



STRATEGY OVERVIEW

L'après-Merkel : quels changements pour l'Allemagne, l'UE et la politique monétaire ?

Conclusions

Angela Merkel, chancelière depuis 2005, n'était pas candidate à sa propre succession. Entre l'accession au pouvoir et le départ politique de la Chancelière, le revenu par tête aura augmenté de près de +18,5 % (crise incluse). Et pourtant, contre toute attente, les débats précédant les élections fédérales du 26 septembre dernier ont pris une tournure très sociale, sans réel continuum donc avec la politique d'Angela Merkel. En un sens, ils ont ressemblé à ceux de la présidentielle outre-Atlantique d'il y a un an, avec de nombreuses similitudes parmi les sujets abordés : salaire minimum, fiscalité (des entreprises et des plus riches), filets de protection sociale, environnement, ...

Au niveau européen, le contexte actuel reste clairement celui de la relance. Le 15 septembre dernier, Ursula von der Leyen a déclaré dans son discours *State of the Union* que l'erreur de 2008 de pratiquer une consolidation budgétaire trop rapidement en sortie de crise ne serait pas renouvelée. Il faut donc s'attendre à ce que la politique budgétaire expansionniste continue encore longtemps au niveau de l'UE-27. Toutefois, 8 pays « Frugaux » (dont les Pays-Bas, l'Autriche, le Danemark et la Suède) avaient pris les devants en se déclarant ouverts aux débats, tout en renouvelant toutefois leur profond attachement à la soutenabilité budgétaire. Les Frugaux et autres partisans de la rigueur budgétaire vont-ils perdre un allié avec l'Allemagne ? Pas complètement. Nous pensons surtout que l'Allemagne va soutenir la reprise en appuyant l'importante relance budgétaire actée au niveau européen, mais elle ne cautionnera pas un *free lunch* inscrit dans le temps long.

Étonnamment, Olaf Scholz est, parmi les candidats anciennement en lice, celui qui s'inscrit le plus dans la ligne politique d'Angela Merkel, une dose de libéralisme en moins. Il faut donc s'attendre à ce que l'Allemagne reste dans un certain entre-deux, c'est-à-dire sans adopter totalement la vision des Frugaux, tout en ne se satisfaisant bien sûr pas de la situation des finances publiques des États du sud de la zone euro. Globalement, l'enjeu à venir sera de savoir si Olaf Scholz parvient à concilier intelligemment la rigoureuse gouvernance allemande avec une meilleure soutenabilité sociale. Dans l'affirmative, l'Allemagne devrait alors conserver son avance économique, tout comme son leadership sur les institutions européennes...

Après un T2 2021 record (+90,9 % de croissance bénéficiaire pour les sociétés du S&P 500) depuis la fin de la crise des subprimes, les trimestres à venir se normalisent avec un effet de base post-Covid qui disparaît mécaniquement. Le T3 2021 s'annonce toujours très bien orienté avec une croissance bénéficiaire estimée aujourd'hui à +27,6 % par le consensus FactSet, soit la 3ème plus forte hausse depuis 2010. Sur le plan sectoriel, le troisième trimestre reste dans la veine du trimestre précédent et fait la part belle aux secteurs ayant le plus souffert au cours de l'année 2020 avec, en tête, le secteur de l'énergie qui continue de profiter du rebond notable de l'or noir (les prix du baril de WTI et de Brent sont respectivement à 75 \$ et 80 \$). A court terme, le point de tension pour les sociétés semble être clairement centré autour de l'inflation : à la lumière des récents chiffres élevés du CPI, le nombre de sociétés du S&P 500 ayant évoqué le terme « inflation » lors de leurs annonces de résultats du T2 a atteint des niveaux records. En effet, près de la moitié des entreprises composant le S&P 500 ont cité le terme « inflation », soit le chiffre le plus élevé depuis 2010 selon FactSet.

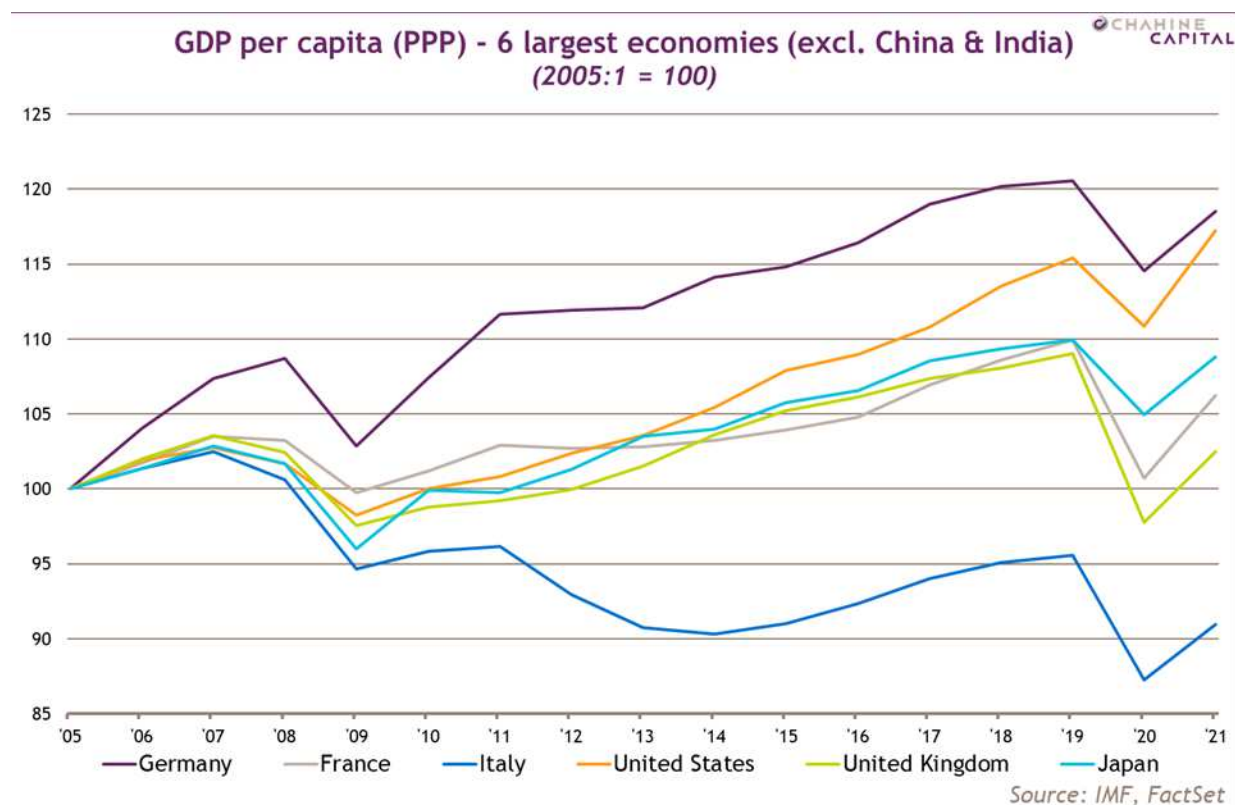
Les indices boursiers américains et européens ont reflué au cours du mois de septembre. Les taux ont de leur côté rebondi, à la suite de l'annonce de J. Powell qui a clairement laissé entendre que la *tapering* allait débuter d'ici peu (surement avant la fin d'année). « Si les progrès se poursuivent globalement comme prévu, le comité juge qu'une modération du rythme des achats d'actifs pourrait bientôt être justifiée », indique le communiqué de la Fed. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste toujours possible sur les marchés américains. En zone euro, la moyenne des taux à 30 ans a suivi la même dynamique qu'aux Etats-Unis. Tout comme aux Etats-Unis, nous estimons que l'année 2021 devrait être aussi bonne qu'escomptée par les analystes. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui à leur juste prix - voire légèrement sous-cotées - quel que soit le scénario envisagé.

Michaël Sellam

Élections fédérales en Allemagne : la campagne électorale a surpris par ses accents sociaux

Angela Merkel, chancelière depuis 2005, n'était pas candidate à sa propre succession. À première vue, son bilan économique était susceptible de conduire son héritier en politique, Armin Laschet (CDU), à la victoire. En effet, entre l'accession au pouvoir et le départ politique de la Chancelière, le revenu par tête aura augmenté de près de +18,5 % (crise incluse). Sur ce point, l'Allemagne devance largement ses partenaires économiques comme ses concurrents, à l'exception de certains Émergents dont la situation initiale n'est évidemment pas comparable (cf. graphique ci-dessous). Outre-Rhin, le taux de chômage est très bas (5 % avant la crise de la Covid) et le taux d'emploi, très élevé (80,5 % de la population en âge de travailler). A priori, il est donc incompréhensible que celle que nombre d'Allemands appellent affectueusement *Mutti* n'ait pas transmis un solide capital confiance au nouveau chef de file l'Union de Centre droit CDU/CSU.

En termes de revenu, le bilan de la chancelière Merkel est admirable



Contre toute attente, les débats précédant les élections fédérales du 26 septembre dernier ont pris une tournure très sociale, sans réel continuum donc avec la politique d'Angela Merkel. En un sens, ils ont ressemblé à ceux de la présidentielle outre-Atlantique d'il y a un an, avec de nombreuses similarités parmi les sujets abordés : salaire minimum, fiscalité (des entreprises et des plus riches), filets de protection sociale, environnement, ... À l'issue du scrutin, les résultats donnent une courte victoire au Centre gauche du SPD avec 25,7 % des suffrages. Suivent de près les conservateurs de la CDU/CSU (24,1 %), devant les Grünen (14,7 %) et les libéraux centristes du FDP (11,4 %). Une Grande coalition (SPD + CDU/CSU), généralement dénommée « GroKo », est très improbable parce qu'aucune des parties prenantes n'y est vraiment favorable. L'union qui devrait ressortir de ce paysage politique morcelé devrait donc se faire sans la CDU/CSU, et



probablement avec Olaf Scholz à sa tête. Le choix des libéraux, bien que minoritaires, sera donc déterminant, ce qui leur donnera une influence et un pouvoir de négociation relativement plus importants à l'avenir, quelle que soit l'issue finale du système d'alliance...

L'un des principaux points d'achoppement de la campagne électorale a été la question du salaire minimum. Historiquement, Angela Merkel s'y est toujours montrée plutôt défavorable, même si elle a su par moment mettre (un peu) d'eau dans son vin (cf. graphique ci-dessous). Car c'est bien sur les propositions à dimensions sociales que Laschet a perdu tout avantage significatif sur les autres candidats. Ainsi, Olaf Scholz, le chef de file du Centre gauche (SPD), a proposé de porter le salaire minimum à un objectif de 12 € l'heure (contre 9,5 € l'heure actuellement). Même s'il faut noter ici que le salaire minimum doit d'ores et déjà passer à 10,45 € l'heure en juillet 2022, l'annonce a fait grand bruit. D'autant plus que l'écologiste Annalena Baerbock (Grünen) a surenchéri en s'engageant pour une hausse à 13 € l'heure !

