

STRATEGY OVERVIEW

L'Europe peut-elle rattraper son retard ?

Après l'OCDE au mois de mars, c'est au tour du FMI de se montrer très optimiste pour la croissance à venir. Dans un contexte où la contraction de l'économie mondiale aura été globalement moins sévère que ce qui avait été envisagé pour l'année passée, la croissance du PIB mondial devrait atteindre +6 % contre +5,5 % dans les projections du FMI du mois de janvier, alimentée principalement par la reprise chinoise (+8,4 % prévu) mais aussi américaine (+6,4 %). Pour la zone euro, les projections du PIB réel ne sont qu'à +4,4 % en dépit d'une contraction initiale beaucoup plus sévère qu'ailleurs dans le monde... On aurait pu s'attendre à un rebond fantastique pour le Vieux continent, à la hauteur de la chute initiale... malheureusement, un ressort semble indéniablement cassé, comme l'illustrent d'ailleurs les derniers indicateurs conjoncturels. Dans ces conditions, si l'on peut comprendre les craintes de reprise de l'inflation en Asie et aux Etats-Unis (même si nous les considérons comme exagérées, cf. notre lettre du mois d'avril), envisager une hausse généralisée des prix sur le Vieux continent nous paraît plus qu'incongru.

Face à cette situation tendue pour les agents privés européens, le soutien de la demande publique paraît encore plus crucial qu'ailleurs dans le monde. Pourtant, là aussi, les autorités européennes peinent à suivre le rythme des autres. Avec le plan de relance "Next Generation EU", l'UE 27 a indéniablement franchi une étape supplémentaire dans la construction européenne, notamment en permettant à la Commission européenne d'emprunter pour la première fois sur les marchés en son nom propre. Mais il se pourrait bien que la réussite soit plus politique qu'économique... En effet, à y regarder de plus près, le plan de relance européen de 750 Mds € (<6 % du PIB des 27 membres) apparaît de plus en plus comme le parent pauvre de la stratégie du « Build Back Better » de Joe Biden. Alors que les tensions émergent entre les pays de la zone euro, la BCE n'a donc pas d'autre choix que d'intervenir massivement pour permettre à la zone de ne pas imploser.

Les indices actions restent cependant toujours bien orientés, poussés par les perspectives macro améliorées, les plans de relance, mais aussi la microéconomie qui se porte très bien. Le MSCI World est ainsi passé de 3,9 % YTD début février à 11,3 % YTD en ce début mai, porté majoritairement par les marchés actions américains et européens. Les marchés émergents et asiatiques montrent quant à eux une légère respiration après un début d'année sur les chapeaux de roues (MSCI Emerging Market à +6,8 % YTD contre +8,9 % YTD à la fin janvier, ou le MSCI Japan à +6,7 % YTD contre +8,0 % YTD à la fin janvier).

La saison de publication des résultats vient de commencer aux Etats-Unis, et le moins que l'on puisse dire est que les premiers résultats qui sont annoncés par les sociétés du S&P 500 sont très bien orientés. En effet, à l'heure actuelle environ 25 % des sociétés (123 pour être exact) ont publié leurs résultats, et 84 % d'entre-elles ont affiché des bénéfices par actions supérieurs aux attentes des analystes. De plus, la croissance agrégée des bénéfices attendus pour l'ensemble du S&P 500 au T1 2021 est aujourd'hui de +33,8 % (contre seulement +23,8 % attendu fin mars dernier et +15,5 % attendu en fin d'année dernière), ce qui serait la plus forte hausse observée depuis le T3 2010 ! Au niveau sectoriel, malgré les fortes révisions à la hausse au cours du mois écoulé, nous n'observons pas de changement de dynamique par rapport aux estimations des analystes du mois dernier. Le premier trimestre 2021 devrait ainsi être marqué par le retour en grâce de secteurs ayant souffert au cours des 3 derniers trimestres de l'année écoulée : le secteur financier, le secteur des biens de consommation cyclique (automobile, ...) ainsi que le secteur des matériaux.

Notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste aujourd'hui nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être de l'ordre de -12 % de baisse. Notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 nous indique une baisse potentielle de -16 % (si les taux se stabilisent), mais celle-ci se limiterait à -10 % si les taux longs venaient à refluer légèrement vers 2 % (c'est notre scénario central). Comme le mois dernier, il nous semble toujours adéquat de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines et de surpondérer de fait les marchés actions européens par rapport aux marchés actions américains.

Michaël Sellam



Perspectives de croissance : du mieux partout... sauf en Europe

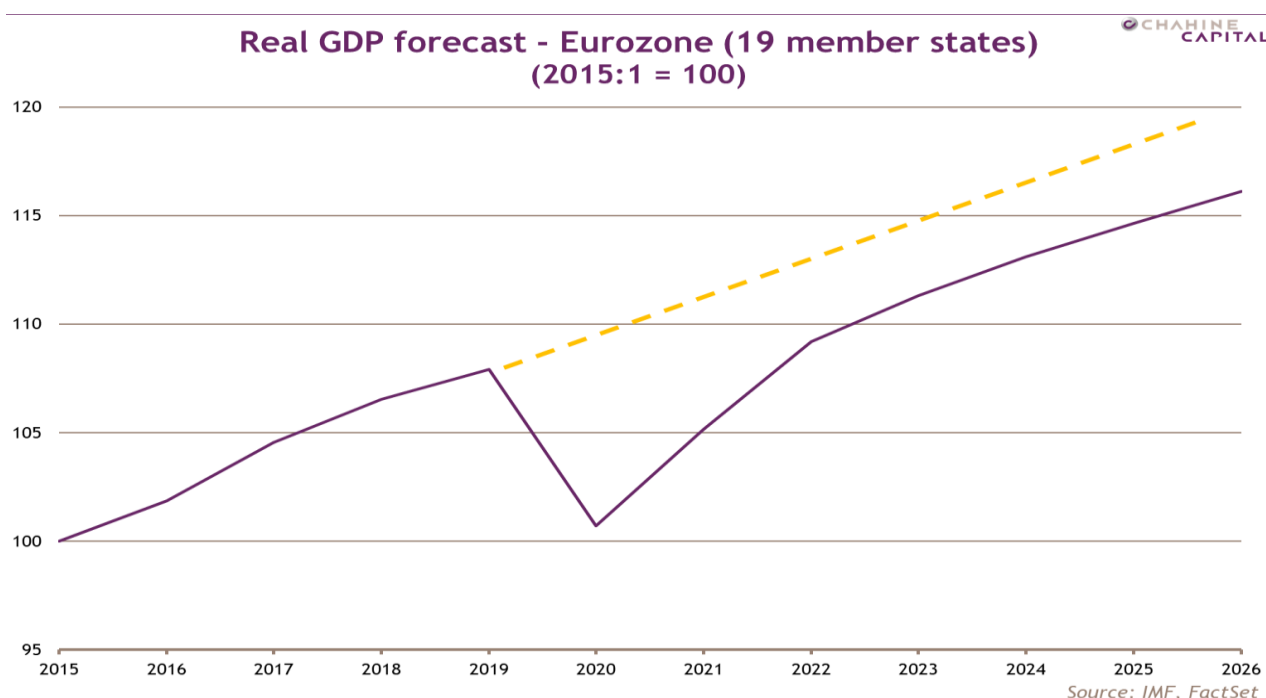
Après l'OCDE au mois de mars, c'est au tour du FMI de se montrer très optimiste pour la croissance à venir. Dans un contexte où la contraction de l'économie mondiale aura été globalement moins sévère que ce qui avait été envisagé pour l'année passée (la chute n'aurait atteint en 2020 que -3,3 % contre -4,4 % prévu auparavant), la croissance du PIB mondial devrait atteindre +6 % contre +5,5 % dans les projections du FMI du mois de janvier, alimentée principalement par la reprise chinoise mais aussi américaine.

La croissance des économies émergentes devrait atteindre +6,7 % en 2021 contre +6,3 % attendue en janvier dernier, surtout tirée par les deux géants démographiques : la Chine d'une part (+8,4 %) et l'Inde d'autre part (+12,5 %), et sera répartie de manière plutôt inégale géographiquement.

En raison du « gigantisme » des plans de relance américains, le FMI table désormais sur une croissance du PIB réel impressionnante de +6,4 % aux Etats-Unis, contre +5,1 % attendus en début d'année.

Pour la zone euro, le relèvement est plus faible puisque les projections du PIB réel ne passent que de +4,2 % à +4,4 % en dépit d'une contraction initiale beaucoup plus sévère qu'ailleurs dans le monde... Deux facteurs expliquent ce retard étonnant : d'une part les difficultés rencontrées dans la mise en place des stratégies vaccinales, d'autre part la taille du plan de relance de l'Union européenne, indéniablement plus modeste que celui des Etats-Unis, et sa lenteur de mise en place en raison de la complexité politique de l'UE et de l'hétérogénéité de ses pays membres. La zone euro devrait ainsi afficher les stigmates de la crise pendant bien plus longtemps que les autres : en 2021, le PIB restera inférieur de 4 à 5 % à ce qu'il aurait pu être sans la crise de la Covid, et de 3 % à 4 % en 2022 (cf. graphique ci-dessous). Plus inquiétant que la perte sèche générée par la crise par rapport au potentiel, c'est surtout la divergence de dynamique de croissance avec le reste du monde qui interroge et alimente un peu plus la théorie du déclin du Vieux continent.

La zone euro peine plus qu'ailleurs pour récupérer les pertes engrangées en raison de la crise du Covid





L'économie européenne manque de ressort

L'heure n'est pas complètement au bilan puisque la 3^{ème} vague de coronavirus frappe encore durement les pays européens. Pour autant, la vaccination, aussi lente qu'elle puisse être, nous rapproche tout de même de l'ère post-Covid pour le Vieux continent. Que faudra-t-il alors retenir de la crise ?

