... Clairement, ce subsidia-là va totalement dépendre de la tournure que prendront les événements.

L'Europe devrait rattraper une partie de son retard, même si la consommation devrait rester limitée

À l'inverse de la Chine et des États-Unis, la zone euro (et plus largement l'Union européenne) a connu une deuxième vague de récession lors du T4-2020, avec une baisse de -0,6 % du PIB réel en variations trimestrielles annualisées (-0,4 % pour l'UE-27), puis du T1-2021 avec -0,3 % (-0,1 % pour l'UE-27). Parmi les principales zones économiques mondiales, elle est donc la dernière à avoir sorti la tête de l'eau. Fort heureusement, le T2-2021 a permis de renouer avec la croissance : +2 % en zone euro (+1,9 % au sein de l'UE-27). D'une certaine manière, cela explique la légère désynchronisation de la dynamique économique observée entre les grandes zones, la Chine et les États-Unis étant clairement en avance de cycle par rapport au Vieux Continent.

Conséquence, l'optimisme est de mise chez les directeurs d'achat : les indices PMI se maintiennent ainsi sur leurs plus hauts historiques dans la zone euro (cf. graphique ci-dessous), à 59,7 en août pour le PMI des services quand le PMI manufacturier se monte quant à lui à 61,3. Il faut ainsi s'attendre à de meilleurs chiffres dans les mois qui viennent concernant la production industrielle après les replis constatés avant l'été (-1,1 % en mai, en glissement mensuel, et -0,3 % en juin).

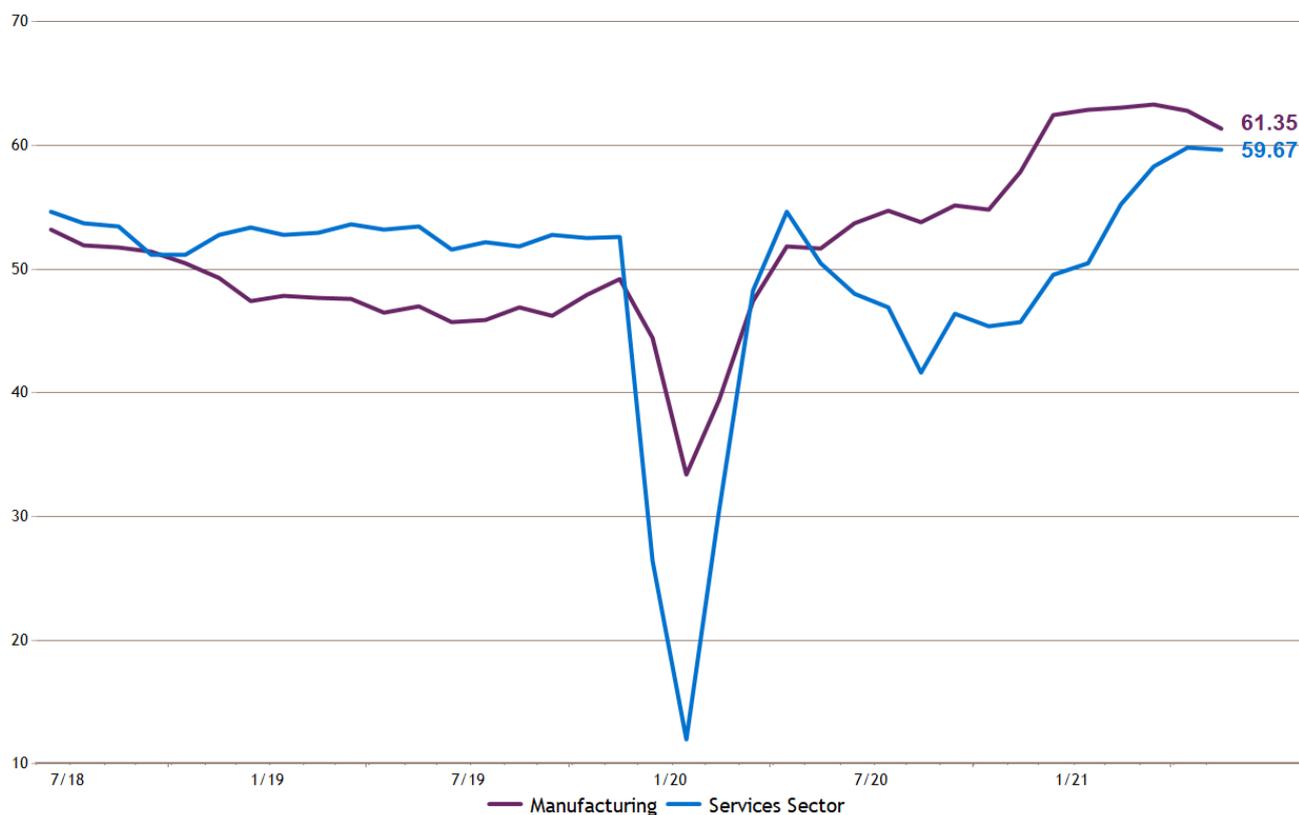
L'économie européenne va également pouvoir compter sur le soutien budgétaire européen, qui devrait installer plus solidement une reprise ayant surtout donné des signaux contradictoires jusqu'alors. En effet, les premiers versements (qui représentent 13 % de préfinancement) du plan de relance *Next Generation EU* de la Commission européenne, effectués aux alentours de la mi-août, devraient permettre à l'économie européenne d'accélérer sa reprise. Dans le détail, les montants s'élèvent ainsi à 24,9 Mds € pour l'Italie, à 9 Mds € pour l'Espagne, à 5,1 Mds € pour la France, ainsi qu'à 2,25 Mds € pour l'Allemagne.



L'Europe, en retard de cycle, devrait mieux se comporter au second semestre

Chahine Capital

PMI Index - Eurozone



Source: FactSet

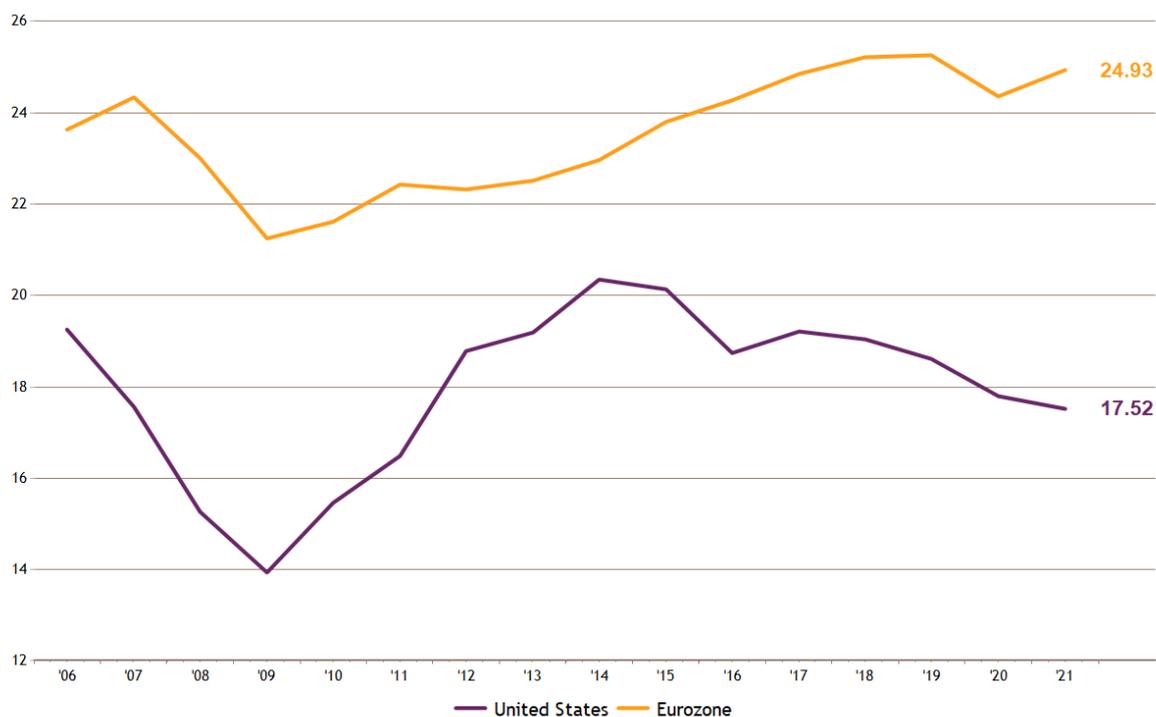
La capacité des autorités à stimuler la demande devrait malheureusement rester limitée, dans une Europe qui affiche de longue date un excès d'épargne (cf. graphique ci-dessous). Les ménages de la zone euro ont ainsi épargné près de 22 % de leur revenu disponible au T2-2021, l'écart entre le taux d'épargne entre l'Europe et les Etats-Unis atteignant un record à près de 7,5 % du PIB. Dans ces conditions, il n'est pas surprenant de constater que l'inflation des prix à la consommation (à 2,2 % en juillet avec une inflation de long terme qui reste très contenue à 0,7 %) soit moins vive qu'aux États-Unis. Dans un contexte où la Covid-19 n'a pas disparu, où le taux de chômage atteint encore 7,7 % en zone euro, où la pression fiscale est très élevée (à près de 42 % du PIB en zone euro fin 2020 contre moins de 26 % aux États-Unis), les ménages européens restent inquiets. Ils préfèrent investir dans les actifs (surtout immobiliers, au T1-2021 les prix des logements ont augmenté de +5,8 % dans la zone euro en glissement annuel et cela devrait encore s'accélérer tout au long de l'année) plutôt que consommer. Imaginer que les choses changent dans les mois qui viennent nous paraît un pari bien hasardeux...