Après des débuts timides, le salaire minimum pourrait bien prendre son envol en Allemagne



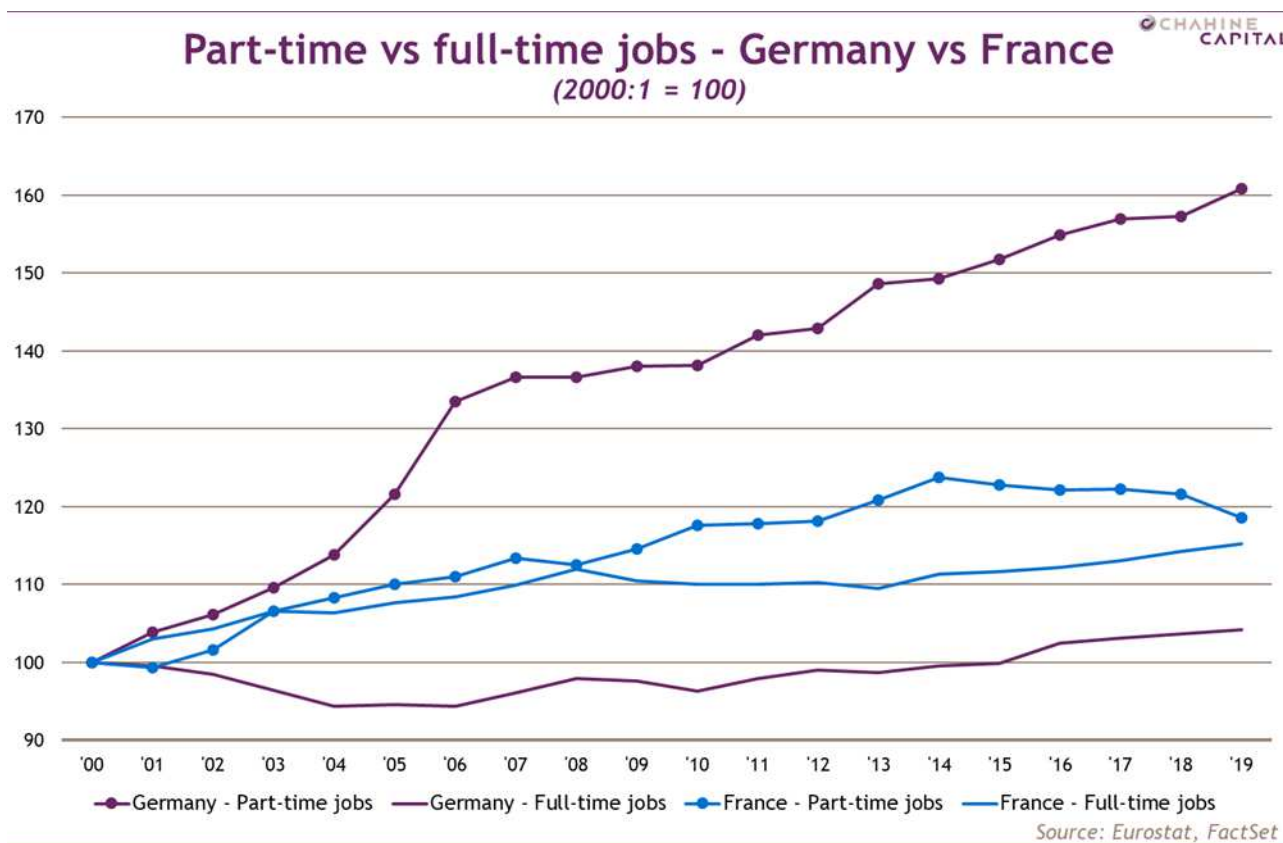
En réalité, nous n'avons pas été vraiment surpris par la tournure prise par cette élection, au regard de la lente dégradation de la situation sociale des travailleurs :

- Le pouvoir de négociation des salariés n'a cessé de reculer depuis la prise de fonction d'Angela Merkel : le taux de syndicalisation était de 21,5 % en 2005 (début du mandat de la Chancelière) contre 16,3 % au début de la crise de la Covid ;



- Depuis la réforme Hartz IV (2005) qui, il est vrai, était déjà engagée par son prédécesseur le Chancelier Gerhard Schröder (SPD), l'augmentation des emplois à temps partiel s'est longtemps faite au détriment des emplois à temps plein (cf. graphique ci-dessous) ;

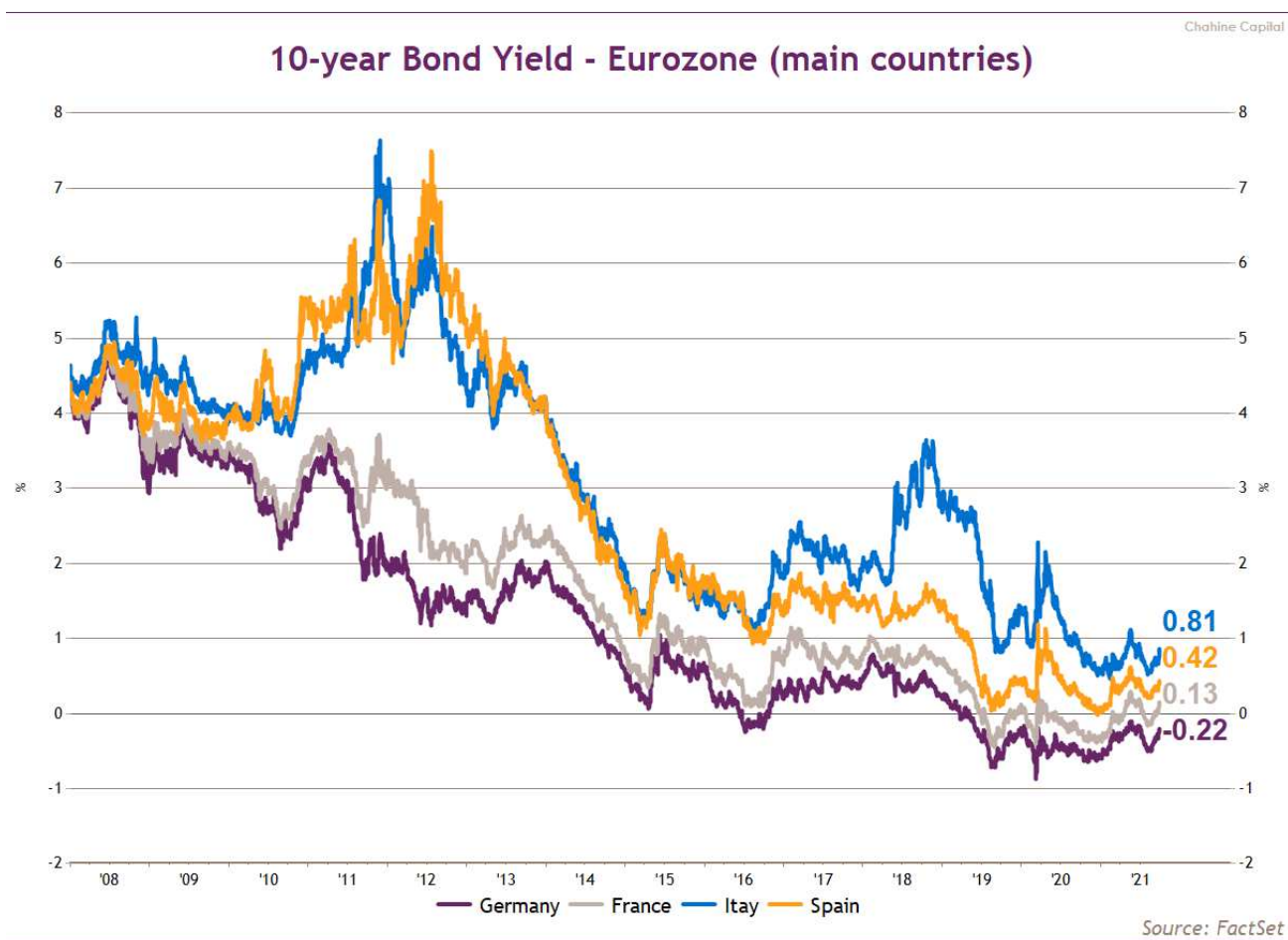
Le trop grand dynamisme des emplois à temps partiels a déséquilibré le marché du travail allemand



- Avant la crise de la Covid (fin 2019), il y avait plus d'inégalités en Allemagne (indice de Gini de 0,297) qu'en France (indice de Gini de 0,292) ;
- Et le coût de la main-d'œuvre n'a pas baissé pour autant : en 2020, ce coût s'établit à 36,6 € en moyenne par heure de travail (c'est-à-dire guère mieux qu'en France, avec 37,5 € par heure). Sur-tout, le coût de la main-d'œuvre a augmenté de près de 30 % en Allemagne sur les 10 dernières années... La compétitivité-coût de l'Allemagne apparaît donc de plus en plus chimérique !

À l'instar de Joe Biden, Olaf Scholz souhaite faire davantage participer le secteur privé pour améliorer les conditions sociales des travailleurs. Il souscrit d'ailleurs à la proposition de Biden de créer un taux d'imposition minimum mondial sur les entreprises à hauteur de 15 % (et il ne serait pas défavorable a priori à un taux de 21 %). Toutefois, en pratique, l'impôt sur les sociétés est déjà approximativement de 16 % en Allemagne, donc la proposition ne mange pas vraiment de pain !

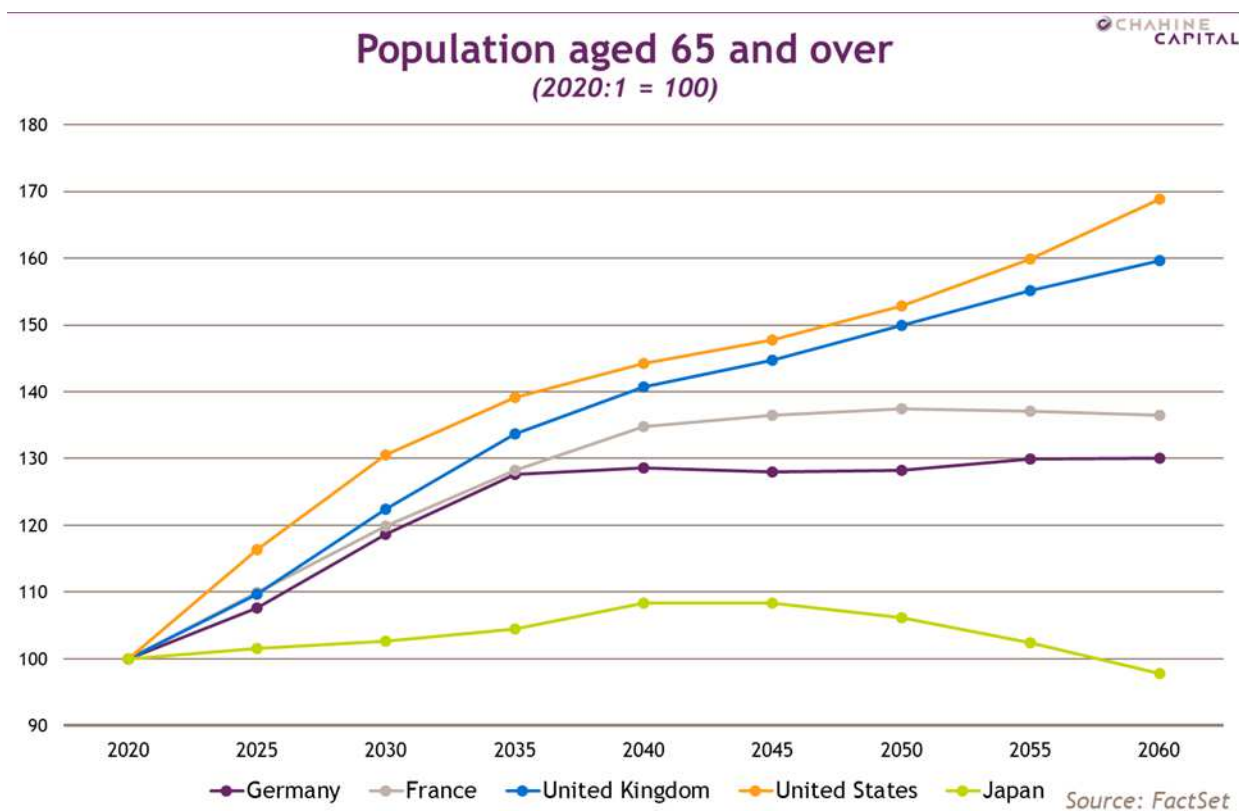
Très légère tension sur les taux européens, en lien avec les risques inflationnistes