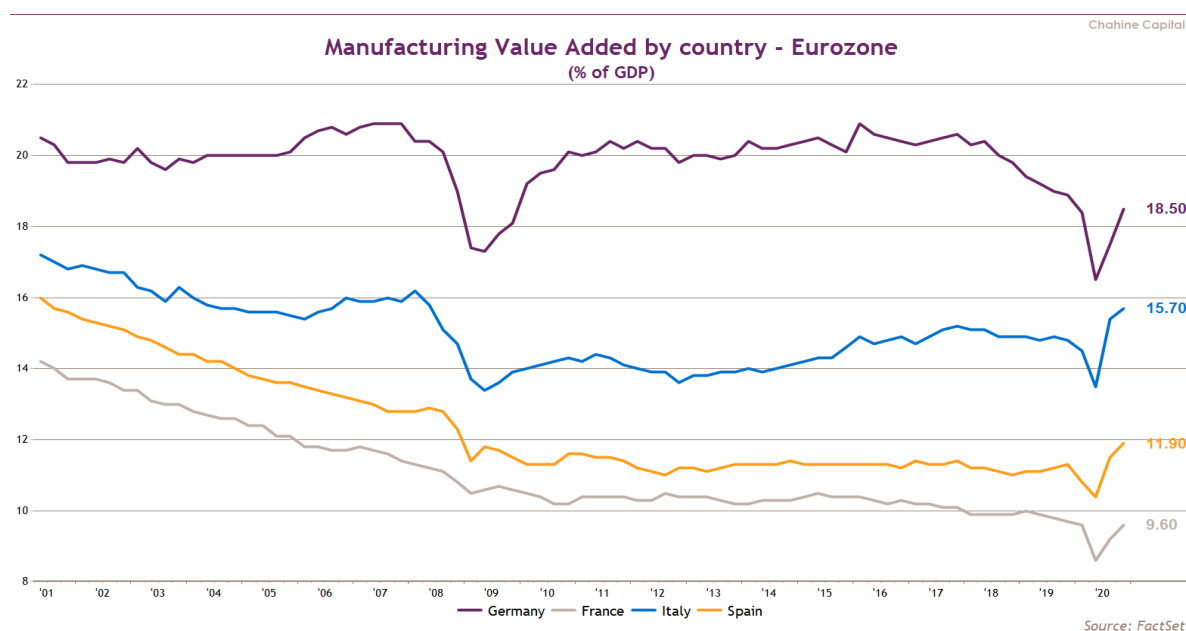
D'abord que l'Europe aura payé le plus lourd tribut économique du monde en 2020 : avec une chute de -6,6 % du PIB réel l'an dernier, la zone euro s'affiche très loin derrière la Chine (+2,0 %), les Etats-Unis (-3,5 %) et même le Japon (-4,9 %). Plus qu'ailleurs, l'expression d'une économie « à l'arrêt » n'aura semblé si bien correspondre à la réalité, le taux d'utilisation des capacités de production étant tombé à un plus bas historique à 66,8 % en juin 2020 dans la zone euro.

On aurait pu s'attendre à un rebond fantastique pour le Vieux continent, à la hauteur de la chute initiale... malheureusement, les prévisions de croissance 2021 et 2022 restent très en deçà des anticipations pour les Etats-Unis ou la Chine, en dépit d'un effet de base plus positif pour l'Europe. Un ressort semble donc indéniablement cassé, comme l'illustrent d'ailleurs les derniers indicateurs conjoncturels.

Le PMI des services reste en effet toujours sous la barre des 50 à 49,6, très loin des chiffres américains (60,5) ou chinois (54,3), traduisant bien le manque de dynamisme de la demande intérieure en Europe, avec une consommation toujours en berne comme l'illustre le repli de -2,8 % de ventes de détail fin février en zone euro par rapport à l'année dernière.

Si les indices PMI manufacturiers des directeurs d'achat se portent mieux à l'image du reste du monde (ces derniers atteignant même des plus hauts en mars à 62,5), l'essor du secteur industriel (qui reste d'ailleurs à confirmer dans les faits, la production industrielle de la zone restant en février en repli de -1,6 % en glissement annuel) ne profitera toutefois pas de la même manière à tous les pays de la zone, en raison du poids très différent de ce secteur d'activité, la France et l'Allemagne étant clairement aux antipodes sur ce plan avec des poids respectifs allant du simple (9,6 % du PIB) au double (18,5 % du PIB ; cf. graphique ci-dessous).

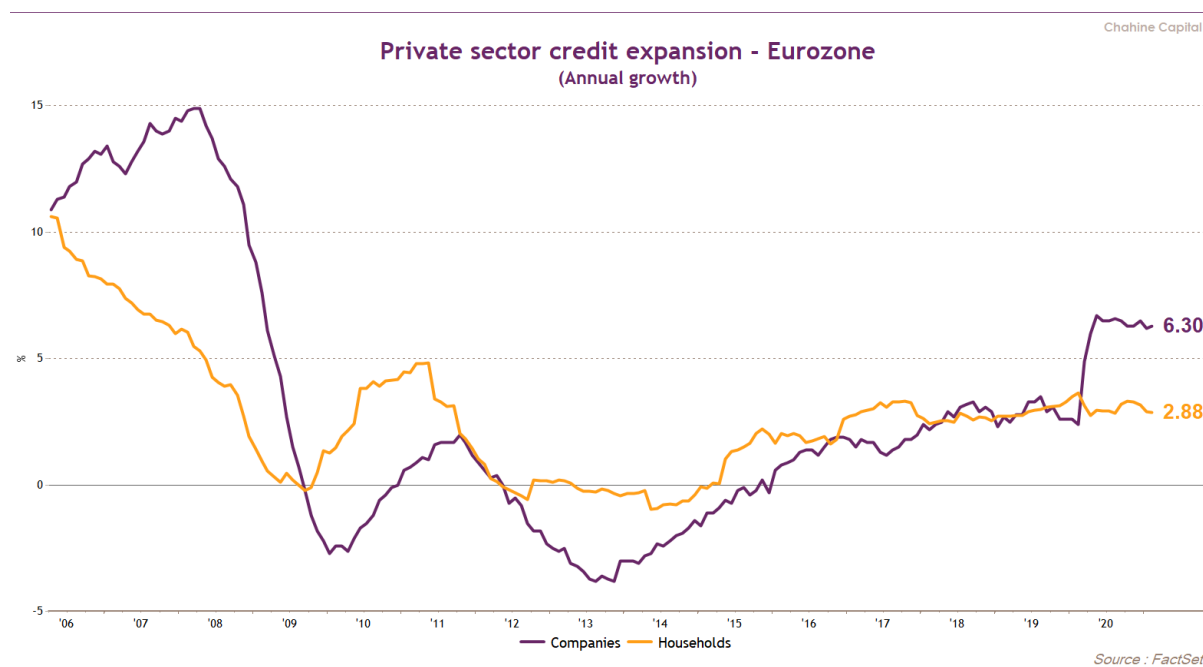
France et Allemagne ne bénéficieront pas de la même manière du rebond manufacturier





Autre facteur d'inquiétude propre à l'Europe, le choc subi en termes d'investissement est sévère : la Formation Brute de Capital Fixe de la zone euro n'a atteint que 2 160 Mds € en 2020, soit un niveau inférieur de 200 Mds à celui de 2019. Si rien n'est fait pour combler le retard accumulé vis-à-vis des autres grandes zones du monde, l'écart en termes de gains de productivité, et donc de croissance, grandira irrémédiablement. D'autant que les entreprises n'en ont pas profité pour se désendetter, bien au contraire : elles l'ont fait essentiellement pour financer une trésorerie en souffrance plus que pour préparer l'avenir (cf. graphique ci-dessous).

Le rythme d'endettement du secteur privé reste sur ses hauts



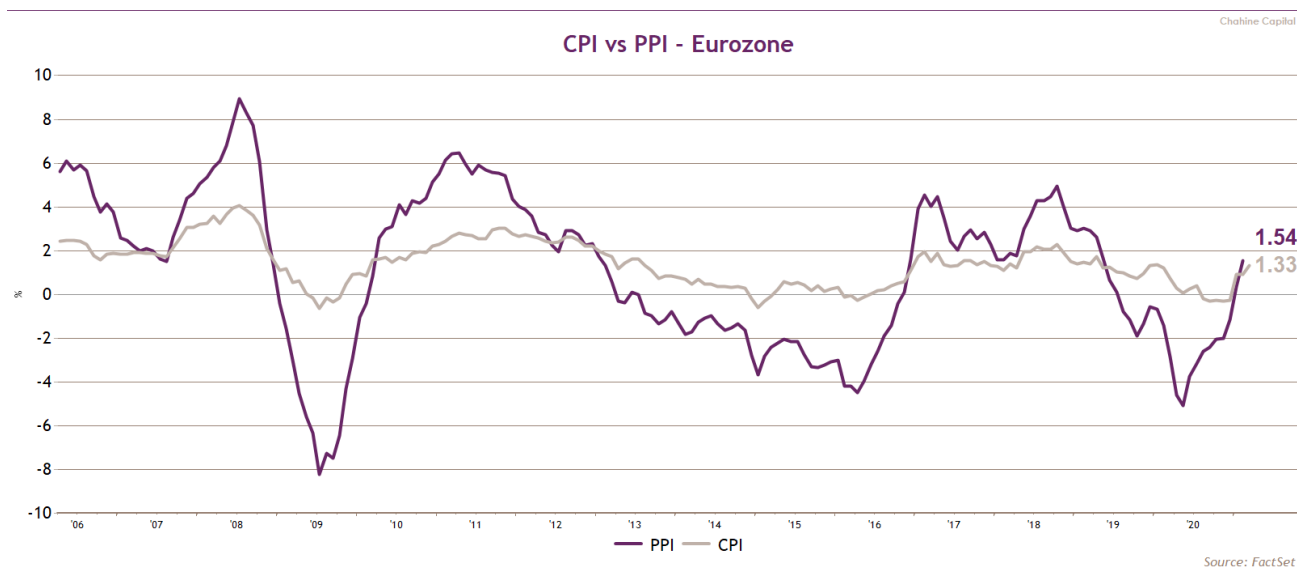
Hausse des prix à la production sans pricing power : attention à l'impact sur les agents privés européens

Dans ces conditions, si l'on peut comprendre les craintes de reprise de l'inflation en Asie et aux Etats-Unis (même si nous les considérons comme exagérées, cf. notre lettre du mois d'avril), envisager une hausse généralisée des prix sur le Vieux continent nous paraît plus qu'incongru au regard de la situation économique du moment, d'autant plus dans un contexte où le chômage reste plus élevé que partout ailleurs (le chômage se maintient à 8,3 % en zone euro alors qu'il est redescendu à 6 % aux Etats-Unis en mars, avec d'importantes disparités entre les pays membres : 6 % en Allemagne et 8,4 % en France, mais 10,2 % en Italie et jusqu'à 16,7 % Espagne).

