

## Election de J. Biden : une bonne nouvelle pour les marchés ?

### Conclusions

La crise de la Covid aura été fatale à Donald Trump, ce dernier étant lâché par ses soutiens financiers et Wall Street malgré les gages donnés par l'ancien président sur les fronts économiques et financiers. Alors que Joe Biden a pris la tête de la Maison Blanche le 20 janvier, certains commentateurs y voient déjà un troisième mandat Obama. Il semble toutefois que la présidence de Biden pourrait prendre une direction bien plus sociale avec un passage immédiat à un salaire minimum fédéral à hauteur de 13\$/h et une hausse du taux d'imposition sur les sociétés de 21 à 28%... En outre, c'est le plan de relance de 1 900 Mds\$ qui occupera le début de mandat pour favoriser la demande intérieure avec de nouveaux chèques de relance de 1400\$ pour les ménages (Helicopter Money).

L'explosion des besoins de financement public associés à cette politique pourrait avoir de lourdes conséquences sur les marchés. En effet, le rythme d'extension du bilan de la Fed est aujourd'hui très insuffisant pour financer en totalité les besoins de financement de l'Etat américain, sans même parler des plans de relance dans les infrastructures envisagées. Dans ces conditions, il faudra soit que la Fed révisé ses positions dès le début d'année pour intervenir de manière bien plus massive sur le marché des obligations souveraines américaines, soit que l'épargne internationale accepte de financer ces tombereaux de dette. Dans le cas contraire, il pourrait alors se produire un effet de siphon au détriment des autres actifs financiers et immobiliers avec à la clé une correction majeure des prix des actions américaines. Si cette dernière option n'est clairement pas notre scénario central, il faudra tout de même surveiller de près la manière dont les Etats-Unis financeront leurs gigantesques besoins en 2021.

L'année 2020 aura été relativement lisible en termes de thématiques : essentiellement de la techno (+42,8%) et de la distribution (+34,1%), avec notamment la distribution digitale. L'année 2021 devant être l'année du rebond des économies, faut-il solder ces paris pour revenir sur les secteurs les plus à la traîne ? Nous pensons surtout que les thématiques sectorielles seront moins franches, et que les marchés seront des marchés de stock-picking. Il faudra être très vite en mesure d'évaluer qui parmi les entreprises seront celles susceptibles d'adapter leur business model originel pour l'adapter et recréer de l'activité, dans un contexte où les flux géographiques seront durablement bouleversés. D'un point de vue géographique, seuls les indices asiatiques ont poursuivi leur progression depuis le début de l'année (+15% pour le MSCI China depuis fin décembre, avant de retracer de -6,7%), en raison de leur moindre sensibilité à la nouvelle vague épidémique actuelle. Nous estimons que le retard accumulé par l'Europe (-1,0%) et les Etats-Unis (-0,9%) devraient progressivement se résorber au fil du temps et de l'avancée des stratégies vaccinales dans ces deux zones, amenant plus de visibilité quant au timing du rebond économique qui s'en suivra.

En ce début de saison de publication des résultats du T4 2020 aux Etats-Unis, les premiers chiffres des sociétés composant le S&P 500 sont très bien orientés. Malgré des révisions à la hausse des estimations de bénéfices, la hausse continue des marchés actions depuis le point bas de la mi-mars 2020 fait stagner les niveaux de valorisation sur des niveaux élevés (PER qui oscille entre 22x et 23x les bénéfices futurs). Si ce chiffre peut apparaître élevé, il faut le mettre en perspective : les taux directeurs sont à zéro, le rendement des obligations d'Etat est proche de l'être (respectivement 1,1% et 1,8% pour le 10 ans et le 30 ans américain), et des tombereaux de liquidités continuent d'être injectés par les Banques Centrales, ce qui tire mécaniquement les prix des actifs risqués vers le haut. Si les marchés américains ont fait du surplace depuis notre précédente publication, la hausse des taux à 30 ans a impacté à la baisse notre cours objectif qui se situe aujourd'hui à 3603 points contre un marché qui a continué sa hausse jusqu'à 3850 points avant de baisser et de conclure le mois à 3715 points. Seule une baisse des taux pourrait entraîner un objectif de cours supérieur selon notre modèle (autour des 3900 points avec des taux à 30 ans à 1,5%). En Europe par contre, un contexte de taux d'intérêt toujours écrasés et des perspectives de rebond des bénéfices plus franches font ressortir un potentiel de hausse de +17.5% pour les indices européens d'ici la fin d'année. Dans ces conditions, il nous semble opportun de surpondérer les actions européennes par rapport à leurs homologues américaines.

*Michaël Sellam*

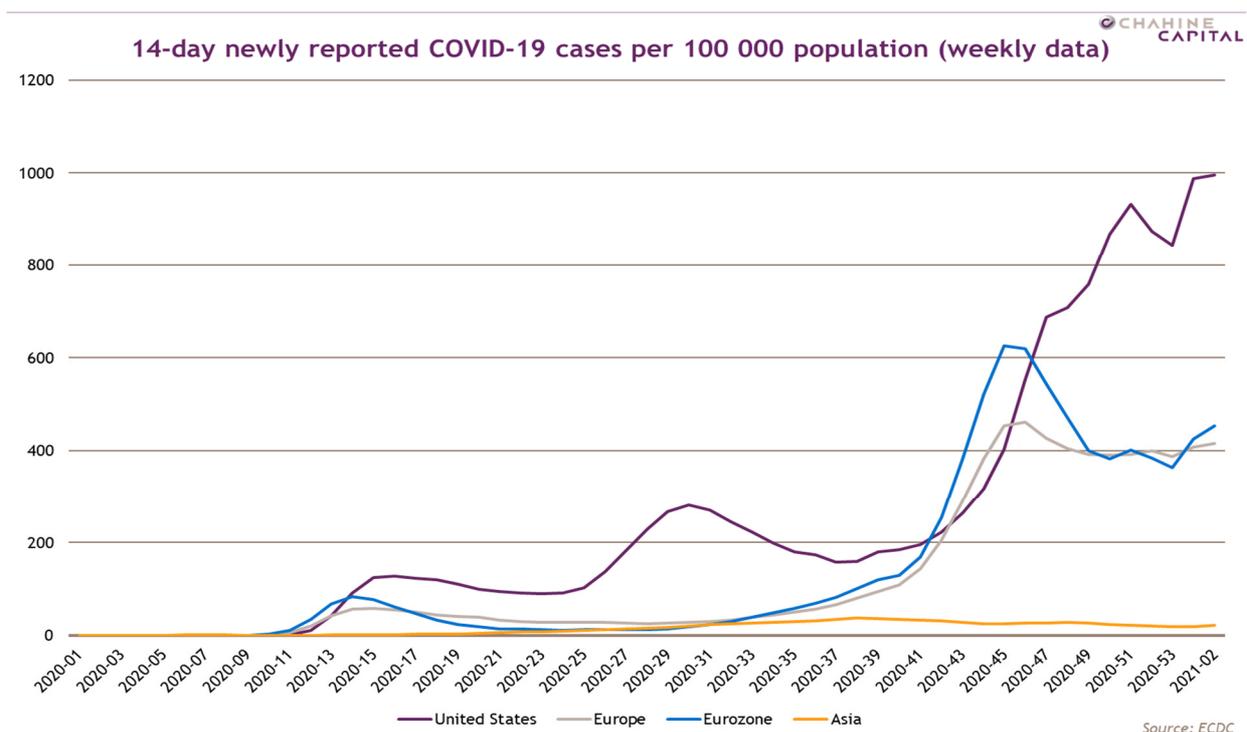


## En dépit d'une politique très « market friendly », Wall Street lâche Donald Trump

La crise de la Covid aura été fatale à Donald Trump, ce dernier étant lâché par ses soutiens financiers et Wall Street. Alors que la présidentielle américaine 2020 aurait coûté à elle seule environ 6,6 Mds \$, soit 2 Mds \$ de plus que celle de 2016 et plus de 4 Mds de plus que celle de 2012, Joe Biden gagne par KO concernant la générosité de ses soutiens. Les Wall Street Democrats se sont montrés beaucoup plus généreux que leurs homologues Républicains ne l'ont été vis-à-vis du président sortant. Et pourtant, les gages donnés par Donald Trump sur les fronts économiques et financiers n'ont pas manqué durant son mandat : baisse du chômage (tombé jusqu'à 3,5% avant la Covid), hausse du taux de participation de la main-d'œuvre (monté à 83% pour les 24-54 ans) ou encore baisse de la pression fiscale de plus d'un point de PIB au cours de son mandat (elle s'établit désormais à environ 25% du PIB) avec une baisse des taux d'imposition symbolisée par un taux d'IS ramené à seulement 22%. D'un point de vue boursier, Wall Street aura profité de l'obsession du Président pour les marchés financiers, faisant de la hausse des indices un objectif politique avec la capitalisation boursière américaine qui s'est envolée pour atteindre 188% du PIB.

Mais cela n'aura pas suffi à contrebalancer les incessants écarts de langage, les outrances, le caractère imprévisible de Donald Trump dans un contexte où la gestion de la crise sanitaire s'est avérée défailante (cf. graphique ci-dessous). Sur le plan sanitaire, les Etats-Unis ont récemment dépassé les 400 000 morts et comptabilisent à eux seuls près de 20% des décès de la Covid sur la planète. Si ce chiffre ramené à la taille de la population américaine n'est pas si supérieur aux chiffres français, anglais ou italiens, il illustre en revanche l'échec patent de Donald Trump dans sa lutte pour l'hégémonie mondiale avec la Chine, qui affiche quant à elle des chiffres incomparablement plus faibles, même si ces derniers peuvent paraître suspects. Cette sensation de fragilisation sur la scène internationale a probablement précipité la chute de Donald Trump au cours du second semestre 2020.