Comme pour les États-Unis (débat Summers/Krugman), la question est de savoir si le programme d'Olaf Scholz est ou non inflationniste. Evidemment, si le salaire minimum est augmenté de +15 % d'un coup d'un seul, la mesure est inflationniste. Or l'inflation a déjà opéré une belle remontée en Allemagne (IPC à +4 % en août). Si comme nous aimons le répéter, l'actuelle poussée inflationniste est d'origine conjoncturelle et restera transitoire, une réforme structurelle d'envergure telle qu'une brusque remontée du salaire minimum aurait tendance à pérenniser l'inflation... La récente hausse des taux longs allemands peut s'expliquer en partie par ce risque. Pour autant, il y a peu de chance que les promesses de campagne deviennent effectives. C'est pourquoi nous pensons que le salaire minimum sera augmenté uniquement à la marge, cette mesure étant susceptible d'être complétée par des dépenses ponctuelles de relance qui sont, elles, par nature bien moins inflationnistes.

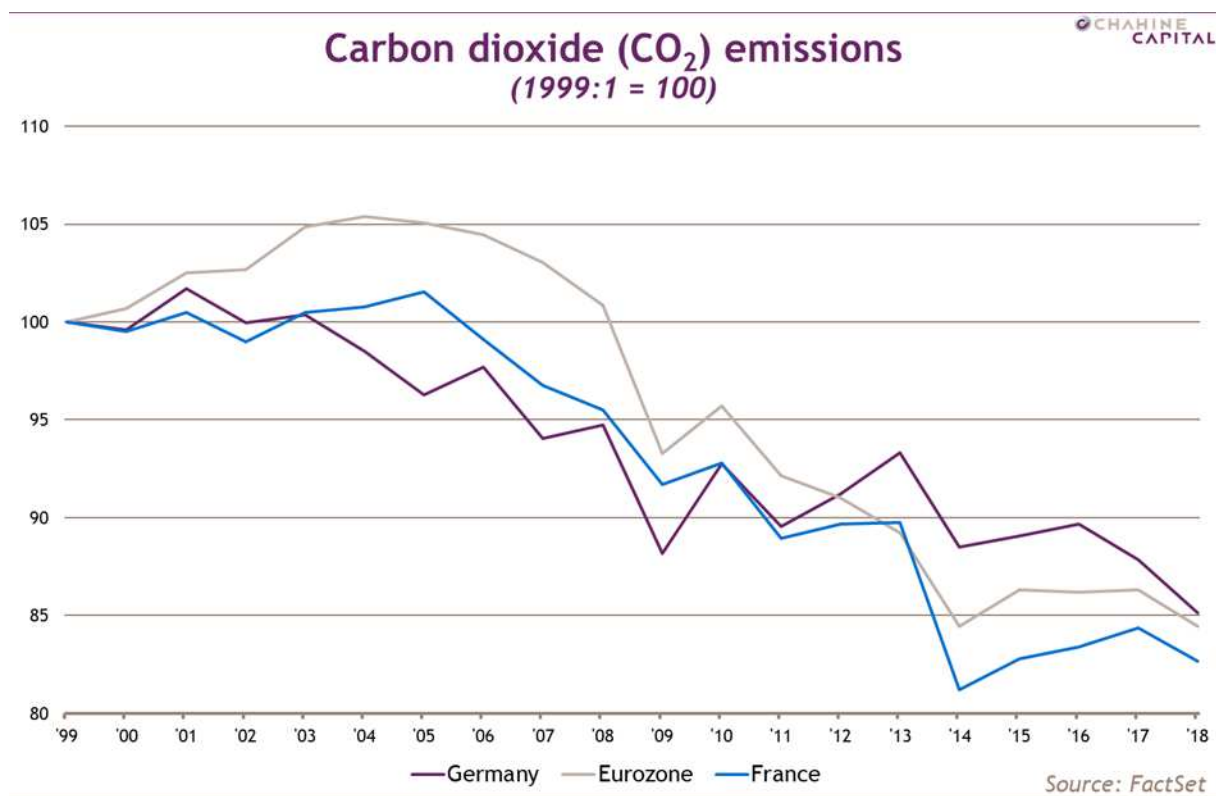


L'Allemagne va continuer de voir sa population vieillir, surtout à horizon de 15 ans



De surcroît, le nouveau chancelier va devoir faire face à deux enjeux majeurs de long terme : le vieillissement démographique, qui va s'aggraver (cf. graphique ci-dessus), et la transition énergétique. D'ici 5 ans, il y aura 40 personnes (contre 36 actuellement) de plus de 65 ans pour 100 personnes en âge de travailler (24-65 ans). Et d'ici 15 ans, il y aura égalité de nombre entre ces deux sous-populations ! Quant à la transition énergétique, somme toute moins avancée que chez les partenaires européens (cf. graphique ci-dessous), celle-ci pourrait lourdement pénaliser l'industrie en faisant s'envoler les prix à la production. Surtout, il faut garder à l'esprit que les problèmes macroéconomiques de l'Allemagne vont être d'autant plus importants que l'investissement productif y est resté trop bas (GFCF fluctuant proche des 20 % du PIB) trop longtemps (sur les 2 dernières décennies). Si ces problèmes sont certes économiques, ils sont aussi éminemment sociaux, d'où certainement la récente évolution politique allemande...

L'Allemagne n'est plus (depuis 10 ans) le bon élève de la zone euro en matière de décarbonation de l'économie

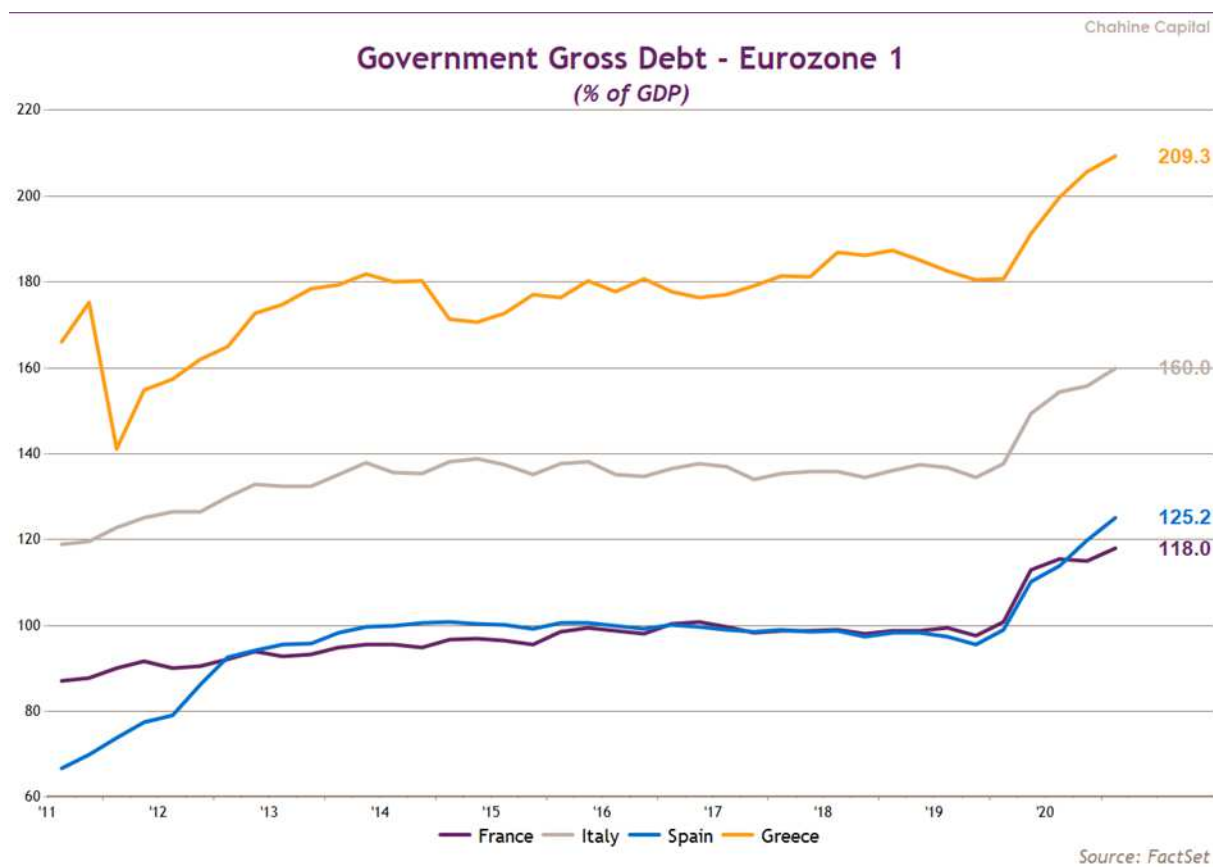


Pour les partenaires européens, faut-il s'attendre à une rupture de la doctrine allemande en matière de politiques budgétaire et monétaire ?

Au niveau européen, le contexte actuel reste clairement celui de la relance. Le 15 septembre dernier, Ursula von der Leyen a déclaré dans son discours *State of the Union* que l'erreur de 2008 de pratiquer une consolidation budgétaire trop rapidement en sortie de crise ne serait pas renouvelée. Il faut donc s'attendre à ce que la politique budgétaire expansionniste continue encore longtemps au niveau de l'UE-27. Et avant cela, lors la réunion des ministres des Finances de l'UE (tenue en Slovénie les 10 et 11 septembre), Bruno Le Maire avait déjà parlé du Pacte de Stabilité de la zone euro (déficit public < 3 % du PIB et dette publique < 60 % du PIB) comme de règles obsolètes... Toutefois, 8 pays « Frugaux » (les Pays-Bas, l'Autriche, le Danemark, la Suède, la Finlande, la Tchéquie, la Slovaquie et la Lettonie) avaient pris les devants en se déclarant ouverts aux débats, tout en renouvelant toutefois leur profond attachement à la soutenabilité budgétaire, notamment au regard de l'explosion des dettes au sud du Vieux Continent (cf. graphique ci-dessous).



Les niveaux d'endettement public des pays du « sud » de la zone euro sont tels qu'ils ne peuvent pas être totalement ignorés



Les Frugaux et autres partisans de la rigueur budgétaire vont-ils perdre un allié avec l'Allemagne ? Pas complètement. Nous pensons surtout que l'Allemagne va soutenir la reprise en appuyant l'importante relance budgétaire actée au niveau européen (l'UE doit réaliser des emprunts sur le marché obligataire jusqu'à hauteur de 800 Mds €, environ 5 % du PIB des 27, à l'horizon 2027), mais elle ne cautionnera pas un *free lunch* inscrit dans le temps long. Pourquoi ?