Malgré une légère remontée de l'inflation totale en mars à 1,3 %, l'inflation sous-jacente a, quant à elle, reculé pour le second mois consécutif avec seulement +0,9 %... ce qui l'éloigne toujours plus de la cible de 2 % de la BCE. Même les anticipations d'inflation à long terme réalisées par les investisseurs, pourtant traditionnellement très optimistes en période de reprise, stagnent à 1,5 % à 5 ans et à 1,6 % à 10 ans, illustrant bien le manque structurel de perspectives économiques de la zone.



Les dynamiques de prix actuelles pourraient mettre sous tension les agents privés européens



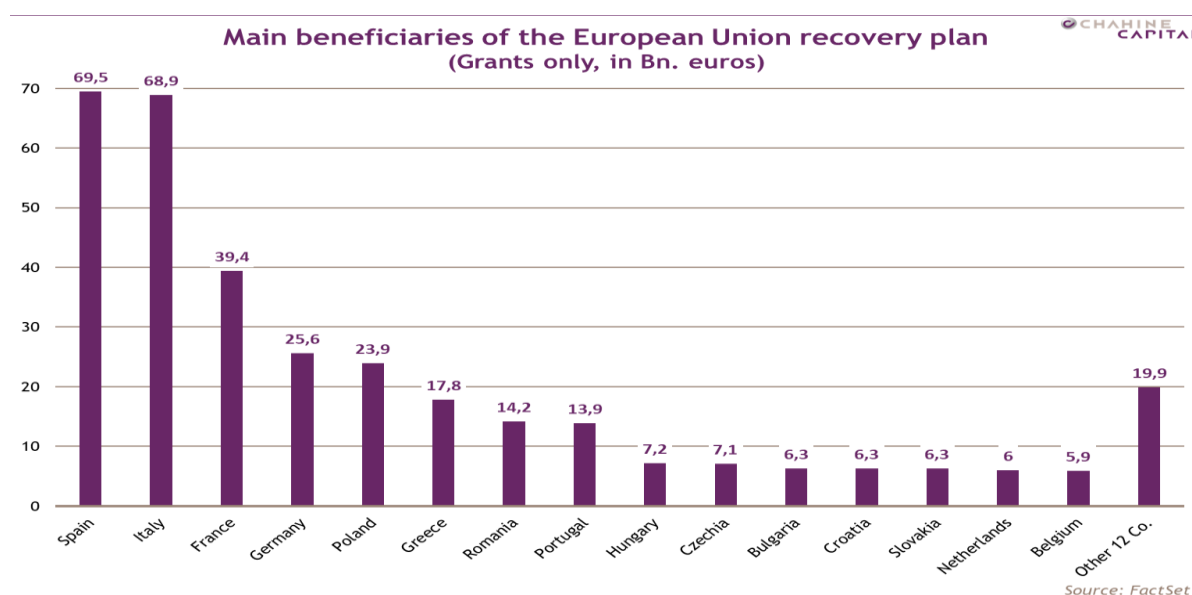
Si une inflation modérée des prix à la consommation n'a pas que des désavantages, elle place toutefois en situation difficile les agents privés européens, qui doivent dans le même temps assumer la hausse des prix à la production (+1,5 % en février), notamment en raison de l'envolée des cours des matières premières. Malheureusement, le manque de pricing power des entreprises européennes engendre une situation de tensions à la fois sur le pouvoir d'achat des ménages mais surtout sur les marges des entreprises européennes.

Le plan de relance de l'Union européenne "*Next Generation EU*" est-il suffisant ?

Face à cette situation tendue pour les agents privés européens, le soutien de la demande publique paraît encore plus crucial qu'ailleurs dans le monde. Pourtant, là aussi, les autorités européennes peinent à suivre le rythme des autres. Avec le plan de relance "*Next Generation EU*", l'UE 27 a indéniablement franchi une étape supplémentaire dans la construction européenne, notamment en permettant à la Commission européenne d'emprunter pour la première fois sur les marchés en son nom propre. Mais il se pourrait bien que la réussite soit plus politique qu'économique... En effet, à y regarder de plus près, le plan de relance européen de 750 Mds € (<6 % du PIB des 27 membres) apparaît de plus en plus comme le parent pauvre de la stratégie du "*Build Back Better*" de Joe Biden qui, après un plan de relance de 1 900 Mds \$ (environ 9 % du PIB US), devrait voir un plan de 2 250 Mds \$ en faveur des infrastructures se concrétiser (ce qui porterait l'ensemble des mesures à près de 20 % du PIB et ne serait encore qu'une étape dans le processus de relance seulement), sans parler des 20 % de PIB de soutien public déjà mis en place en 2020.



Les pays membres les plus subventionnés par le plan de relance de l'Union européenne



L'ampleur du plan de relance européen est parfois décriée : sur 750 Mds €, seul un montant de 338,2 Mds € (cf. graphique ci-dessus), soit 45 % des fonds totaux, a été alloué, le reste faisant l'objet d'une pré-affectation thématique (les territoires ou la sécurité civile, par exemple). De surcroît, la complexité du mécanisme est aussi critiquée : les Etats membres ont jusqu'à fin avril 2021 pour transmettre leur plan à la Commission (le Conseil de l'UE doit aussi en valider la teneur), puis les fonds seront débloqués à compter de l'été 2021 (mais encore faut-il ici que les Etats aient ratifié le plan dans leur droit national) et répartis entre 70 % de versements en 2021-2022 et 30 % en 2023...

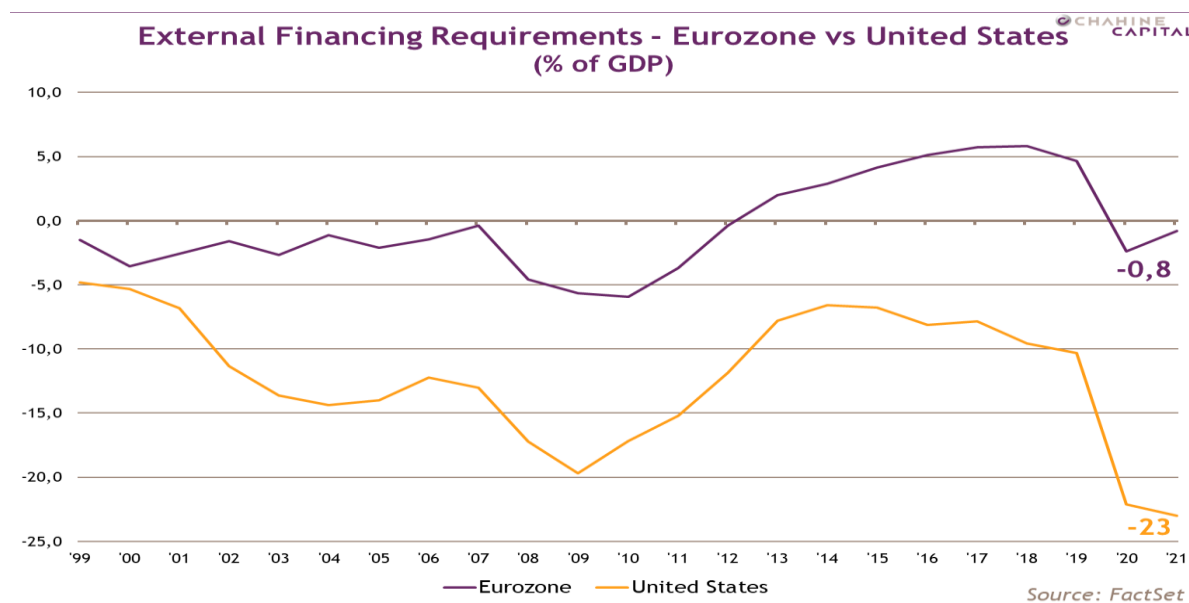
Seule véritable bonne nouvelle : la zone euro reste autonome financièrement

C'est là tout le paradoxe du Vieux continent, qui converge de plus en plus vers le vieillissant Japon : en dépit d'une croissance potentielle plus faible qu'ailleurs, de l'absence de mastodontes du nouveau monde (le secteur technologique), d'une hétérogénéité au sein de la zone immense et d'une lenteur des prises de décisions sur le front politique, la zone euro reste plus autonome financièrement que partout ailleurs dans le monde, notamment aux Etats-Unis.

Deux facteurs viennent finalement sauver la zone euro : la bonne tenue de sa balance commerciale et sa capacité à rester autonome financièrement jusqu'à présent. Au niveau agrégé, l'économie européenne génère naturellement suffisamment d'excédents pour faire face à ses investissements et à ses déficits publics (cf. graphique ci-dessous), ce qui est très loin d'être le cas des Etats-Unis (21 % de PIB de déséquilibres à financer). C'est d'ailleurs la raison pour laquelle le pays de l'oncle Sam n'a aujourd'hui pas d'autre choix que de faire appel soit à l'épargne étrangère pour financer ses déséquilibres, soit à sa Banque Centrale sous forme d'injections de liquidités. Ce qui n'est pas le cas du Vieux continent.



