



La Chine tire trop rapidement les matières premières vers le haut

Mais où s'arrêtera la Chine ? Après avoir comme tout le monde souffert en début d'année en raison de la crise sanitaire, le rebond de l'empire du Milieu a été impressionnant, permis contre toute attente par l'envolée des exportations, à rebours du ralentissement du commerce mondial. Comble de l'ironie, ce sont les exportations vers les Etats-Unis qui se sont le plus envolées... au moment même où Donald Trump faisait ses adieux à la Maison Blanche. Mais la bataille est loin d'être terminée et Joe Biden a déjà commencé à se pencher sur cette question. Ce dernier a d'ailleurs d'ores et déjà dénoncé les pratiques commerciales « coercitives et déloyales » de l'empire du Milieu lors d'un entretien avec Xi Jinping en milieu de mois dernier... provoquant l'ire de Pékin. En réponse, les chinois ont affirmé vouloir réduire les exportations des terres rares, métaux indispensables aux industries de la défense et de la tech, notamment à destination des Etats-Unis.

Les tensions géopolitiques qui pourraient découler de ce conflit ouvert entre les deux plus grandes puissances mondiales ne sont toutefois pas un sujet d'inquiétude pour les investisseurs. Pour le moment, seule la thématique du recovery mondial piloté par la Chine les intéresse, entraînant vers le haut toutes les matières premières, qu'elles soient énergétiques ou même agricoles. Attention toutefois, car l'inflation des prix des matières premières est telle qu'elle pourrait pénaliser assez rapidement les marges des entreprises mais surtout le pouvoir d'achat des ménages occidentaux, déjà bien fragiles, et ainsi étouffer dans l'œuf le rebond qui devra gagner en vigueur une fois les stratégies de vaccination plus avancées. C'est d'ailleurs cette crainte d'un retour trop rapide de l'inflation qui commence à faire douter les investisseurs, avec la hausse des rendements obligataires, surtout américains, et le début d'une correction des indices boursiers en fin de mois dernier.

Dans le sillage de la Chine, la croissance mondiale devrait repartir en 2021, même si les prévisions de croissance des différentes grandes institutions internationales sont aujourd'hui divergentes. En observant l'avancée des stratégies vaccinales, nous faisons aujourd'hui plus confiance aux prévisions du FMI, plus favorables aux Etats-Unis (+5.1%) qu'à la zone euro (+4.2%). En effet, le rythme de vaccination reste presque 3x supérieur aux Etats-Unis. L'écart se creuse donc logiquement et il est fort probable que les objectifs de croissance ne soient pas atteints sur le Vieux Continent. Au final, entre des indices boursiers européens pénalisés par des perspectives de croissance plus faibles qu'ailleurs et des indices américains pénalisés par la remontée des taux (le 10 ans américain se rapproche inexorablement du rendement des dividendes du S&P500), ce sont les indices asiatiques et émergents qui s'en tirent le mieux depuis le début d'année (respectivement +8.0% et +8.9% pour le MSCI Japon et MSCI pays émergents).

Pour le moment, tout va pour le mieux sur le front de la microéconomie : la fin de la saison de publication des résultats du T4 2020 aux Etats-Unis s'approche à grands pas et sur les 85% de l'ensemble des valeurs du S&P 500, 80% d'entre-elles ont surpris positivement concernant leurs profits. A l'heure actuelle, les bénéfices agrégés du S&P500 sont attendus en hausse de +3.1% et les premières communications des entreprises pour le Q1 2021 sont d'ailleurs également bien orientées avec des positive guidances largement majoritaires. L'absence de déceptions dans ce domaine est un prérequis au maintien des cours sur leurs niveaux actuels, notamment aux Etats-Unis, notre modèle d'évaluation indiquant qu'une consolidation serait aujourd'hui nécessaire sur les marchés US : notre cours objectif se situe désormais à 3443 points contre un marché qui a continué sa hausse jusqu'à 3925 points (+3.6% depuis la précédente lettre), soit un potentiel de baisse de -12% par rapport au point haut (les indices ont déjà corrigé de -2.9%). D'un point de vue fondamental, notre modèle exprime surtout la nécessité pour le S&P 500 de reprendre sa respiration après une hausse quasiment continue de +68% depuis mi-mars 2020, dans un contexte où le pari des investisseurs sur la hausse des taux est probablement trop agressif à court terme. Dans ces conditions, il nous semble opportun de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines. La donne est sensiblement différente en zone euro, notre modèle d'évaluation estimant que les actions européennes sont à leur juste prix quel que soit le scénario envisagé. Dans ces conditions, nous surpondérons les actions européennes par rapport aux actions américaines à court terme.

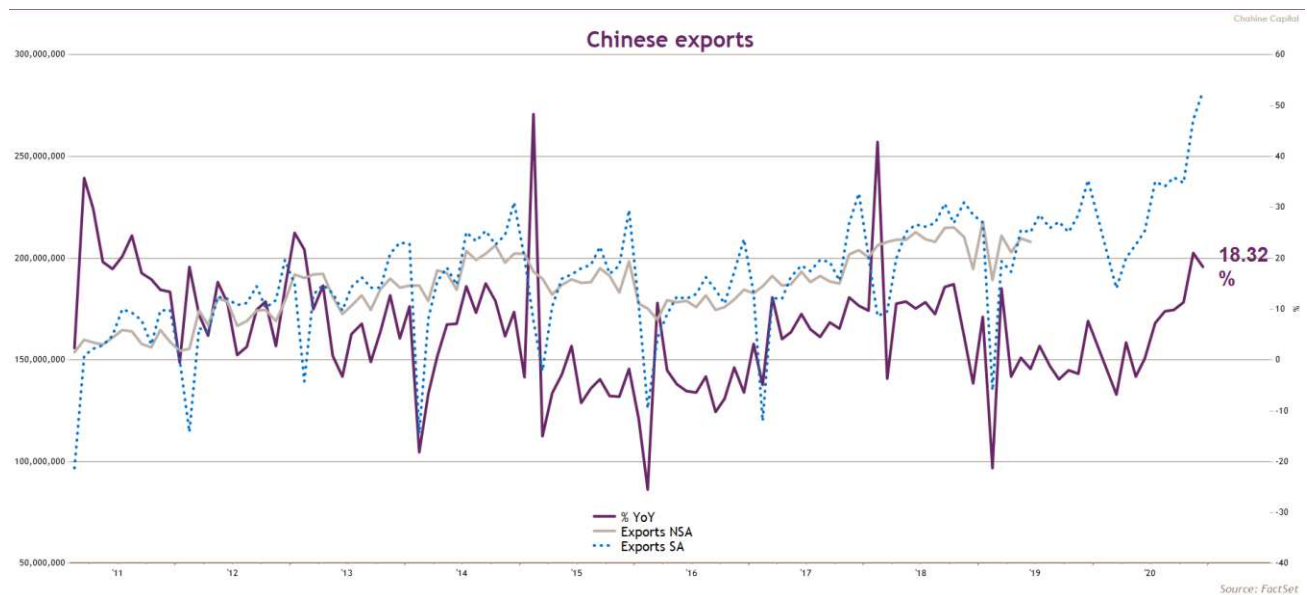
Michaël Sellam



Le commerce extérieur chinois explose pendant que le Monde s'empêtre dans la crise de la Covid

Mais où s'arrêtera la Chine ? Après avoir comme tout le monde souffert en début d'année en raison de la crise sanitaire, le rebond de l'empire du Milieu a été impressionnant, permis contre toute attente par l'envolée des exportations, à rebours du ralentissement du commerce mondial. Les exportations ont atteint près de 2700 milliards de \$ en 2020, soit une progression de +11.4% par rapport à l'année précédente (+9% au T3-2020 et même +17% au T4-2020). Il faut remonter à l'année 2012 pour trouver un chiffre supérieur à celui de l'année dernière. Au final, la balance commerciale aura atteint un improbable, autant que colossal, excédent de 780 milliards de \$, contribuant grandement au retour de la croissance dans l'empire du Milieu.

Les exportations ont augmenté de 20% en fin d'année dans un contexte pourtant toujours dégradé pour le commerce international



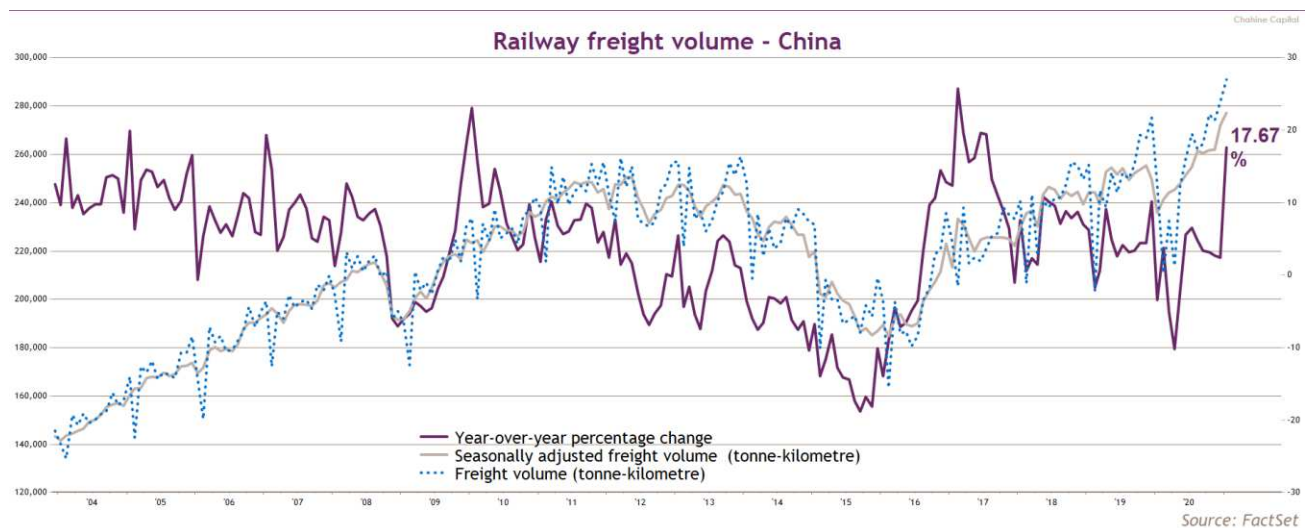
Comble de l'ironie, ce sont les exportations vers les Etats-Unis qui se sont le plus envolées... au moment même où Donald Trump faisait ses adieux à la Maison Blanche. C'est peu dire que ce dernier aura manifestement échoué quant à sa volonté de faire plier la Chine sur le front du commerce international. Mais la bataille est loin d'être terminée. Joe Biden devrait rapidement se pencher sur cette question, même si ce dernier n'utilisera évidemment pas de la même diplomatie que son prédécesseur : le rééquilibrage des échanges avec la Chine reste un objectif prioritaire, celui-ci étant considéré tant par les républicains que par les démocrates comme un sujet de sécurité nationale. La toujours plus grande captation de parts de marchés par l'économie chinoise, à l'heure où les populations occidentales appellent aux relocalisations, devrait ainsi assez rapidement déboucher sur de nouvelles tensions géopolitiques, pour le moment mises de côté en ces temps de crise sanitaire.