D'une part, Olaf Scholz ne doit pas être pris pour un adepte des expansions budgétaire et monétaire. C'en est tout au plus un partisan « de circonstance » (au cours de sa vie politique, il a surtout défendu les principes de l'orthodoxie économique). Et encore, les faits montrent que cela ne devrait pas durer :

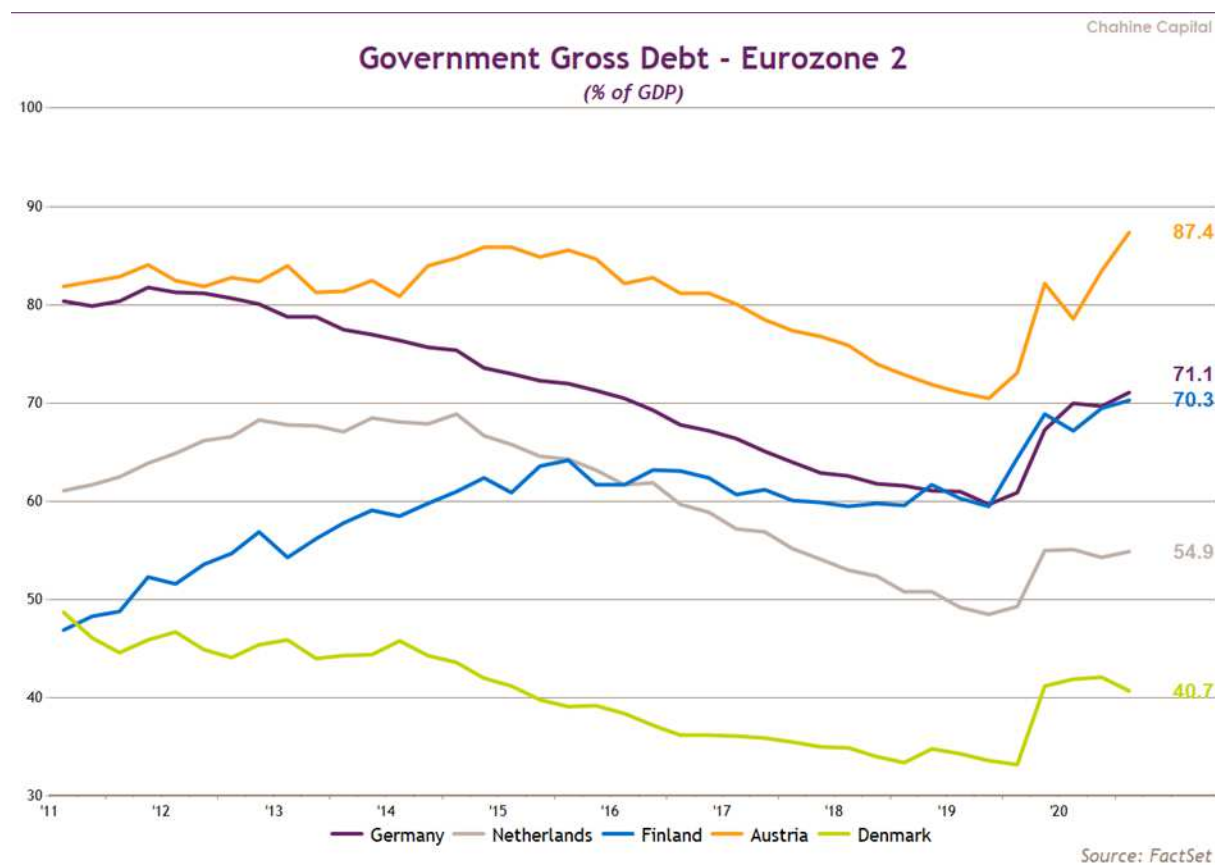
- Au niveau budgétaire :
 - En contrepartie du nouvel endettement commun de l'UE, Scholz prône la mise en place d'une taxe européenne sur les transactions financières ;
 - Au niveau national allemand, il compte bien rétablir le « frein à l'endettement » (les déficits structurels ne peuvent pas être supérieurs à 0,35 % du PIB) dès 2023.
- Au niveau bancaire et monétaire :
 - O. Scholz est opposé à l'assouplissement des critères de Bâle III (ratio de liquidité et fonds propres réglementaires des banques) afin de se prémunir contre une crise du secteur bancaire ;



- Il est pour la mutualisation des marchés bancaires et des marchés des capitaux, en organisant la surveillance et la solvabilité au niveau européen ;
- Pour lui, il faut continuer de surveiller l'inflation. Surtout, la BCE ne doit pas, à son sens, complètement abandonner la lutte contre celle-ci en maintenant des taux trop bas trop longtemps ;
- Le PEPP de 1 850 Mds € de la BCE avait initialement été jugé proportionné par Olaf Scholz mais ce dernier ne manquera pas de subir des pressions de la part de la CDU, la CSU et du FDP pour que l'Allemagne pousse au *tapering* (pour rappel, la politique monétaire de la BCE va rester accommodante au moins jusqu'à mars 2022) ...

D'autre part, au niveau législatif allemand, le Bundestag devrait effectivement rester très largement favorable à la politique de relance tant que durera la coalition SPD-Grünen. Mais la droite allemande formera une opposition d'autant plus solide que le Centre droit (FDP) a lui-même une certaine défiance vis-à-vis de la relance. Dans leurs rangs, le plan *Next Generation EU* (pour rappel l'Allemagne a reçu le 26 août dernier 2,25 Mds €, soit 9 % des aides qui lui seront allouées) a été loin de faire consensus et on les imagine donc assez peu enclins à voir une « dette commune » exploser en sus de certaines dettes nationales et alors que la leur demeure plutôt contenue (cf. graphiques ci-dessous).

L'écart d'endettement entre « Sud » et Frugaux est vertigineux, sans interventionnisme il ne peut qu'aboutir à une divergence des taux...





Étonnamment, Olaf Scholz est, parmi les candidats anciennement en lice, celui qui s'inscrit le plus dans la ligne politique d'Angela Merkel, une dose de libéralisme en moins. Il faut donc s'attendre à ce que l'Allemagne reste dans un certain entre-deux, c'est-à-dire sans adopter totalement la vision des Frugaux, tout en ne se satisfaisant bien sûr pas de la situation des finances publiques des États du sud de la zone euro. Globalement, l'enjeu à venir sera de savoir si Olaf Scholz parvient à concilier intelligemment la rigoureuse gouvernance allemande avec une meilleure soutenabilité sociale. Dans l'affirmative, l'Allemagne devrait alors conserver son avance économique, tout comme son leadership sur les institutions européennes...

La dynamique des révisions à la hausse commence à se tarir pour l'année prochaine mais reste toujours largement favorable en cette fin d'année

Après un T2 2021 record (+90,9 % de croissance bénéficiaire pour les sociétés du S&P 500) depuis la fin de la crise des subprimes, les trimestres à venir se normalisent avec un effet de base post-Covid qui disparaît mécaniquement.

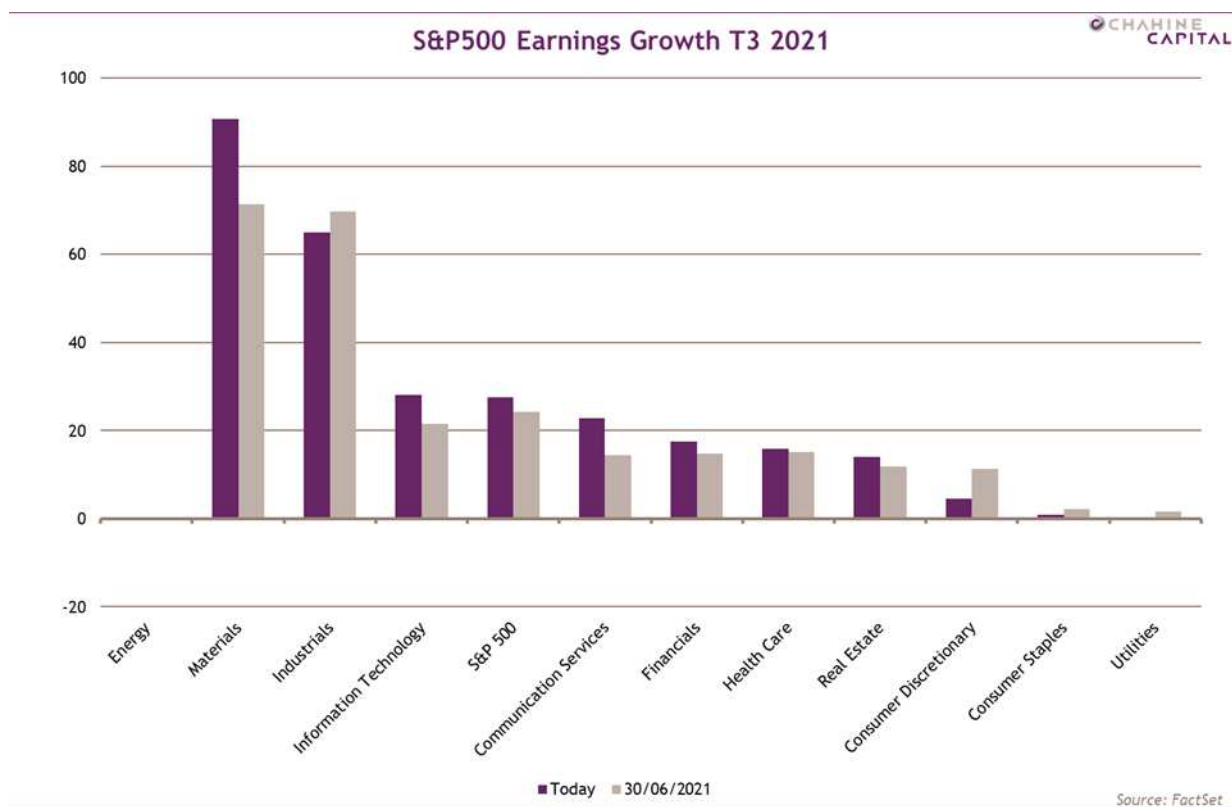
Le T3 2021 s'annonce toujours très bien orienté avec une croissance bénéficiaire estimée aujourd'hui à +27,6 % par le consensus FactSet (contre +24,2 % à la fin juin dernier), soit la 3^{ème} plus forte hausse depuis 2010. De plus le ratio des *guidance*¹ reste positif - malgré les tensions observables sur le prix des matières premières et sur les chaînes de production/approvisionnement - avec 54 % des sociétés ayant annoncé une *positive guidance* contre 46 % ayant annoncé une *negative guidance*. On notera que sur les 5 dernières années, la tendance est normalement inverse avec seulement 39 % de *positive guidance* en moyenne.

Sur le plan sectoriel, le troisième trimestre reste dans la veine du trimestre précédent et fait la part belle aux secteurs ayant le plus souffert au cours de l'année 2020 avec, en tête, le secteur de l'énergie qui continue de profiter du rebond notable de l'or noir (les prix du baril de WTI et de Brent sont respectivement à 75 \$ et 80 \$ au moment où nous écrivons cette lettre).