La zone euro est autonome financièrement, ce qui est loin d'être le cas des Etats-Unis



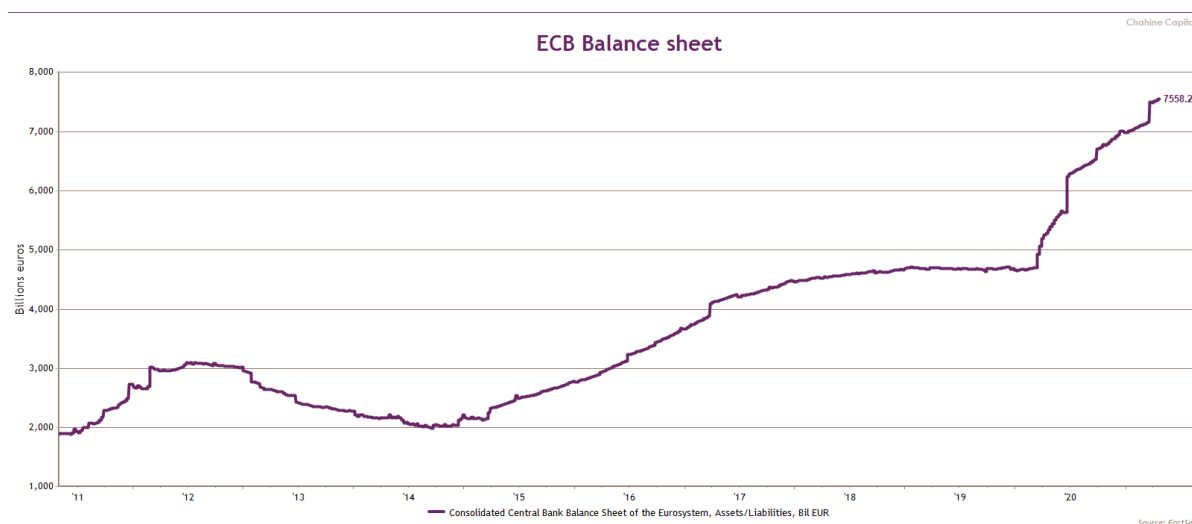
Cette réalité « agrégée » cache toutefois des disparités colossales, la France et l'Allemagne s'opposant désormais littéralement sur ce plan (+9,7 % d'excédents outre-Rhin contre -11,4 % du PIB en France). C'est ainsi la situation des pays les plus déficitaires qui poussent la BCE à injecter des tombereaux de liquidités sur les marchés financiers... qui ne seraient pas nécessaires si la zone euro fonctionnait de manière plus cohérente et fluide. Tant que cette situation perdurera (équilibre financier au niveau agrégé et injection de liquidités de la part de la BCE maintenues en raison des déséquilibres de certains grands pays européens, France en tête), les conditions resteront propices à la poursuite du bon comportement des actifs financiers, marchés actions en premier lieu, qui sont in fine les premiers bénéficiaires de cette situation bancaire.

Le soutien monétaire de la BCE va se poursuivre mais attention aux possibles dissensions

Vous l'aurez compris, la BCE n'a pas d'autre choix que d'intervenir massivement pour permettre à la zone de ne pas implorer au regard des divergences des pays entre eux, la France et l'Allemagne faisant figure de véritables opposés. C'est dans ce contexte que la BCE poursuit la mise en œuvre de son programme exceptionnel contre la pandémie : en mars dernier, l'institut de Francfort a racheté pour 73,2 Mds € d'actifs au titre du plan d'urgence « PEPP », soit un montant cumulé de 943,6 Mds € correspondant à un peu plus de la moitié (51 %) des engagements de 1 850 Mds € prévus à l'horizon du 1er trimestre 2022. Pour rappel, le montant initial du programme était de 750 Mds € (mars 2020) mais il a depuis été relevé de 600 Mds en juin 2020 et encore de 500 Mds en décembre. Et les récentes déclarations de Christine Lagarde laissent penser que la politique monétaire expansionniste a encore de beaux jours devant elle.

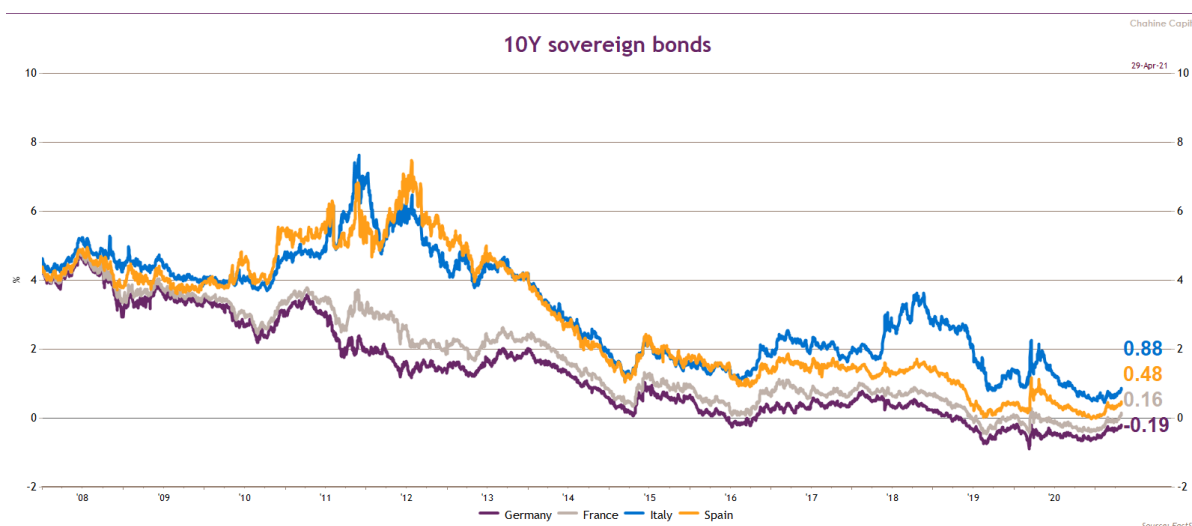


La BCE est dans l'obligation d'injecter des liquidités



Mais depuis que la BCE intervient en soutien de l'économie de la zone euro, l'opposition qui a vu le jour il y a maintenant un an entre les pro- et anti-Coronabonds (les pays « frugaux ») s'est cristallisée. Récemment, le président de la Banque centrale des Pays-Bas, qui prône une plus grande orthodoxie monétaire, s'est dit favorable à la sortie progressive du PEPP dès le 3ème trimestre 2021 ainsi qu'à sa fin définitive en mars 2022 au vu des bonnes perspectives de croissance. Cette position n'est pas surprenante au regard des excédents commerciaux des hollandais... et ils pourraient tout à fait être rejoints dans les mois qui viennent par les allemands. Si nous estimons que le resserrement de la politique monétaire européenne reste très peu probable à court et moyen terme en raison des risques que cela générerait pour les pays les moins solvables que sont la France, l'Espagne et l'Italie, des fissures dans la solidarité européenne pourraient progressivement émerger d'ici la fin d'année, révélant à nouveau le schisme qui existe entre l'Europe du Nord et l'Europe du Sud. Une telle perspective serait bien évidemment susceptible de faire s'écarter les spreads des taux des pays Nord/Sud, mais aussi de créer une prime de risque politique défavorable aux actifs risqués dans leur ensemble, actions en tête.

Sans divergences, les spreads resteront écrasés en Europe

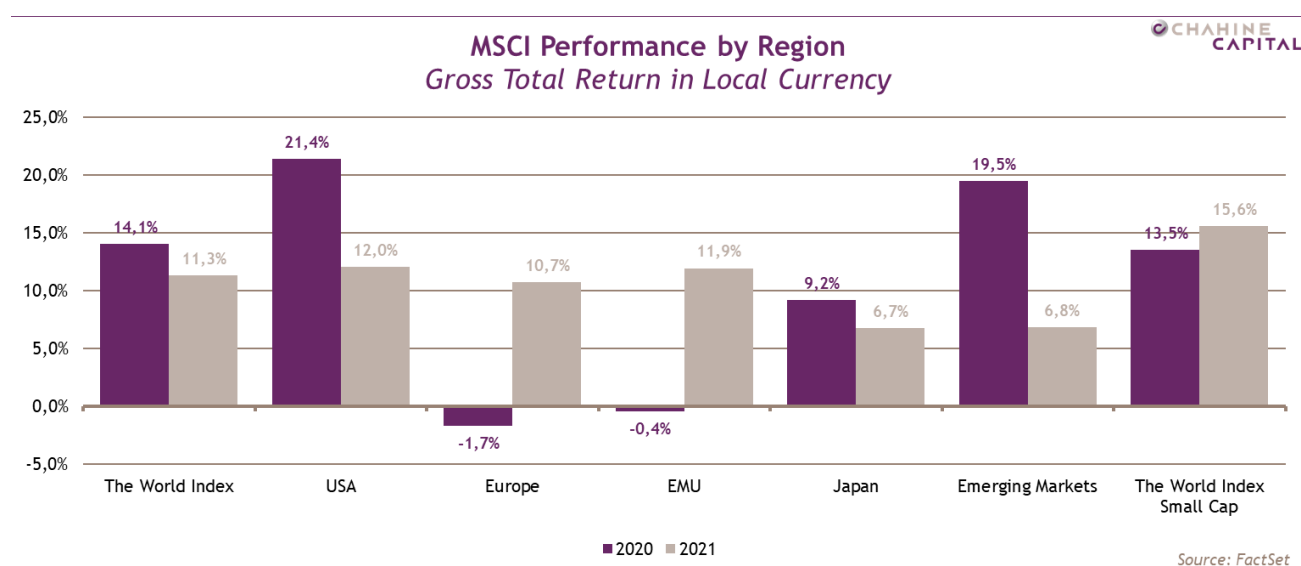




Marchés : toujours bien orientés

Les indices actions restent toujours bien orientés, poussés par les perspectives macro améliorées, les plans de relance (cf. début de lettre), mais aussi la microéconomie qui se porte très bien (cf. partie suivante). Le MSCI World est ainsi passé de 3,9 % YTD début février à 11,3 % YTD en ce début mai, porté majoritairement par les marchés actions américains et européens. Les marchés émergents et asiatiques montrent quant à eux une légère respiration après un début d'année sur les chapeaux de roues (MSCI Emerging Market à +6,8 % YTD contre +8,9 % YTD à la fin janvier, ou le MSCI Japan à +6,7 % YTD contre +8,0 % YTD à la fin janvier).