La vigueur de la reprise chinoise fait s'envoler le prix des matières premières

Les indicateurs illustrant le dynamisme retrouvé de l'économie chinoise sont nombreux : le volume de fret ferroviaire progresse à nouveau substantiellement (cf. graphique ci-dessous), tout comme la production industrielle (+7.3% en fin d'année) ou la production d'électricité (+7.8% en fin d'année). Cela s'explique surtout par la spécialisation productive du pays, qui a finalement été le premier bénéficiaire des plans de sauvetage mis en place par la plupart des pays occidentaux.

Le dynamisme industriel de la Chine a été impressionnant en fin d'année



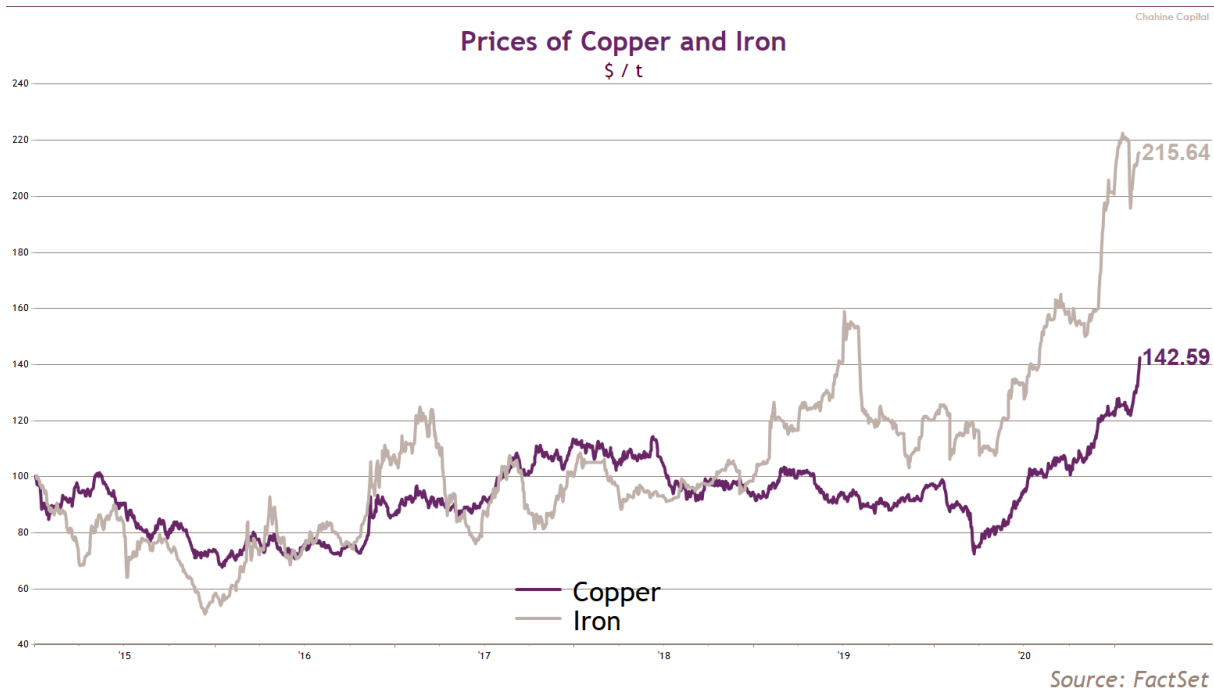
De manière évidente, lorsque l'atelier du monde se remet à tourner à plein régime, la pression que cela exerce sur le prix des matières premières ne tarde pas à se faire sentir : la rapidité de la reprise chinoise couplée à une très forte spéculation liée à un excès de liquidités sur les marchés, a fait s'envoler les prix des matières premières les plus cycliques : +15.2% pour le prix des matières premières industrielles sur 1 an en 2020 et même +28.6% pour les métaux.

Mais cela ne s'est pas arrêté là : la thématique du recovery mondial piloté par la Chine a poussé vers le haut toutes les matières premières, qu'elles soient énergétiques ou même agricoles (+20.8% des prix des matières premières agricoles sur les 6 derniers mois). Les céréales et les huiles alimentaires n'ont pas échappé à cette implacable logique (le blé s'est ainsi échangé à plus de 230 €/tonne, entraînant avec lui les autres céréales). Au final, les prix des produits alimentaires se rapprochent de leurs niveaux de la fin des années 2000... ce qui n'est pas une bonne nouvelle pour la stabilité sociale, en particulier dans les pays pauvres.

Cette lame de fond est si puissante qu'elle a évidemment porté à court terme les indices boursiers des pays émergents, principaux producteurs de matières premières en tout genre. Mais attention toutefois, car l'inflation des prix des matières premières est telle qu'elle pourrait pénaliser assez rapidement les marges des entreprises mais surtout le pouvoir d'achat des ménages occidentaux, déjà bien fragiles, et ainsi étouffer dans l'œuf le rebond qui devra gagner en vigueur une fois les stratégies de vaccination plus avancées.



On ne peut plus parler de simple rebond pour les métaux



C'est d'ailleurs cette crainte d'un retour trop rapide de l'inflation des matières premières qui commence à faire douter les investisseurs, avec la hausse des rendements obligataires et le début d'une correction des indices boursiers en fin de mois dernier.

La Chine teste déjà Joe Biden avec la question des terres rares

Le contexte est assez simple : les velléités de Donald Trump de rééquilibrer les échanges avec la Chine ont échoué, comme l'illustre le minuscule rebond des importations de l'empire du Milieu en provenance des Etats-Unis (qui n'atteint que 6.5% du total des importations chinoises fin 2020), soit un niveau bien en deçà de l'engagement qui avait été pris lors de l'accord signé en 2019. Joe Biden n'a pas caché dès sa prise de fonction qu'il souhaitait mettre la pression sur les chinois, estimant que « si l'on ne s'active pas, ils vont manger notre repas ». Le président américain a d'ailleurs d'ores et déjà dénoncé les pratiques commerciales « coercitives et déloyales » de l'empire du Milieu lors d'un entretien avec Xi Jinping en milieu de mois dernier.

Les chinois n'ont pas tardé à répondre en affirmant qu'une confrontation serait un « désastre » pour les Etats-Unis, en utilisant la question des terres rares comme moyen de pression : Pékin a ainsi affirmé vouloir réduire les exportations de ce type de métaux, pourtant indispensables aux industries de la défense et de la tech, notamment à destination des Etats-Unis. Il faut dire qu'avec plus du tiers des réserves mondiales de terres rares (44 millions de tonnes métriques), la Chine devance de très loin les Etats-Unis qui n'en détiennent qu'environ 1.3%.

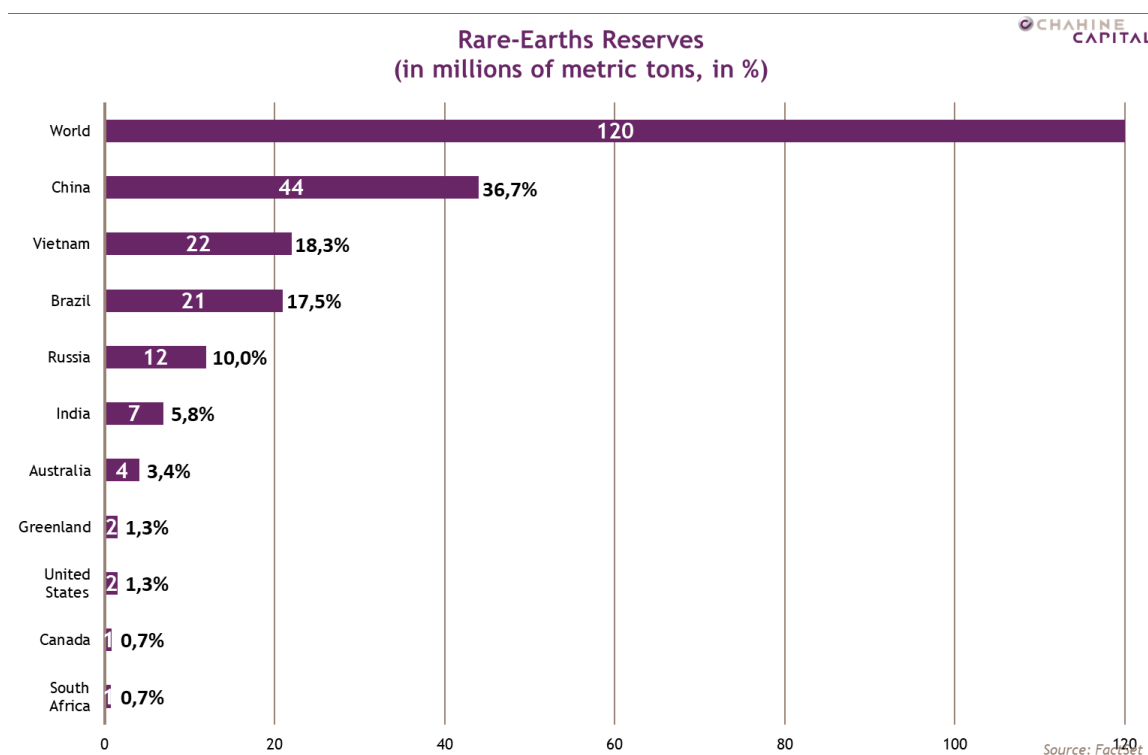
Si la lutte est discrète, elle n'est en réalité pas nouvelle et cristallise les tensions entre les deux mastodontes depuis déjà plusieurs années. Depuis que Donald Trump a déclenché la guerre commerciale avec la Chine en 2018, les Etats-Unis cherchent en pratique à s'affranchir de la dépendance chinoise : leur production minière de ces métaux a augmenté de +111% entre 2018 et 2020 (passant de 18 000 tonnes métriques produites à



38 000). La production chinoise a augmenté quant à elle de +16.6% (passant à 140 Mille tn en 2020), soit un rythme bien inférieur à la hausse de la production mondiale de +26.3%.