¹ Pour rappel, une positive guidance correspond à une préannonce de croissance bénéficiaire qui est supérieure à la moyenne du consensus (le jour de cette annonce), et à l'inverse une negative guidance est ainsi inférieure à la moyenne du consensus.



Le rebond² actuel du secteur de l'énergie s'explique par la dynamique du prix du pétrole



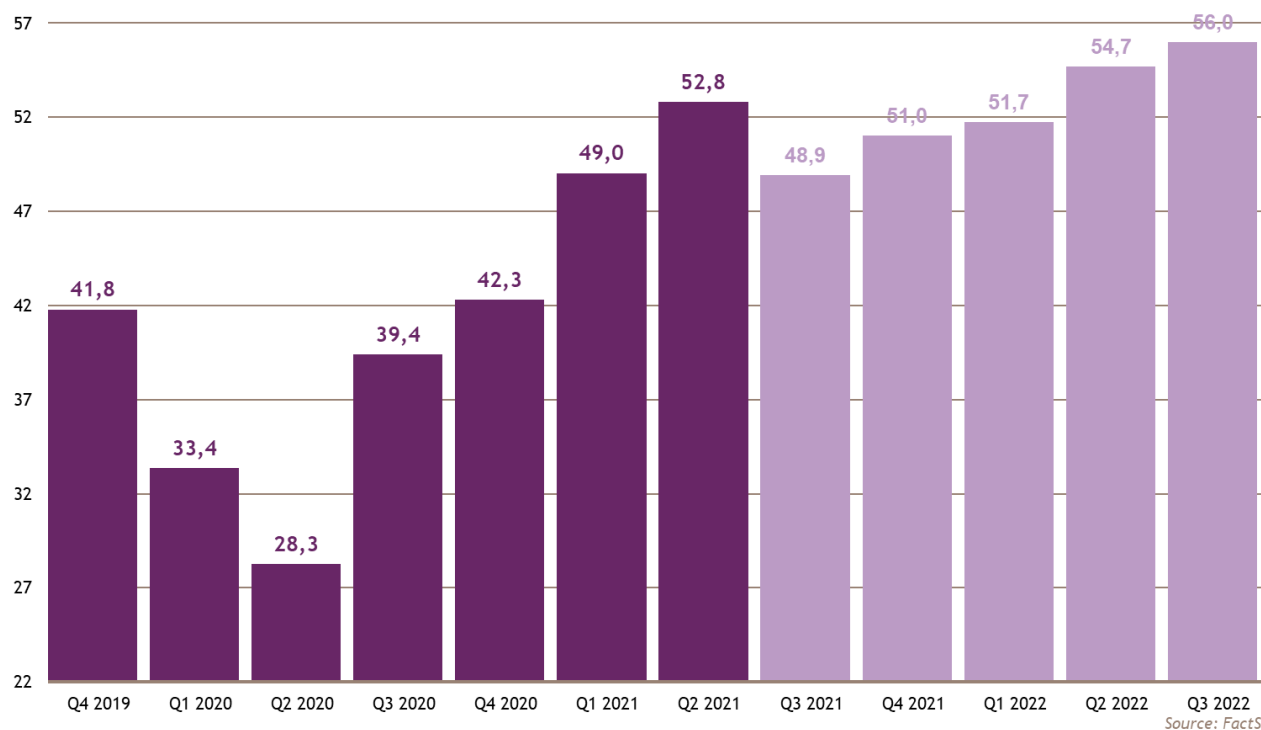
Et la tendance est la même pour le T4 2021 dont la croissance bénéficiaire est anticipée à plus de +20 %, ce qui porterait la croissance bénéficiaire du S&P 500 à +42,8 % sur l'ensemble de l'année 2021 ! L'humeur actuelle des analystes est donc clairement toujours à l'optimisme. Rien de surprenant quand on sait que les analystes ont historiquement tendance à surestimer les bénéfices réellement publiés - en début de trimestre - de l'ordre de 2,9 % (en moyenne sur les 20 derniers trimestres), de 3,7 % (en moyenne sur les 40 derniers trimestres) et de 4,9 % (en moyenne sur les 60 derniers trimestres) ...

² Une croissance bénéficiaire ne peut pas être calculée pour le secteur de l'énergie au T3 2021 car les bénéfices étaient négatifs au T2 2020.



Le T3 et T4 2021 sont très bien orientés, amenant la hausse totale des bénéfices sur l'année 2021 à +42,8 % pour le S&P 500

S&P500 Quarterly EPS Actuals and Estimates

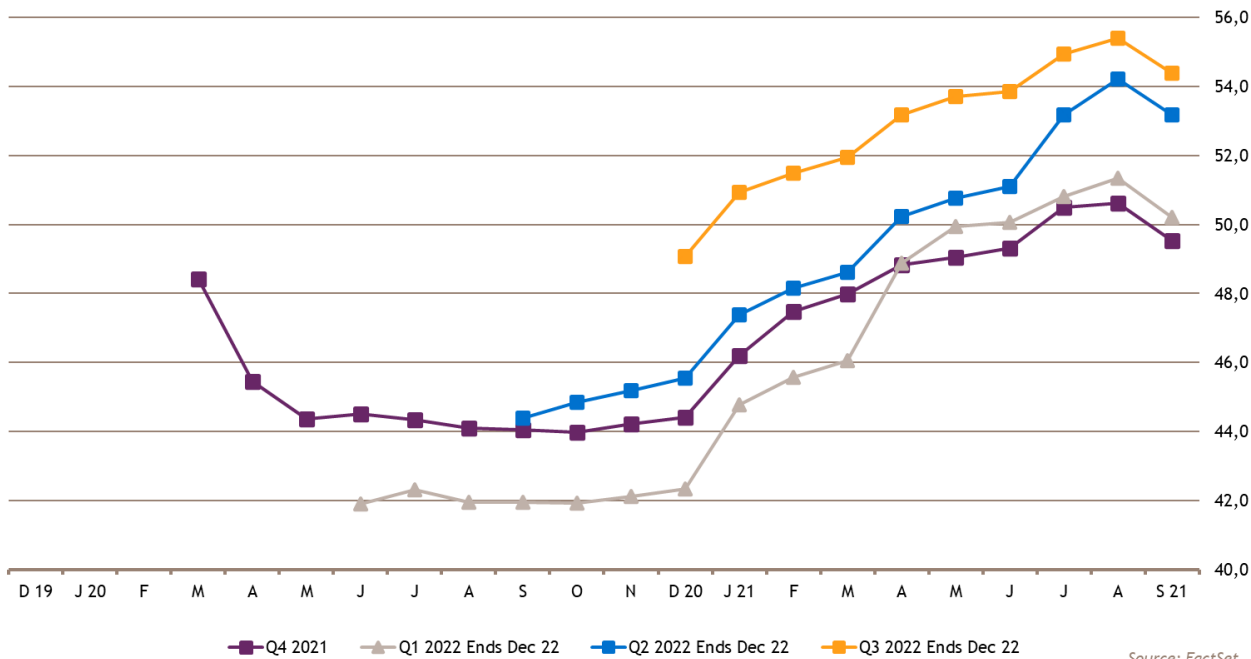
CHAHINE
CAPITAL

Cette tendance actuelle de sous-estimation, et donc de révisions haussières en soutien des marchés actions, devrait toutefois disparaître une fois l'effet de base post Covid-19 passé (dès le premier semestre 2022). C'est d'ailleurs ce que l'on observe pour le moment avec des révisions baissières depuis la fin juin dernier pour l'année prochaine : les analystes estiment aujourd'hui que la croissance des bénéfices agrégés des sociétés du S&P 500 sera de +9,5 % pour l'année 2022 contre +11,5% à la fin juin dernier.



La dynamique haussière des révisions commence à marquer le pas

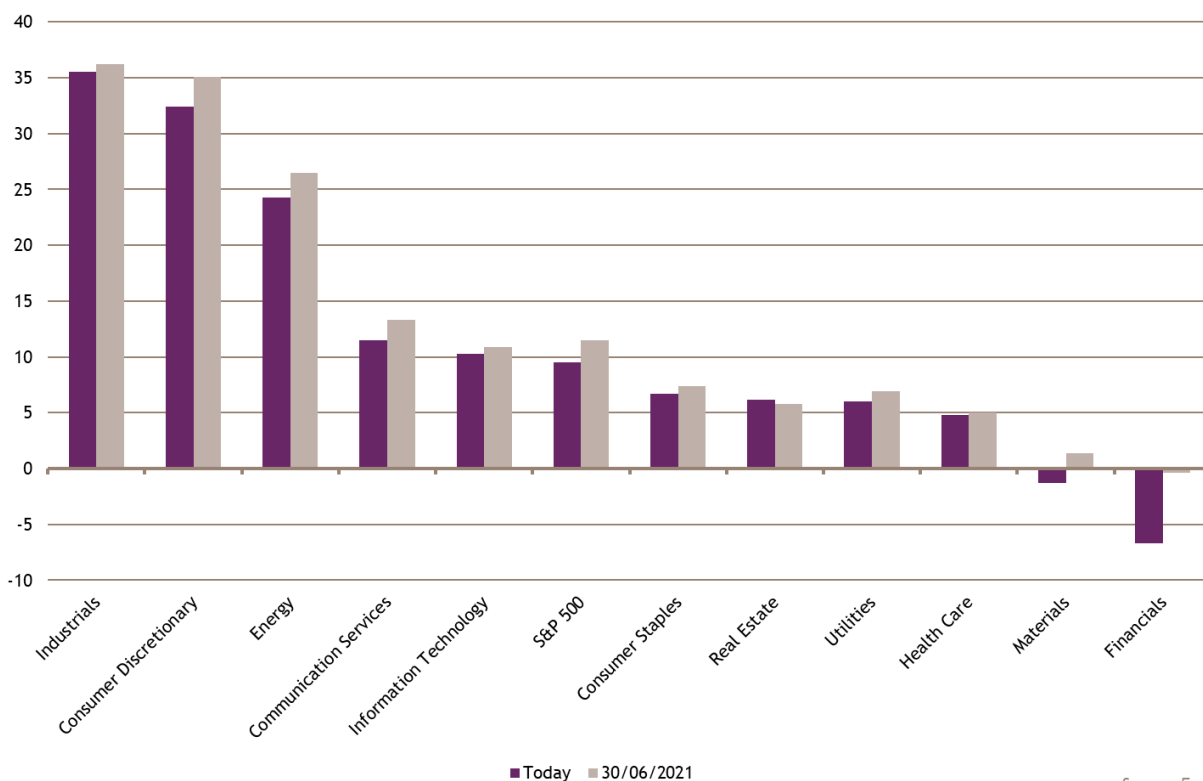
Estimates Quarterly EPS for S&P 500 (US) in USD as of 09/28/21



Source: FactSet

L'année 2022 est très légèrement révisée à la baisse après les fortes révisions ayant eu lieu au T2 2021