### Une contagion très hétérogène à travers le globe



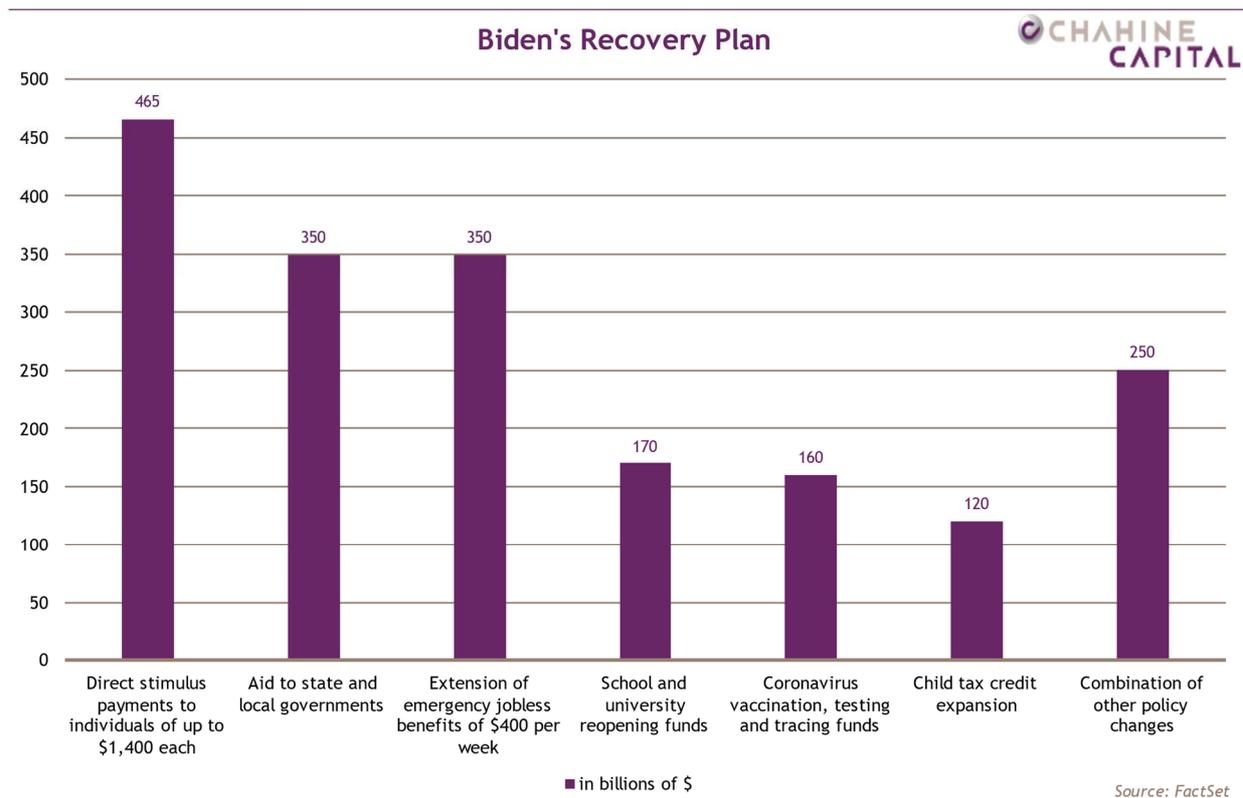


## Joe Biden reprend le Sénat et la ligne de Barack Obama

La future présidence de Joe Biden semble prendre une tournure très obamienne à mesure que sont nommés les futurs directeurs des 15 départements qui composeront le Cabinet de la Maison Blanche. Certains commentateurs évoquent même déjà un « troisième mandat Obama ». De quoi renouer avec une façon plus apaisée de faire de la politique au moment où les conflits seront d'autant plus pénalisants que le monde (hormis l'Asie pour partie) a perdu, avec la crise du coronavirus, une large part de sa croissance potentielle.

La présidence de Biden pourrait toutefois prendre une direction bien plus sociale que ne l'ont été les deux mandats d'Obama. Investi le 20 janvier, le nouvel homme fort de la Maison blanche a aussitôt plaidé pour un passage immédiat à un salaire minimum fédéral à hauteur de 13 \$ l'heure (soit 75% de son objectif maximal de campagne... mais qui était initialement prévu à horizon de 5 ans) et pour une hausse du taux d'imposition sur les sociétés de 21 à 28%... Outre cette réforme du salaire horaire, c'est le plan de relance de 1 900 Mds\$ qui occupera le début de mandat pour favoriser la demande intérieure avec de nouveaux chèques de relance de 1400\$ pour les ménages (Helicopter Money). Ceux-ci compléteront les chèques de 600\$ décidés au mois de décembre, ce qui portera de fait cette aide à 2000\$. Sans parler des gigantesques plans d'investissement dans les infrastructures d'ores et déjà envisagés.

### Les détails du plan de relance voulu par J. Biden



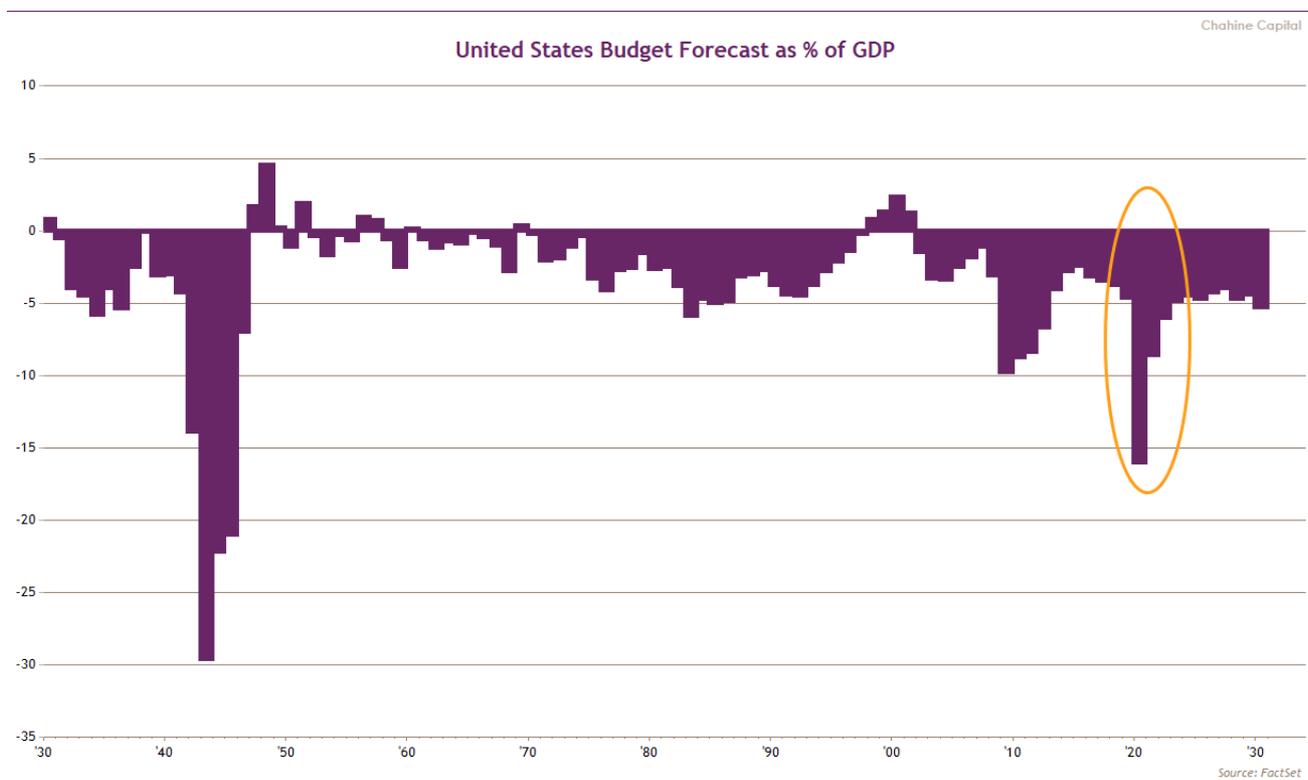
Fait inattendu, Joe Biden devrait avoir les moyens de passer de la parole aux actes, en bénéficiant durant la première partie de son mandat du soutien des deux chambres américaines après les élections en Géorgie. Si le Sénat est partagé équitablement entre Républicains et Démocrates, le nouveau président américain pourra bénéficier du pouvoir de Kamala Harris pour trancher en faveur des Démocrates... et cela pourrait changer la donne du côté des investisseurs.



En effet, les investisseurs semblaient se satisfaire depuis novembre à l'idée de s'être débarrassé des exubérances de Donald Trump dans un contexte où Joe Biden n'aurait pas le champ libre pour mettre en place une politique moins market friendly que son prédécesseur, à coup de réglementation plus restrictive et de fiscalité moins libertaire notamment pour les revenus les plus élevés... La situation a désormais clairement changé : même si la majorité des Démocrates est toute relative et qu'il sera nécessaire que ces derniers restent solidaires sur la durée, ils devraient pouvoir faire passer bien plus de mesures présentes dans leur programme au travers du processus de Budget Reconciliation ou de vote à majorité relative sur un certain nombre de sujets.

## Le besoin de financement américain pourrait être un des sujets majeurs de 2021 pour les marchés

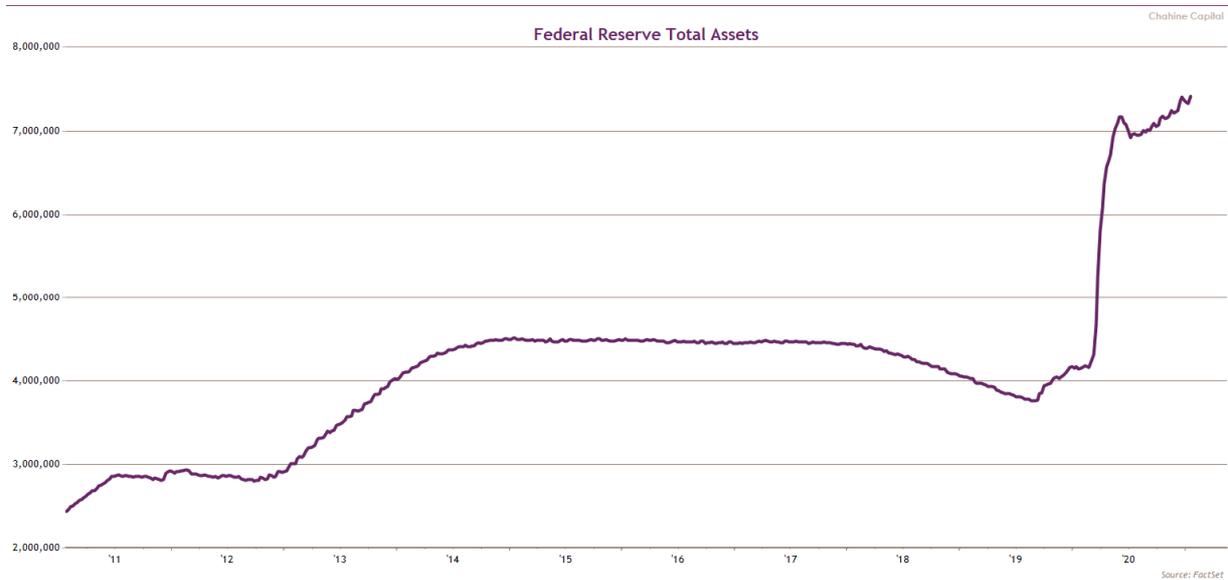
### Le besoin de financement public américain a explosé



L'explosion des besoins de financement public associés à la politique que Joe Biden aura les moyens politiques d'implémenter pourrait avoir des conséquences sur les marchés, notamment en dehors des Etats-Unis. En effet, le rythme d'extension du bilan de la Fed est aujourd'hui très insuffisant pour financer en totalité les besoins de financement de l'Etat, sans même parler des plans de relance dans les infrastructures souhaités par Joe Biden. Dans ces conditions, il faudra soit que la Fed révisé ses positions dès le début d'année pour intervenir de manière bien plus massive sur le marché des obligations souveraines américaines, soit que l'épargne internationale accepte de financer ces tombereaux de dette. Dernière option : si la Fed n'augmente pas la taille de son QE et que les investisseurs internationaux n'acceptent plus d'acheter la dette américaine, il pourrait alors se produire un effet de siphon au détriment des autres actifs financiers et immobiliers, entraînant une correction majeure des prix aux Etats-Unis. Si cette dernière option n'est pas notre scénario central, il faudra tout de même surveiller de près la manière dont les Etats-Unis financeront leurs gigantesques besoins en 2021.