En ressortant ce dossier, il est évident que Pékin cherche désormais à tester la nouvelle administration Biden. Est-ce une stratégie risquée ? Pas encore, mais la question de l'approvisionnement en terres rares pourrait devenir très problématique pour l'administration Biden si les chinois fermaient véritablement le robinet ! Les conditions pour qu'une nouvelle « guerre froide » réapparaisse entre la Chine et les Etats-Unis semblent ainsi réunies.

L'écrasante domination des chinois dans le domaine des terres rares est un atout maître sur la scène internationale

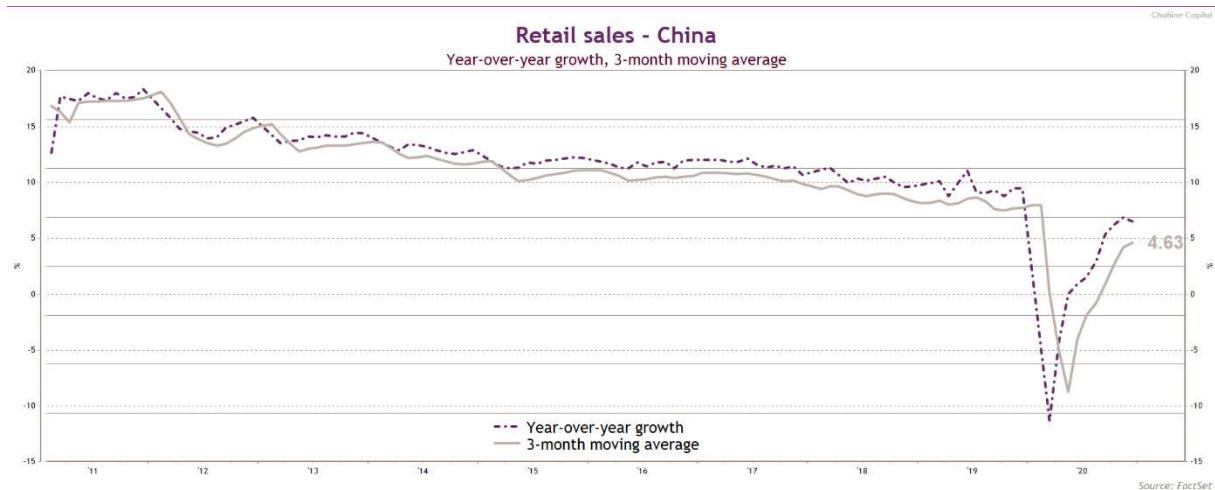


Si la demande externe caracole, la demande interne chinoise reste à la peine... et cela devrait durer

Tout n'est pour autant pas rose dans l'empire du Milieu. La consommation des ménages chinois peine à retrouver son dynamisme d'avant-Covid. Sur le marché domestique, il s'est par exemple vendu 24,8 millions de véhicules en 2020, soit son niveau de 2016. Si une partie du manque de vigueur de la consommation provient du fait que la population chinoise n'est pas encore complètement rassurée par la situation sanitaire, il faut surtout être conscient que la Chine aura structurellement du mal à retrouver une demande interne aussi vigoureuse que par le passé, en raison de sérieux vents contraires internes, notamment avec le vieillissement accéléré de sa population.

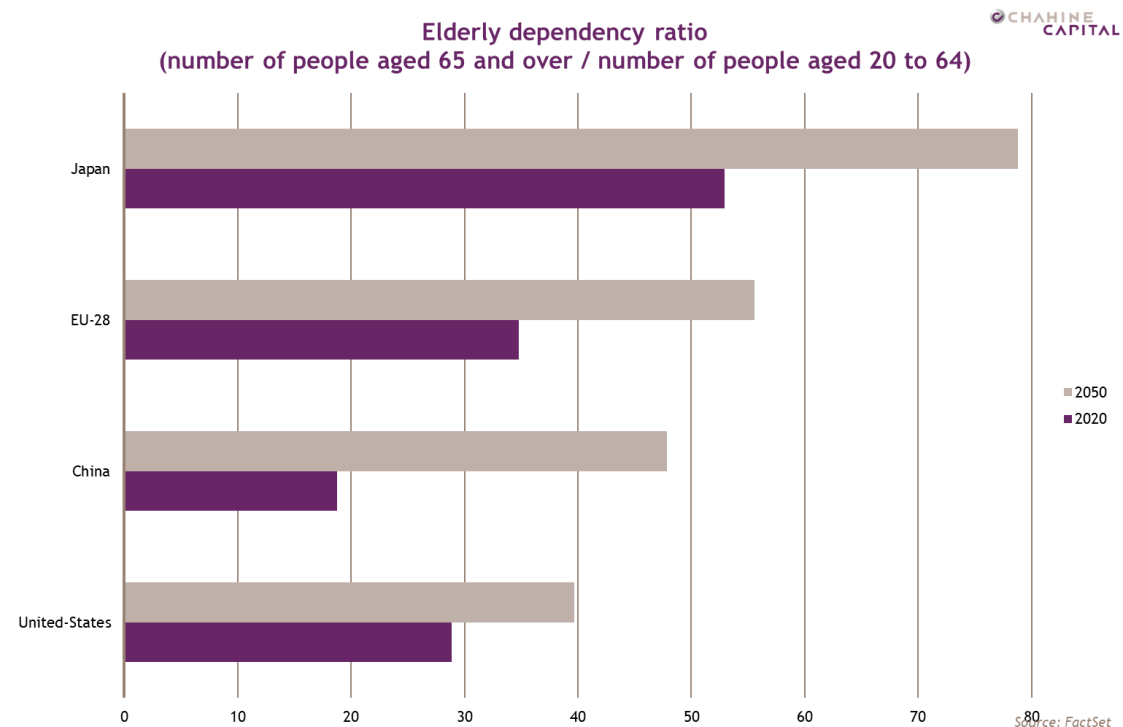


La consommation des ménages poursuit son inexorable décroissance



D'un ratio de dépendance économique des séniors très faible, puisqu'il y a actuellement moins de 20 personnes âgées de plus de 65 ans pour 100 actifs (ce qui est très inférieur au ratio déjà relativement faible des Etats-Unis où il y a un peu moins de 30 personnes âgées de plus de 65 ans pour 100 actifs), la Chine va se rapprocher à l'horizon de 2050 de la situation que connaîtra l'Europe. Il y aura alors approximativement dans les deux cas environ 50 personnes « âgées » pour 100 actifs... et près de 500 millions de plus de 60 ans pour une population totale qui sera quant à elle redescendue à 1,36 Mds d'habitants.

La Chine sera le pays le plus brutalement percuté par le vieillissement





Ce vieillissement inédit dans l'Histoire par son ampleur et sa vitesse contraindra durablement la demande interne du pays et va très vite faire converger les niveaux de croissance potentielle de la Chine vers celui des Etats-Unis, phénomène que les investisseurs n'ont pas en tête. La manière dont les autorités chinoises gèreront ce défi colossal devra être suivi de près, car ils seront sur une ligne de crête, dans un contexte où le pays doit faire face au manque de préparation face aux besoins des séniors (à l'inverse de l'Europe), doublé du manque d'infrastructures. Dans ces conditions, on comprend mieux les raisons qui ont poussé la Chine à militer pour la création en Asie de la plus vaste zone de libre-échange au monde, le RCEP (qui représente près d'1/3 de la population et du PIB du monde).

Actuellement, le Parti communiste chinois envisage un report de l'âge de la retraite en raison de l'insolvabilité des fonds de pensions chinois qui pourrait survenir d'ici 15 ans. Pour l'instant, l'âge de la retraite est de 60 ans pour les hommes et de 50 ans pour les femmes (55 ans pour celles qui occupent un poste de la fonction publique). Mais la population semble très réticente à rogner ainsi sur ses rares acquis sociaux. Une franche opposition sur les réseaux sociaux est même dénoncée, preuve que les mentalités chinoises évoluent !