Les USA tirent les marchés actions



Une saison de publication des résultats du T1 2021 qui commence en fanfare aux Etats-Unis

La saison de publication des résultats vient de commencer aux Etats-Unis, et le moins que l'on puisse dire est que les premiers résultats qui sont annoncés par les sociétés du S&P 500 sont très bien orientés. En effet, à l'heure actuelle environ 25 % des sociétés (123 pour être exact) ont publié leurs résultats, et 84 % d'entre elles ont affiché des bénéfices par actions supérieurs aux attentes des analystes. De plus, la croissance agrégée des bénéfices attendus pour l'ensemble du S&P 500 au T1 2021 est aujourd'hui de +33,8 % (contre seulement +23,8 % attendu fin mars dernier et +15,5 % attendu en fin d'année dernière), ce qui serait la plus forte hausse observée depuis le T3 2010 !

Au niveau sectoriel, malgré les fortes révisions à la hausse au cours du mois écoulé, nous n'observons pas de changement de dynamique par rapport aux estimations des analystes du mois dernier. Le premier trimestre 2021 devrait ainsi être marqué par le retour en grâce de secteurs ayant souffert au cours des 3 derniers trimestres de l'année écoulée : le secteur financier, le secteur des biens de consommation cyclique (automobile, ...) ainsi que le secteur des matériaux.

Concernant le secteur financier, si ce dernier a été largement pénalisé lors des premiers mois de la crise sanitaire avec la forte baisse des taux, la hausse récente des taux longs a clairement joué en faveur des

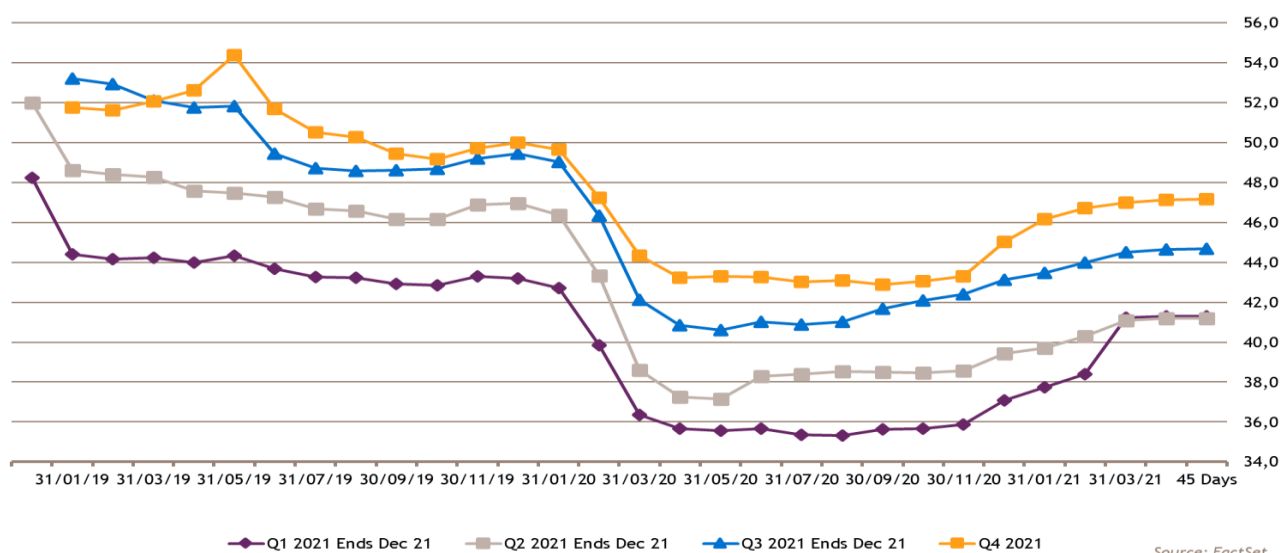


valeurs bancaires grâce à la pentification de la courbe des taux qui leur permet de faire de la transformation. Mais l'on verra également plus loin dans ce document qu'un autre facteur joue positivement dans les très bons chiffres affichés par le secteur bancaire.

La dynamique positive des révisions de bénéfices se poursuit pour le T1 2021

Estimates Quarterly EPS for S&P 500 (US) in USD as of 23/04/21

CHAHINE
CAPITAL

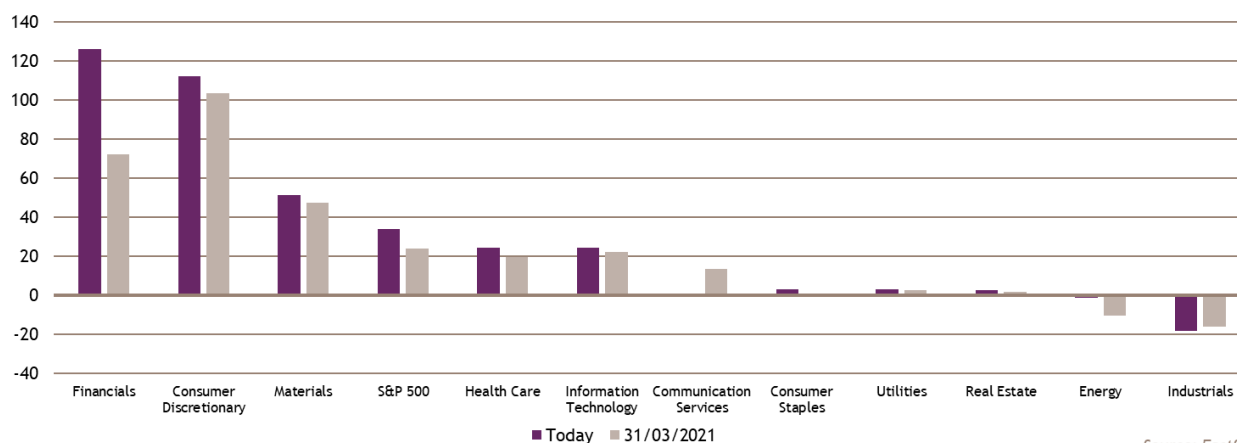


Comme le mois dernier, il est également important de continuer à souligner le fait que les perspectives bénéficiaires du secteur technologique restent toujours très bien orientées à rebours des nombreux discours bearish qui fleurissent à leurs sujets depuis le début de l'année.

Le T1 est marqué par le retour en grâce de secteurs pénalisés en 2020

S&P500 Earnings Growth Q1 2021

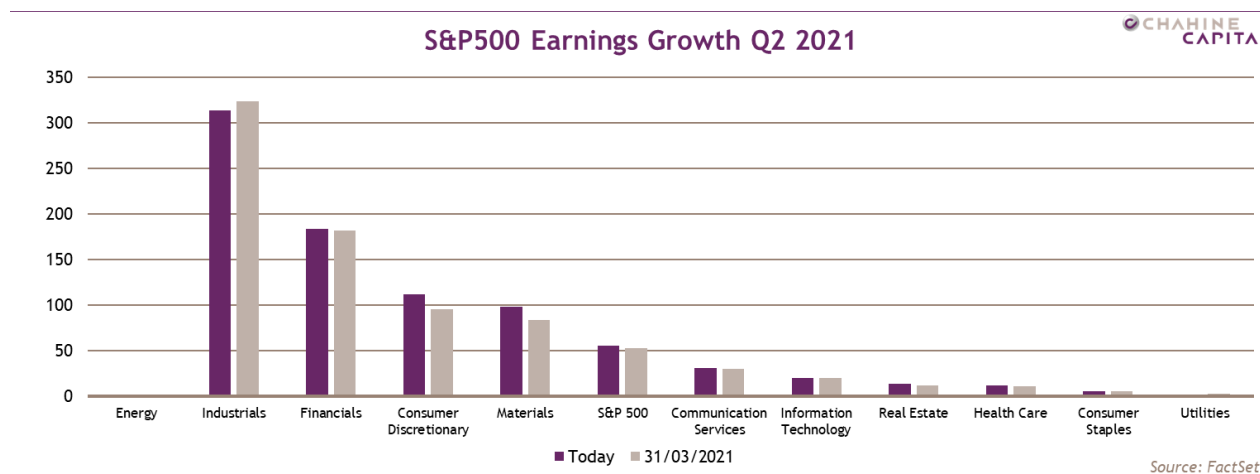
CHAHINE
CAPITAL





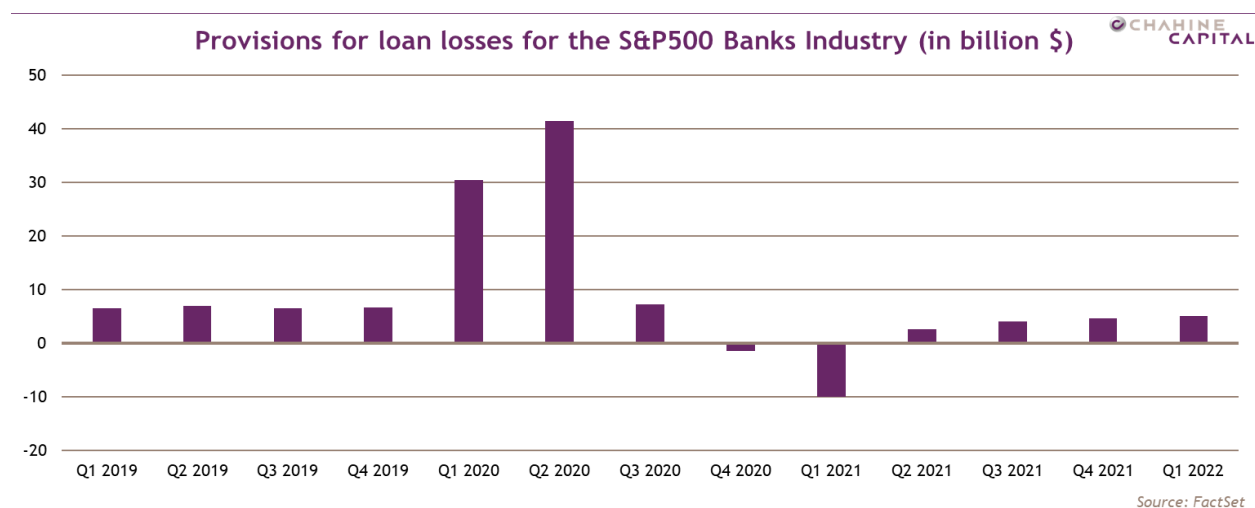
Seuls les secteurs de l'énergie et de l'industrie restent encore pénalisés en ce début d'année, mais la tendance devrait s'inverser par la suite, ces deux secteurs étant en effet ceux qui sont - selon les prévisions des analystes - les deux secteurs qui vont afficher la plus forte croissance bénéficiaire en 2021 (l'effet de base lié à la baisse de l'année 2020 étant important).