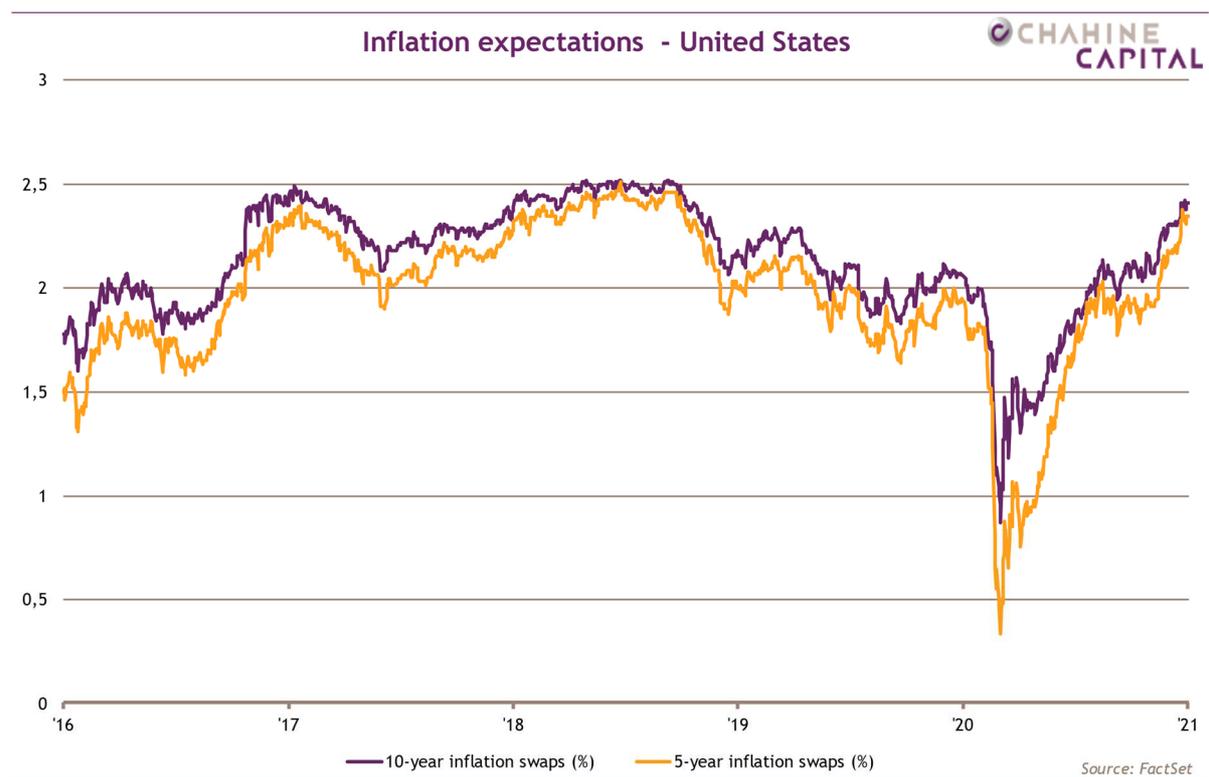


## Le bilan de la FED continue de grossir... mais à un rythme insuffisant



Autre impact inattendu, les craintes du retour de l'inflation. Même si elle reste pour le moment très faible (ICP à 1,2% à la fin de l'année dernière), les investisseurs semblent commencer à s'inquiéter de son retour en force en raison des liquidités injectées et du programme de Joe Biden : les anticipations d'inflation ont ainsi gagné entre 10 et 20 points de base depuis le début de l'année (pour se porter à 2,3% à 5 ans et à 2,4% à 10 ans). Cela n'est pas une bonne nouvelle car cela pourrait pousser les taux d'intérêt à poursuivre la hausse entamée depuis la fin d'année dernière. Dans un contexte de gonflement historique de la dette publique comme privée, il faudra prendre garde à la dégradation des conditions de financement, qui freinerait automatiquement le rebond de la croissance en 2021.

## Vers un retour de l'inflation durable ?



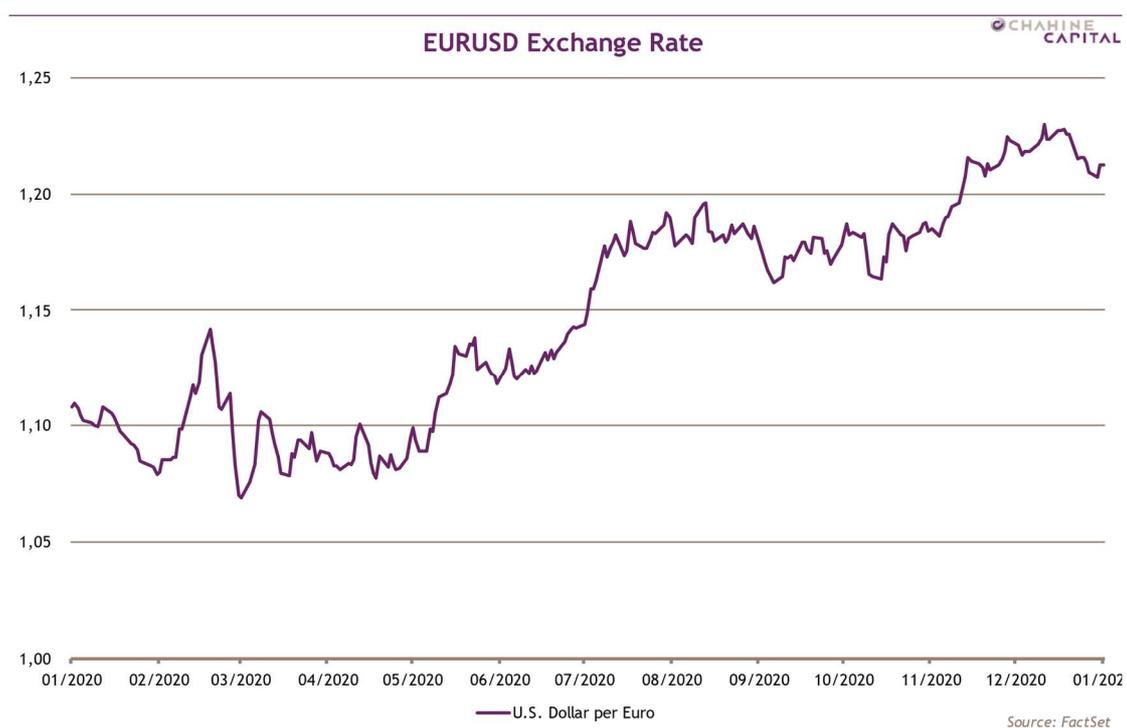


Nous estimons toutefois que les investisseurs vont trop vite en besogne sur ce plan. L'inflation correspondant avant tout au temps nécessaire à l'outil de production pour s'adapter à une demande qui augmente, nous estimons que l'économie américaine reste aujourd'hui trop fragile, notamment au travers de la dégradation de son marché du travail, pour qu'elle se matérialise durablement. Il n'est d'ailleurs observé aucune pression inflationniste dans le secteur des services, sur lequel repose l'essentiel de l'économie américaine aujourd'hui. Dans ces conditions, nous estimons extrêmement peu probable ni une reprise substantielle de l'inflation hors énergie et alimentation, ni la poursuite de la hausse des taux souverains outre-Atlantique au-delà des plus hauts récents (1,2% pour le 10 ans).

## S'attendre à la baisse forte du \$ nous paraît un pari dangereux

Depuis l'élection présidentielle, le \$ s'est déprécié à deux reprises face à l'€ : d'abord au moment de l'élection en novembre, puis lors de l'investiture de janvier pour se stabiliser sur ses points bas aux alentours d'1€ pour 1,2\$. Il faut dire que les déclarations de Janet Yellen sur la nécessité « d'agir en grand » en ce qui concerne le plan de relance n'ont pas rassuré les investisseurs. Si la logique est fort compréhensible, il s'agit de profiter des faibles taux d'intérêt pour pratiquer le plus possible la relance budgétaire, le risque est conjointement d'ébranler le rôle de valeur refuge du \$... Si nous comprenons la logique jouée par les investisseurs, nous estimons que miser sur un recul durable du rôle du \$ est un pari bien dangereux, tout simplement parce qu'en l'état actuel des choses, il n'est pas substituable. D'une part, l'€ en tant que monnaie de réserve reste toujours loin derrière en ne représentant qu'environ 20% des réserves de change dans le monde (contre plus de 60% pour le \$). D'autre part, aucune cryptomonnaie ne nous semble apte à venir réellement concurrencer le \$, au contraire de ce qu'affirme un certain nombre d'observateurs. La récente évolution du Bitcoin le montre bien. S'il s'échangeait à plus de 40,5 k\$ début janvier, quelques propos de Janet Yellen sur la possibilité des Etats-Unis de légiférer afin de réguler les cryptomonnaies ont suffi pour ramener son cours à environ 32 k\$ fin janvier. Nous estimons qu'une telle volatilité interdit aux cryptomonnaies privées de devenir une alternative crédible aux monnaies fiduciaires.

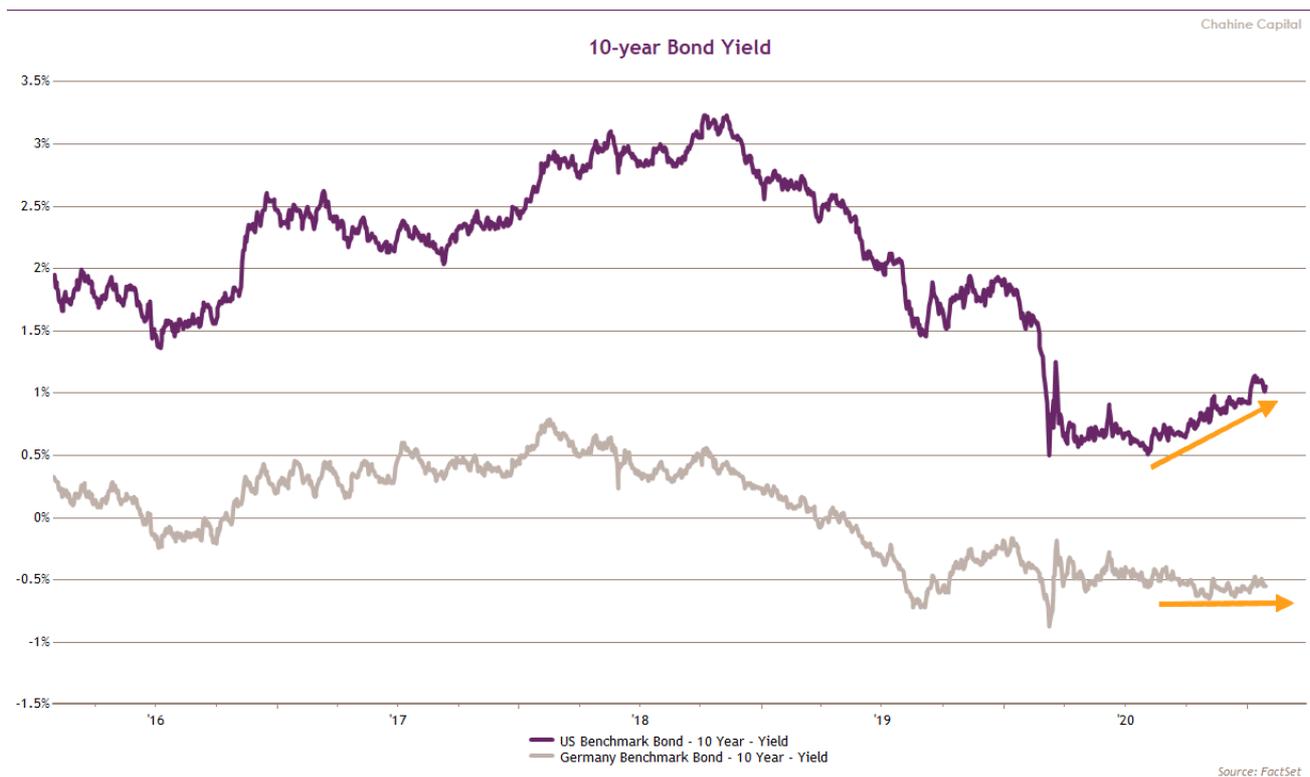
### La baisse du \$ nous paraît suffisante





Autre élément de soutien du dollar, l'augmentation récente des spreads de taux rend à nouveau plus attractives les obligations américaines pour l'épargne internationale, à la recherche de rendements sans prise de risque. Nul doute que les investisseurs internationaux sauront en profiter.