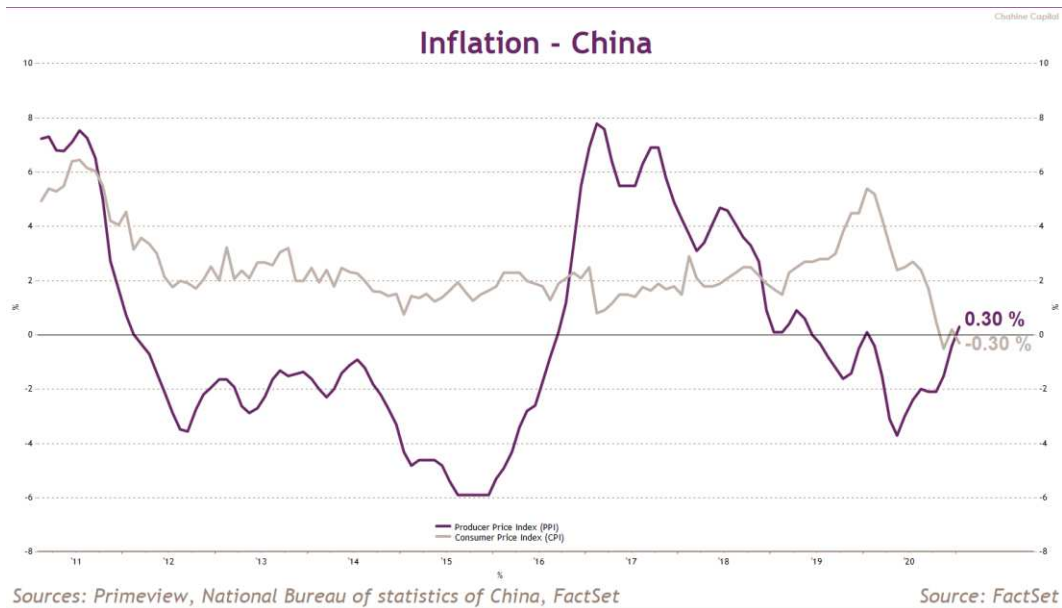
A plus court terme, la situation financière des entreprises chinoises reste préoccupante

La reprise économique chinoise est pour le moment déséquilibrée, entre une demande intérieure qui stagne et un secteur manufacturier toujours en expansion (PMI à 51,5 en janvier) tiré par la demande externe. Cela pourrait ne pas durer longtemps. En effet, le mois de janvier aura marqué un tournant désagréable pour l'économie chinoise, et plus particulièrement ses entreprises : l'augmentation des prix à la production (+0.3%) quand l'inflation finale ne redémarre pas (-0.3%). Cela met inexorablement la pression sur les marges des entreprises chinoises, dans un contexte où celles-ci sont également pénalisées en raison de la forte appréciation du Yuan en 2020.

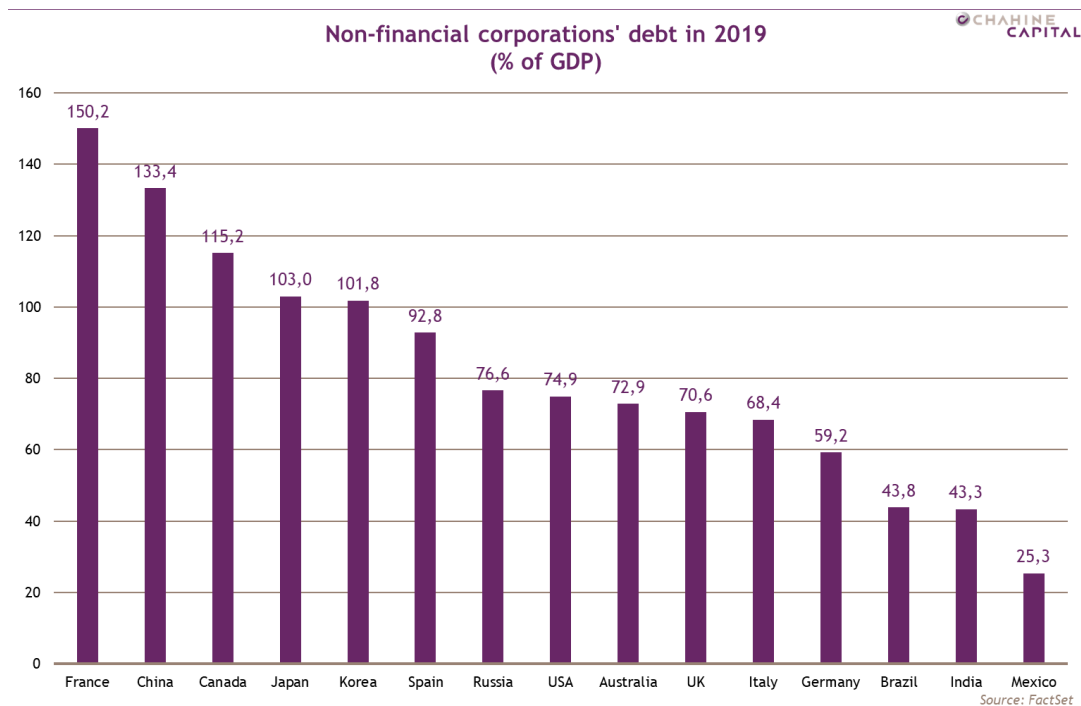
Au-delà de ces difficultés conjoncturelles, il ne faut pas non plus oublier que la situation des entreprises chinoises reste très précaire, avec un taux d'endettement des entreprises stratosphérique atteignant 133% du PIB, contre 75% aux Etats-Unis, 103% au Japon et 63% en zone euro. Cette situation très tendue s'exprimait d'ailleurs déjà en 2019 avec la hausse de 20% des défaillances, la multiplication des entreprises zombies, et les craintes des autorités quant à l'opacité du secteur du crédit aux sociétés non financières. Il est une évidence que la crise sanitaire n'aura rien arrangé sur ce plan... Dans ces conditions, les tensions persistantes, notamment sur le marché des obligations d'entreprises chinoises (défaillance du groupe minier Yongcheng Coal, difficultés du promoteur Evergrande, etc.) ne semblent pas prêtes de s'atténuer. Il faudra ainsi surveiller de près les spreads de taux émergents dans les mois à venir.



L'augmentation des coûts de production met la pression sur les marges dans un contexte où la compétitivité commence à souffrir du change



L'endettement des entreprises chinoises laisse peu de marges de manœuvre

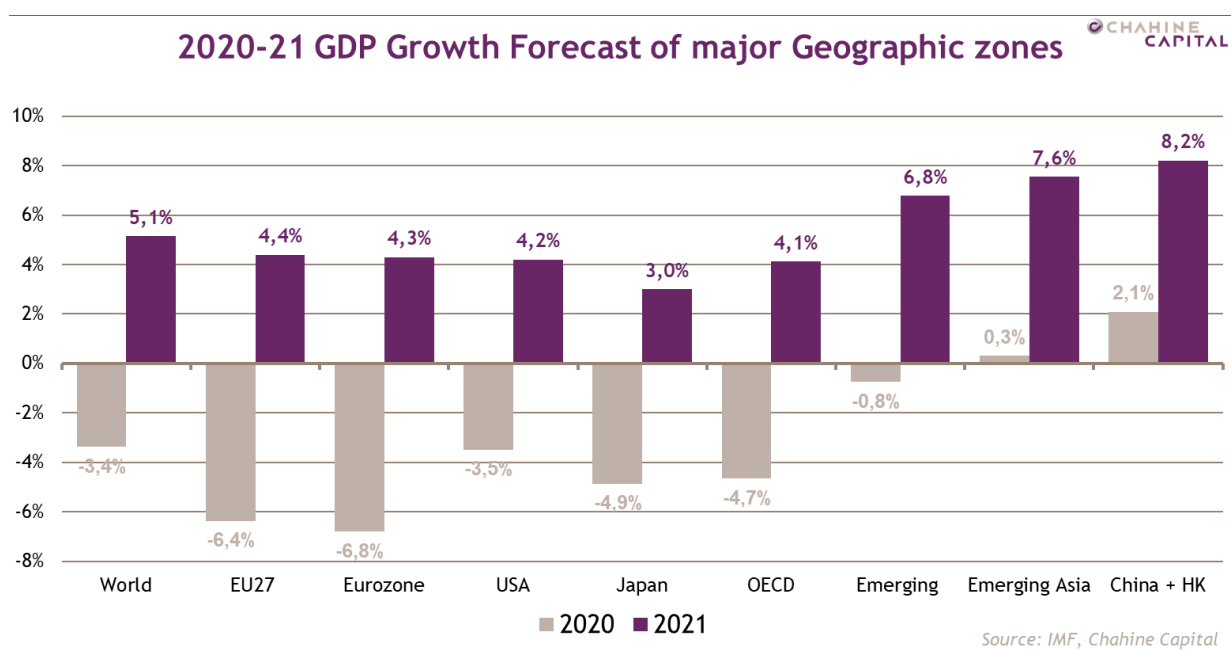




Les prévisions de croissance seront révisées à la baisse si les stratégies vaccinales n'accélèrent pas en Europe

Les prévisions de croissance des différentes grandes institutions internationales sont aujourd'hui divergentes. Ainsi, celles réalisées par le FMI pour l'année 2021 sont plus favorables aux Etats-Unis (+5.1%) qu'à la zone euro (+4.2%) alors, qu'au contraire, l'OCDE est plus optimiste pour la zone euro (+3.6%) que pour les Etats-Unis (+3.2%). Qui faut-il croire ?

L'Asie, grande gagnante de l'après-Covid



En s'en tenant à l'avancée des stratégies vaccinales, il semble bien que le FMI tienne la corde. En effet, le rythme de vaccination est bien plus élevé (presque 3x supérieur) aux Etats-Unis : 1,4 millions de doses y sont administrées quotidiennement contre 570 mille en zone euro seulement alors même que la population des deux zones est quasiment identique (330 millions de personnes environ). L'écart se creuse donc logiquement, avec 13.3% de la population américaine ayant reçu une première dose (et 5.9%, la deuxième) contre 4.1% de la population des pays de la zone euro (2.1% pour la seconde dose).

A un tel rythme, il suffira de 7 mois et demi pour que les Etats-Unis atteignent l'immunité collective (estimée entre 60% et 90% de la population vaccinée) quand il faudra 1 an et demi à la zone euro pour y parvenir... Il va donc falloir que la zone euro rattrape son retard si les pays membres veulent tenir leurs engagements de vaccination (à horizon du T3 2021). Dans cette perspective, il est fort probable que les objectifs de croissance ne soient pas tenus sur le Vieux Continent.

A noter qu'Israël et le Royaume-Uni ont été les plus efficaces dans la mise en œuvre du processus puisqu'il leur faudra respectivement environ 1 mois et 4 mois et demi seulement pour que l'ensemble de leur population ait reçu au moins une dose du vaccin. Le cas de la Chine est très différent... Mais c'est le modèle gagnant ! A priori, le rythme de croissance étant relativement similaire à celui des Etats-Unis (avec 1,5 millions de doses journalières pour l'empire du Milieu) mais sa population étant beaucoup plus large (environ 4x plus nombreuse), cela pourrait paraître insuffisant. La différence est que la Chine, elle, n'a pas autant



besoin de se presser... En amont, les stratégies ont été très différentes et le « stop and go » de l'occident s'est montré beaucoup plus inefficace que les confinements strictes, tels que pratiqués par la Chine ! La logique de la Chine (si tant est qu'elle ait été réellement transparente sur les chiffres) a donc bien été la bonne ! A ce titre, les prévisions de croissance du PIB réel de la Chine en 2021, globalement consensuelle puisque de +8% pour l'OCDE et de +8.1% pour le FMI, semblent tout à fait crédibles.