En raison d'un excès d'épargne dans la zone euro, l'inflation va y demeurer plus faible qu'aux États-Unis

Chahine Capital

Gross National Savings - United States vs Eurozone (% of GDP)



Source: FactSet

Conscient du manque d'entrain des ménages européens, le Conseil des gouverneurs de la BCE a modifié début juillet son objectif d'inflation, le rendant désormais « symétrique » : celui-ci doit toujours rester autour de 2 %, mais il peut maintenant dépasser ce taux. Auparavant, l'objectif d'inflation devait rester « inférieur à, mais proche de 2 % ». Des pics d'inflations, qui s'éloigneraient plus largement de cet objectif, pourront même être tolérés à condition qu'ils soient limités dans le temps. Et les taux directeurs de la BCE resteront inchangés tant que l'objectif d'inflation ne sera pas durablement atteint. Autant dire qu'aucun changement de politique monétaire n'est à attendre actuellement, encore moins que pour la FED. Cela nous conforte encore un peu plus notre scénario de « japonisation » de l'Europe.

Attention aux émergents hors Chine, qui pourraient souffrir de la hausse des coûts de production

Temporaire, la montée de l'inflation ne constitue pas un risque majeur pour les économies de grande taille. En revanche, elle pourrait durement impacter les pays émergents les moins favorisés. De la sorte, au milieu du T2, l'inflation sous-jacente est montée à 4,5 % dans les pays émergents (hors Chine) quand elle est restée contenue à moins de 1 % en Chine. Pour contrer cette hausse, la Banque centrale de Russie a relevé son principal taux directeur à 6,5 % (taux qui était le sien en octobre 2019) et celle du Brésil, à 4,25 % (contre 3,5 % précédemment), remettant la lutte contre l'inflation sur le devant de la scène au détriment du soutien de l'économie.

Le Brésil et la Russie voient leur taux s'envoler

Chahine Capital

10-year bond rate - BRIC



Source: FactSet

Si la Chine sort du lot, c'est parce qu'elle parvient de mieux en mieux à se couvrir contre le risque inflationniste et que le degré de maturité de son économie l'apparente désormais plus à un pays riche qu'à un pays émergent. La Chine a notamment su régler son problème de sécurité alimentaire : l'inflation alimentaire est tombée à -3,7 % en juillet (contre 13,2 % un an plus tôt, après un pic à près de 22 % à l'hiver 2020). Pour ce faire, la Chine a construit de gigantesques porcheries (pour rappel, l'apport protéique de la population chinoise est majoritairement dû à la viande de porc) et a ainsi réglé un problème qui durait depuis les épisodes de peste porcine de 2018.

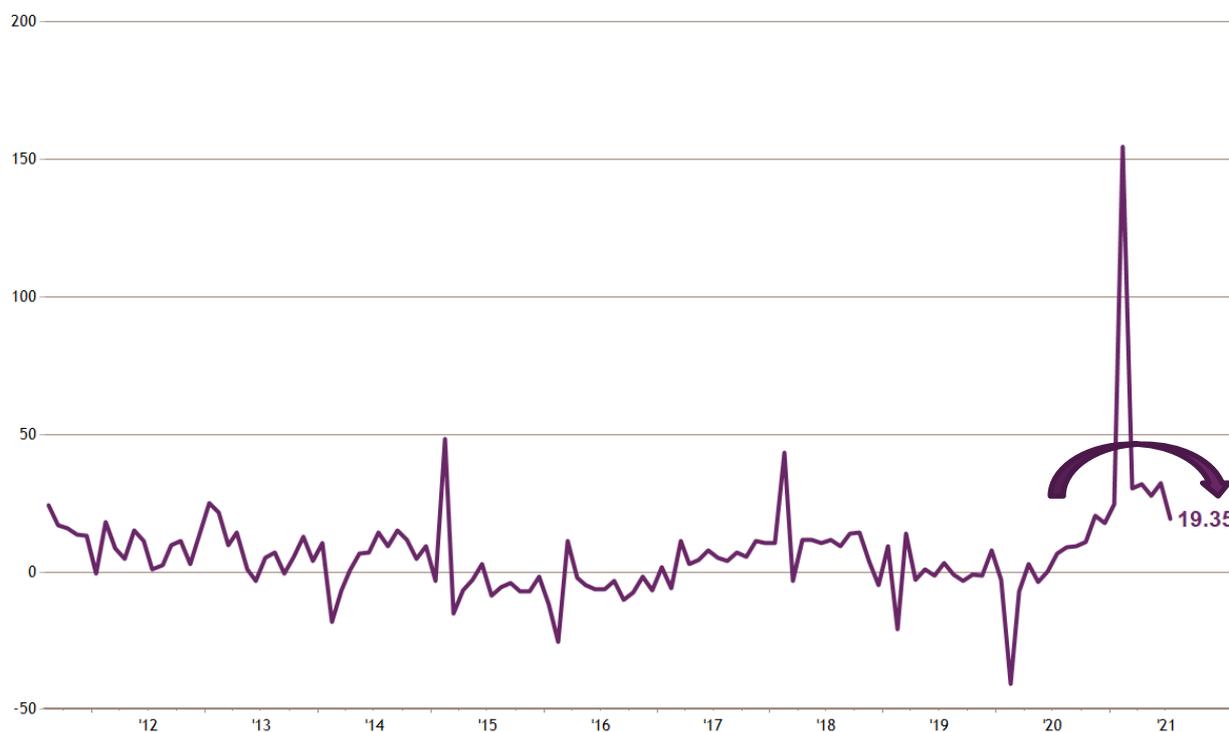


Les exportations chinoises ralentissent un peu, mais après avoir atteint une expansion stratosphérique !

Chahine Capital

Trade: evolution of exports - China

(Monthly YoY Change, %)

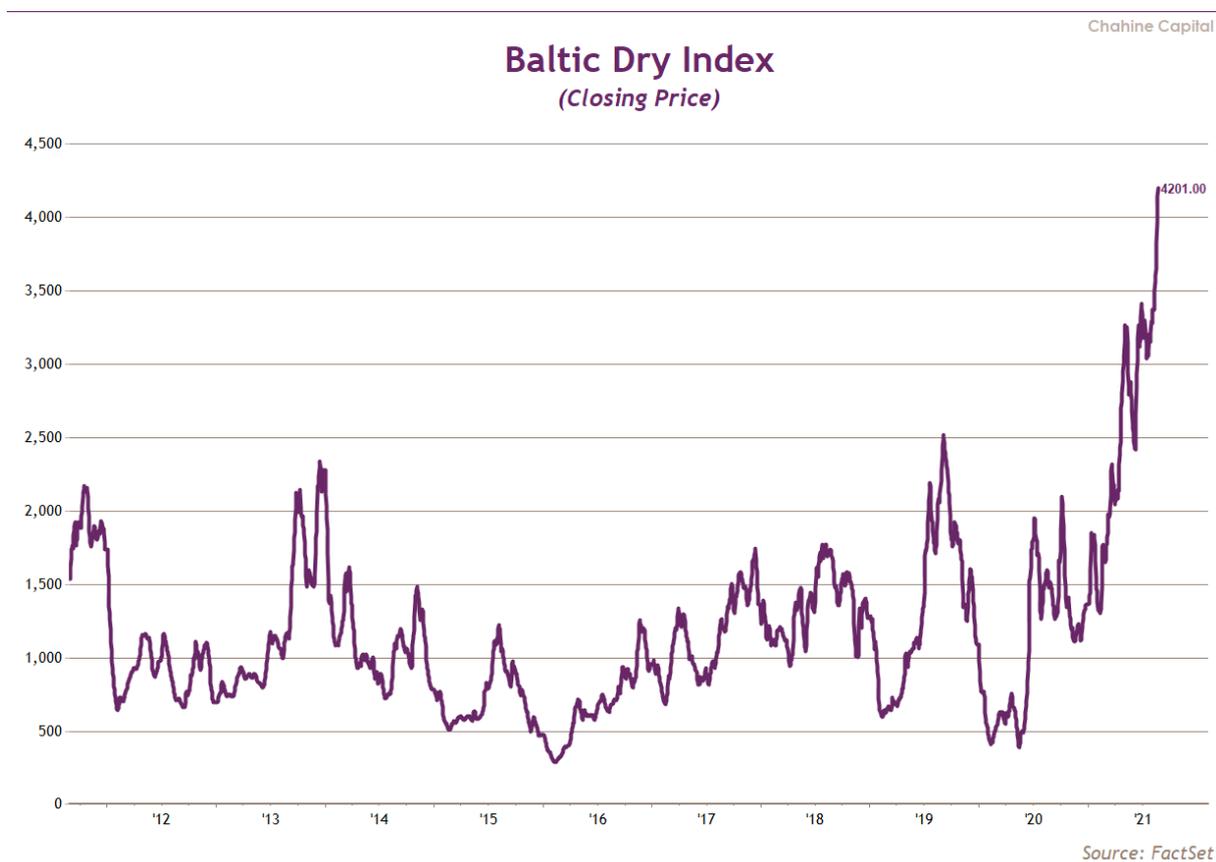


Source: FactSet

Un temps, des nuages sombres ont semblé s'accumuler sur l'Empire du Milieu, notamment avec les inondations de Zhengzhou (capitale de la province du Henan), qui ont fait plusieurs centaines de victimes parmi la population et provoqué des dégâts considérables, ou encore en raison de percées sporadiques de Covid 19. Pourtant, il est à noter que le 1^{er} semestre 2021 a été très bon : le PIB réel a augmenté de +18,3 % au T1 et de +7,9 % au T2, en variations annuelles. Et si, effectivement, la croissance pourrait bien marquer une légère décélération avec le variant Delta et le ralentissement des exportations chinoises, la situation reste très loin de la catastrophe ! Les indicateurs conjoncturels traduisent surtout le fait que le pays est en avance de cycle par rapport aux autres grandes places mondiales (le PMI manufacturier s'est contracté à 49,2 en août, contre 50,3 en juillet, quand le PMI des services s'est maintenu à un solide 54,9 en juillet). Pour que la Chine déraile, il faudrait une accélération du processus de régulation du partage de la valeur ajoutée en interne, ce qui nous paraît peu probable à court terme, les autorités s'efforçant d'abord de reprendre la main sur les grands *trusts* chinois (cf. notre lettre du mois de juillet).