## Les taux US restent bien plus attrayants qu'en Europe



## La guerre pour le leadership mondial avec la Chine va perdurer

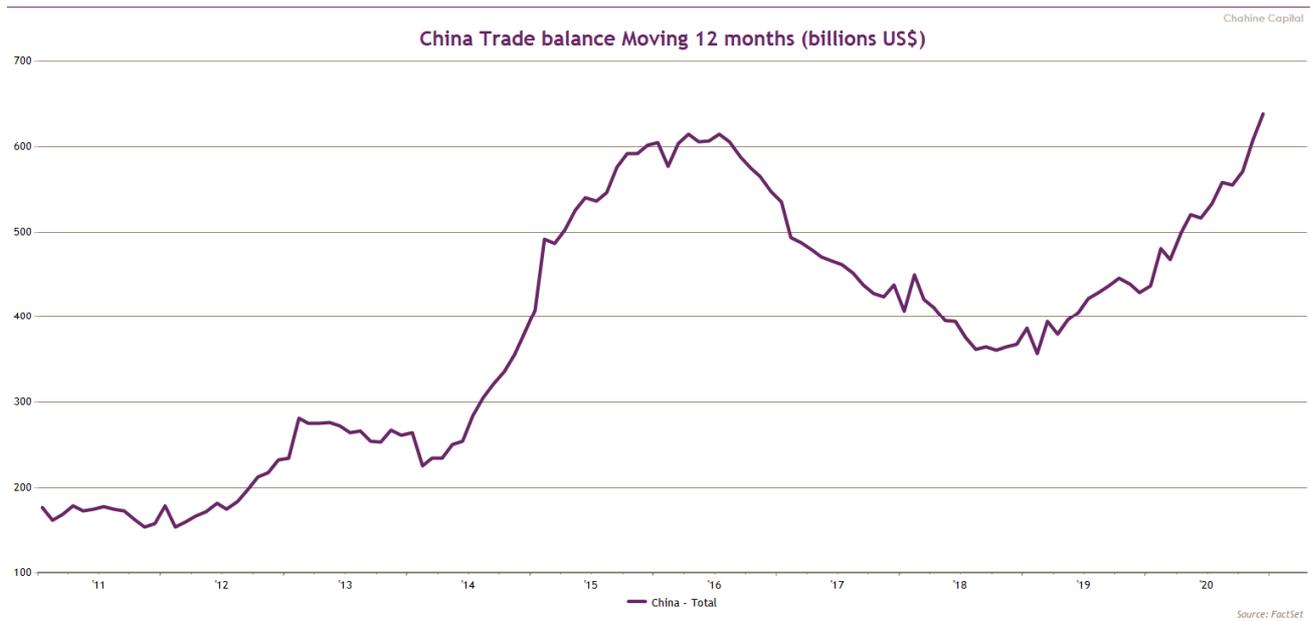
Depuis 2018, le bras de fer commercial entre les Etats-Unis et la Chine pénalise le commerce mondial et freine la croissance de nombreux pays. Déclenché par le président Trump, le conflit a surtout pris le visage d'une guerre douanière (au moins jusqu'à l'accord « Phase 1 » signé à la mi-janvier 2020). Sur la forme, la nouvelle administration sera, à n'en pas douter, en rupture avec celle de Trump. Et la diplomatie américaine, qui est restée longtemps esseulée en raison des outrances du 45e président, devrait retrouver le devant de la scène... Pour autant, il n'y a aucune raison pour que les Etats-Unis fléchissent sur les principes fondateurs de l'accord « Phase 1 » : le respect de la propriété intellectuelle (Article 1) et l'arrêt des transferts technologiques forcés (Art. 2). D'autant plus que, la crise du coronavirus Covid-19 aidant, la Chine ne tiendra certainement pas totalement son engagement d'augmenter au minimum de 76,7 Mds \$ ses importations américaines en 2020 (et au moins de 123,3 Mds en 2021 pour un montant total supérieur à 200 Mds \$ en deux ans). En effet, bien que plutôt en hausse, les exportations américaines à destination de la Chine se montaient à 81,1 Mds \$ pour les trois premiers trimestres de 2020 (contre 106,6 Mds \$ en 2019 et 120,3 Mds en 2018), retard qui ne sera pas rattrapé au T4 2020...

Cela se produit à un moment où la Chine semble prendre de l'avance sur les Etats-Unis. D'abord, parce qu'elle est plus rapidement sortie de la crise sanitaire et économique : après une chute à -6,8% au T1-2020 (en glissement annuel), la croissance du PIB réel est remontée à +3,2% au T2-2020, puis à +4,9% au T3-2020.



La balance commerciale de l'Empire du milieu a même repris des couleurs l'année dernière (cf. graphique ci-après)... Ensuite, parce qu'en intégrant le Partenariat régional économique global, ou « RCEP » (Regional Comprehensive Economic Partnership), la Chine s'est donnée accès au plus grand marché mondial : 2,25 Mds d'habitants en 2019 (soit 29,3% de la population mondiale) pour un PIB cumulé proche des 30% du PIB mondial. Gageons que l'administration Biden ne manquera pas de chercher à rattraper son retard !

## La balance commerciale chinoise repart de l'avant



Les tensions pourraient même monter en intensité tant la Chine cache de moins en moins son caractère impérialiste... l'accord de libre-échange signé récemment avec les pays d'Asie du Sud-Est rappelant à bien des égards l'ex-URSS, composée de la Russie et de ses vassaux ! Cette volonté d'émancipation pourrait être source de tensions de plus en plus palpables avec le reste du monde... reste à savoir si l'Europe fera désormais front commun avec les Etats-Unis, l'ère Trump étant derrière nous.

## Reprise mondiale décevante en 2021, avec une hétérogénéité extrême... l'Asie continue de creuser l'écart

Une chose est sûre, l'année 2020 restera dans les annales pour l'économie mondiale avec un décrochage de près de 4%. Et encore, le choc aurait été encore plus dur si l'Asie ne s'en était pas aussi bien sortie sur le plan sanitaire et économique. La question qui reste désormais entière est celle de la vigueur du rebond à venir, déjà largement anticipé notamment par les prix des matières premières. Sur ce plan, il est évident que les prévisions de la fin d'année dernière auront bien du mal à être atteintes, en raison de la résurgence de l'épidémie et surtout des restrictions économiques associées. Il faudra ainsi encore patienter pour apercevoir la lumière au bout du tunnel : a priori vers la fin du premier semestre pour les Etats-Unis, la fin du troisième trimestre pour l'Europe, dates auxquelles ces deux puissances pourraient avoir atteint l'immunité collective grâce aux stratégies de vaccination.

En effet, et comme à son habitude comparativement aux anglo-saxons, l'Union européenne est à la traine concernant le sujet de la stratégie vaccinale. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : seul 2,2% de la population de l'Union européenne a aujourd'hui reçu une première dose du vaccin, contre 7,5% aux Etats-Unis et 12,5% au Royaume-Uni. Et les problèmes d'approvisionnement dans les pays de l'UE pourraient encore ralentir



cette stratégie vaccinale - qui a déjà pris du retard - alors même que Londres refuse de partager ses vaccins avec l'UE en écartant l'éventualité de partager avec à ses voisins les vaccins des usines AstraZeneca situées en territoire britannique.

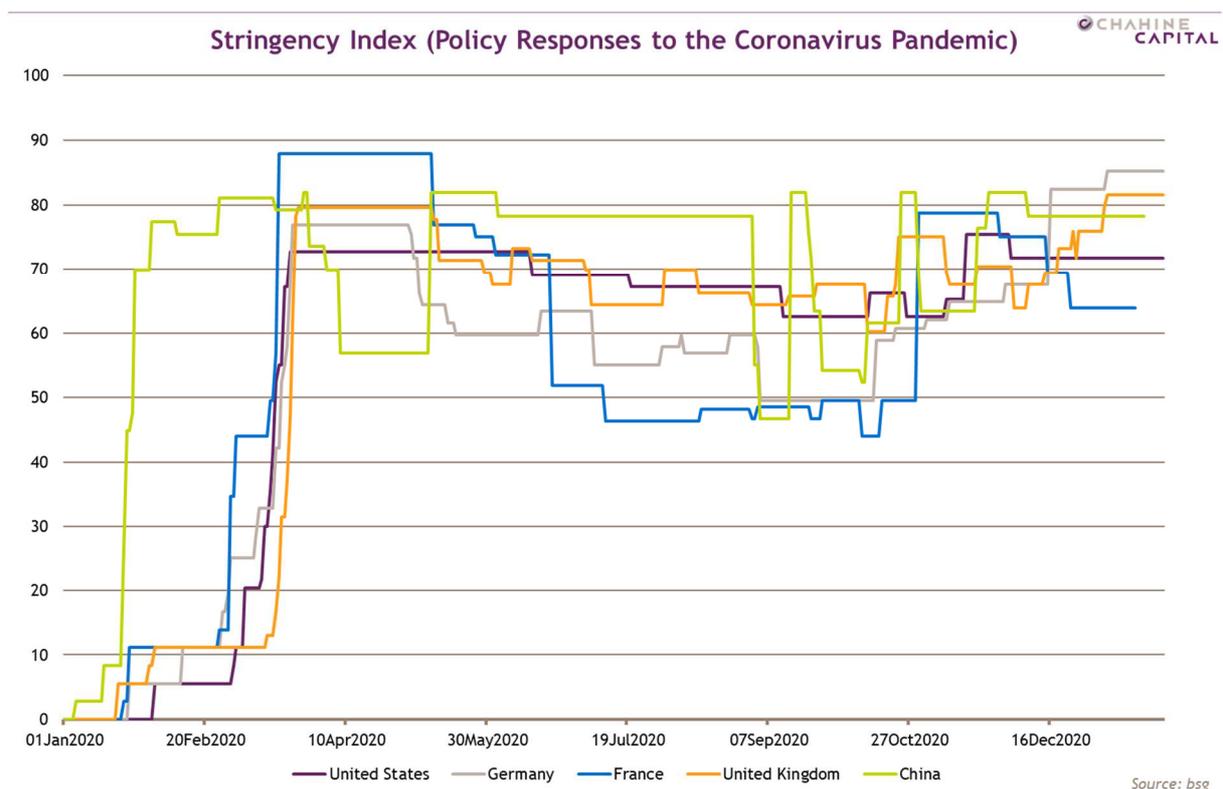
## L'Europe, bonnet d'âne de la stratégie vaccinale

Country	Doses Administered	Population given at least 1 dose	Population given 2 doses
Israel	4,259,949	32,9%	18,8%
U.K.	7,638,543	12,5%	0,7%
U.S.	25,646,032	7,5%	1,7%
EU	10,197,734	2,2%	0,4%

Car sans immunité collective, il semble très peu probable de voir les restrictions sanitaires actuellement en place s'adoucir. C'est même exactement l'inverse qui se produit en ce moment avec les craintes liées à l'apparition de nouveaux variants (qui seraient plus contaminants selon les premières études) : l'ensemble des pays européens durcit les couvre-feux ou les confinements, certaines frontières sont de nouveau fermées, ...