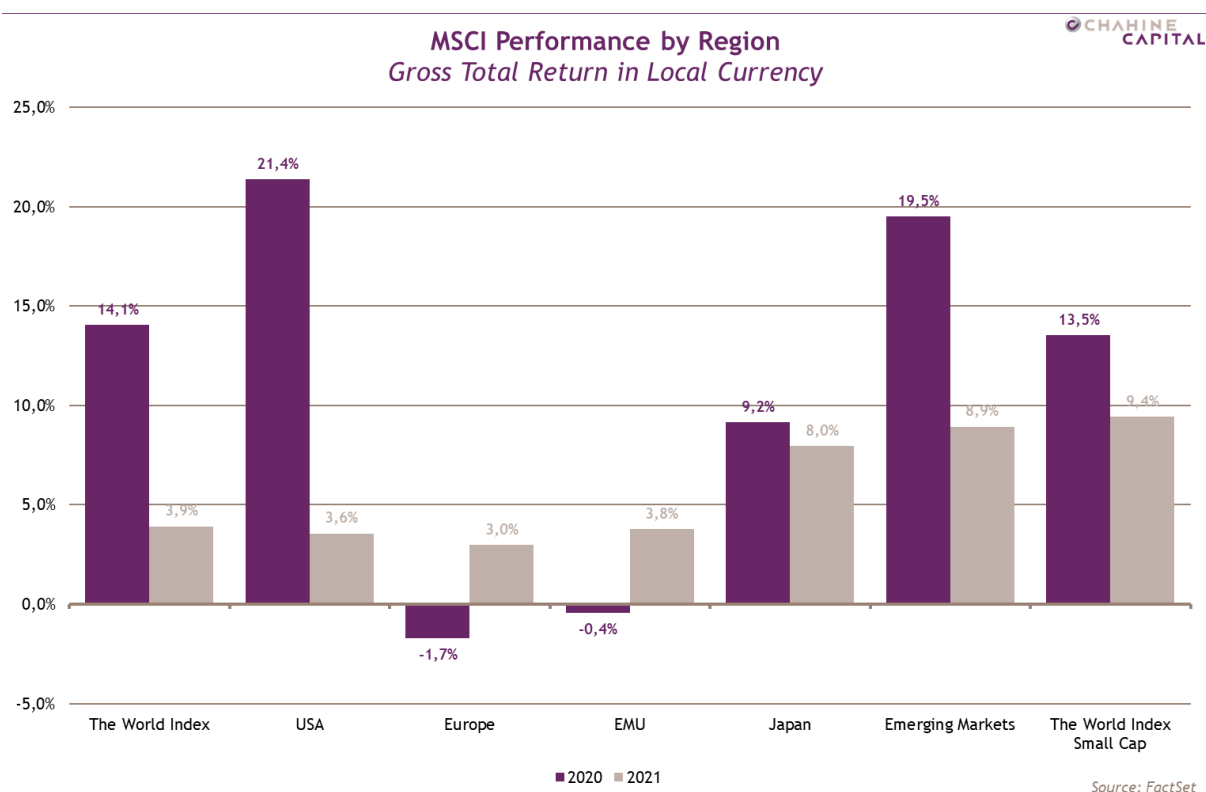
L'Europe, toujours à la traîne dans la stratégie vaccinale

Country	Doses Administered	Population given at least 1 dose	Population given 2 doses
Israel	7 673 423	50,1%	35%
U.K.	18 558 969	26,8%	1%
U.S.	65 032 083	13,4%	6%
EU	27 967 512	4,0%	2%

Les marchés restent bien orientés mais commencent à douter

Les indices actions restent bien orientés en ce début d'année et la zone Asie tire son épingle du jeu : seuls les indices asiatiques affichent une hausse substantielle en ce début d'année (respectivement +8.0% et +8.9% pour le MSCI Japon et MSCI pays émergents) en raison de leur exposition moindre à la crise de la Covid-19 au vu d'une relative meilleure gestion de celle-ci. Comme évoqué dans la lettre précédente, cette tendance favorable aux marchés asiatiques devrait se poursuivre au moins jusqu'à la fin du premier semestre, à moins que des tensions géopolitiques fortes ressurgissent.

L'Asie tire son épingle du jeu en ce début d'année

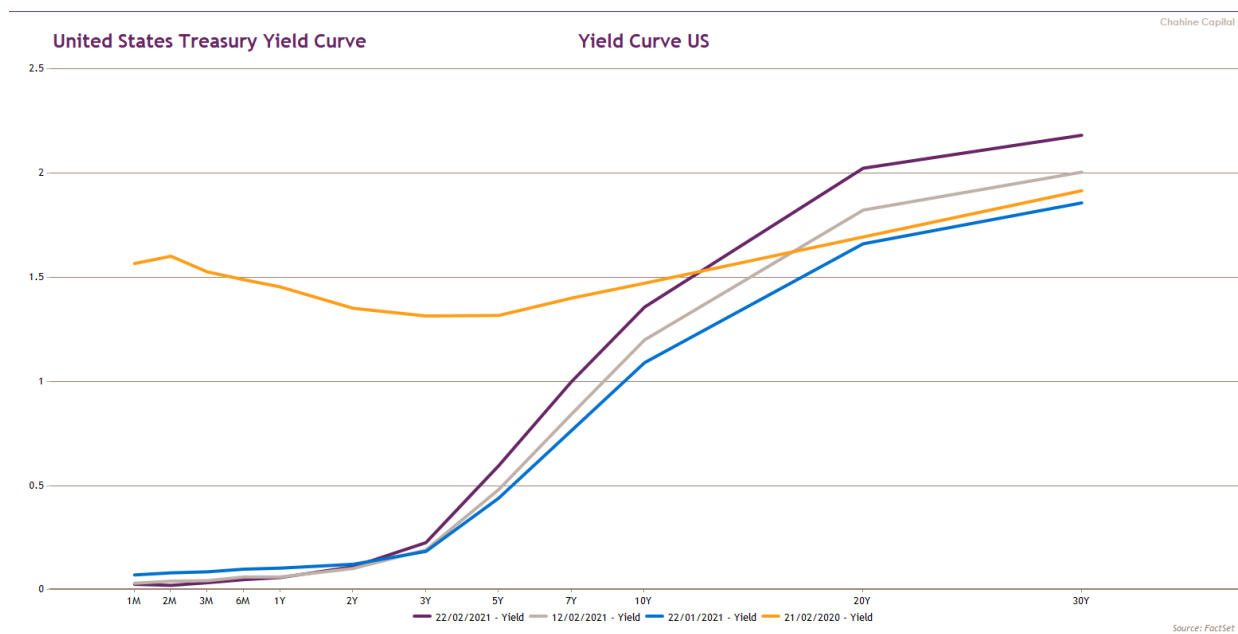




De leur côté, les pays développés sont à la traîne, pénalisés par des mesures de restrictions sanitaires qui s'éternisent, voire se renforcent, et une campagne de vaccination qui durera encore un certain temps avant que l'immunité collective ne soit atteinte.

Mais les craintes qui pèsent actuellement sur les marchés sont à chercher du côté de la remontée des taux (en lien direct avec les prévisions d'inflation) - notamment aux Etats-Unis - qui pourrait faire dérailler la reprise de l'économie et les marchés. En effet, le taux à 10 ans américain se rapproche inexorablement du rendement des dividendes du S&P500.

La pentification de la courbe des taux se poursuit aux Etats-Unis



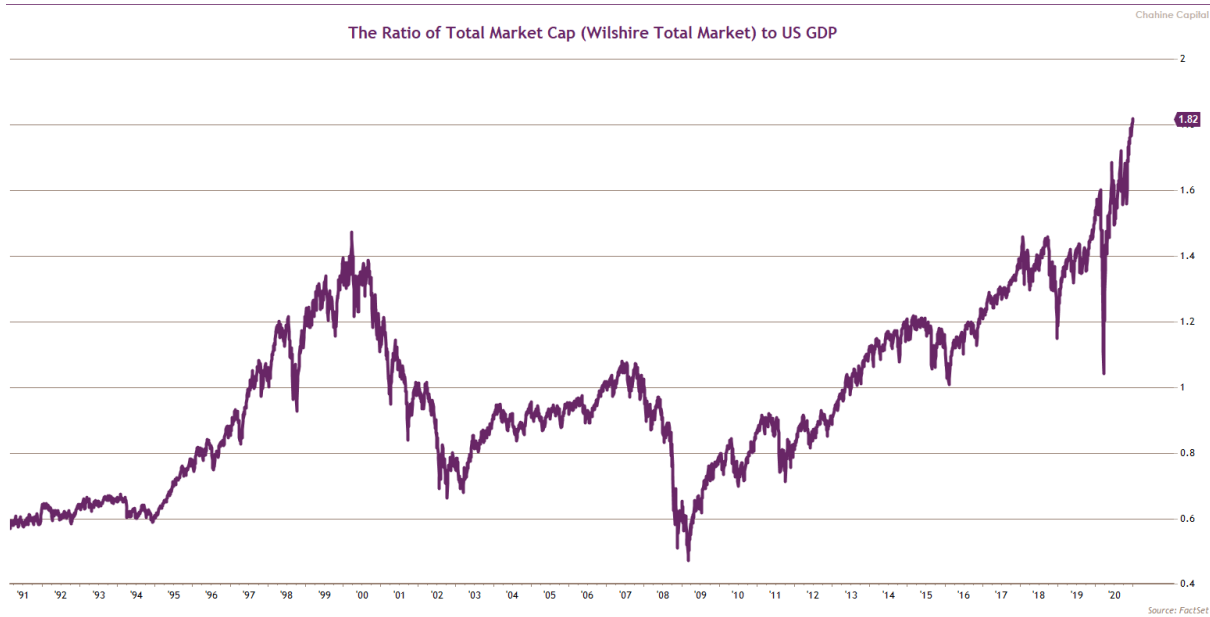
Les bourses mondiales n'ont jamais été aussi « chères »

C'est évidemment l'argument le plus répandu sur les marchés ces derniers jours : malgré une récession d'une ampleur inédite depuis l'après-guerre, les marchés actions mondiaux ont continué leur ascension vers de nouveaux sommets, amplifiant le sentiment de déconnexion. L'indice Wilshire Total Market, représentant le total des capitalisations boursières, rapportée au PIB américain atteint aujourd'hui plus de 180%. Autrement dit il faut 1,8 années de PIB pour s'offrir l'intégralité de la capitalisation boursière des Etats-Unis.