S&P500 Earnings Growth 2022

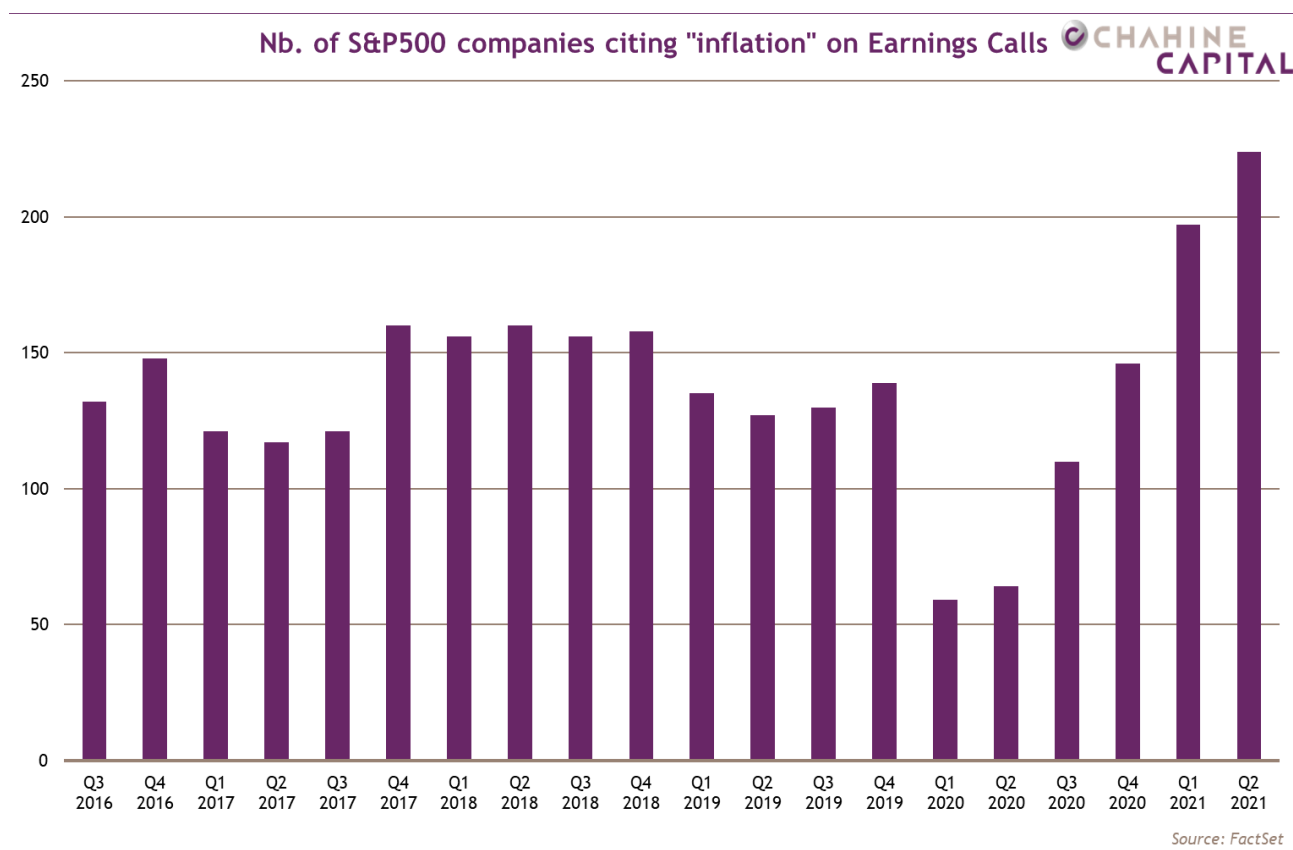


Source: FactSet



A court terme, le point de tension pour les sociétés semble être clairement centré autour de l'inflation : à la lumière des récents chiffres élevés du CPI (+5,3 % en juin, +5,3 % en juillet et +5,2 % en août en croissance annuelle), le nombre de sociétés du S&P 500 ayant évoqué le terme « inflation » lors de leurs annonces de résultats du T2 a atteint des niveaux records. En effet, près de la moitié des entreprises composant le S&P 500 - 224 pour être exact - ont cité le terme « inflation », soit le chiffre le plus élevé depuis 2010 selon FactSet (en utilisant la composition actuelle du S&P 500 comme échantillon de référence). Tout en sachant que le précédent record (197 sociétés) date du premier trimestre de cette année... Au niveau sectoriel, c'est sans surprise le secteur de l'industrie qui comptait le plus grand nombre d'entreprises ayant utilisé le terme « l'inflation ».

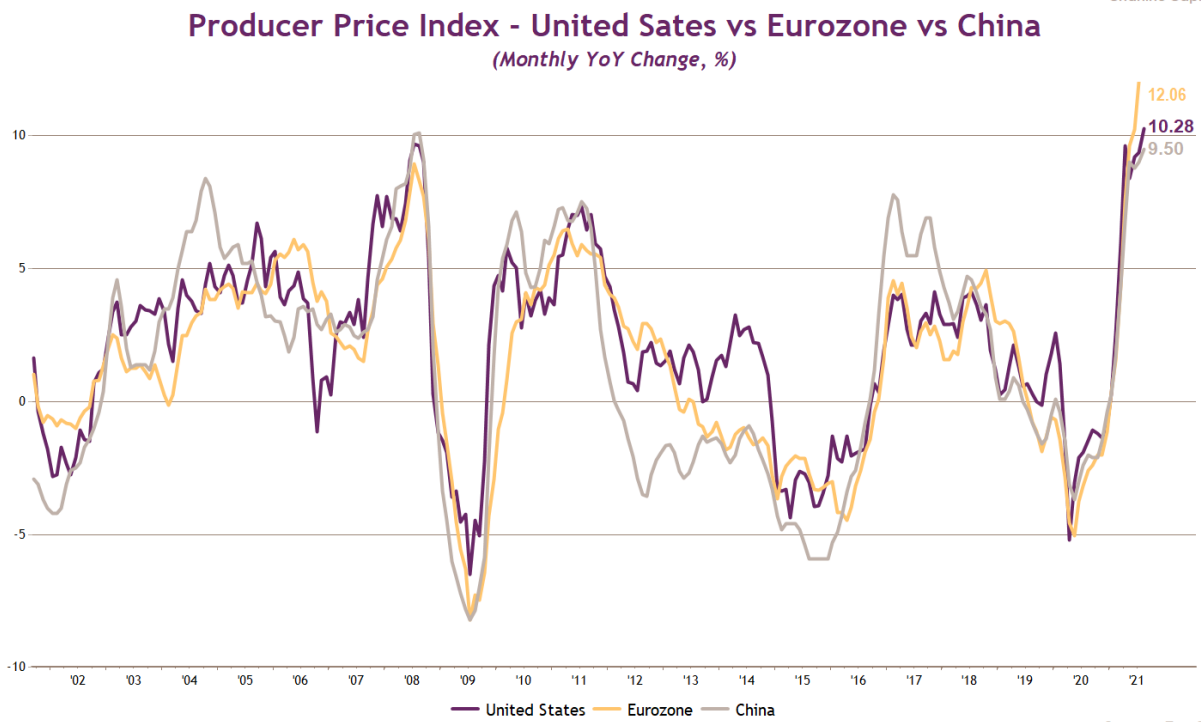
L'inflation n'a jamais été aussi préoccupante pour les sociétés du S&P 500 depuis 2010



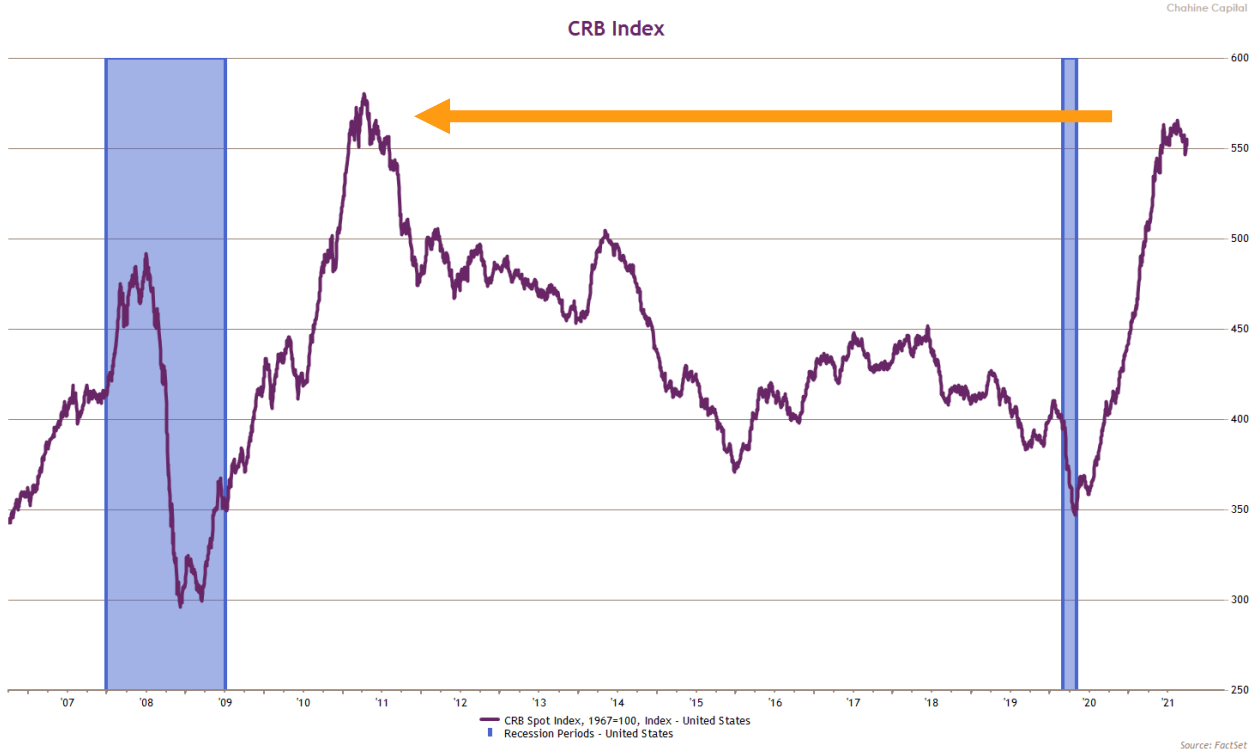
Si ces dernières sont tant préoccupées par l'inflation, c'est que la hausse des prix à la production a atteint en août des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2008, lorsque l'envolée inexorable du cours des matières premières avait fini par faire dérailler l'économie. Le mois dernier, l'indice PPI, qui mesure le coût des marchandises sorties d'usine, a connu une augmentation de respectivement +12,1 %, +10,3 % et +9,5 % sur un an en Europe, aux Etats-Unis et en Chine. Plusieurs facteurs peuvent expliquer aujourd'hui cette hausse récente des prix à la production : une forte demande, une capacité de production réduite, des frais de transports en augmentation constante au vu du flux tendu de la production mais également par une augmentation sensible du prix des matières premières.