Dans ces conditions, les prévisions actuelles de croissance seront extrêmement corrélées à la réussite des stratégies vaccinales et à leur vitesse de déploiement. Si l'immunité collective n'est pas atteinte avant la fin du T3 dans les pays développés les plus durement touchés par la crise (Etats-Unis, Royaume-Uni, France, Allemagne, Italie, Espagne), il faudra de nouveau revoir à la baisse les prévisions de croissance pour l'année 2021.

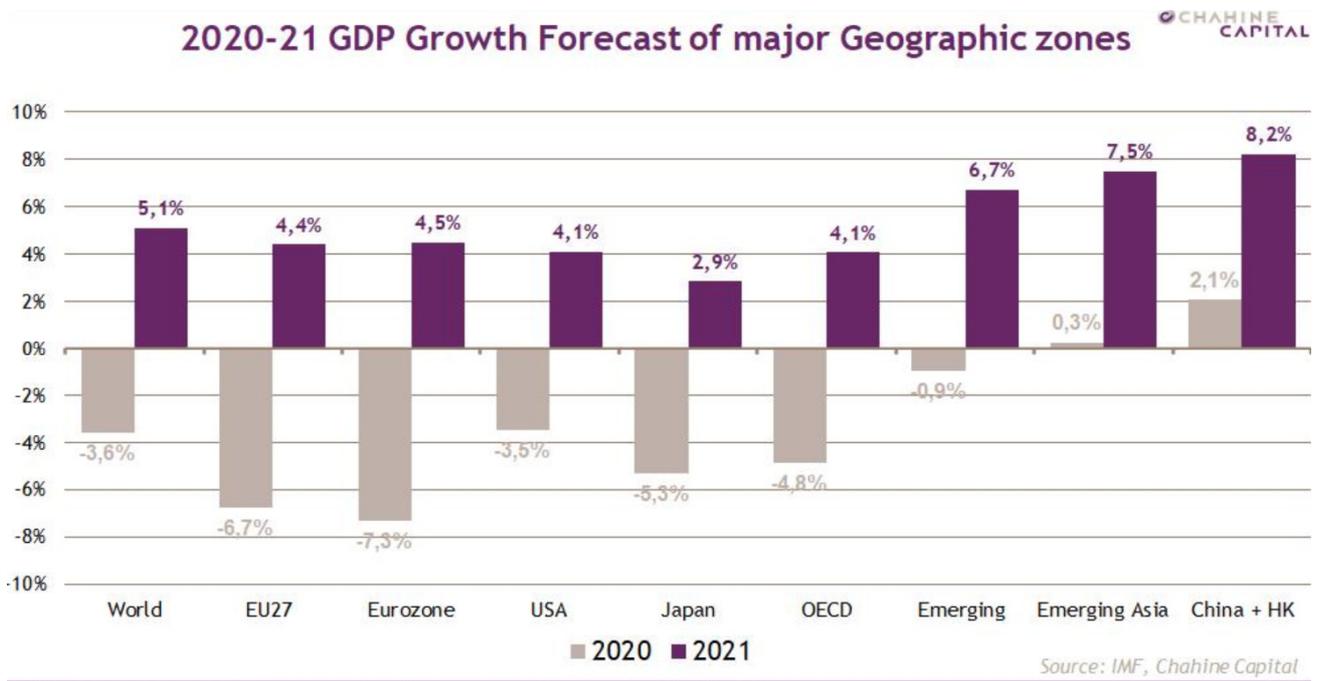
## Les mesures de restriction restent toujours élevées à travers le globe





De son côté l'Asie, et plus précisément la Chine, ne devrait quant à elle pas avoir à patienter autant pour retrouver une vigueur étincelante, puisque le consensus attend aujourd'hui un rebond de +8,2% pour 2021... après +2,1% en 2020. En effet, la très bonne gestion de la crise sanitaire dans la majeure partie des pays asiatiques - même si certains chiffres sont assurément erronés - entraîne *de facto* une beaucoup moins forte dépendance à la stratégie vaccinale. Dans ces conditions, les actifs financiers asiatiques devraient continuer à afficher une surperformance par rapport aux autres marchés, au moins pendant la première partie de l'année.

## L'Asie caracole en tête en termes de croissance projetée en 2021



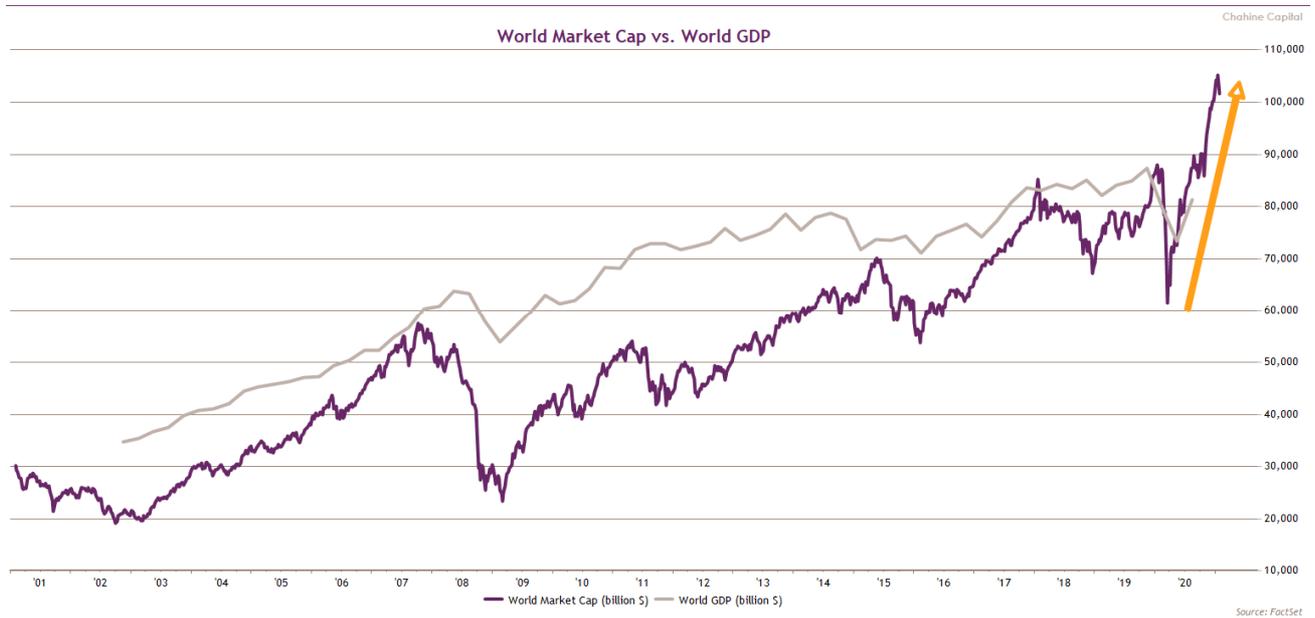
## Les marchés conservent leur dynamique haussière en ce début d'année 2021

Malgré l'effondrement de l'économie et une récession d'une ampleur inédite depuis l'après-guerre, les marchés financiers ont pour la plupart affiché des performances positives ou proches de la neutralité en 2020 et la capitalisation boursière mondiale totale a ainsi augmenté de +17,8% l'année dernière. La dynamique haussière des marchés mondiaux continue en ce début d'année 2021 et la capitalisation totale mondiale dépasse même aujourd'hui plus de 100 000 milliards de \$ (cf. graphique ci-après).

Des chiffres qui laissent songeur quand on sait à quel point la croissance du PIB pour cette année est extrêmement corrélée à la réussite des stratégies vaccinales pour les principales places boursières de la planète (Etats-Unis et Europe). Si pour le moment l'afflux de liquidité des Banques Centrales soutient allégrement les marchés, il ne fait nul doute qu'une nouvelle salve serait nécessaire pour soutenir les marchés actions si un grain de sable venait à ralentir la stratégie vaccinale de ces pays.

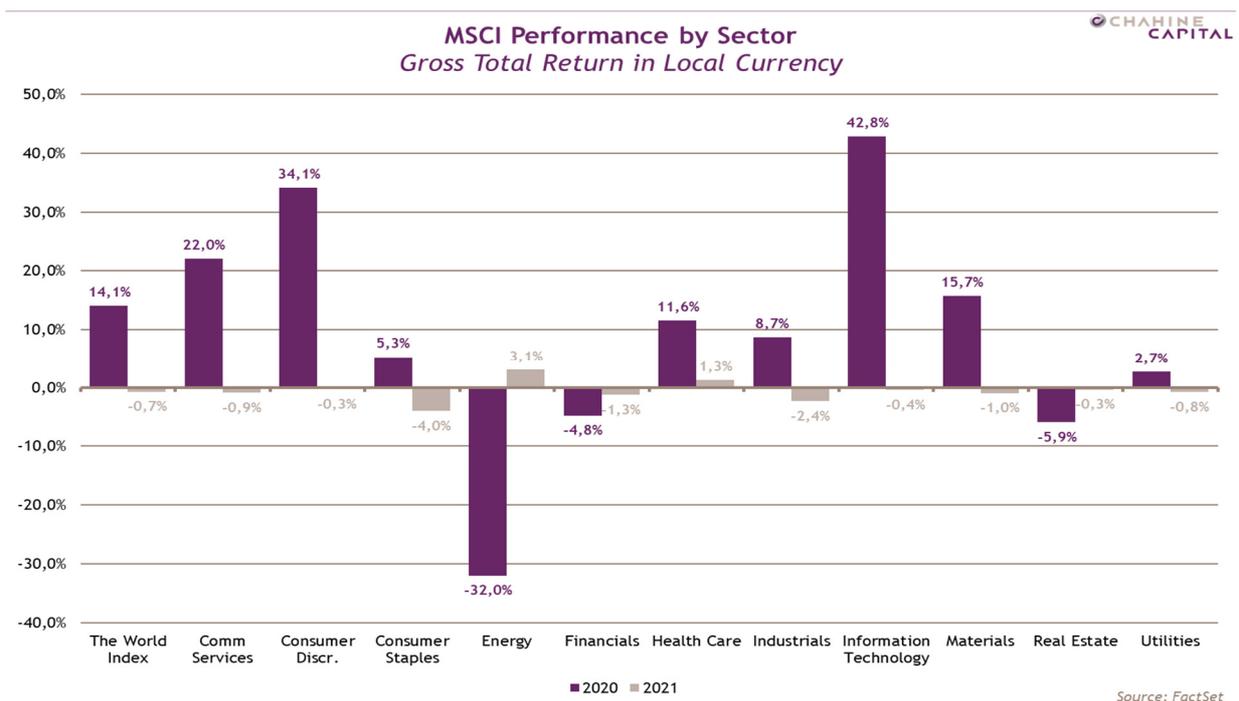


## Les bourses mondiales sont au plus haut



Les premiers seront-ils les derniers ? L'année 2020 aura été relativement lisible en termes de thématiques : essentiellement de la techno (+42,8%), de la distribution (+34,1%) - avec notamment la distribution digitale - et de la santé (+11,6%). L'année 2021 devant être l'année du rebond des économies, faut-il solder ces paris pour revenir sur les secteurs les plus à la traîne et jouer la thématique Value ? C'est la question qui obsède les investisseurs en ce début d'année. Sur ce plan, nous pensons surtout que les thématiques sectorielles seront moins franches, et que les marchés seront surtout des marchés de stock picking, à savoir que la reprise avançant, et avec elle les soutiens des Etats s'amenuisant, il faudra surtout être très vite en mesure d'évaluer qui parmi les entreprises seront celles susceptibles de modifier leur business model original pour l'adapter et recréer de l'activité, dans un contexte où les flux géographiques seront durablement bouleversés.