Les coûts de transport, notamment maritimes, fragilisent la situation des émergents



En revanche, les Émergents à fort contenu en importations sont à surveiller. Ceux-ci pourraient être tentés de limiter, voire de stopper temporairement, leurs exportations si la hausse du prix des intrants (depuis février, les matières premières industrielles ont encore gagné près de +15 %) et celle des coûts de transport (ici encore, la Chine se démarque avec sa stratégie payante de parier pour partie sur le rail, avec le transsibérien) ne peut pas être répercutée *in fine* sur les prix à la consommation. Cela serait évidemment dommageable pour leur reprise économique, nous amenant à rester prudents vis-à-vis de ces zones. Il convient à ce titre de noter que le coût du transport maritime, qui n'a pourtant pas cessé d'augmenter depuis 2020, vient encore de connaître une récente flambée : fin août, le Baltic Dry Index dépasse 4 200 points, gagnant ainsi plus de +31 % en un mois (cf. graphique ci-dessus). De tels niveaux n'avaient pas été observés depuis 2009... Dans les mois à venir, nous surveillerons de très près à la fois l'évolution des taux de change et des taux souverains des émergents hors Asie qui, s'ils déraillaient, pourraient être un véritable facteur de déstabilisation de l'économie mondiale.

Prévisions de croissance : vers la convergence globale ?

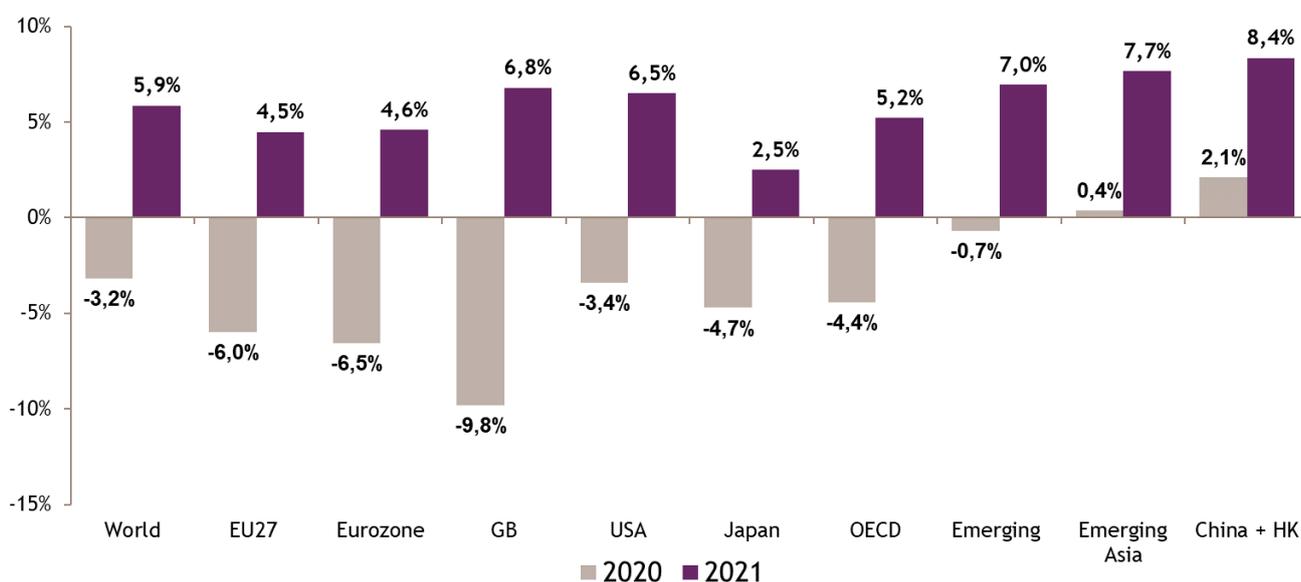
Les prévisions de croissance pour 2021 ont quelque peu évolué durant la période estivale. La position des économies avancées se trouve affermie et celle des émergents, dégradée. De la sorte, la croissance mondiale est revue à la hausse de 10 bp, à +5,9 %. La Chine reste selon toute vraisemblance la grande gagnante de l'après-Covid avec +8,4 % de PIB réel. Les États-Unis (+6,5 %) et la zone euro (+4,6 %) voient quant à eux leurs prévisions s'améliorer en raison de la mise en œuvre de leurs plans de relance. En revanche, les anticipations sont en baisse pour les émergents d'Asie (+7,7 %), comme pour les autres émergents (+7,0 % contre



7,1 %) en raison des nouvelles dynamiques de la pandémie et des inégalités d'accès aux vaccins. La situation pourrait encore s'aggraver pour ces derniers si les problèmes liés à l'inflation étaient amenés à durer.

Des prévisions de croissance revues à la hausse pour les économies avancées et à la baisse pour les émergents

2020-21 GDP Growth Forecast of major Geographic zones



Source: IMF, FactSet, Chahine Capital

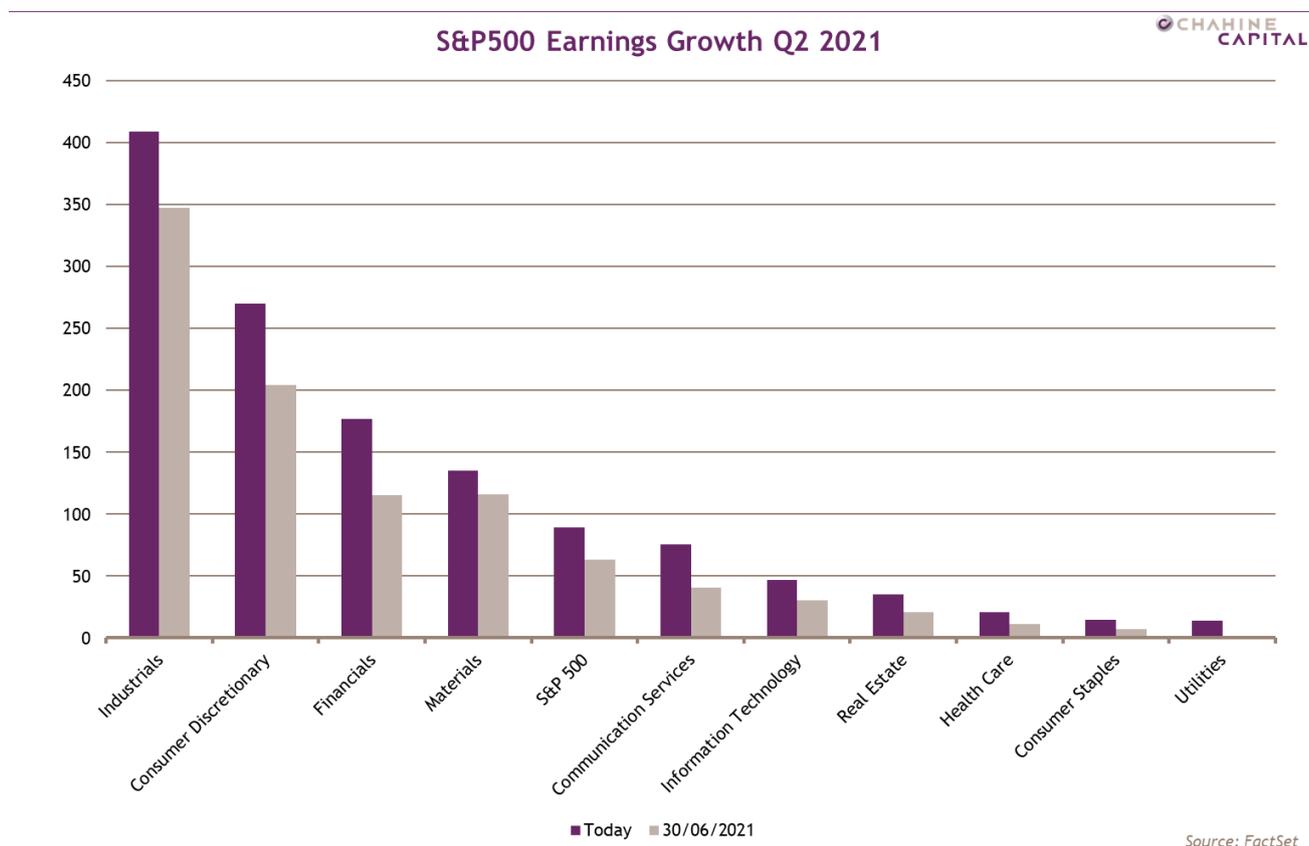
Le deuxième trimestre 2021 a largement dépassé les prévisions des analystes, mais la tendance peut-elle perdurer ?

Les trimestres se suivent et la microéconomie continue d'afficher une résilience à toute épreuve, plus particulièrement aux États-Unis. En effet, la saison des publications du deuxième trimestre - qui touche à sa fin - affiche des chiffres records : 97 % des sociétés composant le S&P 500 ont publié à ce jour et ces dernières affichent une croissance bénéficiaire de +93,8 % en agrégé, ce qui amènerait l'indice complet (en ajoutant les 3 % n'ayant pas encore publié) à une hausse de +91,9 % ! Soit des chiffres bien plus élevés que ce qui était encore prévu par les analystes à la fin juin quand ces derniers n'anticipaient qu'une hausse de +63,0 % des bénéfices pour le T2. Ce deuxième trimestre marque donc la plus forte hausse observée depuis la crise des subprimes et le rebond connu lors du T4 2009 (+108,9 % à l'époque). Si l'on ajoute à cela le fait que 86,1 % des sociétés qui ont publié ont battu le consensus en termes de BPA - soit la plus forte valeur affichée par cette métrique depuis que FactSet a commencé à la publier en 2008 - les sociétés composant le S&P 500 ont publié des bénéfices en moyenne 16,4 % plus élevés que les prévisions des analystes !