Les prix à la production s'envolent partout sur la planète

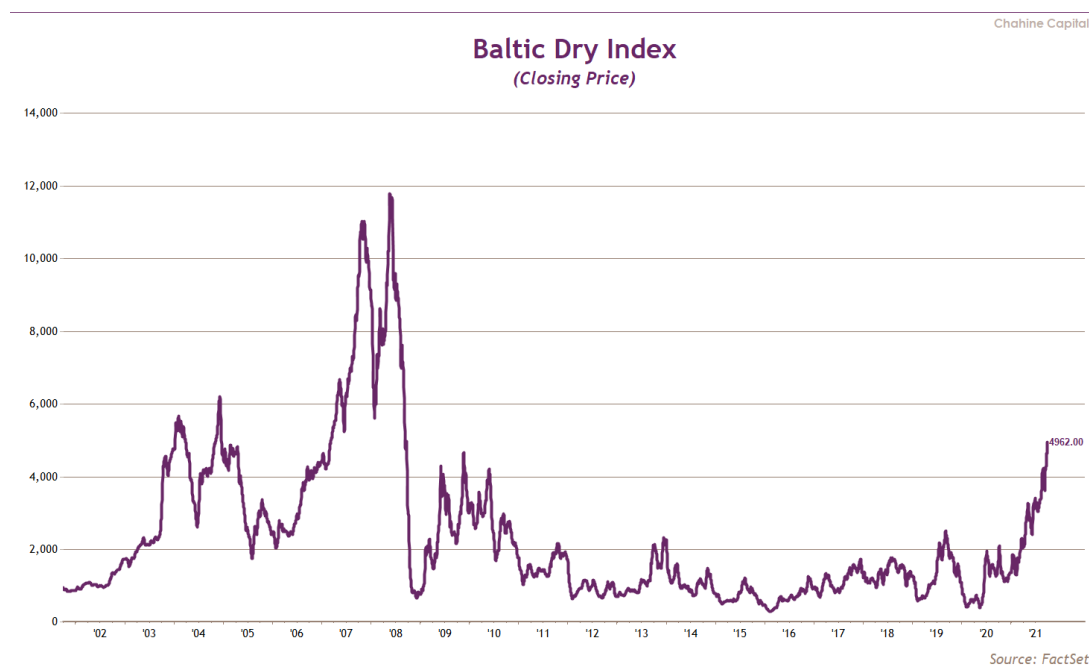


Et l'envolée du cours des matières premières n'y est pas étranger



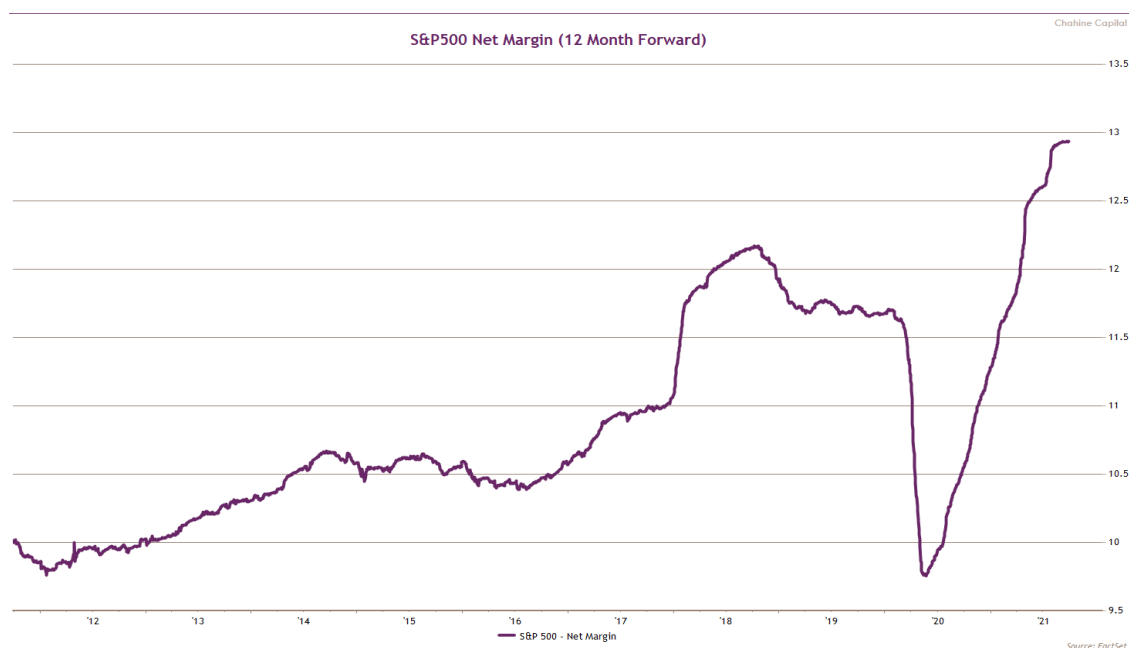


Tout comme l'augmentation des coûts de transport



Nous pensons néanmoins toujours - tout comme l'ensemble des Banquiers Centraux à l'heure actuelle - que ces problématiques inflationnistes devraient rester temporaires et se dissiper d'ici la fin de l'année 2022. Dans cette veine, nous estimons que les sociétés ont aujourd'hui les reins assez solides pour ne pas répercuter l'intégralité de la hausse des prix à la production dans le prix des biens au vu de la marge de manœuvre dont elles disposent : les taux de marges restent stratosphériques avec +12,1 % anticipés au T3 2021.

Les marges se stabilisent sur des niveaux records et joueront un rôle tampon pour digérer la hausse des coûts de production



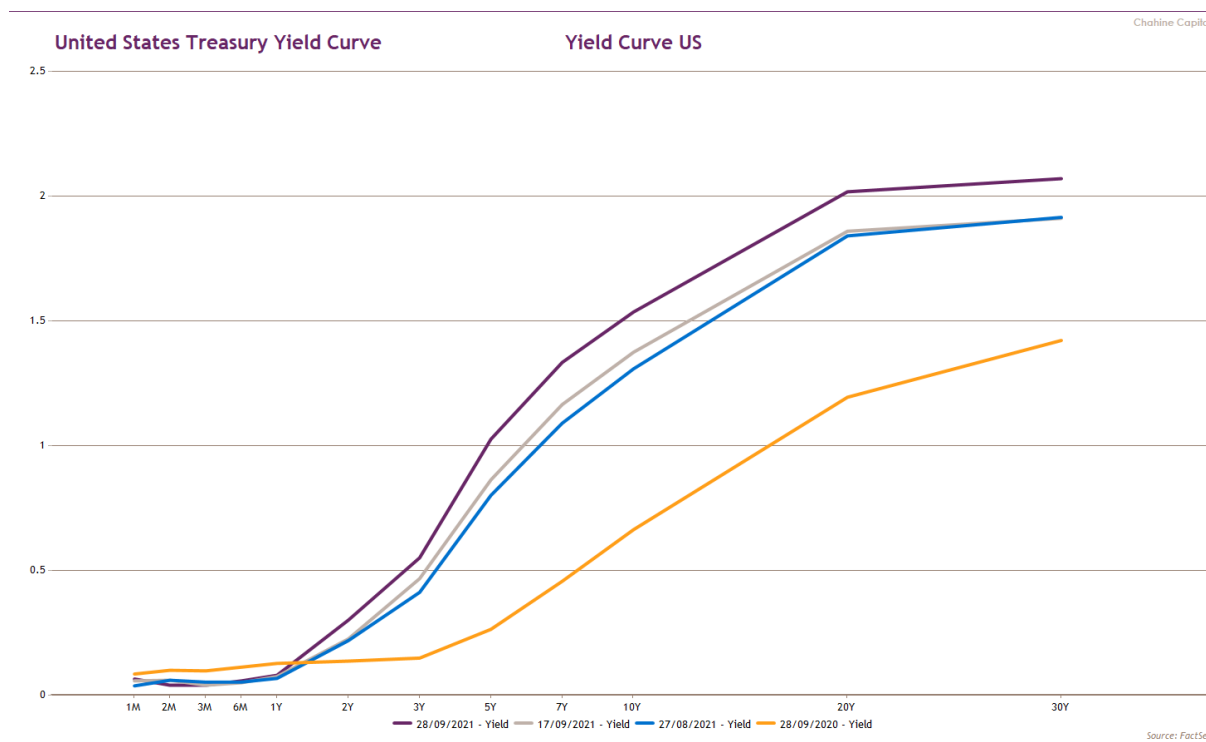


Néanmoins, il ne faut pas que les tensions sur les prix des matières premières perdurent outre mesure sous peine de voir s'accumuler les révisions baissières où encore des publications moins bonnes qu'attendues en 2022.

Modèle d'évaluation : des marchés actions américains toujours chers, contrairement aux marchés européens au juste prix, voire avec un léger potentiel de hausse

Les indices boursiers américains et européens ont reflué au cours du mois de septembre (avec respectivement -3,8 % et -3,3 % pour le S&P500 et l'Euro Stoxx50 au moment où nous écrivons ces lignes). Les taux ont de leur côté rebondi, à la suite de l'annonce de J. Powell qui a clairement laissé entendre que le *tapering* allait débiter d'ici peu (surement avant la fin d'année). « *Si les progrès se poursuivent globalement comme prévu, le comité juge qu'une modération du rythme des achats d'actifs pourrait bientôt être justifiée* », indique le communiqué de la Fed. Rappelons néanmoins que le président de la FED a déjà précisé que les taux directeurs resteraient durablement bas pour encore un long moment, en annonçant que le tapering serait de toute manière décorrélé de la hausse des taux qui suivra. En conséquence, les taux à 30 ans ont légèrement rebondi de +20 bp et sont passés de 1,9 % le mois dernier à 2,1 % aujourd'hui aux Etats-Unis et de 0,5 % à 0,7 % en Europe.

La remontée des taux fait consolider les marchés actions et notamment les valeurs *Growth*



Concernant les perspectives bénéficiaires, si nous estimons que 2021 devrait être globalement aussi florissante qu'espérée par les analystes, il nous semble important de rappeler que les attentes en termes de croissance bénéficiaire nous paraissent beaucoup trop agressives pour les années à venir notamment aux Etats-Unis avec respectivement +9,5 % et +9,1 % en 2022 et 2023.



Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste toujours nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être encore être de l'ordre de -3,5 % (soit une correction totale de l'ordre de -8 % comme ce que nous envisagions le mois dernier). Notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 (ce qui ne semble pas être intégré dans les cours boursiers à l'heure actuelle) nous indique un potentiel restant de baisse plus important de l'ordre de -7 % si les taux se stabilisent (soit une correction totale de l'ordre de -12 %). Il nous semble donc toujours pertinent de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines.

S&P 500 - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2021

	30 Years Gvt bonds				
	1,50%	1,75%	2,07%	2,25%	2,50%
Tax increase to 25% (approx. -5% impact on EPS) - CAGR 3.7%	4 667	4 368	4 031	3 860	3 642
Implied Scenario CAGR 4.9% over 8 years	5 050	4 723	4 353	4 165	3 926
Return to normal: 39% in 2021, 9.2% in 2022 - CAGR 4.3%	4 863	4 552	4 200	4 021	3 794
Current Index S&P 500	4 353				

En zone euro, la moyenne des taux à 30 ans a suivi la même dynamique qu'aux Etats-Unis. Tout comme aux Etats-Unis, nous estimons que l'année 2021 devrait être aussi bonne qu'escomptée par les analystes (le phénomène de « délivrance » liée à la vaccination devrait se matérialiser concrètement à partir du second semestre dans les chiffres macro et micro). Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui à leur juste prix - voire légèrement sous-cotées - quel que soit le scénario envisagé (en cas de *slow recovery*, les taux tendront inévitablement vers 0). Comme le mois dernier, nous surpondérons donc toujours les actions européennes par rapport aux actions américaines.