## La techno et la distribution sont les grands gagnants du Covid

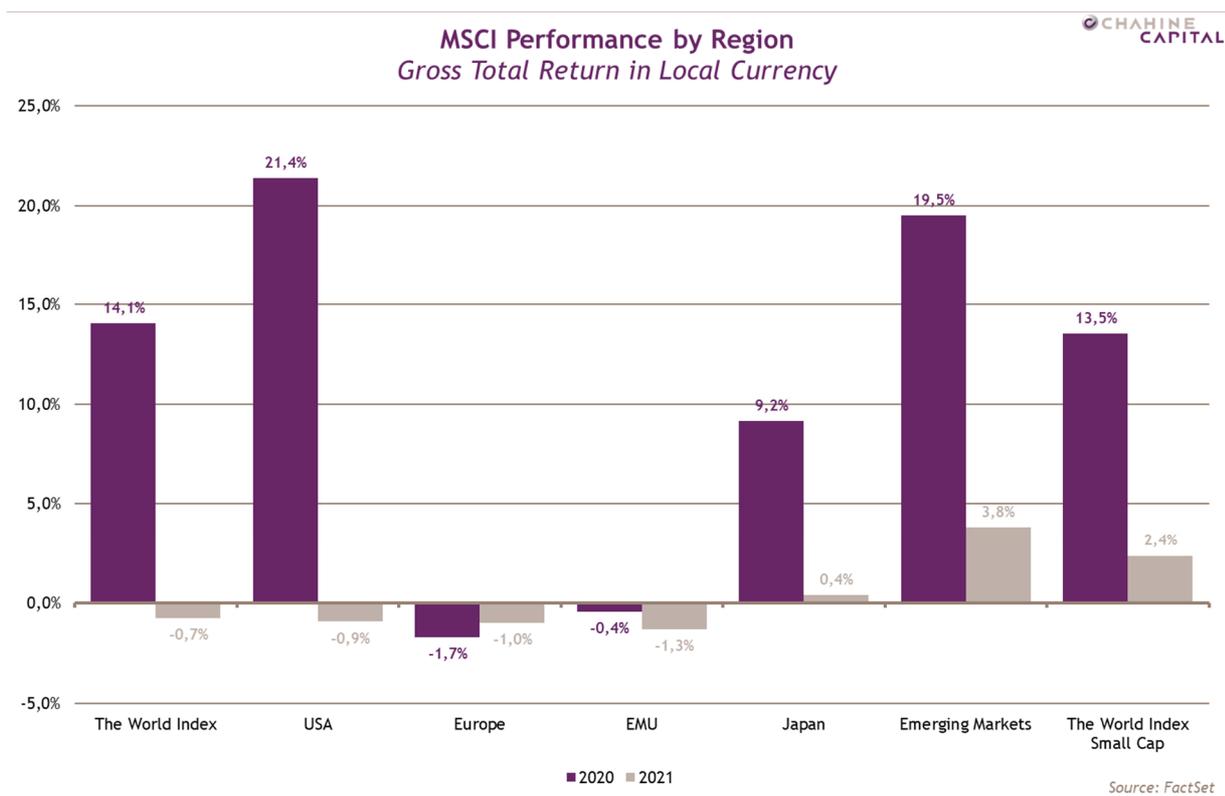




D'un point de vue géographique, seuls les indices asiatiques ont poursuivi leur progression depuis le début de l'année (+15,0% pour le MSCI China entre fin décembre et le 29 janvier, avant de retracer de -6,7%), en raison de leur moindre sensibilité à la nouvelle vague épidémique actuelle. Nous estimons que le retard accumulé par l'Europe (MSCI Europe -1,0%) et les Etats-Unis (MSCI US -0,9%) devrait progressivement se résorber au fil du temps et de l'avancée des stratégies vaccinales dans ces deux zones, amenant plus de visibilité quant au timing du rebond économique qui s'en suivra.

Comme évoqué plus haut, les marchés pourraient faire la part belle aux actions asiatiques pendant le premier semestre de l'année avant que la tendance ne s'inverse progressivement par la suite avec des restrictions sanitaires qui viennent à s'assouplir (en lien direct avec l'immunité collective) aux Etats-Unis et en Europe et qu'un retour à la normale se profile peu à peu.

## La performance des Etats-Unis et de l'Europe dépendra des vaccins



## Attentes élevées sur les profits en ce début de saison de publications de résultats

En ce début de saison de publication des résultats du T4 2020 aux Etats-Unis, les premiers chiffres des sociétés composant le S&P 500 sont très bien orientés. En effet, sur les 184 sociétés ayant déjà publié (soit 37% de l'ensemble des valeurs du S&P 500), 82% d'entre-elles ont surpris positivement concernant leurs profits. Si la dynamique actuelle se poursuit et que le T4 se termine avec un tel taux de surprises positives pour l'ensemble des sociétés du S&P 500, ce sera la plus haute valeur jamais atteinte depuis que FactSet a commencé à calculer cette donnée en 2008 !



## Un début de saison de publication du T4 très bien orienté

S&P 500 Earnings Net Income for Q4 2020	# Cos Reported	% Cos Reported	Growth Blended (%)	% Pos Surprise
Communication Services	6	23,08	-5,99	83,33
Consumer Discretionary	16	26,23	-19,04	68,75
Consumer Staples	14	43,75	3,80	78,57
Energy	8	33,33	-107,63	62,50
Financials	42	64,62	14,49	90,48
Health Care	13	20,63	9,52	92,31
Industrials	38	52,05	-57,10	76,32
Information Technology	29	38,67	15,13	96,55
Materials	10	35,71	15,25	80,00
Real Estate	6	20,00	-3,23	57,1429
Utilities	2	7,14	-3,60	50
<b>S&amp;P 500</b>	<b>184/505</b>	<b>36,44</b>	<b>-2,47</b>	<b>82,16</b>

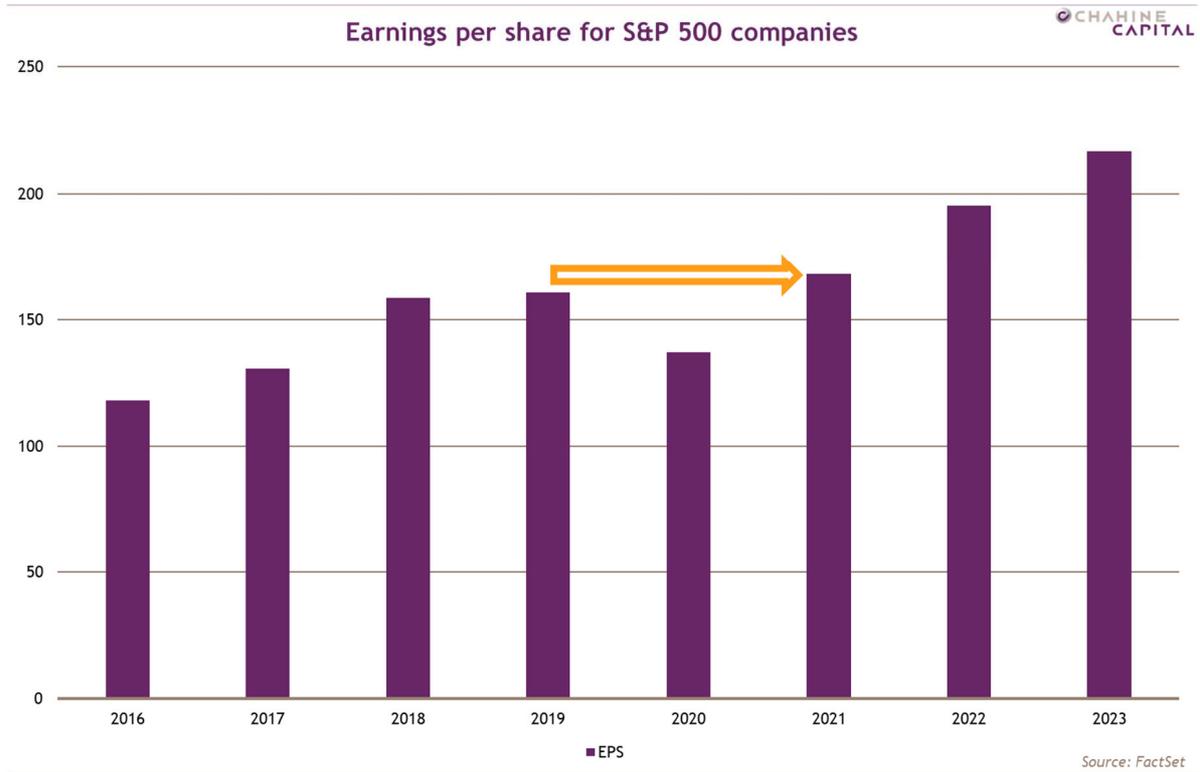
A l'heure actuelle, les bénéfices agrégés du S&P500 sont attendus en baisse de -2,5% pour le T4 2020, soit un quatrième trimestre consécutif de baisse des bénéfices (en variation annuelle). Cependant la tendance continue de nettement s'améliorer (les prévisions au 31 décembre étaient encore de -9,2% pour le T4 2020), et le consensus table toujours sur un retour marqué de la profitabilité en 2021. En effet, les analystes prévoient toujours une hausse de +23,6% de bénéfices par actions en agrégé pour l'ensemble des sociétés du S&P 500, ce qui amèneraient les bénéfices par actions juste au-dessus du niveau de la fin d'année 2019. Et ils prévoient même une hausse de +15,9% en 2022 !

Ce dernier chiffre semble largement surestimé à nos yeux car si un retour à la normale est envisageable en 2021 - si la vaccination se déroule sans accroc et que les mesures de restrictions s'effacent progressivement - une telle croissance bénéficiaire est inenvisageable pour les années futures (à moins d'un cadeau fiscal qui ne devrait pas se matérialiser au vu du programme électoral de J. Biden).