Sur le plan sectoriel, ce deuxième trimestre continue de faire la part belle aux secteurs ayant le plus souffert au cours de l'année 2020 et marque enfin le rebond notable du secteur de l'énergie (même si aucune croissance bénéficiaire n'est calculable car le secteur affichait des pertes au T2 2020) notamment grâce au net rebond des prix du pétrole qui étaient en moyenne de 66,2 \$ le baril au T2 2021 contre 28,0 \$ au T2 2020, soit un différentiel de +136 %.



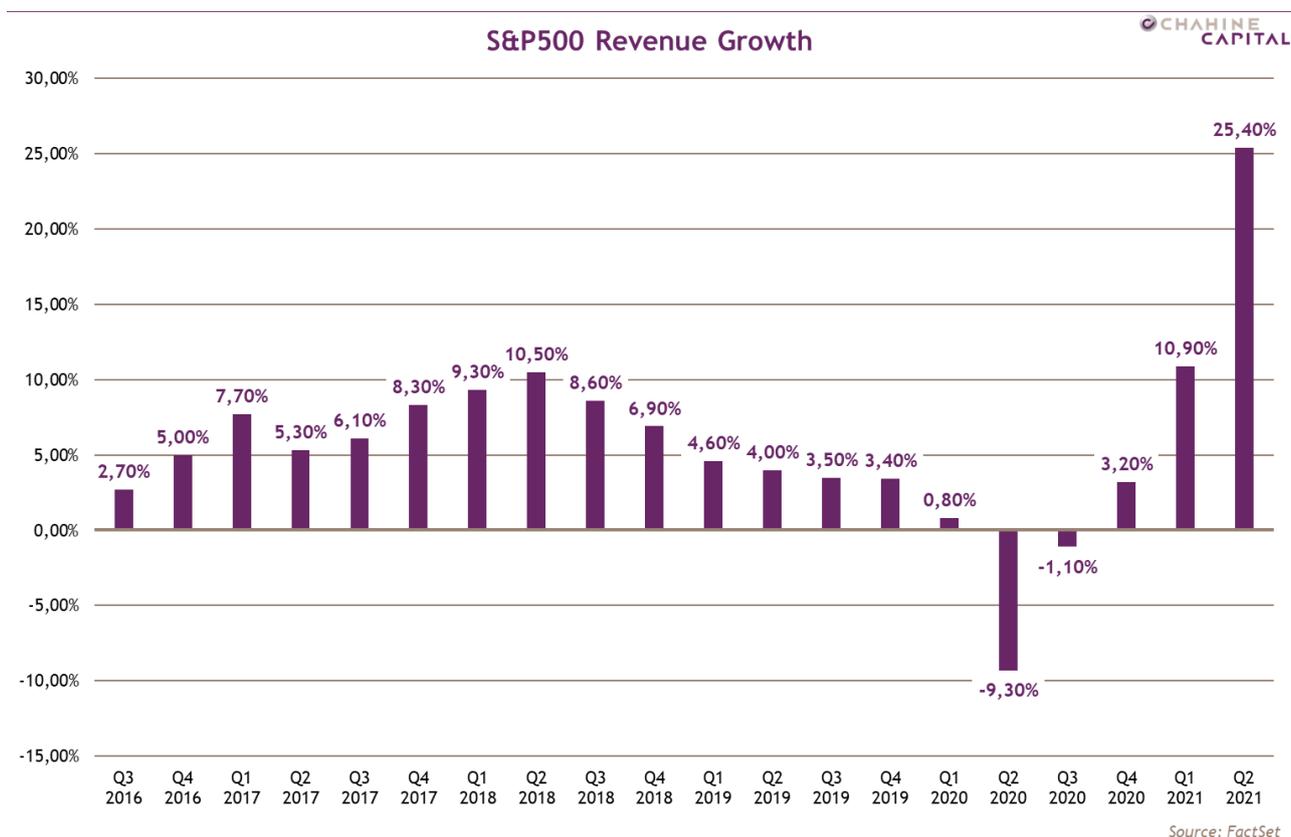
Un T2 2021 qui marque la continuité du rebond des secteurs pénalisés par la crise de la Covid-19 en 2020



Les données en provenance des chiffres d'affaires sont toutes aussi reluisantes : les sociétés composant le S&P 500 affichent une croissance du chiffre d'affaires de +25,4 % au T2, soit la plus forte hausse observée depuis 2008 (année depuis laquelle FactSet publie cette donnée). Bien évidemment, cette hausse s'explique par l'effet de base important lié à la forte baisse du chiffre d'affaires de nombreux secteurs au T2 2020, au pire de la crise de la Covid-2019, lorsque de nombreux confinements étaient encore en vigueur. L'ensemble des secteurs affichent bien évidemment une hausse de leur chiffre d'affaires au T2 et la plus forte hausse est à mettre au profit du secteur de l'énergie, avec une hausse à 3 chiffres (+112,8 %) !



Un rebond record du chiffre d'affaires qui s'explique par un effet de base important à la suite des confinements liés à la Covid-19

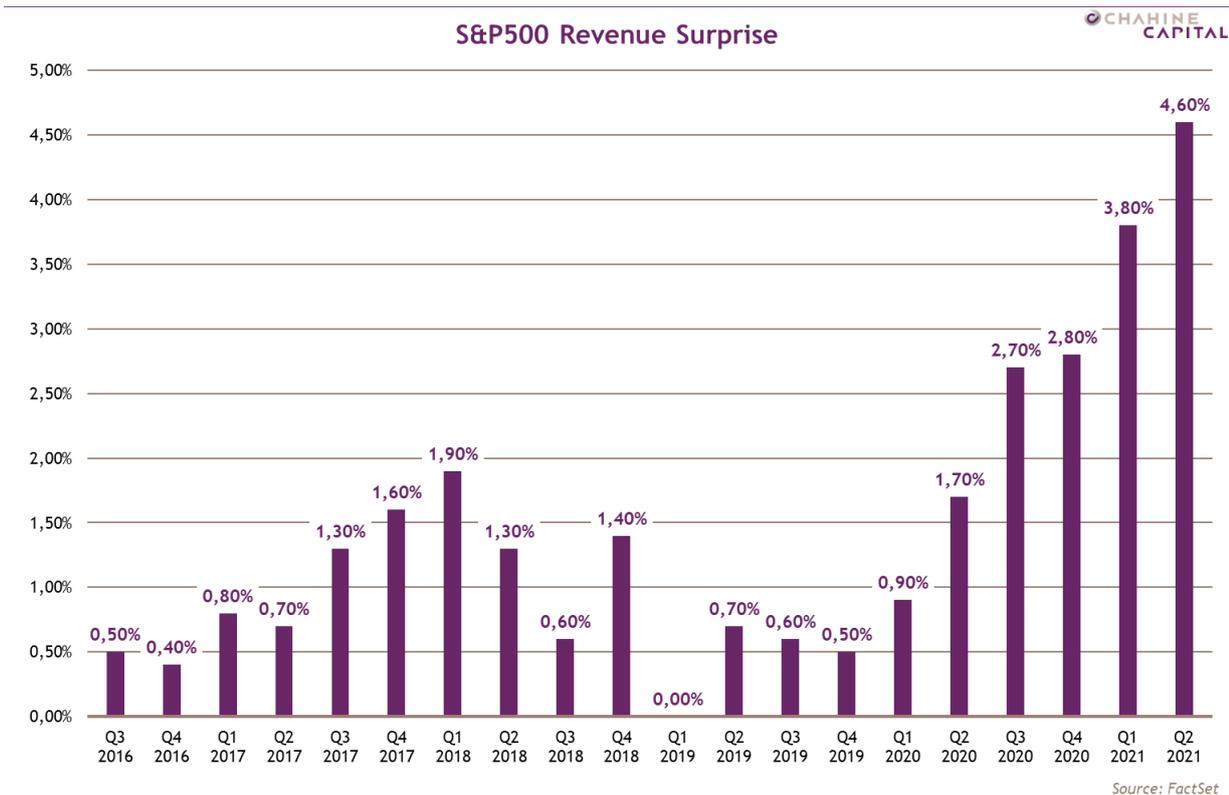


Dans le détail, 87 % des sociétés ayant publié affichent un chiffre d'affaires supérieur aux prévisions des analystes (soit la plus haute valeur affichée depuis 2008, date à partir de laquelle FactSet publie cette donnée) et en agrégé cela représente une *surprise*¹ positive de +4,6 % par rapport aux estimations. De plus, l'intégralité des secteurs affiche des *surprises* positives, avec le secteur de l'énergie en tête.