Vers un retour des secteurs de l'énergie et de l'industrie au T2



Concernant la hausse des bénéfices du secteur financier (+128,3 %), celle-ci est à mettre en grande partie au crédit du secteur bancaire. En effet, en excluant ce dernier de l'échantillon, la croissance des bénéfices du secteur financier ne serait que de l'ordre de +60 % au T1. Le secteur bancaire affiche effectivement une croissance bénéficiaire de +258,8 % alors même que la croissance de son chiffre d'affaires n'est en hausse que de 3 %. Cela s'explique par un effet de base lié aux provisions (qui impacte les bénéfices mais pas le chiffre d'affaires) réalisées par les banques au premier semestre de l'année passée, en raison de la conjoncture économique dégradée. Cet effet de base positif devrait ainsi perdurer jusqu'au T2 2021, assurant au secteur des niveaux de croissance impressionnants au premier semestre.

L'effet de base lié aux provisions de banques joue fortement sur la rentabilité de ces dernières en ce début d'année 2021

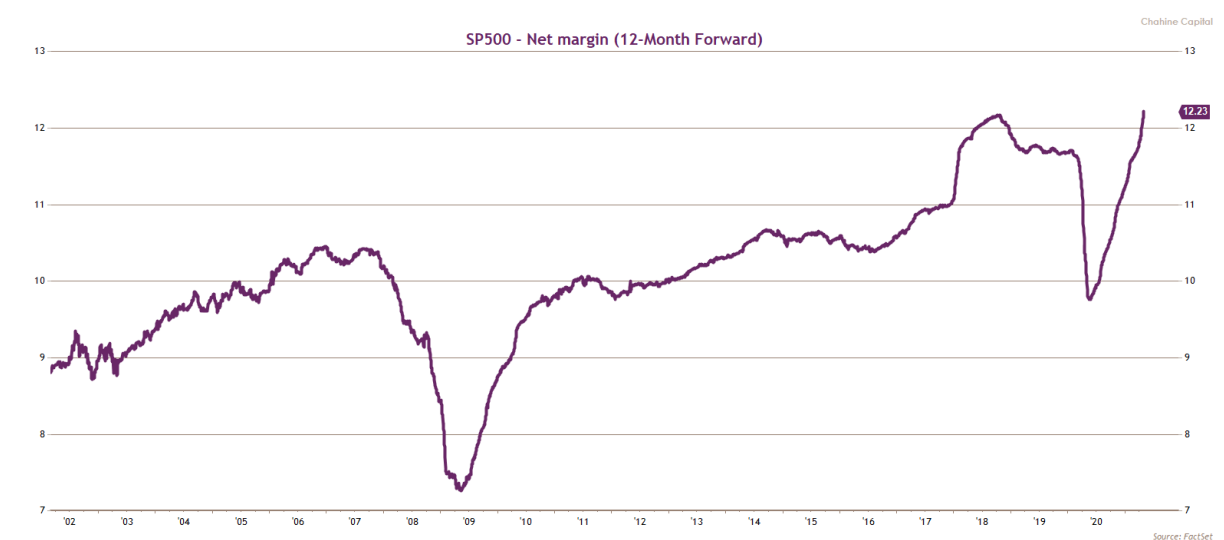




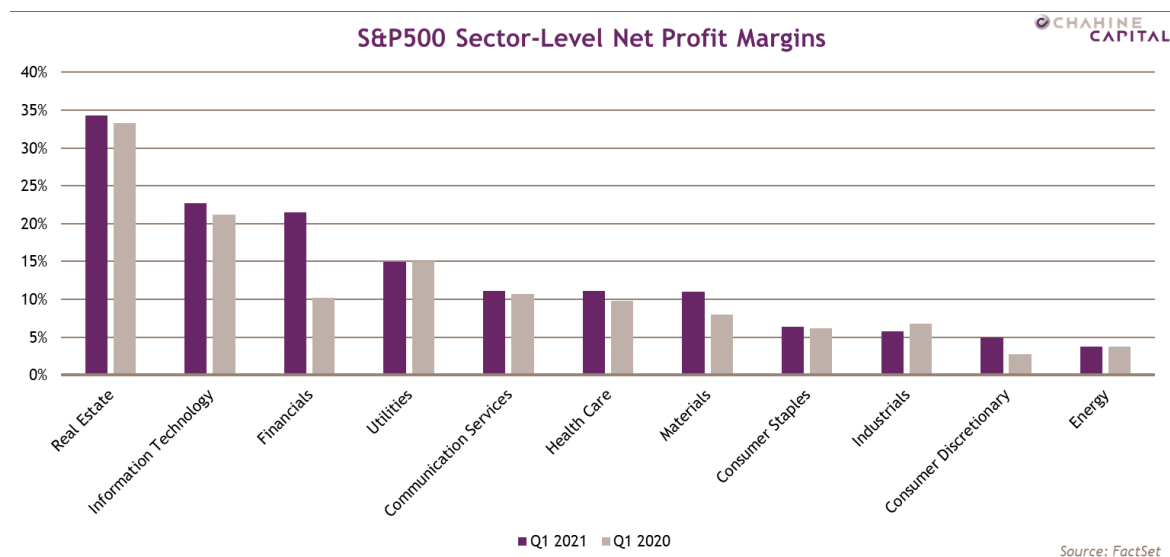
Finalement, les marges nettes des entreprises du S&P 500 atteignent aujourd'hui des niveaux records qui n'avaient plus été observés depuis l'année 2018 et les réformes fiscales mises en place par Donald Trump. Sur les 12 prochains mois, la marge nette agrégée des sociétés composant le S&P 500 ressort ainsi à 12,1 % (soit bien plus que la moyenne sur les 5 dernières années : 11,2 %). En données trimestrielles, la marge nette du S&P 500 est attendue à 11,6 % au T1 2021, soit bien plus que la moyenne des 5 dernières années (10,6 %), mais surtout cela serait la 3^{ème} marque la plus importante en termes de marge nette affichée depuis que FactSet fournit cette donnée (seule l'année 2018 a affiché des marges plus élevées avec respectivement 12 % et 11,7 % pour le T3 et le T2 2021).

Au niveau sectoriel, 9 des 11 secteurs affichent des marges nettes en hausse sur 1 an (vs. T1 2020) avec en tête le secteur financier pour lequel la marge nette a plus que doublé depuis l'année dernière. Avec 21,5 % de marge nette cela serait la plus forte marge nette enregistrée pour ce secteur depuis 2008 !

Les marges nettes atteignent à nouveau des niveaux records



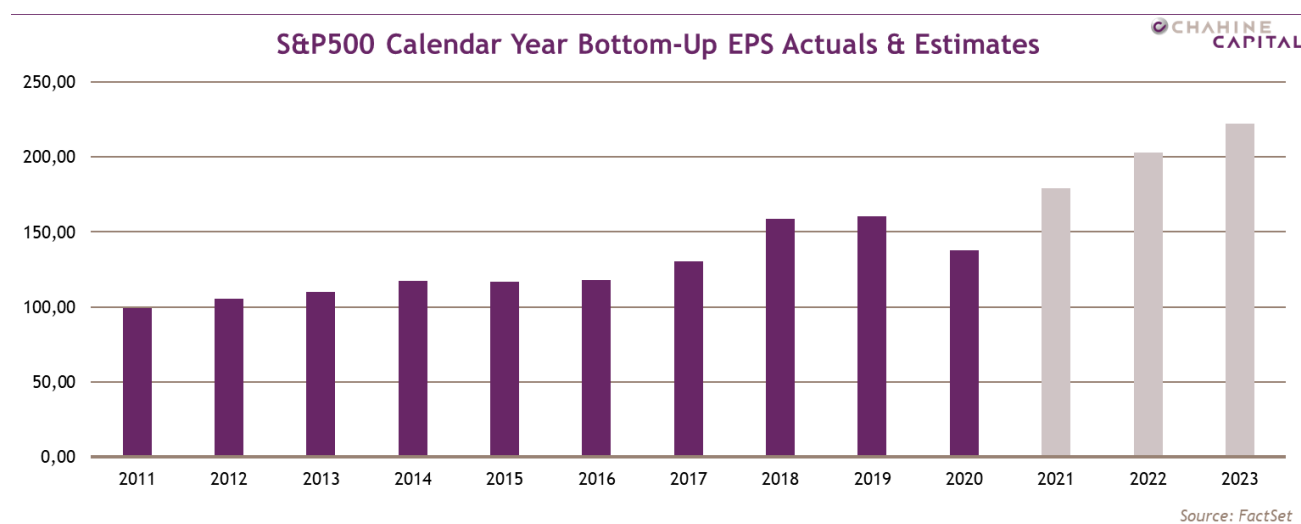
Au niveau sectoriel, les marges sont pour la plupart supérieures à la période d'avant crise