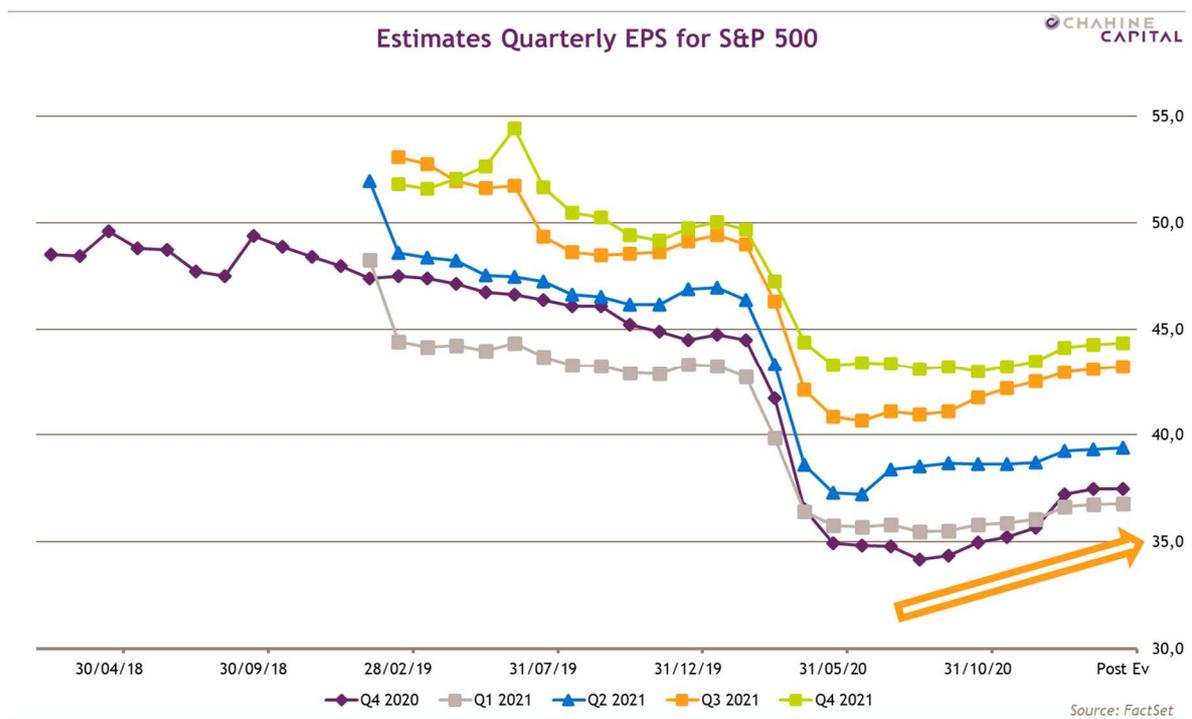
Au niveau des marges, les analystes prévoient également une bonne tenue de la marge nette des sociétés du S&P 500 qui va continuer d'être supérieure à 10% et dont la dynamique devrait progressivement s'améliorer avec respectivement 10,6%, 11,1%, et 11,6% pour les 3 premiers trimestres de l'année 2021. D'un point de vue sectoriel, nous estimons que les secteurs des matériaux et de l'énergie pourraient retrouver des couleurs, soutenus par l'impressionnante hausse des prix de ces dernières semaines.



## La récession n'aura duré qu'une seule année en terme bénéficiaire



## La tendance des révisions de bénéfices reste bien orientée

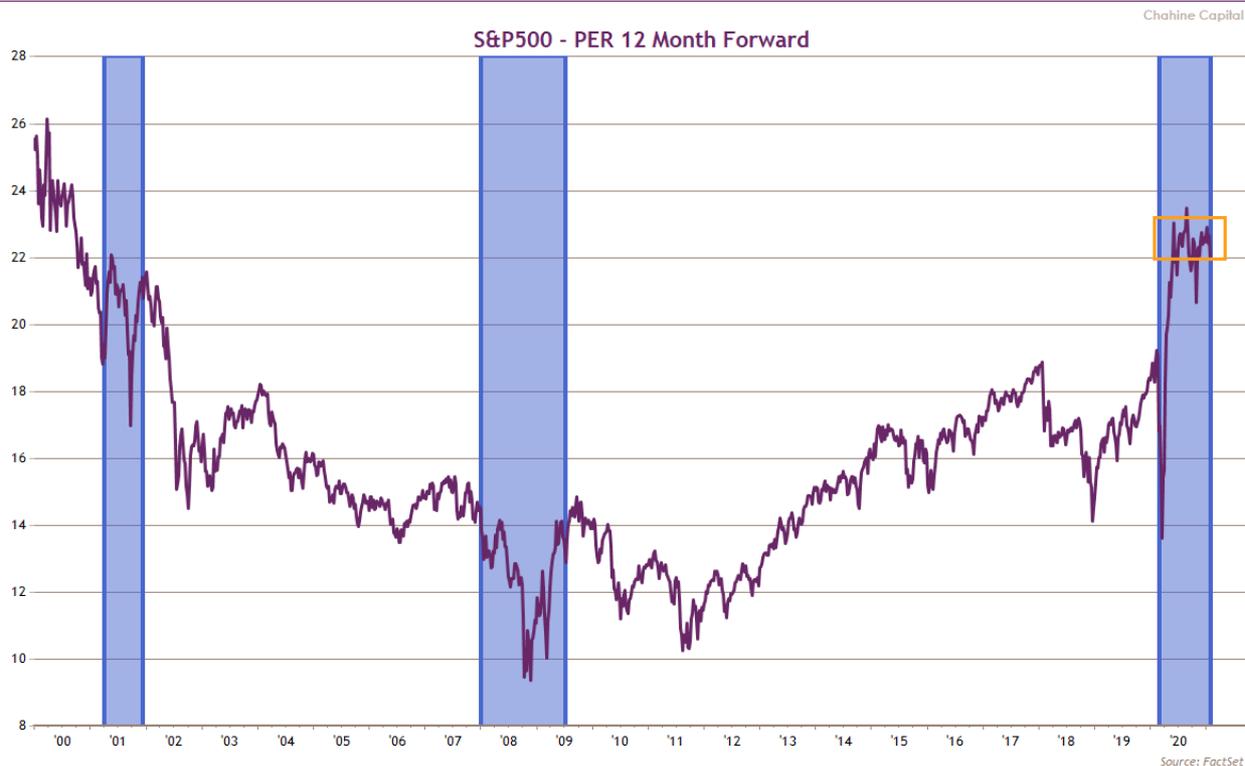




## Valorisation des marchés : pas d'expansion des multiples possible, mais une liquidité toujours surabondante

Malgré des révisions à la hausse des estimations de bénéfices depuis de nombreux mois, la hausse continue des marchés actions depuis le point bas de la mi-mars 2020 fait stagner les niveaux de valorisation sur des niveaux élevés (PER qui oscille entre 22x et 23x les bénéfices futurs). Si ce chiffre peut apparaître élevé, il nous semble pertinent de rappeler qu'il faut le mettre en perspective : premièrement les taux directeurs sont à zéro et le rendement des obligations d'Etat est proche de l'être (respectivement 1,1% et 1,8% pour le 10 ans et le 30 ans américain), et deuxièmement des tombereaux de liquidités continuent d'être injectés par les Banques Centrales, ce qui tire mécaniquement les prix des actifs risqués vers le haut (et augmente donc inévitablement les ratios de valorisation). Dans ces conditions bien particulières, nous ne considérons plus cette métrique comme un indicateur pertinent de timing sur les marchés actions.

### Un PER élevé mais qui n'indique rien au vu des conditions actuelles



## Modèle de valorisation : du potentiel en Europe, pas aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, les taux longs à 30 ans ont continué de remonter et sont désormais passés à 1,8% (contre 1,66% le mois dernier). Du côté des perspectives bénéficiaires, nous estimons que l'année 2021 pourrait être aussi florissante qu'espérée par les analystes (nous conservons le consensus 2021 dans nos différents scénarios). Par contre, nous considérons peu probable que les estimations très largement optimistes pour l'année 2022 se réalisent à terme. Au final, nous obtenons un CAGR sur 8 ans à 6,2% (contre 5,6% fin novembre, 6,0% fin décembre).



Au regard de ces paramètres, notre modèle d'évaluation des marchés peine à valider l'envolée inexorable de la bourse depuis plusieurs mois. En effet si les marchés américains ont fait du surplace depuis notre précédente publication, la hausse des taux à 30 ans a impacté à la baisse notre cours objectif qui se situe aujourd'hui à 3603 points contre un marché qui a continué sa hausse jusqu'à 3850 points avant de baisser et de conclure le mois à 3715 points. Seule une baisse des taux (qui semble peu probable au vu de la vigueur actuelle de l'économie américaine) pourrait entraîner un objectif de cours supérieur selon notre modèle (autour des 3900 points avec des taux à 30 ans à 1,5%). Il nous semble donc que le soutien du marché ne peut provenir que de bonnes nouvelles sur le plan des profits, avec une reprise économique plus vigoureuse que nous l'estimons actuellement. Dans ces conditions, il nous semble opportun de recommander une certaine prudence vis-à-vis des actions américaines.

### S&P 500 - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	1,25%	1,50%	1,80%	2,00%	2,25%
Slow recovery: 15.3% in 2021, 8.2% in 2022 - CAGR 3.5%	3 528	3 297	3 052	2 906	2 739
Implied Scenario CAGR 6.2% over 8 years	4 340	4 054	3 751	3 570	3 364
Return to normal: 21.4% in 2021, 9.6% in 2022 - CAGR 5.8%	4 171	3 895	3 603	3 428	3 229
Current Index S&P 500	3 714				

La donne est sensiblement différente en zone euro. La moyenne des taux à 30 ans reste quant à elle quasi stable à 0,28%. Le consensus a révisé légèrement à la hausse les estimations de profits pour 2021 (+34,6% pour 2021) même si cela ne compensera pas les -34,9% anticipés pour 2020. Selon les analystes, il faudra attendre la fin 2022 (dans le meilleur des cas) pour retrouver les niveaux de profitabilité de la fin 2019. Au final, un environnement de taux très bas et un rebond des profits vigoureux amènent le modèle à rehausser les objectifs de cours à 148 points pour une clôture à 126 fin janvier, soit un substantiel potentiel de hausse de +17.5% d'ici la fin de l'année. Dans ces conditions, nous surpondérons les actions européennes par rapport aux actions américaines.

### MSCI EMU - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	0,00%	0,10%	0,28%	0,40%	0,50%
Slow recovery: 15% in 2021, 4% in 2022 - CAGR -3.6%	130	126	119	114	111
Implied Scenario: CAGR -3% over 8 years	140	136	128	123	120
Return to normal: 28% in 2021, 6% in 2022 - CAGR -0.7%	163	157	148	143	138
Current Index MSCI EMU	128				



## Conclusions

La crise de la Covid aura été fatale à Donald Trump, ce dernier étant lâché par ses soutiens financiers et Wall Street malgré les gages donnés par l'ancien président sur les fronts économiques et financiers. Alors que Joe Biden a pris la tête de la Maison Blanche le 20 janvier, certains commentateurs y voient déjà un troisième mandat Obama. Il semble toutefois que la présidence de Biden pourrait prendre une direction bien plus sociale avec un passage immédiat à un salaire minimum fédéral à hauteur de 13\$/h et une hausse du taux d'imposition sur les sociétés de 21 à 28%... En outre, c'est le plan de relance de 1 900 Mds\$ qui occupera le début de mandat pour favoriser la demande intérieure avec de nouveaux chèques de relance de 1400\$ pour les ménages (Helicopter Money).

L'explosion des besoins de financement public associés à cette politique pourrait avoir de lourdes conséquences sur les marchés. En effet, le rythme d'extension du bilan de la Fed est aujourd'hui très insuffisant pour financer en totalité les besoins de financement de l'Etat américain, sans même parler des plans de relance dans les infrastructures envisagées. Dans ces conditions, il faudra soit que la Fed révisé ses positions dès le début d'année pour intervenir de manière bien plus massive sur le marché des obligations souveraines américaines, soit que l'épargne internationale accepte de financer ces tombereaux de dette. Dans le cas contraire, il pourrait alors se produire un effet de siphon au détriment des autres actifs financiers et immobiliers avec à la clé une correction majeure des prix des actions américaines. Si cette dernière option n'est clairement pas notre scénario central, il faudra tout de même surveiller de près la manière dont les Etats-Unis financeront leurs gigantesques besoins en 2021.