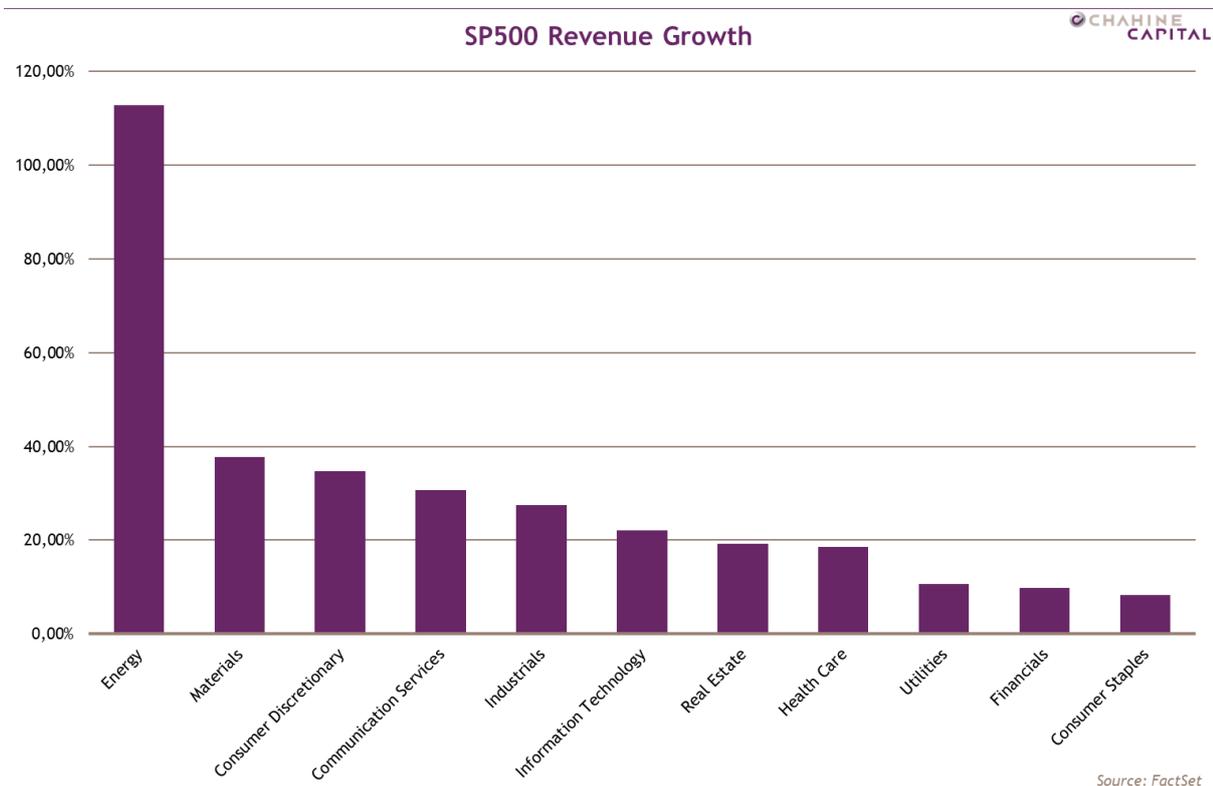
¹ Pour rappel, la surprise correspond au différentiel entre la donnée publiée par une société et la donnée estimée par le consensus la veille de la publication des résultats par ladite entreprise. Une surprise est dite positive si la société publie une donnée supérieure au consensus et négative dans le cas contraire.



Les analystes ont largement sous-évalué le rebond au T2 2021

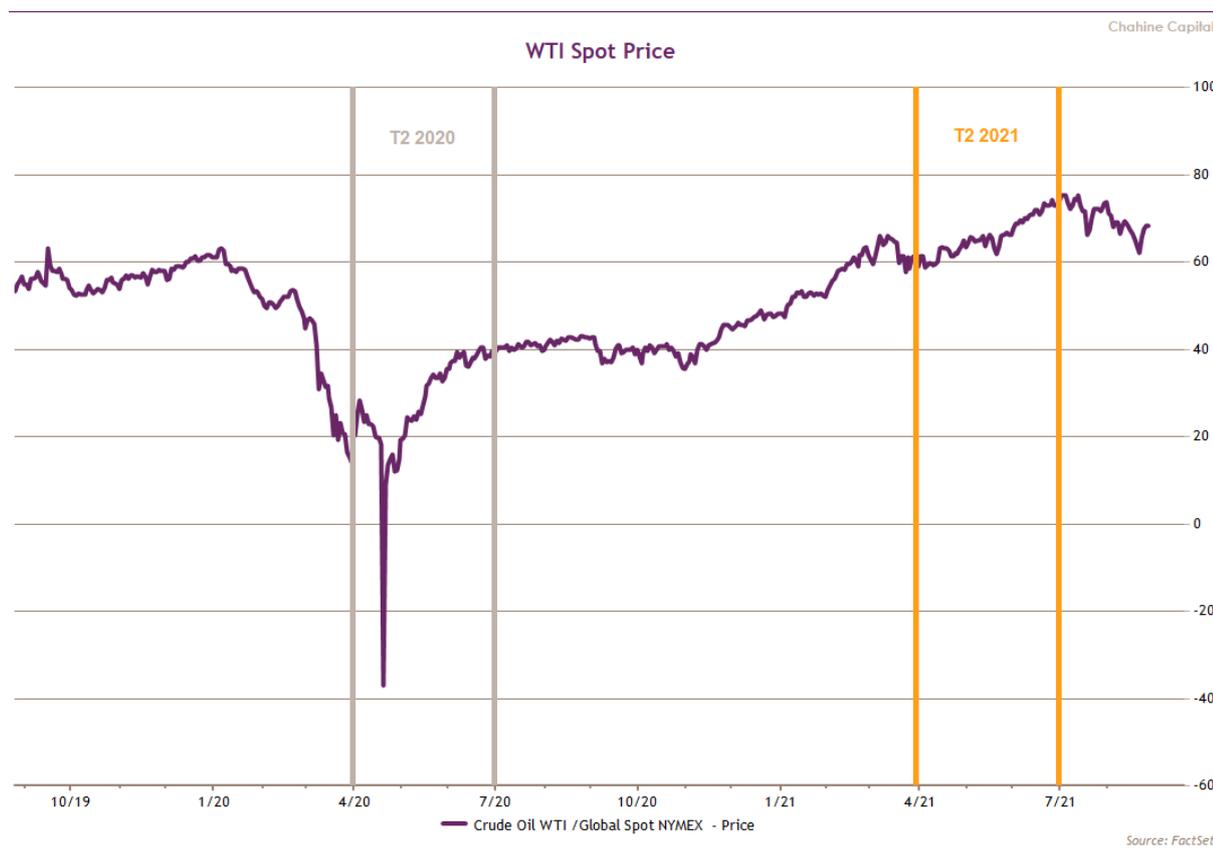


Le secteur de l'énergie tire enfin son épingle du jeu après plusieurs trimestres de disette





Le fort rebond du pétrole explique le rebond actuel du secteur de l'énergie

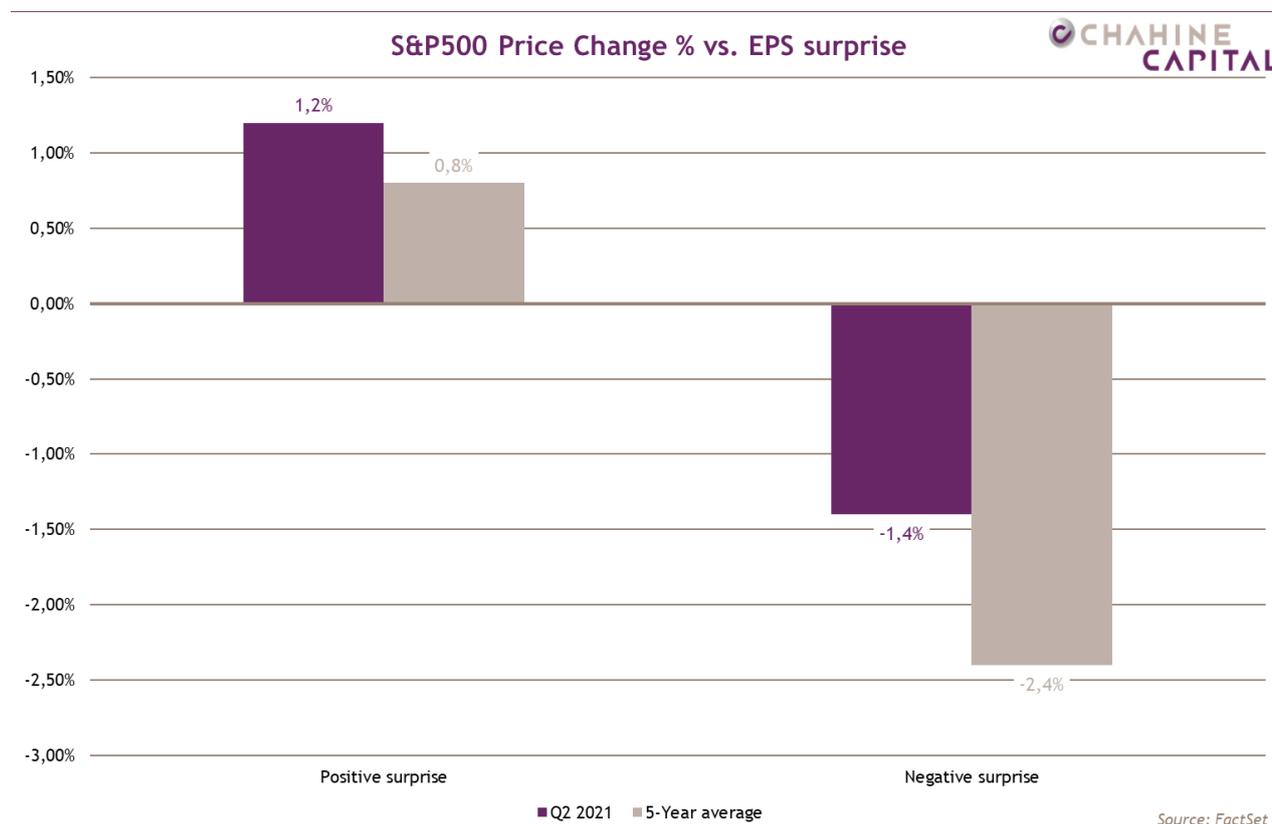


Dans le contexte actuel toujours haussier des marchés actions, ces bons résultats ont été salués par les investisseurs. En effet, si la hausse totale de l'indice S&P 500 reste contenue (+4,4 % depuis le 30/06/2021) au vu des excellents chiffres affichés, les investisseurs ont d'avantage récompensé les *surprises* positives qu'à l'accoutumé en faisant progresser les cours boursiers des entreprises de +1,2 %² (contre +0,8 %² en moyenne au cours des 5 dernières années). Et cela est également vrai pour les sociétés affichant des *surprises* négatives : les investisseurs ont ainsi moins pénalisé ces sociétés qu'à l'accoutumée avec une baisse de seulement -1,4 %² (contre -2,4 %² en moyenne au cours des 5 dernières années).

² Variation du cours boursier calculée entre +2 jours et -2 jours par rapport à la date de publication des résultats de l'entreprise.