Des chiffres qui laissent évidemment songeurs quand on sait que lors de la bulle internet, cet indicateur n'avait atteint que 140%. Si pour le moment l'afflux de liquidité des Banques Centrales soutient allègrement les marchés et explique en grande partie ces niveaux, il ne fait aucun doute qu'une nouvelle salve d'injections de la part de la Fed serait nécessaire pour soutenir les marchés actions si un grain de sable venait à ralentir la reprise économique des pays développés pour lesquels la stratégie vaccinale reste aujourd'hui le principal facteur permettant d'apercevoir la lumière au bout du tunnel.

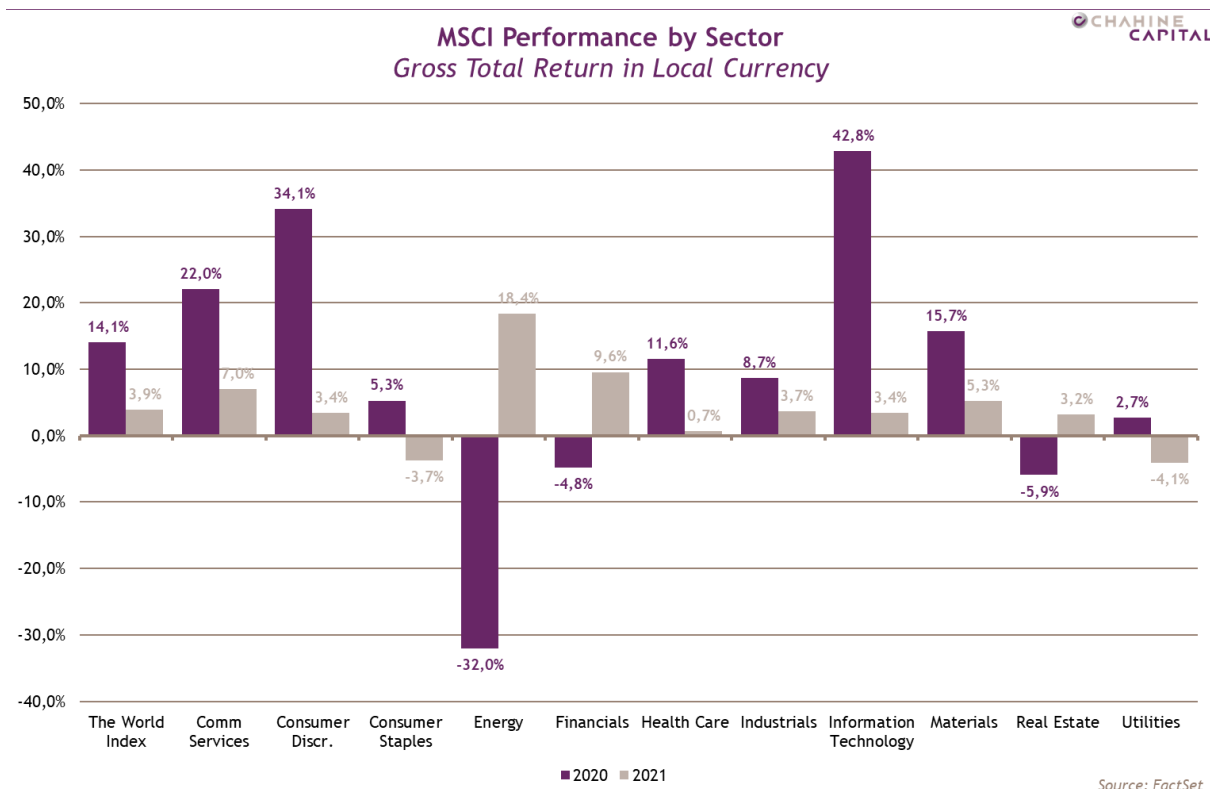


L'indice Wilshire atteint tous les jours de nouveaux plus hauts



D'un point de vue sectoriel, les deux secteurs qui surperforment substantiellement traduisent très bien la thématique jouée actuellement par les investisseurs : la reflation. D'une part le secteur de l'énergie progresse de +18.4% depuis le début de l'année, tiré par l'appréciation du prix des matières premières, pétrole en tête. D'autre part les financières (+9.6%) bénéficient clairement de la remontée des taux longs et de la pentification de la courbe des taux, propice à la transformation pour ces acteurs.

Le secteur de l'énergie bénéficie de la thématique de la reprise





Une saison de publications bien supérieure aux attentes initiales des analystes

La fin de la saison de publications des résultats du T4 2020 aux Etats-Unis s'approche à grands pas et le moins que l'on puisse dire, c'est que les chiffres des sociétés composant le S&P 500 sont bien mieux orientés qu'initialement anticipés par les analystes. En effet, sur les 427 sociétés ayant déjà publié (soit 85% de l'ensemble des valeurs du S&P 500), 80% d'entre-elles ont surpris positivement concernant leurs profits. A l'heure actuelle, les bénéfices agrégés du S&P500 pour le T4 2020 sont attendus en hausse de +3.1% (au moment de la publication de la précédente lettre les analystes attendaient encore une baisse de -2.5% pour le T4 2020, et les prévisions au 31 décembre dernier étaient de -9.2%).

Une saison de publication du T4 très bien orientée

S&P 500 Earnings Scorecard (Net Income) for Q4 2020	# Cos Reported	% Cos Reported	Growth Blended (%)	% Pos Surprise
Communication Services	24	92,3	10,5	95,8
Consumer Discretionary	45	73,8	3,8	75,6
Consumer Staples	27	84,4	5,1	70,4
Energy	13	56,5	-104,9	61,5
Financials	64	98,5	17,3	82,5
Health Care	56	88,9	13,2	80,4
Industrials	67	91,8	-52,6	80,6
Information Technology	64	84,2	16,1	92,2
Materials	28	100,0	22,3	78,6
Real Estate	23	76,7	-0,4	60,9
Utilities	16	57,1	-3,3	68,8
S&P 500	427/505	84,6	3,12	80,0

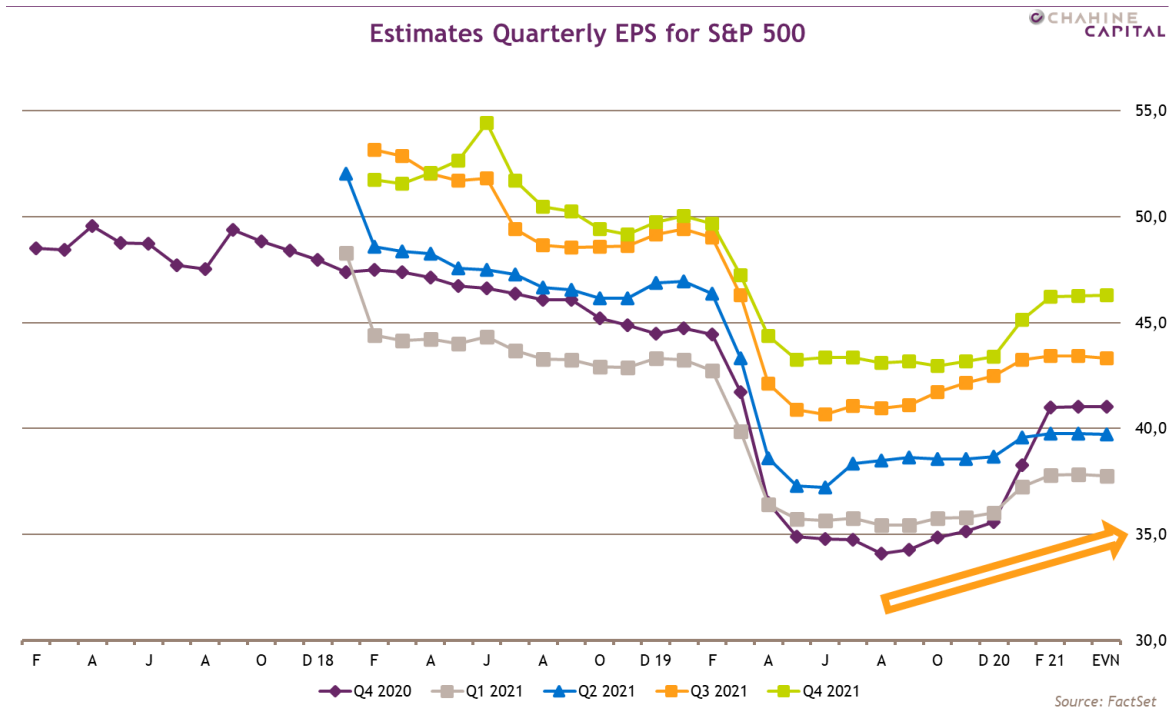
Les premières communications des entreprises pour le Q1 2021 sont d'ailleurs également bien orientées : les *positive guidance* sont ainsi largement majoritaires avec 63% des sociétés ayant commencé à communiquer sur le prochain trimestre (alors même que la moyenne sur 5 ans est de 33%). Dans ce contexte, on peut considérer la résilience de la microéconomie US comme un facteur de soutien important des marchés à court terme.

Aucun changement pour les prévisions de long terme qui restent très optimistes : les analystes prévoient ainsi des hausses de respectivement +24.2%, +15.5% et +12.2% des bénéfices par action agrégés du S&P500 pour les 3 années à venir. Autrement dit, à fin 2023, les analystes prévoient que les bénéfices par action auront augmenté de +39% par rapport à la fin de l'année 2019 (et de +61% par rapport au creux de 2020...)