MSCI EMU - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2021

	30 Years Gvt bonds				
	0,00%	0,50%	0,71%	1,00%	1,25%
Slow recovery: 55% in 2021, 4% in 2022	174	148	139	129	121
Implied Scenario: 55% in 2021, 7.6% in 2022	183	156	146	135	127
Return to normal: 55% in 2021, 6% in 2022	199	169	159	147	138
Current Index MSCI EMU	146				



Conclusions

Angela Merkel, chancelière depuis 2005, n'était pas candidate à sa propre succession. Entre l'accession au pouvoir et le départ politique de la Chancelière, le revenu par tête aura augmenté de près de +18,5 % (crise incluse). Et pourtant, contre toute attente, les débats précédant les élections fédérales du 26 septembre dernier ont pris une tournure très sociale, sans réel continuum donc avec la politique d'Angela Merkel. En un sens, ils ont ressemblé à ceux de la présidentielle outre-Atlantique d'il y a un an, avec de nombreuses similarités parmi les sujets abordés : salaire minimum, fiscalité (des entreprises et des plus riches), filets de protection sociale, environnement, ...

Au niveau européen, le contexte actuel reste clairement celui de la relance. Le 15 septembre dernier, Ursula von der Leyen a déclaré dans son discours *State of the Union* que l'erreur de 2008 de pratiquer une consolidation budgétaire trop rapidement en sortie de crise ne serait pas renouvelée. Il faut donc s'attendre à ce que la politique budgétaire expansionniste continue encore longtemps au niveau de l'UE-27. Toutefois, 8 pays

« Frugaux » (dont les Pays-Bas, l'Autriche, le Danemark et la Suède) avaient pris les devants en se déclarant ouverts aux débats, tout en renouvelant toutefois leur profond attachement à la soutenabilité budgétaire. Les Frugaux et autres partisans de la rigueur budgétaire vont-ils perdre un allié avec l'Allemagne ? Pas complètement. Nous pensons surtout que l'Allemagne va soutenir la reprise en appuyant l'importante relance budgétaire actée au niveau européen, mais elle ne cautionnera pas un *free lunch* inscrit dans le temps long.

Étonnamment, Olaf Scholz est, parmi les candidats anciennement en lice, celui qui s'inscrit le plus dans la ligne politique d'Angela Merkel, une dose de libéralisme en moins. Il faut donc s'attendre à ce que l'Allemagne reste dans un certain entre-deux, c'est-à-dire sans adopter totalement la vision des Frugaux, tout en ne se satisfaisant bien sûr pas de la situation des finances publiques des États du sud de la zone euro. Globalement, l'enjeu à venir sera de savoir si Olaf Scholz parvient à concilier intelligemment la rigoureuse gouvernance allemande avec une meilleure soutenabilité sociale. Dans l'affirmative, l'Allemagne devrait alors conserver son avance économique, tout comme son leadership sur les institutions européennes...

Après un T2 2021 record (+90,9 % de croissance bénéficiaire pour les sociétés du S&P 500) depuis la fin de la crise des subprimes, les trimestres à venir se normalisent avec un effet de base post-Covid qui disparaît mécaniquement. Le T3 2021 s'annonce toujours très bien orienté avec une croissance bénéficiaire estimée aujourd'hui à +27,6 % par le consensus FactSet, soit la 3ème plus forte hausse depuis 2010. Sur le plan sectoriel, le troisième trimestre reste dans la veine du trimestre précédent et fait la part belle aux secteurs ayant le plus souffert au cours de l'année 2020 avec, en tête, le secteur de l'énergie qui continue de profiter du rebond notable de l'or noir (les prix du baril de WTI et de Brent sont respectivement à 75 \$ et 80 \$). A court terme, le point de tension pour les sociétés semble être clairement centré autour de l'inflation : à la lumière des récents chiffres élevés du CPI, le nombre de sociétés du S&P 500 ayant évoqué le terme « inflation » lors de leurs annonces de résultats du T2 a atteint des niveaux records. En effet, près de la moitié des entreprises composant le S&P 500 ont cité le terme « inflation », soit le chiffre le plus élevé depuis 2010 selon FactSet.

Les indices boursiers américains et européens ont reflué au cours du mois de septembre. Les taux ont de leur côté rebondi, à la suite de l'annonce de J. Powell qui a clairement laissé entendre que le *tapering* allait débiter d'ici peu (surement avant la fin d'année). « Si les progrès se poursuivent globalement comme prévu, le comité juge qu'une modération du rythme des achats d'actifs pourrait bientôt être justifiée », indique le communiqué de la Fed. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste toujours possible sur les marchés américains. En zone euro, la moyenne des taux à 30 ans a suivi la même dynamique qu'aux Etats-Unis. Tout comme aux Etats-Unis, nous estimons que l'année 2021 devrait être aussi bonne qu'escomptée par les analystes. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui à leur juste prix - voire légèrement sous-cotées - quel que soit le scénario envisagé.

Michaël Sellam



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 30/09/2021 (in local currency)

CHAHINE
CAPITAL

Data as of 09/30/21	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%	8,36%	15,04%	17,6 x	19,6 x	11,31%	61,39%	-19,07%	1,90%	-0,3%	-0,5%
United States	55,6%	13,32%	20,22%	21,2 x	23,7 x	11,60%	57,54%	-15,60%	1,34%	0,3%	0,2%
Japan	8,0%	3,27%	11,46%	15,2 x	17,2 x	12,74%	32,63%	-8,89%	2,03%	-0,4%	-0,2%
Eurozone	10,9%	7,31%	8,66%	15,6 x	17,3 x	11,04%	88,73%	-38,92%	2,64%	-0,8%	-0,5%
Europe	20,1%	7,80%	7,19%	15,7 x	17,3 x	9,95%	79,48%	-35,66%	2,82%	-0,7%	-1,4%
Austria	0,2%	22,41%	-3,26%	11,6 x	12,3 x	6,22%	93,95%	-41,33%	3,06%	1,8%	0,4%
Belgium	0,4%	1,64%	-2,41%	17,9 x	19,3 x	7,98%	31,34%	-25,07%	2,75%	-1,6%	-0,3%
Denmark	0,7%	7,29%	40,90%	23,0 x	22,3 x	-3,31%	61,20%	-7,16%	1,90%	4,4%	2,7%
Finland	0,4%	3,23%	27,09%	18,1 x	19,5 x	7,70%	31,57%	-13,69%	2,85%	-0,5%	-0,9%
France	3,6%	10,61%	6,34%	16,6 x	19,1 x	15,18%	152,79%	-55,00%	2,49%	-1,0%	-1,1%
Germany	2,9%	3,72%	13,28%	14,4 x	15,4 x	7,08%	71,32%	-20,06%	2,68%	-1,0%	-1,6%
United Kingdom	4,1%	8,54%	-8,98%	13,2 x	14,4 x	9,12%	91,50%	-39,98%	3,69%	-1,2%	-4,7%
Ireland	0,1%	11,61%	11,11%	19,0 x	28,1 x	48,02%	4382,24%	-105,07%	1,23%	0,7%	1,2%
Italy	0,9%	9,66%	1,91%	12,1 x	13,7 x	12,78%	64,08%	-41,54%	3,85%	-0,7%	-0,5%
Netherlands	1,4%	11,19%	21,86%	19,5 x	20,3 x	3,92%	88,18%	-27,12%	1,53%	0,3%	0,5%
Norway	0,5%	13,01%	5,88%	15,5 x	18,2 x	17,58%	178,73%	-55,06%	3,28%	1,8%	2,1%
Spain	0,8%	1,40%	-4,61%	14,8 x	17,2 x	16,55%	58,55%	-42,71%	3,55%	-1,5%	2,6%
Sweden	1,4%	13,09%	31,77%	19,9 x	20,3 x	1,74%	84,00%	-38,46%	2,36%	-0,2%	-1,1%
Switzerland	2,5%	5,34%	10,73%	18,4 x	20,7 x	12,67%	20,52%	-7,91%	2,59%	-1,2%	-0,6%
Europe / Commercial Services	0,6%	7,89%	3,13%	20,8 x	25,7 x	23,52%	58,81%	-29,26%	1,83%	-0,9%	-2,7%
Europe / Communications	0,5%	5,63%	-3,23%	14,7 x	16,3 x	10,74%	-19,66%	4,86%	4,34%	-0,9%	-8,5%
Europe / Consumer Durables	0,9%	13,16%	18,46%	8,8 x	9,4 x	7,36%	281,09%	-58,41%	3,65%	-1,2%	-1,7%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%	3,51%	8,89%	22,0 x	24,7 x	12,20%	27,22%	-21,01%	2,13%	-1,4%	-1,1%
Europe / Consumer Services	0,4%	12,51%	-1,65%	24,6 x	176,9 x	620,12%	134,75%	-122,49%	1,38%	-2,7%	-1,7%
Europe / Distribution Services	0,2%	12,62%	22,70%	20,1 x	21,7 x	7,90%	55,46%	-15,06%	1,84%	0,5%	2,3%
Europe / Electronic Technology	0,8%	13,43%	8,85%	17,6 x	21,0 x	19,33%	131,02%	-51,15%	1,34%	-0,7%	0,0%
Europe / Energy Minerals	0,7%	21,60%	-27,63%	9,5 x	9,9 x	4,78%	37146,27%	-92,11%	4,74%	1,8%	2,0%
Europe / Finance	3,6%	11,44%	-5,87%	11,5 x	11,7 x	1,86%	66,31%	-34,63%	4,08%	-1,2%	-2,1%
Europe / Health Services	0,2%	14,32%	12,06%	22,3 x	23,2 x	3,94%	20,73%	-0,81%	1,50%	-1,2%	-0,4%
Europe / Health Technology	2,3%	8,51%	8,87%	19,8 x	22,3 x	12,34%	11,73%	-0,94%	2,21%	-1,0%	-0,9%
Europe / Industrial Services	0,3%	6,07%	-9,31%	14,9 x	19,7 x	32,49%	77,69%	-51,28%	2,88%	-1,1%	0,3%
Europe / Miscellaneous	0,0%	26,42%	33,67%	12,4 x	10,1 x	-21,24%	142,00%	-81,20%	3,17%	0,7%	35,3%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	7,82%	17,23%	8,0 x	6,7 x	-16,77%	115,15%	27,70%	7,19%	0,1%	-2,8%
Europe / Process Industries	0,8%	4,35%	17,61%	18,1 x	18,8 x	3,88%	50,63%	-13,98%	2,63%	-0,9%	-1,1%
Europe / Producer Manufacturin	1,8%	12,71%	31,52%	21,2 x	25,7 x	20,99%	88,57%	-32,22%	1,64%	-1,7%	-1,9%
Europe / Retail Trade	0,5%	0,55%	21,69%	22,6 x	29,0 x	26,80%	80,93%	-24,96%	1,95%	-2,2%	1,1%
Europe / Technology Services	1,1%	-0,35%	23,86%	26,5 x	31,0 x	17,14%	27,66%	-5,83%	0,77%	-0,5%	-0,7%
Europe / Transportation	0,6%	20,60%	3,88%	16,7 x	41,5 x	147,94%	136,21%	-255,23%	2,68%	6,1%	10,0%
Europe / Utilities	0,9%	-12,18%	24,35%	15,4 x	16,2 x	5,31%	18,67%	-17,21%	4,11%	-1,3%	-1,3%



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.