Les investisseurs ont d'avantage récompensé les bons élèves que pénalisés les mauvais par rapport à l'accoutumée



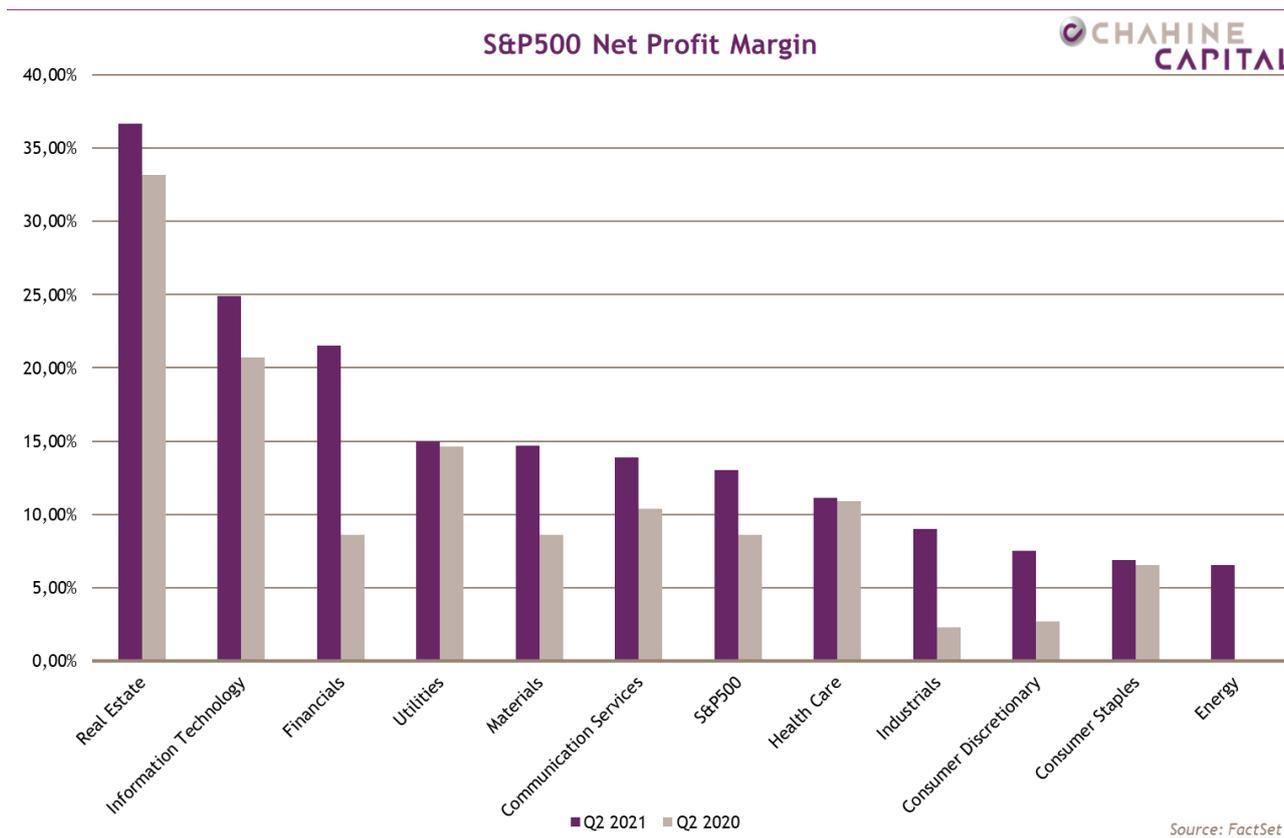
Du côté de la marge nette, celle-ci reste très bien orientée et atteint même 13,0 % en agrégé pour l'ensemble des sociétés du S&P 500 (soit la plus forte marge nette depuis 2008, année à partir de laquelle FactSet a commencé à fournir cette donnée). Sur le plan sectoriel, l'intégralité des secteurs a, ou va, publier une marge nette en hausse par rapport au T2 2020. La plus forte hausse est à attribuer au secteur financier, et plus spécifiquement au secteur bancaire, via un effet de base simple lié aux provisions réalisées par les banques lors de la crise de la Covid-19. Nous avons déjà abordé ce sujet lors de nos précédentes lettres et rappelons que cet effet de base positif devrait disparaître d'ici le T4 2021.

On notera également la toujours très bonne tenue du secteur de la technologie qui affiche encore des marges stratosphériques (près de 25 % au T2 2021), ce qui permet au secteur d'afficher l'un des Business Model les plus rentables. Il nous semble donc toujours pertinent de souligner - comme nous le faisons depuis de nombreux mois - que les nombreux discours *bearish* qui fleurissent depuis un moment maintenant ne semblent pas pertinent car trop précurseurs (avoir raison trop tôt est souvent préjudiciable dans le monde financier). En effet, tant que les règles du jeu les concernant n'auront pas évolué dans les faits, nous estimons soutenables les niveaux de valorisation, certes élevés, des acteurs du secteur, GAFAM en tête, d'autant plus dans un contexte de taux d'intérêt structurellement faibles. Surtout qu'il est inimaginable de voir les indices actions américains continuer de progresser sans ce secteur (on rappellera que les FAANGM³ représentent 26 % de la capitalisation boursière du S&P 500 !).

³ FAANGM : Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google (Alphabet) et Microsoft.



Les marges des entreprises restent très bien orientées

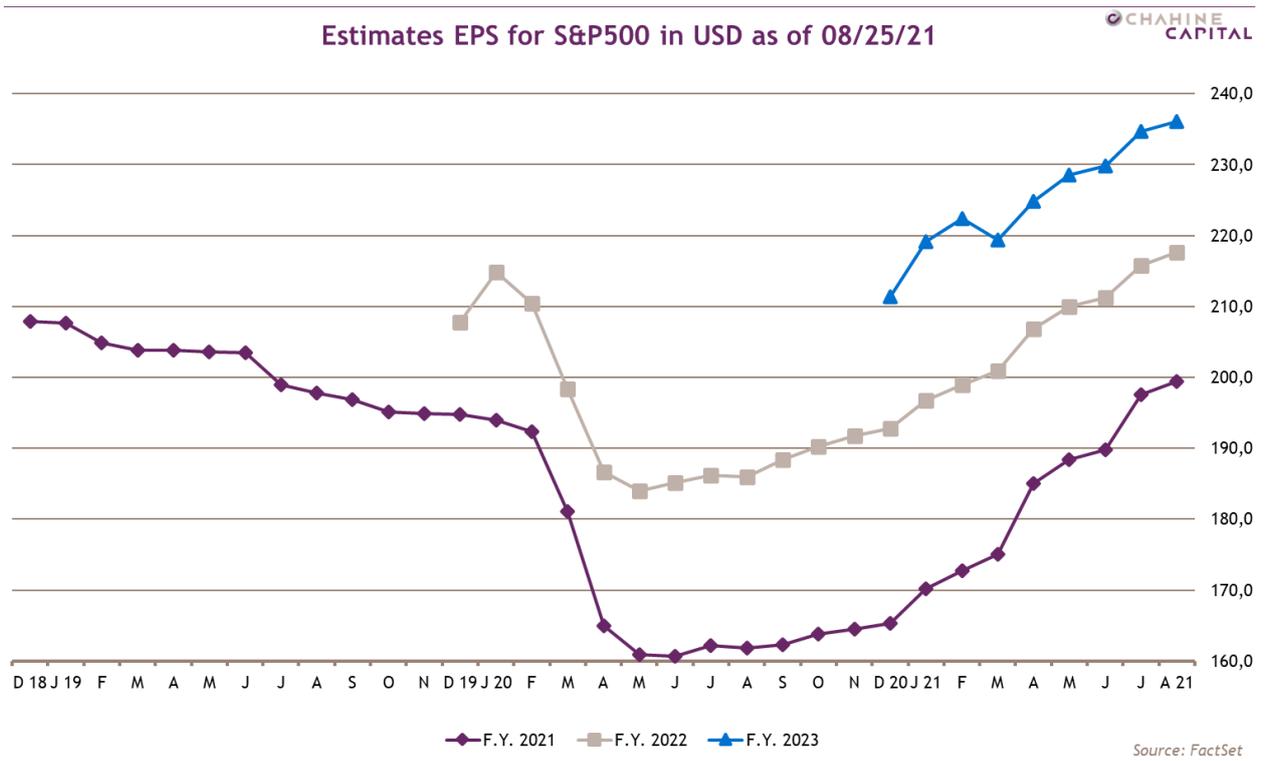


Mais qu'en est-il pour les trimestres à venir ? Si les chiffres sont bien évidemment moins impressionnants que pour les deux premiers trimestres de l'année 2021, l'effet de base s'estompant, les analystes s'attendent tout de même à une hausse des bénéfices de +27,8 % pour le T3 et +21,3 % pour le T4. Ce qui amènerait la hausse des bénéfices pour l'année 2021 dans sa globalité à +41,9 % ! Et la tendance est toujours aux révisions haussières pour les deux années à venir : les analystes estiment que les bénéfices devraient augmenter de +9,2 % en 2022 et +8,5 % en 2023. A ce rythme, les bénéfices par actions à fin 2023 seront de l'ordre de +70 % plus élevés qu'en 2020 et +45 % plus élevés que l'aire pré-Covid à fin 2019.