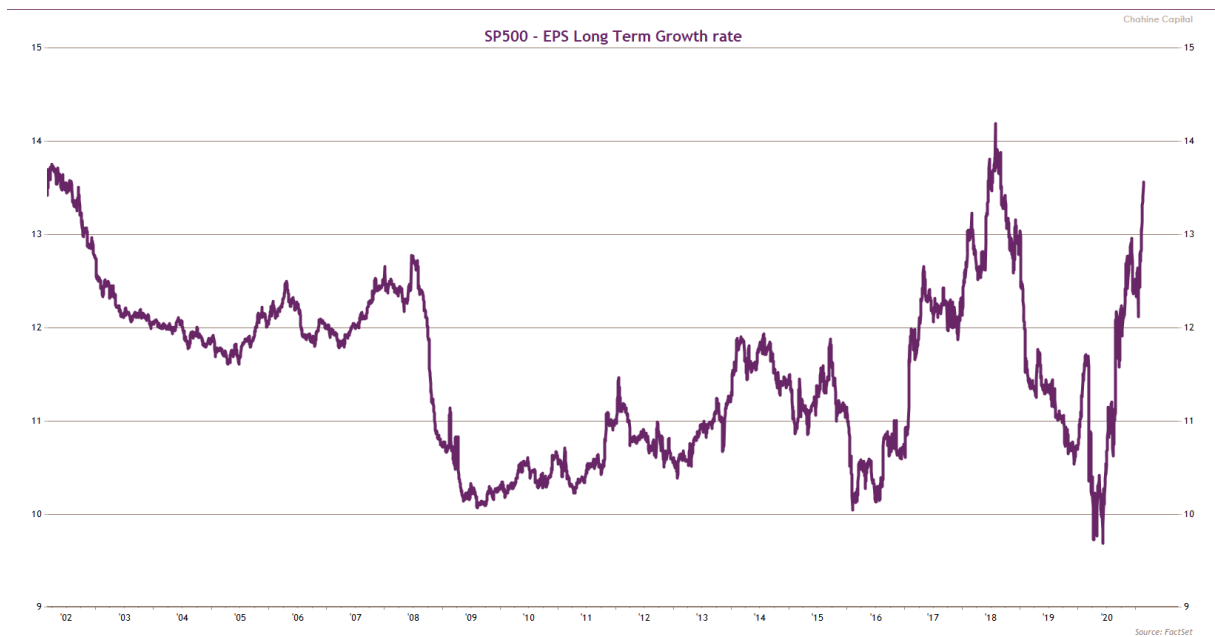
Comme déjà évoqué dans la lettre du mois précédent, ces prévisions semblent trop agressives à long terme car si un retour à la normale est envisageable en 2021, les niveaux de croissance potentielle aux Etats-Unis ne permettront pas à la croissance bénéficiaire de se maintenir à des niveaux aussi élevés.



Les révisions poursuivent leur dynamique positive à court terme



... mais les croissances bénéficiaires anticipées à long terme ne peuvent laisser place à des déceptions

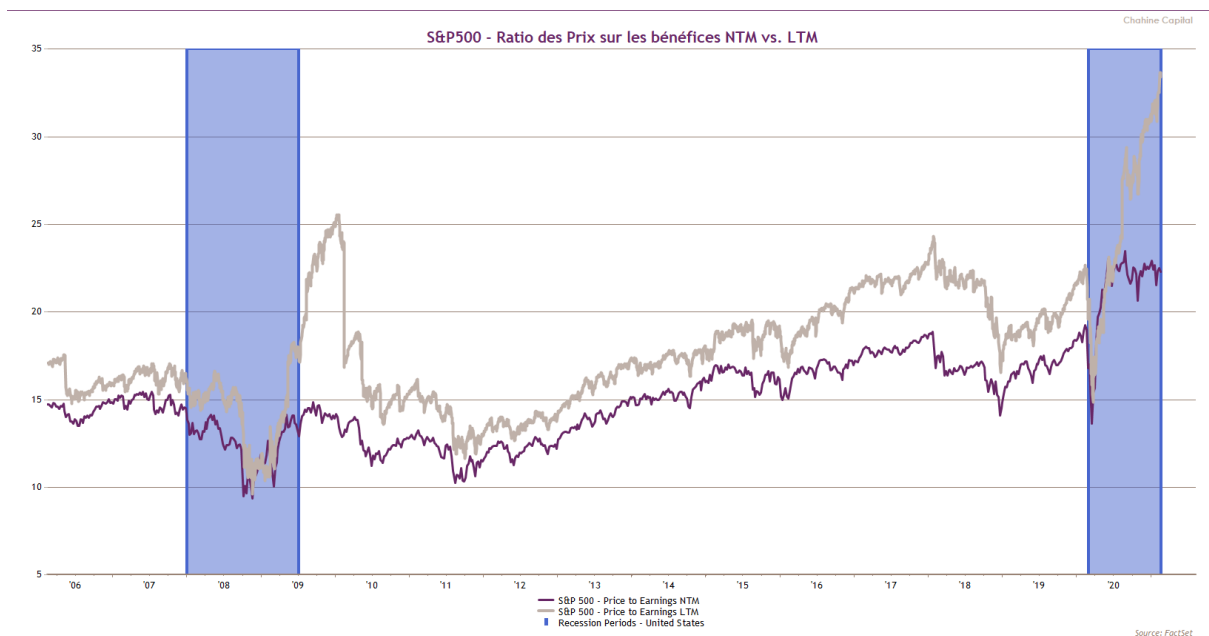




Valorisation des marchés : la pertinence des multiples de valorisation est pour le moment limitée

Depuis la fin de l'année 2020, les révisions de bénéfices sur les 12 prochains mois ont augmenté de +6.1% quand dans le même temps les marchés ont poursuivi leur hausse (+4.2%). La progression continue des marchés actions depuis le point bas de la mi-mars 2020 fait donc stagner les niveaux de valorisation sur des niveaux élevés (le PER LTM oscille entre 22x et 23x les bénéfices futurs depuis plusieurs mois). Pour rappel, si ce chiffre peut apparaître élevé comparativement aux standards historiques, il nous semble pertinent de rappeler qu'il faut le mettre en perspective : premièrement les taux directeurs sont à zéro et les rendements des obligations d'Etat restent faibles (respectivement 1.3% et 2.1% 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. Cependant il faut bien prendre en compte que plus cet indicateur s'éloignera de la norme, plus la réaction des marchés en cas de déception sera importante.

Les niveaux de valorisation ne laisseront pas place à d'éventuelles déceptions



Modèle de valorisation : correction aux Etats-Unis, pas en Europe

Aux Etats-Unis, les taux longs à 30 ans se sont tendus avec les craintes inflationnistes - liées aux différents plans de relance stratosphériques souhaités par J. Biden et le rebond des matières premières tiré par la Chine - et sont désormais passés à 2.2% (contre 1.8% le mois dernier). Du côté des perspectives bénéficiaires, si nous estimons que l'année 2021 devrait être globalement aussi florissante qu'espérée par les analystes, il nous semble très peu probable que les estimations (très largement optimistes) pour l'année 2022 se réalisent. Finalement, nous retenons un CAGR sur 8 ans à 6.6% (contre 6.2% fin janvier).



Au regard de ces paramètres, notre modèle d'évaluation semble indiquer qu'une consolidation est aujourd'hui nécessaire sur les marchés américains. Notre cours objectif se situe désormais à 3443 points contre un marché qui a continué sa hausse jusqu'à 3925 points (+3.6% depuis la précédente lettre), soit un potentiel de baisse de -12%. D'un point de vue fondamental, notre modèle exprime surtout la nécessité pour le S&P 500 de reprendre sa respiration après une hausse quasiment continue de +68% depuis mi-mars 2020, dans un contexte où le pari des investisseurs sur la hausse des taux est probablement trop agressif à court terme. Dans ces conditions, il nous semble opportun 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 2020

	30 Years Gvt bonds				
	1,50%	2,00%	2,24%	2,50%	2,75%
Slow recovery: 19.2% in 2021, 5.4% in 2022 - CAGR 3.5%	3 338	2 939	2 776	2 616	2 476
Implied Scenario CAGR 8% over 8 years	4 734	4 160	3 925	3 695	3 494
Return to normal: 21% in 2021, 10.7% in 2022 - CAGR 6.6%	4 152	3 649	3 443	3 241	3 065
Current Index S&P 500	3 925				

Comme depuis de nombreux mois, la donne est sensiblement différente en zone euro. Si la moyenne des taux à 30 ans est également repartie à la hausse (0.64% aujourd'hui contre 0.28% le mois dernier), la tendance est moins marquée qu'outre-Atlantique. Le consensus n'a guère évolué depuis notre précédente publication et selon les analystes, il faudra attendre la fin 2022 (dans le meilleur des cas) pour retrouver les niveaux de profitabilité de la fin 2019. Finalement, la hausse récente des taux nous amène à penser que les actions européennes sont à leur juste prix quel que soit le scénario envisagé (en cas de slow recovery, les taux tendront inévitablement vers 0). 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%	0,25%	0,64%	0,75%	1,00%
Slow recovery: 14.1% in 2021, 4% in 2022 - CAGR -3.7%	132	121	108	104	98
Implied Scenario: CAGR -1.4% over 8 years	162	149	133	129	120
Return to normal: 26.7% in 2021, 6% in 2022 - CAGR -0.8%	165	152	135	130	122
Current Index MSCI EMU	133				



Conclusions

Mais où s'arrêtera la Chine ? Après avoir comme tout le monde souffert en début d'année en raison de la crise sanitaire, le rebond de l'empire du Milieu a été impressionnant, permis contre toute attente par l'envolée des exportations, à rebours du ralentissement du commerce mondial. Comble de l'ironie, ce sont les exportations vers les Etats-Unis qui se sont le plus envolées... au moment même où Donald Trump faisait ses adieux à la Maison Blanche. Mais la bataille est loin d'être terminée et Joe Biden a déjà commencé à se pencher sur cette question. Ce dernier a d'ailleurs d'ores et déjà dénoncé les pratiques commerciales « coercitives et déloyales » de l'empire du Milieu lors d'un entretien avec Xi Jinping en milieu de mois dernier... provoquant l'ire de Pékin. En réponse, les chinois ont affirmé vouloir réduire les exportations des terres rares, métaux indispensables aux industries de la défense et de la tech, notamment à destination des Etats-Unis.