L'année 2020 aura été relativement lisible en termes de thématiques : essentiellement de la techno (+42,8%) et de la distribution (+34,1%), avec notamment la distribution digitale. L'année 2021 devant être l'année du rebond des économies, faut-il solder ces paris pour revenir sur les secteurs les plus à la traîne ? Nous pensons surtout que les thématiques sectorielles seront moins franches, et que les marchés seront des marchés de stock-picking. Il faudra être très vite en mesure d'évaluer qui parmi les entreprises seront celles susceptibles d'adapter leur business model originel pour l'adapter et recréer de l'activité, dans un contexte où les flux géographiques seront durablement bouleversés. D'un point de vue géographique, seuls les indices asiatiques ont poursuivi leur progression depuis le début de l'année (+15% pour le MSCI China depuis fin décembre, avant de retracer de -6,7%), en raison de leur moindre sensibilité à la nouvelle vague épidémique actuelle. Nous estimons que le retard accumulé par l'Europe (-1,0%) et les Etats-Unis (-0,9%) devraient progressivement se résorber au fil du temps et de l'avancée des stratégies vaccinales dans ces deux zones, amenant plus de visibilité quant au timing du rebond économique qui s'en suivra.

En ce début de saison de publication des résultats du T4 2020 aux Etats-Unis, les premiers chiffres des sociétés composant le S&P 500 sont très bien orientés. Malgré des révisions à la hausse des estimations de bénéfices, la hausse continue des marchés actions depuis le point bas de la mi-mars 2020 fait stagner les niveaux de valorisation sur des niveaux élevés (PER qui oscille entre 22x et 23x les bénéfices futurs). Si ce chiffre peut apparaître élevé, il faut le mettre en perspective : les taux directeurs sont à zéro, le rendement des obligations d'Etat est proche de l'être (respectivement 1,1% et 1,8% pour le 10 ans et le 30 ans américain), et des tombereaux de liquidités continuent d'être injectés par les Banques Centrales, ce qui tire mécaniquement les prix des actifs risqués vers le haut. Si les marchés américains ont fait du surplace depuis notre précédente publication, la hausse des taux à 30 ans a impacté à la baisse notre cours objectif qui se situe aujourd'hui à 3603 points contre un marché qui a continué sa hausse jusqu'à 3850 points avant de baisser et de conclure le mois à 3715 points. Seule une baisse des taux pourrait entraîner un objectif de cours supérieur selon notre modèle (autour des 3900 points avec des taux à 30 ans à 1,5%). En Europe par contre, un contexte de taux d'intérêt toujours écrasés et des perspectives de rebond des bénéfices plus franches font ressortir un potentiel de hausse de +17.5% pour les indices européens d'ici la fin d'année. Dans ces conditions, il nous semble opportun de surpondérer les actions européennes par rapport à leurs homologues américaines.

*Michaël Sellam*



## Main ratios for markets and sectors as of 29/01/2021 (in local currency)

CHAHINE  
CAPITAL

Data as of 29/01/21	Weight vs		Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	World		2021	2020	2022	2021	2022	2021	2020	2021	Fiscal 22	Fiscal 21
World - Developed	100,0%		0,08%	15,04%	17,1 x	20,1 x	17,61%	36,91%	-19,47%	2,00%	1,4%	1,9%
United States	53,0%		-0,19%	20,22%	20,0 x	23,5 x	17,34%	34,36%	-16,06%	1,52%	2,1%	2,9%
Japan	8,5%		-1,10%	11,46%	15,5 x	18,6 x	19,94%	32,14%	-14,82%	2,09%	-0,3%	-0,1%
Eurozone	10,9%		-1,88%	8,66%	15,0 x	18,2 x	21,80%	50,58%	-37,97%	2,77%	0,9%	1,5%
Europe	20,0%		-1,42%	7,19%	15,1 x	18,0 x	19,38%	46,91%	-34,90%	2,88%	1,2%	1,6%
Austria	0,2%		3,08%	-3,26%	11,0 x	13,4 x	21,64%	51,55%	-42,30%	3,34%	0,5%	3,9%
Belgium	0,5%		-2,32%	-2,41%	16,6 x	20,2 x	16,94%	19,66%	-25,78%	2,62%	-1,2%	-1,7%
Denmark	0,7%		-3,97%	40,90%	23,0 x	25,9 x	12,74%	29,54%	-8,12%	1,65%	-0,8%	1,8%
Finland	0,4%		1,37%	27,09%	18,6 x	21,3 x	14,88%	21,33%	-16,07%	3,20%	-1,2%	-0,2%
France	3,5%		-3,43%	6,34%	16,0 x	19,7 x	23,07%	75,11%	-50,66%	2,69%	-0,3%	-1,1%
Germany	2,9%		-0,63%	13,28%	14,1 x	17,0 x	20,89%	36,87%	-21,35%	2,61%	1,1%	1,7%
United Kingdom	4,0%		-0,46%	-8,98%	12,9 x	15,4 x	19,36%	64,21%	-42,96%	3,48%	3,1%	3,0%
Ireland	0,1%		-6,99%	11,11%	16,3 x	26,7 x	64,32%	1839,49%	-104,37%	1,22%	-4,1%	-4,2%
Italy	0,9%		-4,07%	1,91%	10,9 x	13,4 x	22,24%	63,91%	-40,38%	3,86%	6,6%	10,8%
Netherlands	1,4%		1,73%	21,86%	19,0 x	22,3 x	17,37%	42,96%	-28,09%	1,78%	0,2%	2,0%
Norway	0,4%		0,30%	5,88%	15,3 x	18,5 x	20,44%	94,84%	-49,51%	3,25%	2,0%	6,0%
Spain	0,8%		-4,02%	-4,61%	14,0 x	17,5 x	25,07%	35,08%	-44,93%	3,77%	0,9%	-0,1%
Sweden	1,4%		0,88%	31,77%	18,3 x	20,7 x	12,95%	18,44%	-22,42%	2,58%	-0,7%	-0,7%
Switzerland	2,6%		-1,62%	10,73%	17,1 x	19,3 x	12,58%	19,33%	-8,71%	2,83%	-0,4%	-0,4%
Europe / Commercial Services	0,5%		-2,67%	3,13%	17,9 x	21,6 x	20,31%	43,12%	-30,58%	2,13%	0,4%	-0,4%
Europe / Communications	0,5%		-0,65%	-3,23%	12,7 x	14,7 x	15,45%	6,52%	-8,61%	4,84%	0,6%	1,0%
Europe / Consumer Durables	0,9%		-0,90%	18,46%	9,0 x	11,1 x	23,87%	208,55%	-59,84%	3,03%	11,7%	12,1%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%		-5,04%	8,89%	20,2 x	22,6 x	11,65%	22,17%	-21,43%	2,44%	-0,1%	-0,4%
Europe / Consumer Services	0,5%		-2,57%	-1,65%	19,0 x	35,2 x	86,08%	396,86%	-120,57%	2,02%	-1,8%	-13,0%
Europe / Distribution Services	0,3%		0,91%	22,70%	18,7 x	21,8 x	17,06%	30,37%	-14,67%	2,00%	1,4%	0,5%
Europe / Electronic Technology	0,8%		0,42%	8,85%	19,0 x	24,0 x	26,31%	88,88%	-50,07%	1,32%	-1,1%	-0,8%
Europe / Energy Minerals	0,7%		2,06%	-27,63%	10,6 x	14,6 x	37,52%	488,16%	-87,77%	5,11%	1,7%	10,3%
Europe / Finance	3,5%		-2,74%	-5,87%	10,2 x	12,2 x	19,01%	28,86%	-35,76%	4,34%	0,4%	0,4%
Europe / Health Services	0,2%		5,71%	12,06%	20,7 x	22,9 x	10,44%	19,07%	-1,37%	1,58%	-1,5%	0,6%
Europe / Health Technology	2,3%		-0,14%	8,87%	17,3 x	19,7 x	13,36%	10,02%	-1,50%	2,46%	-2,4%	-2,4%
Europe / Industrial Services	0,3%		-3,69%	-9,31%	12,6 x	15,7 x	24,38%	73,42%	-49,49%	3,36%	0,3%	-2,5%
Europe / Miscellaneous	0,0%		1,58%	33,67%	11,2 x	15,2 x	36,39%	180,95%	-48,90%	1,92%	0,5%	2,9%
Europe / Non-Energy Minerals	0,6%		0,84%	17,23%	11,3 x	10,7 x	-5,30%	40,87%	22,31%	4,29%	13,2%	19,2%
Europe / Process Industries	0,8%		-0,04%	17,61%	18,4 x	21,1 x	14,23%	25,59%	-16,48%	2,64%	2,4%	2,5%
Europe / Producer Manufacturin	1,9%		3,07%	31,52%	20,3 x	24,7 x	21,32%	61,23%	-29,26%	1,83%	0,6%	1,1%
Europe / Retail Trade	0,6%		1,86%	21,69%	20,1 x	25,3 x	24,40%	49,96%	-21,84%	2,08%	0,8%	-2,2%
Europe / Technology Services	1,0%		-1,31%	23,86%	24,0 x	28,6 x	19,06%	17,55%	-5,96%	0,84%	-0,5%	-0,8%
Europe / Transportation	0,5%		-4,99%	3,88%	15,5 x	43,4 x	182,05%	138,55%	-206,82%	2,23%	-0,1%	-8,5%
Europe / Utilities	1,0%		-3,19%	24,35%	16,7 x	18,0 x	7,64%	11,57%	-13,05%	3,89%	-0,3%	0,4%



### Disclaimer

We do not warrant, endorse or guarantee the completeness, accuracy, integrity, or timeliness of the information provided in this publication. You must evaluate, and bear all risks associated with, the use of any information provided here, including any reliance on the accuracy, completeness, safety or usefulness of such information. This information is published solely for information purposes, and is not to be construed as financial or other advice or as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. Any information expressed herein on this date is subject to change without notice. Any opinions or assertions contained in this information do not represent the opinions or beliefs of the publisher. The publisher or one or more of its employees or writers may have a position in any of the securities discussed herein.

THE INFORMATION PROVIDED TO YOU HEREUNDER IS PROVIDED "AS IS," AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, J.CHAHINE CAPITAL AND ITS AFFILIATES, BUSINESS ASSOCIATES AND SUPPLIERS DISCLAIM ALL WARRANTIES WITH RESPECT TO THE SAME, EXPRESS, IMPLIED AND STATUTORY, INCLUDING WITHOUT LIMITATION ANY IMPLIED WARRANTIES OF MERCHANTABILITY, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE, ACCURACY, COMPLETENESS, AND NONINFRINGEMENT. TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, NEITHER DIGITAL ANALYTICS NOR ITS AFFILIATES, NOR THEIR RESPECTIVE OFFICERS, MEMBERS DIRECTORS, PARTNERS, BUSINESS ASSOCIATES OR SUPPLIERS WILL BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, INCIDENTAL, SPECIAL, CONSEQUENTIAL OR PUNITIVE DAMAGES, INCLUDING WITHOUT LIMITATION DAMAGES FOR LOST PROFITS OR REVENUES, GOODWILL, WORK STOPPAGE, SECURITY BREACHES, VIRUSES, COMPUTER FAILURE OR MALFUNCTION, USE, DATA OR OTHER INTANGIBLE LOSSES OR COMMERCIAL DAMAGES, EVEN IF ANY OF SUCH PERSON IS ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH LOSSES, ARISING UNDER OR IN CONNECTION WITH THE INFORMATION PROVIDED HEREIN OR ANY OTHER SUBJECT MATTER HEREOF.

The contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of the Luxemburg and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of Chahine Companies. To obtain reproduction consent, e-mail [info@chahinecapital.com](mailto:info@chahinecapital.com).