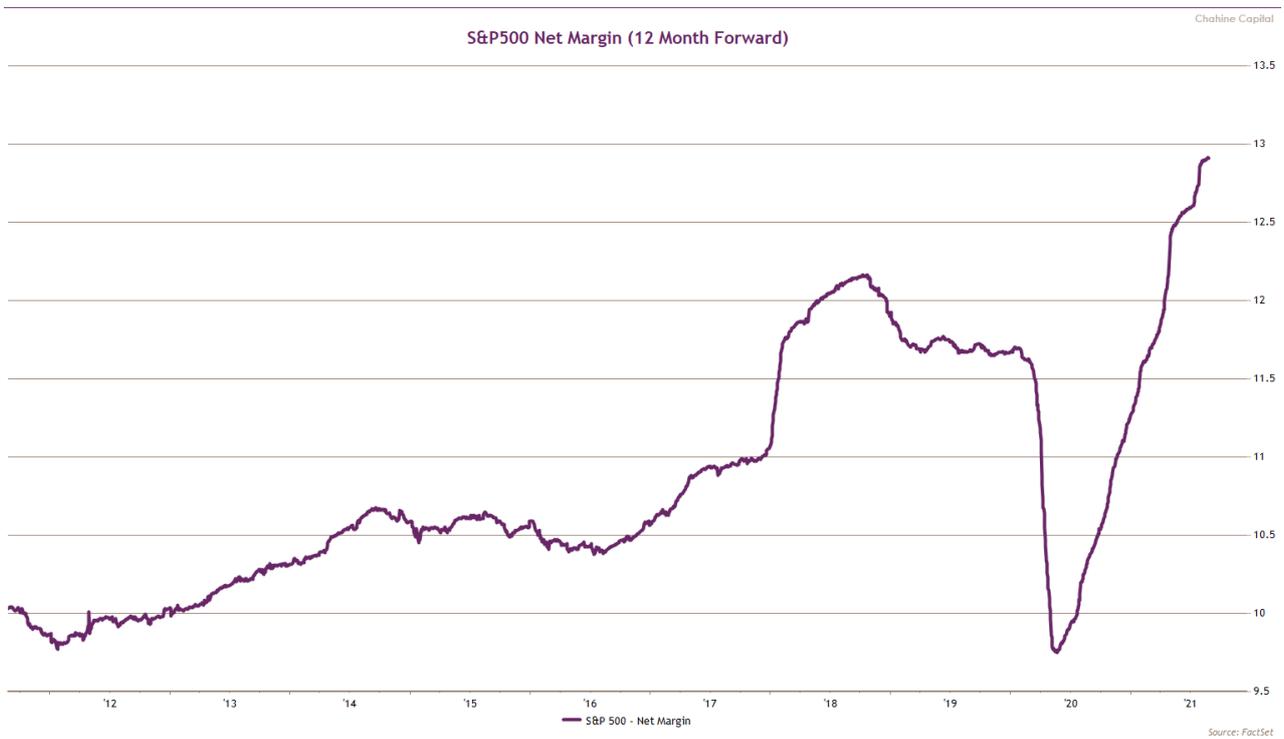
Il est toutefois important de prendre de la hauteur concernant la suite des événements, et cela pour plusieurs raisons. Premièrement, la tendance actuelle de sous-estimation des prévisions des analystes devrait disparaître une fois l'effet de base post Covid-19 passé (début 2022). En effet, rappelons que les analystes ont - au contraire de la période actuelle - historiquement tendance à surestimer les bénéfices réellement publiés par les entreprises de l'ordre de 3,4 % (en moyenne sur les 20 derniers trimestres) et de 4,0 % (en moyenne sur les 40 derniers trimestres) en début de trimestre. Il faudra donc sûrement s'attendre à des années 2022 et 2023 moins étincelantes que ce qui est actuellement envisagé par les analystes financiers. Il apparaît très peu probable que les entreprises américaines continuent d'afficher des croissances à presque 2 chiffres pour les années à venir, surtout dans un contexte dans lequel une réforme fiscale d'envergure est probable dans les temps à venir (même si cette dernière ne verra pas le jour selon toute vraisemblance avant 2023). En effet, il serait illusoire d'espérer que les taux de marge des entreprises américaines se maintiennent au niveau record actuel (sur les 12 prochains mois, la marge nette agrégée des sociétés composant le S&P 500 ressort à presque 13,0 %) dans un contexte de pression fiscale moins favorable qu'aujourd'hui.



Les révisions haussières se poursuivent, pour combien de temps encore ?



Les marges attendues sur de nouveaux records historiques





Une des raisons des taux de marges fantastiques est la pression fiscale anormalement basse au regard des standards historiques

Chahine Capital

Corporate tax - United States (%)



Source: FactSet

Modèle d'évaluation : les marchés actions américains restent chers quand les marchés européens semblent légèrement sous-évalués

Les indices actions continuent leur inexorable ascension : en effet depuis notre précédente lettre, les marchés américains et européens ont respectivement rebondi de +5 % et +4 % (en monnaies locales). Ceci est à mettre en relation avec le reflux important de taux observé depuis la fin juin : en effet, les taux américains ont reflué de l'ordre de 15bp (les taux longs à 30 ans sont aujourd'hui à 1,92 % contre 2,06 % fin juin) quand les taux européens à 30 ans ont encore plus baissé en passant de 0,82 % à 0,53 %. A cela vient s'ajouter le fait que les perspectives bénéficiaires ont poursuivi leur dynamique haussière avec une année 2021 qui a été considérablement revue à la hausse : aux États-Unis, les prévisions sont passées de +35,2% fin juin dernier à +41,1% aujourd'hui et en Europe, les analystes ont révisé leurs prévisions à la hausse en passant de +43,5 % fin juin dernier à +55,7 % aujourd'hui.

Il ne fait aujourd'hui plus aucun doute que 2021 devrait être globalement aussi florissante qu'espérée par les analystes, cependant, nous estimons que les attentes en termes de croissance bénéficiaire peuvent paraître élevées pour les années à venir notamment aux États-Unis avec respectivement +9,2 % en 2022 et +8,5 % en 2023.

Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation est possible sur les marchés américains.



En zone euro, la moyenne des taux à 30 ans a largement reflué à 0,53 % alors que le consensus continue de revoir à la hausse ses prévisions pour l'année 2021 : les analystes s'attendent aujourd'hui à une croissance bénéficiaire de +55,7 % en 2021 (on rappellera tout de même que l'intensité de ce rebond est en partie liée au fort effet de base affiché par l'Europe - au contraire des États-Unis - à la suite de la baisse importante des bénéfices en 2020 avec -31,2 % !). Comme aux États-Unis, nous estimons également que l'année 2021 devrait être aussi bonne qu'escomptée par les analystes et, dans ces conditions, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui légèrement sous-évaluées (dans le cas d'un retour à la normale), tout comme dans un scénario de *slow recovery* (scénario dans lequel les taux tendront inévitablement vers 0). Nous continuons donc de surpondérer les actions européennes par rapport aux actions américaines.



Conclusions

Le pic d'inflation, initialement attendu aux États-Unis au 2ème trimestre 2021, aura finalement eu lieu dans le courant de l'été : après être passée de +1,4 % en début d'année à plus de +5,3 % en juin, l'inflation des prix à la consommation a commencé à se stabiliser en juillet. Même si cela reste très supérieur à la cible d'inflation de la Réserve fédérale, le caractère transitoire de la hausse des prix nous amène à penser, comme la FED, qu'elle ne présente pas de véritable risque pour l'économie américaine à ce stade. De fait, les déclarations de J. Powell lors du symposium économique de Jackson Hole ont confirmé notre position : la FED pourrait légèrement resserrer sa politique monétaire à partir de la fin d'année mais aucune rupture brutale ne doit être envisagée. Dans ces conditions, nous réitérons notre conviction qu'un krach obligataire est peu probable à horizon de court, moyen et long terme, et que les taux souverains resteront bas pendant plus longtemps qu'anticipé, rendant soutenable les niveaux de valorisation des marchés actions actuels.

À l'inverse de la Chine et des États-Unis, la zone euro (et plus largement l'Union européenne) a connu une deuxième vague de récession lors du T4-2020, avec une baisse de -0,6 % du PIB réel en variations trimestrielles annualisées. Parmi les principales zones économiques mondiales, elle est donc la dernière à avoir sorti la tête de l'eau. Conséquence, l'optimisme est de mise chez les directeurs d'achat et l'économie européenne va également pouvoir compter sur le soutien budgétaire européen, qui devrait installer plus solidement une reprise ayant surtout donné des signaux contradictoires jusqu'alors. Autant dire qu'aucun changement de politique monétaire n'est à attendre actuellement, encore moins que pour la FED. Cela conforte encore un peu plus notre scénario de « japonisation » de l'Europe.

Temporaire, la montée de l'inflation ne constitue pas un risque majeur pour les économies de grande taille. En revanche, elle pourrait durement impacter les pays émergents les moins favorisés. Si la Chine sort du lot, c'est parce qu'elle parvient de mieux en mieux à se couvrir contre le risque inflationniste et que le degré de maturité de son économie l'apparente désormais plus à un pays riche qu'à un pays émergent. Pour que la Chine déraile, il faudrait une accélération du processus de régulation du partage de la valeur ajoutée en interne, ce qui nous paraît peu probable à court terme, les autorités s'efforçant d'abord de reprendre la main sur les grands *trusts* chinois.

Les trimestres se suivent et la microéconomie continue d'afficher une résilience à toute épreuve, plus particulièrement aux États-Unis. En effet, la saison des publications du deuxième trimestre affiche des chiffres records : 97 % des sociétés composant le S&P 500 ont publié à ce jour et ces dernières affichent une croissance bénéficiaire de +93,8 % en agrégé, ce qui amènerait l'indice complet (en ajoutant les 3 % n'ayant pas encore publié) à une hausse de +91,9 % ! Soit des chiffres bien plus élevés que ce qui était encore prévu par les analystes à la fin juin quand ces derniers n'anticipaient qu'une hausse de +63,0 % des bénéfices pour le T2.

Les indices actions continuent leur inexorable ascension : en effet depuis notre précédente lettre, les marchés américains et européens ont respectivement rebondi de +5 % et +4 % (en monnaies locales). Ceci est à mettre en relation avec le reflux important de taux observé depuis la fin juin. A cela vient s'ajouter le fait que les perspectives bénéficiaires ont poursuivi leur dynamique haussière avec une année 2021 qui a été considérablement revue à la hausse. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique toujours qu'une consolidation est possible sur les marchés américains. Dans ces conditions, il nous semble donc toujours pertinent de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines. Nous continuons donc de surpondérer les actions européennes par rapport aux actions américaines.