Les tensions géopolitiques qui pourraient découler de ce conflit ouvert entre les deux plus grandes puissances mondiales ne sont toutefois pas un sujet d'inquiétude pour les investisseurs. Pour le moment, seule la thématique du recovery mondial piloté par la Chine les intéresse, entraînant vers le haut toutes les matières premières, qu'elles soient énergétiques ou même agricoles. Attention toutefois, car l'inflation des prix des matières premières est telle qu'elle pourrait pénaliser assez rapidement les marges des entreprises mais surtout le pouvoir d'achat des ménages occidentaux, déjà bien fragiles, et ainsi étouffer dans l'œuf le rebond qui devra gagner en vigueur une fois les stratégies de vaccination plus avancées. C'est d'ailleurs cette crainte d'un retour trop rapide de l'inflation qui commence à faire douter les investisseurs, avec la hausse des rendements obligataires, surtout américains, et le début d'une correction des indices boursiers en fin de mois dernier.

Dans le sillage de la Chine, la croissance mondiale devrait repartir en 2021, même si les prévisions de croissance des différentes grandes institutions internationales sont aujourd'hui divergentes. En observant l'avancée des stratégies vaccinales, nous faisons aujourd'hui plus confiance aux prévisions du FMI, plus favorables aux Etats-Unis (+5.1%) qu'à la zone euro (+4.2%). En effet, le rythme de vaccination reste presque 3x supérieur aux Etats-Unis. L'écart se creuse donc logiquement et il est fort probable que les objectifs de croissance ne soient pas atteints sur le Vieux Continent. Au final, entre des indices boursiers européens pénalisés par des perspectives de croissance plus faibles qu'ailleurs et des indices américains pénalisés par la remontée des taux (le 10 ans américain se rapproche inexorablement du rendement des dividendes du S&P500), ce sont les indices asiatiques et émergents qui s'en tirent le mieux depuis le début d'année (respectivement +8.0% et +8.9% pour le MSCI Japon et MSCI pays émergents).

Pour le moment, tout va pour le mieux sur le front de la microéconomie : la fin de la saison de publication des résultats du T4 2020 aux Etats-Unis s'approche à grands pas et sur les 85% de l'ensemble des valeurs du S&P 500, 80% d'entre-elles ont surpris positivement concernant leurs profits. A l'heure actuelle, les bénéfices agrégés du S&P500 sont attendus en hausse de +3.1% et les premières communications des entreprises pour le Q1 2021 sont d'ailleurs également bien orientées avec des positive guidances largement majoritaires. L'absence de déceptions dans ce domaine est un prérequis au maintien des cours sur leurs niveaux actuels, notamment aux Etats-Unis, notre modèle d'évaluation indiquant qu'une consolidation serait aujourd'hui nécessaire sur les marchés US : notre cours objectif se situe désormais à 3443 points contre un marché qui a continué sa hausse jusqu'à 3925 points (+3.6% depuis la précédente lettre), soit un potentiel de baisse de -12%. D'un point de vue fondamental, notre modèle exprime surtout la nécessité pour le S&P 500 de reprendre sa respiration après une hausse quasiment continue de +68% depuis mi-mars 2020, dans un contexte où le pari des investisseurs sur la hausse des taux est probablement trop agressif à court terme. Dans ces conditions, il nous semble opportun de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines. La donne est sensiblement différente en zone euro, notre modèle d'évaluation estimant que les actions européennes sont à leur juste prix quel que soit le scénario envisagé. Dans ces conditions, nous surpondérons les actions européennes par rapport aux actions américaines à court terme.

Michaël Sellam



Main ratios for markets and sectors as of 26/02/2021 (in local currency)

Data as of 26/02/21	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%	2,53%	15,04%	17,4 x	20,4 x	17,17%	38,60%	-19,05%	1,96%	1,3%	1,8%
United States	53,3%	2,63%	20,22%	20,4 x	23,8 x	17,00%	35,29%	-15,74%	1,48%	2,0%	2,5%
Japan	8,4%	-0,11%	11,46%	15,7 x	18,4 x	17,57%	28,68%	-9,15%	2,06%	-0,5%	0,9%
Eurozone	10,8%	1,32%	8,66%	15,3 x	18,7 x	21,87%	49,75%	-37,39%	2,68%	0,5%	0,5%
Europe	19,9%	1,05%	7,19%	15,4 x	18,3 x	18,89%	48,55%	-35,20%	2,82%	0,5%	0,6%
Austria	0,2%	6,15%	-3,26%	11,2 x	13,5 x	20,85%	53,81%	-41,65%	3,33%	0,7%	2,3%
Belgium	0,4%	-3,11%	-2,41%	16,5 x	20,3 x	18,63%	9,10%	-27,49%	2,71%	-1,5%	-1,5%
Denmark	0,7%	-4,06%	40,90%	23,1 x	25,7 x	11,28%	28,79%	-6,76%	1,70%	-0,1%	1,9%
Finland	0,4%	1,08%	27,09%	18,5 x	21,7 x	17,00%	15,90%	-13,67%	3,05%	0,4%	-1,4%
France	3,6%	1,48%	6,34%	16,6 x	20,4 x	23,37%	76,45%	-50,46%	2,57%	0,5%	0,7%
Germany	2,9%	1,10%	13,28%	14,2 x	17,0 x	19,87%	36,92%	-20,01%	2,62%	1,5%	1,3%
United Kingdom	4,0%	3,46%	-8,98%	13,3 x	15,8 x	18,74%	60,27%	-41,62%	3,41%	0,9%	1,8%
Ireland	0,1%	-2,70%	11,11%	17,1 x	29,4 x	73,66%	1501,97%	-105,16%	1,18%	-0,5%	-4,7%
Italy	0,9%	1,46%	1,91%	11,5 x	14,2 x	23,48%	65,07%	-41,79%	3,73%	-0,3%	-0,6%
Netherlands	1,3%	3,93%	21,86%	19,5 x	22,7 x	16,60%	41,21%	-25,24%	1,64%	-0,4%	0,2%
Norway	0,4%	2,76%	5,88%	15,5 x	18,4 x	18,92%	133,07%	-54,50%	3,27%	2,4%	2,2%
Spain	0,9%	0,58%	-4,61%	14,5 x	18,2 x	25,64%	32,64%	-43,09%	3,57%	0,6%	1,4%
Sweden	1,4%	3,31%	31,77%	18,6 x	20,1 x	7,79%	59,47%	-38,20%	2,54%	1,5%	0,5%
Switzerland	2,5%	-3,64%	10,73%	17,1 x	19,2 x	12,40%	17,42%	-7,89%	2,84%	-1,6%	-1,9%
Europe / Commercial Services	0,5%	-0,85%	3,13%	18,2 x	22,1 x	21,23%	39,20%	-29,10%	2,11%	-0,9%	-0,9%
Europe / Communications	0,5%	-1,08%	-3,23%	13,2 x	14,9 x	12,69%	-5,69%	1,50%	4,72%	-1,7%	-1,3%
Europe / Consumer Durables	0,9%	3,88%	18,46%	9,0 x	11,3 x	25,23%	200,90%	-58,51%	3,03%	2,9%	4,0%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%	-5,08%	8,89%	20,4 x	22,9 x	12,31%	20,46%	-20,98%	2,39%	-0,4%	-1,2%
Europe / Consumer Services	0,5%	7,78%	-1,65%	20,9 x	42,3 x	102,84%	349,27%	-122,72%	1,81%	3,2%	-5,5%
Europe / Distribution Services	0,2%	1,18%	22,70%	19,1 x	22,8 x	18,97%	28,22%	-15,15%	1,88%	0,7%	-1,5%
Europe / Electronic Technology	0,8%	4,16%	8,85%	19,8 x	25,4 x	27,97%	85,69%	-50,05%	1,29%	-0,3%	-2,6%
Europe / Energy Minerals	0,8%	10,38%	-27,63%	11,2 x	14,9 x	33,24%	878,39%	-92,24%	4,74%	1,2%	4,8%
Europe / Finance	3,6%	4,76%	-5,87%	10,9 x	12,7 x	16,38%	27,73%	-33,52%	4,04%	1,3%	2,5%
Europe / Health Services	0,2%	0,68%	12,06%	20,6 x	22,7 x	9,77%	14,92%	-1,41%	1,67%	-4,4%	-4,5%
Europe / Health Technology	2,2%	-2,37%	8,87%	17,4 x	20,0 x	14,46%	6,56%	-1,01%	2,49%	-2,5%	-3,0%
Europe / Industrial Services	0,3%	2,49%	-9,31%	13,3 x	16,9 x	27,06%	70,69%	-50,39%	3,15%	0,5%	-1,0%
Europe / Miscellaneous	0,0%	3,83%	33,67%	11,4 x	15,9 x	40,53%	257,05%	-60,65%	1,88%	0,6%	-2,0%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	11,72%	17,23%	12,3 x	11,4 x	-7,76%	41,35%	27,85%	4,21%	2,1%	4,7%
Europe / Process Industries	0,8%	-0,21%	17,61%	18,1 x	20,6 x	13,88%	23,43%	-13,80%	2,72%	0,3%	0,4%
Europe / Producer Manufacturin	1,8%	4,49%	31,52%	20,3 x	24,6 x	20,78%	70,54%	-31,18%	1,81%	1,6%	1,2%
Europe / Retail Trade	0,5%	-0,71%	21,69%	19,7 x	25,2 x	26,84%	51,14%	-25,46%	2,08%	-0,4%	0,8%
Europe / Technology Services	1,0%	0,39%	23,86%	24,2 x	29,1 x	20,37%	17,68%	-6,22%	0,84%	0,4%	-0,9%
Europe / Transportation	0,6%	5,27%	3,88%	17,1 x	47,6 x	181,02%	127,39%	-254,08%	2,02%	1,4%	-8,1%
Europe / Utilities	0,9%	-9,14%	24,35%	15,6 x	16,9 x	8,02%	13,08%	-14,26%	4,16%	0,0%	0,1%



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.