Michaël Sellam



Main ratios for markets and sectors as of 31/08/2021 (in local currency)

Data as of 08/31/21	Weight vs World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2021	Revision vs M-2%	
		2021	2020	2022	2021	2022	2021	2020		Fiscal 22	Fiscal 21
World - Developed	100,0%	13,04%	15,04%	18,2 x	20,2 x	11,00%	61,29%	-19,08%	1,85%	0,8%	1,9%
United States	55,8%	18,64%	20,22%	22,0 x	24,4 x	11,15%	57,86%	-15,61%	1,30%	0,9%	1,9%
Japan	7,6%	1,58%	11,46%	14,9 x	16,8 x	12,93%	30,31%	-8,89%	2,10%	3,1%	3,6%
Eurozone	11,0%	13,52%	8,66%	16,3 x	18,1 x	11,14%	88,93%	-38,92%	2,53%	1,8%	5,4%
Europe	20,3%	13,84%	7,19%	16,4 x	18,0 x	9,55%	79,58%	-35,67%	2,70%	1,1%	3,3%
Austria	0,2%	23,51%	-3,26%	11,1 x	11,8 x	6,35%	104,32%	-41,33%	3,11%	2,4%	5,4%
Belgium	0,4%	6,86%	-2,41%	18,5 x	20,1 x	8,92%	31,69%	-25,07%	2,59%	3,4%	3,2%
Denmark	0,8%	14,70%	40,90%	25,7 x	24,4 x	-5,25%	54,49%	-7,16%	1,75%	3,3%	6,2%
Finland	0,4%	14,17%	27,09%	19,6 x	21,3 x	8,46%	30,83%	-13,69%	2,63%	1,1%	20,2%
France	3,7%	15,96%	6,34%	17,8 x	20,6 x	16,04%	157,83%	-55,01%	2,36%	1,0%	3,0%
Germany	2,9%	11,07%	13,28%	14,9 x	15,8 x	6,25%	72,48%	-20,07%	2,60%	1,5%	5,7%
United Kingdom	4,0%	12,58%	-8,98%	13,5 x	14,7 x	8,44%	91,53%	-39,98%	3,61%	-0,1%	0,8%
Ireland	0,1%	19,17%	11,11%	20,1 x	29,9 x	49,09%	4062,12%	-105,07%	1,18%	2,5%	19,5%
Italy	0,9%	13,97%	1,91%	12,5 x	14,0 x	12,30%	62,87%	-41,54%	3,71%	5,2%	10,2%
Netherlands	1,4%	20,10%	21,86%	20,7 x	21,7 x	4,62%	87,11%	-27,12%	1,43%	3,3%	5,8%
Norway	0,4%	10,28%	5,88%	15,5 x	16,3 x	5,22%	193,65%	-55,06%	3,26%	1,8%	1,7%
Spain	0,8%	3,97%	-4,61%	14,8 x	17,2 x	16,39%	57,83%	-42,71%	3,51%	-0,6%	1,6%
Sweden	1,5%	21,92%	31,77%	21,3 x	21,5 x	1,19%	84,23%	-38,43%	2,21%	-0,2%	-0,2%
Switzerland	2,6%	13,48%	10,73%	19,7 x	22,3 x	13,54%	20,07%	-7,91%	2,42%	-0,3%	-0,3%
Europe / Commercial Services	0,5%	14,34%	3,13%	21,5 x	26,5 x	23,15%	58,67%	-29,27%	1,70%	-0,7%	-0,2%
Europe / Communications	0,5%	11,38%	-3,23%	15,3 x	16,9 x	10,33%	-19,53%	4,86%	4,19%	0,2%	0,4%
Europe / Consumer Durables	0,9%	18,36%	18,46%	9,0 x	9,7 x	7,30%	280,27%	-58,41%	3,58%	3,0%	9,7%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%	9,96%	8,89%	22,6 x	25,4 x	12,58%	26,66%	-21,01%	2,08%	-0,3%	-0,4%
Europe / Consumer Services	0,4%	14,31%	-1,65%	23,0 x	103,2 x	348,09%	174,15%	-122,49%	1,48%	-0,7%	-17,5%
Europe / Distribution Services	0,2%	21,03%	22,70%	21,7 x	25,0 x	15,12%	43,99%	-15,06%	1,72%	-0,5%	-0,5%
Europe / Electronic Technology	0,8%	18,62%	8,85%	21,7 x	26,6 x	22,74%	161,17%	-51,15%	1,07%	0,0%	1,0%
Europe / Energy Minerals	0,6%	9,52%	-27,63%	8,8 x	9,2 x	4,70%	32788,19%	-92,11%	5,18%	1,1%	3,6%
Europe / Finance	3,6%	15,54%	-5,87%	11,8 x	12,1 x	2,14%	65,32%	-34,64%	3,96%	0,6%	3,8%
Europe / Health Services	0,2%	22,82%	12,06%	23,5 x	24,8 x	5,51%	20,98%	-0,81%	1,35%	0,1%	2,8%
Europe / Health Technology	2,4%	15,37%	8,87%	20,8 x	23,5 x	12,63%	11,48%	-0,94%	2,09%	1,7%	3,7%
Europe / Industrial Services	0,3%	9,83%	-9,31%	14,6 x	19,0 x	29,78%	86,60%	-51,28%	2,80%	2,4%	-3,4%
Europe / Miscellaneous	0,0%	21,51%	33,67%	12,3 x	13,4 x	4,75%	75,90%	-81,20%	3,26%	8,9%	8,7%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	18,97%	17,23%	9,0 x	7,4 x	-18,00%	121,00%	27,70%	6,64%	5,0%	2,6%
Europe / Process Industries	0,8%	12,47%	17,61%	19,3 x	20,0 x	3,25%	50,00%	-14,00%	2,42%	0,8%	1,6%
Europe / Producer Manufacturin	1,9%	22,50%	31,52%	22,5 x	27,2 x	20,95%	88,23%	-32,22%	1,54%	0,6%	0,6%
Europe / Retail Trade	0,6%	8,57%	21,69%	23,5 x	30,4 x	27,64%	78,71%	-24,96%	1,84%	-1,4%	-2,0%
Europe / Technology Services	1,2%	8,57%	23,86%	28,4 x	33,2 x	17,02%	26,95%	-5,84%	0,73%	-0,6%	0,6%
Europe / Transportation	0,6%	24,38%	3,88%	17,7 x	33,5 x	89,11%	144,14%	-255,23%	2,64%	4,0%	33,4%
Europe / Utilities	1,0%	-3,55%	24,35%	16,6 x	17,4 x	4,99%	17,19%	-17,20%	3,88%	1,3%	10,0%



Avertissement

Il revient au lecteur d'évaluer et d'assumer tous les risques associés à l'utilisation des informations contenues dans ce document, dont le risque de confiance dans l'exactitude, l'exhaustivité, la sécurité ou l'utilité de cette information. Le contenu de ce document est publié uniquement à titre informatif et ne doit pas être interprété comme un conseil - financier ou autre - comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat de titres dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation serait illicite. Toute information exprimée dans le présent document à sa date de publication est susceptible d'être modifiée sans préavis. Les opinions ou affirmations contenues dans ce document ne représentent pas les opinions ou les croyances de Chahine Capital. Chahine Capital et/ou un ou plusieurs de ses employés ou rédacteurs peuvent détenir une position dans l'un des titres mentionnés dans ce document.

LES INFORMATIONS CONTENUES DANS CE DOCUMENT SONT FOURNIES « EN L'ÉTAT » ET DANS LA MESURE MAXIMALE AUTORISÉE PAR LES LOIS APPLICABLES. À CET ÉGARD CHAHINE CAPITAL ET SES FILIALES, PARTENAIRES ET FOURNISSEURS DÉCLINENT TOUTE GARANTIE EXPRESSE, IMPLICITE ET LÉGISLATIVE, Y COMPRIS, SANS S'Y LIMITER, TOUTE GARANTIE IMPLICITE DE QUALITÉ MARCHANDE, D'ADÉQUATION À UN USAGE PARTICULIER, D'EXACTITUDE, D'INTÉGRALITÉ ET DE NON-CONTREFAÇON. DANS LA MESURE MAXIMALE PERMISE PAR LES LOIS APPLICABLES, NI CHAHINE CAPITAL NI SES FILIALES, NI LEURS DIRIGEANTS RESPECTIFS, ADMINISTRATEURS, PARTENAIRES, ASSOCIÉS D'AFFAIRES OU FOURNISSEURS NE SERONT RESPONSABLES POUR TOUT DOMMAGE INDIRECT, ACCESSOIRE, SPÉCIAL, CONSÉCUTIF OU PUNITIF, Y COMPRIS, MAIS SANS S'Y LIMITER, LES PERTES DE PROFITS OU DE REVENUS, LES SURVALORISATIONS, LES ARRÊTS DE TRAVAIL, LES VIOLATIONS DE SÉCURITÉ, LES VIRUS, LES PANNES OU MAUVAIS FONCTIONNEMENTS OU UTILISATIONS D'ORDINATEUR, LES PERTES DE DONNÉES OU AUTRES PERTES INCORPORELLES OU AUTRES DOMMAGES COMMERCIAUX, MÊME SI UNE TELLE PERSONNE EST AVISÉE DE LA POSSIBILITÉ DE TELLES PERTES, DÉCOULANT DE OU EN RELATION AVEC LES INFORMATIONS FOURNIES DANS CE DOCUMENT.

Le contenu de ce document, y compris le texte et les graphiques, est protégé par les lois sur le droit d'auteur du Luxembourg et d'autres juridictions étrangères. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite sous quelque forme, ou par quelque moyen que ce soit, sans le consentement écrit préalable de Chahine Capital. Pour obtenir l'autorisation de reproduction, veuillez envoyer un e-mail à info@chahinecapital.com.