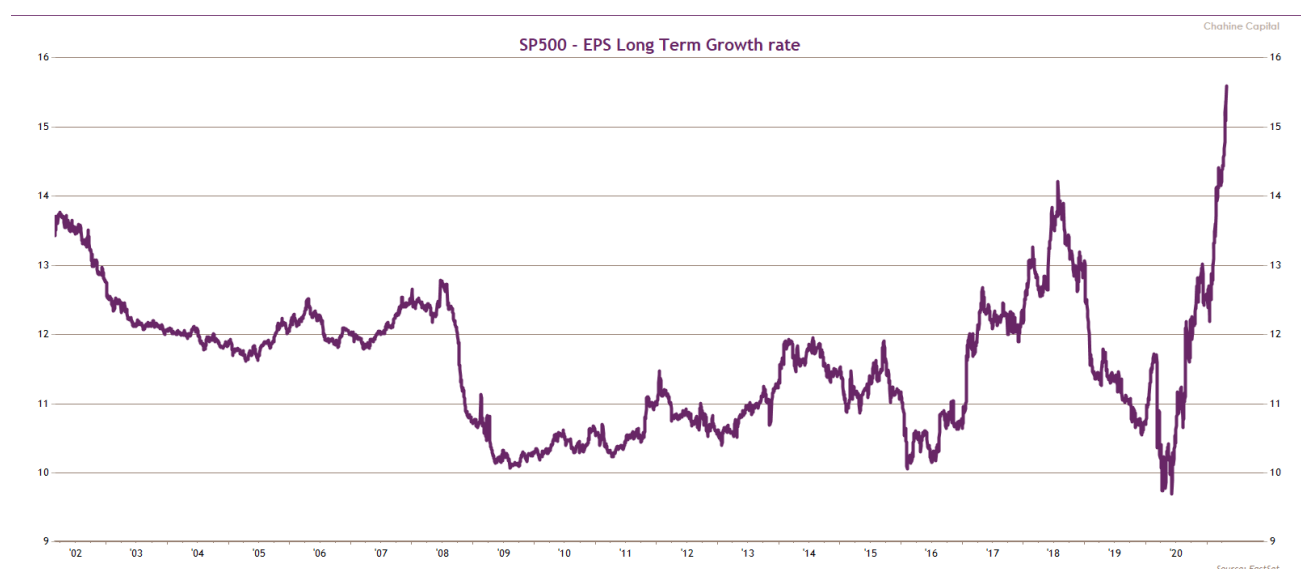
Sur le long terme, s'il fait peu de doute que les anticipations euphoriques de l'année 2021 seront vraisemblablement atteintes, il nous semble cependant beaucoup trop optimiste d'espérer observer en 2022 et 2023 des croissances telles que celles attendues par les analystes financiers. En effet, les analystes prévoient toujours des hausses de respectivement +13,1 % et +9,5 % des bénéfices par action agrégés du S&P 500 pour les années 2022 et 2023 (après rappelons-le une estimation de +30,1 % pour cette année alors que l'année 2020 s'est terminée sur une baisse des bénéfices de « seulement » -13,9 % par suite de la crise de la Covid-19). 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...).

La croissance bénéficiaire anticipée apparaît irréaliste à long terme



Comme nous aimons le rappeler depuis quelques mois, ces prévisions nous semblent largement surestimées car - si un retour à la normale est largement envisageable en 2021 au vu du rythme de vaccination actuel - de tels objectifs en termes de croissance bénéficiaire nous paraissent clairement inatteignables pour les années futures au regard de la croissance potentielle du pays.

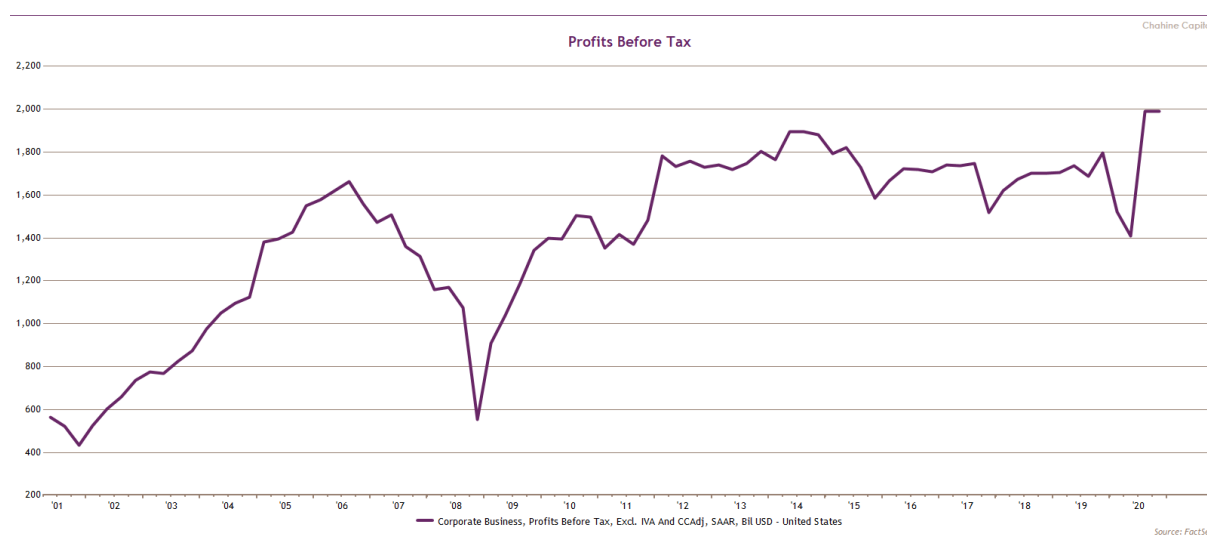
Jamais la croissance anticipée des bénéfices du S&P 500 à long terme n'a été aussi élevée depuis que FactSet fournit ce type de données





Surtout que les investisseurs semblent mettre de côté le fait que les hausses des taxes sur les sociétés voulues par J. Biden pourraient impacter de manière non négligeable les profits des entreprises américaines. Même s'il semble qu'un compromis puisse être trouvé afin de limiter la hausse des taxes (en ne fixant finalement l'IS qu'à 25 % au lieu des 28 % initialement prévus), les différentes hausses des autres taxes (doublement des taxes sur les profits réalisés à l'étranger, ...) pourraient mécaniquement faire diminuer les bénéfices agrégés des sociétés du S&P 500 d'environ 5 % selon les premières estimations publiées, dans un contexte où ces derniers stagnent depuis de nombreuses années (avant imposition ; cf. graphique ci-dessous).

En tendance, les bénéfices avant impôts des sociétés américaines stagnent



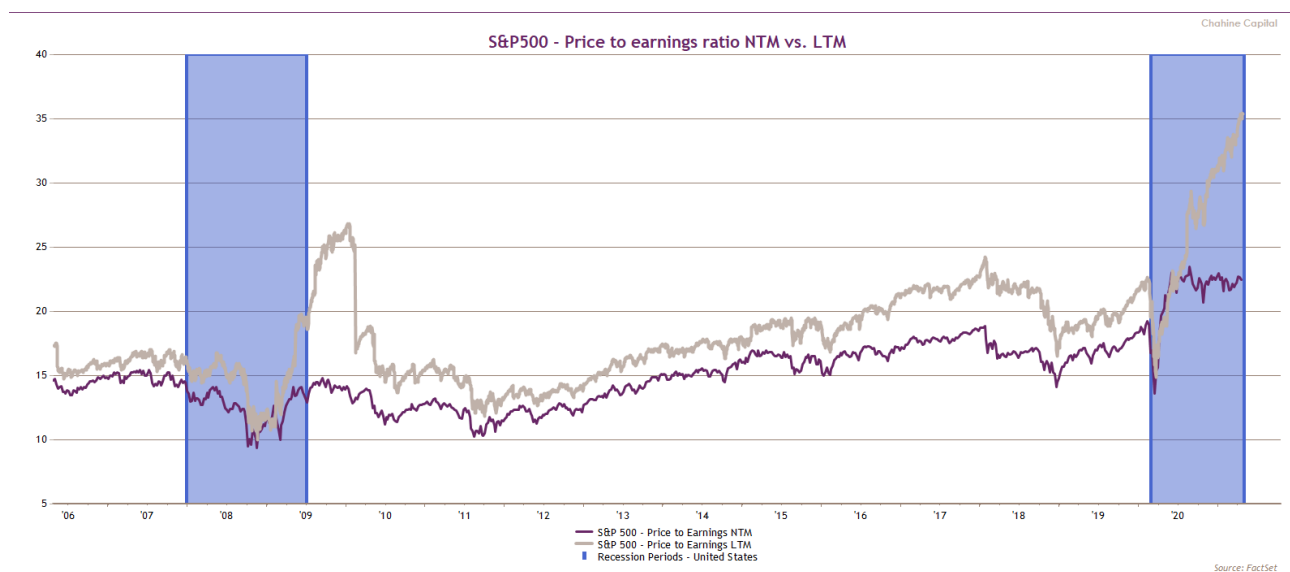
Valorisation des marchés : des multiples toujours élevés dans un contexte conjoncturel d'afflux de liquidités

Depuis la fin de l'année 2020, les révisions de bénéfices sur les 12 prochains mois ont augmenté de +13,2 % quand dans le même temps les marchés ont poursuivi leur hausse (+12,3 % pour le S&P 500). Comme depuis de nombreux mois les niveaux de valorisation continuent donc de stagner sur des niveaux élevés (le PER LTM oscille autour des 22x les bénéfices futurs depuis plusieurs mois).

Comme nous aimons le rappeler, si ce chiffre peut apparaître élevé comparativement aux standards historiques, il nous semble pertinent de le remettre en perspective par rapport au contexte actuel avec des tombereaux de liquidités qui 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 de marchés inédites et bien particulières, nous ne considérons donc 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 n'indiquent plus rien selon nous, dans un contexte d'hyper liquidités



Modèle d'évaluation : les marchés actions américains sont toujours trop chers, contrairement aux marchés européens qui sont au juste prix

Les taux ont fini par se stabiliser outre-Atlantique : le 30 ans a même très légèrement baissé depuis notre précédente publication et ressort aujourd'hui à 2,3 % (contre 2,4 % le mois dernier et 2,2 % il y a deux mois). Concernant les perspectives bénéficiaires, comme évoqué plus en amont dans cette publication, les analystes ont largement revu à la hausse leurs prévisions pour 2021 (+28,4 % attendu aujourd'hui contre +22,6 % le mois dernier), en réhaussant largement le T1 2021 (+34,5 attendu aujourd'hui contre +19,5 le mois dernier). Au vu des conditions sanitaires qui s'améliorent nettement outre-Atlantique, 2021 devrait être globalement aussi florissante qu'espérée par les analystes. Cependant, il nous semble que les analystes occultent complètement le plan de relance de 4 billions de dollars voulu par J. Biden qui pourrait être financé à hauteur de 75 % (soit 3 billions de dollars) par des augmentations de taxes pour les entreprises et les ménages les plus aisés. En effet, une telle hausse de l'imposition ferait à coup sûr pression à la baisse sur les profits et les marges nettes des sociétés américaines. Si un compromis pourrait être trouvé, cela impacterait mécaniquement les bénéfices des sociétés américaines de l'ordre de 5 % (nous estimons que cette hausse de taxes ne devrait cependant pas voir le jour avant 2022 voire même 2023).

Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste aujourd'hui nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être de l'ordre de -12 % de baisse. Notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 nous indique une baisse potentielle de -16 % (si les taux se stabilisent), mais celle-ci se limiterait à -10 % si les taux longs venaient à refluer légèrement vers 2 % (c'est notre scénario central). Comme le mois dernier, il nous semble toujours adéquat de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines.



STRATEGY OVERVIEW

S&P 500 - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	1,50%	2,00%	2,30%	2,50%	2,75%
Tax increase to 25% (approx. -5% impact on EPS) - CAGR 6.4%	4 272	3 772	3 518	3 365	3 189
Implied Scenario CAGR 9.4% over 8 years	5 116	4 497	4 183	3 994	3 777
Return to normal: 28.4% in 2021, 8.1% in 2022 - CAGR 7.1%	4 491	3 964	3 697	3 536	3 350
Current Index S&P 500	4 183				

La zone euro continue de son côté à afficher une dynamique bien différente. Si la moyenne des taux à 30 ans a légèrement augmenté pour passer à 0,73 % aujourd'hui (contre 0,66 % le mois dernier et 0,64 % il y a deux mois), les craintes inflationnistes semblent toujours inexistantes au vu des potentiels de croissance bien moindres qu'outre-Atlantique. Néanmoins, tout comme aux Etats-Unis, le consensus a revu à la hausse les prévisions pour l'année 2021 : les analystes s'attendent aujourd'hui à une croissance bénéficiaire de +39,4 % contre +33,1 % le mois dernier. Estimant que l'année 2021 pourrait finalement être aussi bonne qu'escomptée par les analystes (avec la délivrance liée à la vaccination qui devrait se matérialiser à partir du second semestre), notre modèle de valorisation 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). 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 2020

	30 Years Gvt bonds				
	0,00%	0,50%	0,73%	1,00%	1,25%
Slow recovery: 32.4% in 2021, 4% in 2022 - CAGR -1.9%	157	134	125	117	110
Implied Scenario: CAGR -0.2% over 8 years	180	153	143	133	125
Return to normal: 39.4% in 2021, 6% in 2022 - CAGR 0.4%	188	160	149	139	130
Current Index MSCI EMU	143				



Conclusions

Après l'OCDE au mois de mars, c'est au tour du FMI de se montrer très optimiste pour la croissance à venir. Dans un contexte où la contraction de l'économie mondiale aura été globalement moins sévère que ce qui avait été envisagé pour l'année passée, la croissance du PIB mondial devrait atteindre +6 % contre +5,5 % dans les projections du FMI du mois de janvier, alimentée principalement par la reprise chinoise (+8,4 % prévu) mais aussi américaine (+6,4 %). Pour la zone euro, les projections du PIB réel ne sont qu'à +4,4 % en dépit d'une contraction initiale beaucoup plus sévère qu'ailleurs dans le monde... On aurait pu s'attendre à un rebond fantastique pour le Vieux continent, à la hauteur de la chute initiale... malheureusement, un ressort semble indéniablement cassé, comme l'illustrent d'ailleurs les derniers indicateurs conjoncturels. Dans ces conditions, si l'on peut comprendre les craintes de reprise de l'inflation en Asie et aux Etats-Unis (même si nous les considérons comme exagérées, cf. notre lettre du mois d'avril), envisager une hausse généralisée des prix sur le Vieux continent nous paraît plus qu'incongru.

Face à cette situation tendue pour les agents privés européens, le soutien de la demande publique paraît encore plus crucial qu'ailleurs dans le monde. Pourtant, là aussi, les autorités européennes peinent à suivre le rythme des autres. Avec le plan de relance "Next Generation EU", l'UE 27 a indéniablement franchi une étape supplémentaire dans la construction européenne, notamment en permettant à la Commission européenne d'emprunter pour la première fois sur les marchés en son nom propre. Mais il se pourrait bien que la réussite soit plus politique qu'économique... En effet, à y regarder de plus près, le plan de relance européen de 750 Mds € (<6 % du PIB des 27 membres) apparaît de plus en plus comme le parent pauvre de la stratégie du "Build Back Better" de Joe Biden. Alors que les tensions émergent entre les pays de la zone euro, la BCE n'a donc pas d'autre choix que d'intervenir massivement pour permettre à la zone de ne pas imploser.

Les indices actions restent cependant toujours bien orientés, poussés par les perspectives macro améliorées, les plans de relance, mais aussi la microéconomie qui se porte très bien. Le MSCI World est ainsi passé de 3,9 % YTD début février à 11,3 % YTD en ce début mai, porté majoritairement par les marchés actions américains et européens. Les marchés émergents et asiatiques montrent quant à eux une légère respiration après un début d'année sur les chapeaux de roues (MSCI Emerging Market à +6,8 % YTD contre +8,9 % YTD à la fin janvier, ou le MSCI Japan à +6,7 % YTD contre +8,0 % YTD à la fin janvier).

La saison de publication des résultats vient de commencer aux Etats-Unis, et le moins que l'on puisse dire est que les premiers résultats qui sont annoncés par les sociétés du S&P 500 sont très bien orientés. En effet, à l'heure actuelle environ 25 % des sociétés (123 pour être exact) ont publié leurs résultats, et 84 % d'entre-elles ont affiché des bénéfices par actions supérieurs aux attentes des analystes. De plus, la croissance agrégée des bénéfices attendus pour l'ensemble du S&P 500 au T1 2021 est aujourd'hui de +33,8 % (contre seulement +23,8 % attendu fin mars dernier et +15,5 % attendu en fin d'année dernière), ce qui serait la plus forte hausse observée depuis le T3 2010 ! Au niveau sectoriel, malgré les fortes révisions à la hausse au cours du mois écoulé, nous n'observons pas de changement de dynamique par rapport aux estimations des analystes du mois dernier. Le premier trimestre 2021 devrait ainsi être marqué par le retour en grâce de secteurs ayant souffert au cours des 3 derniers trimestres de l'année écoulée : le secteur financier, le secteur des biens de consommation cyclique (automobile, ...) ainsi que le secteur des matériaux.

Notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste aujourd'hui nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être de l'ordre de -12 % de baisse. Notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 nous indique une baisse potentielle de -16 % (si les taux se stabilisent), mais celle-ci se limiterait à -10 % si les taux longs venaient à refluer légèrement vers 2 % (c'est notre scénario central). Comme le mois dernier, il nous semble toujours adéquat de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines et de surpondérer de fait les marchés actions européens par rapport aux marchés actions américains.

Michaël Sellam



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 29/04/2021 (in local currency)

CHAHINE
CAPITAL

Data as of 29/04/21	Weight vs World	Perf 2021	2020	Weighted P/E 2022	2021	% Wted EPS Chge 2022	2021	2020	Div Yield 2021	Revision vs M-2% Fiscal 22	Fiscal 21
World - Developed	100,0%	9,66%	15,04%	18,3 x	21,0 x	14,87%	48,29%	-19,12%	1,85%	2,8%	5,1%
United States	54,3%	11,56%	20,22%	21,7 x	24,8 x	14,19%	43,62%	-15,66%	1,36%	2,8%	5,9%
Japan	7,8%	-0,27%	11,46%	15,5 x	17,9 x	15,59%	28,18%	-8,89%	2,03%	1,5%	2,2%
Eurozone	11,0%	10,25%	8,66%	16,5 x	19,7 x	19,14%	65,53%	-38,65%	2,51%	4,5%	8,0%
Europe	20,0%	9,41%	7,19%	16,4 x	19,0 x	16,06%	60,13%	-35,46%	2,66%	3,8%	6,6%
Austria	0,2%	14,02%	-3,26%	11,7 x	13,8 x	17,67%	68,85%	-41,33%	3,23%	6,3%	9,5%
Belgium	0,4%	6,44%	-2,41%	18,3 x	21,4 x	16,96%	19,54%	-25,04%	2,53%	2,6%	4,6%
Denmark	0,7%	3,29%	40,90%	24,4 x	25,5 x	4,60%	27,95%	-6,83%	1,59%	4,8%	8,2%
Finland	0,4%	6,94%	27,09%	19,2 x	22,0 x	14,73%	15,62%	-13,69%	2,83%	4,9%	6,3%
France	3,7%	12,53%	6,34%	18,0 x	22,1 x	22,97%	123,21%	-55,02%	2,35%	4,4%	6,1%
Germany	2,9%	9,24%	13,28%	15,1 x	17,5 x	15,81%	44,89%	-18,74%	2,51%	6,1%	10,4%
United Kingdom	4,0%	10,64%	-8,98%	13,9 x	15,9 x	14,64%	72,00%	-40,02%	3,32%	2,4%	5,4%
Ireland	0,1%	10,45%	11,11%	19,2 x	35,0 x	82,06%	2567,38%	-105,64%	1,03%	3,0%	-1,2%
Italy	0,9%	8,74%	1,91%	12,7 x	15,1 x	18,60%	60,95%	-41,57%	3,60%	1,7%	3,2%
Netherlands	1,3%	12,55%	21,86%	20,7 x	23,2 x	12,11%	58,47%	-26,62%	1,53%	3,0%	7,9%
Norway	0,5%	14,12%	5,88%	16,2 x	18,3 x	12,39%	138,26%	-52,71%	3,06%	4,3%	6,8%
Spain	0,9%	6,93%	-4,61%	15,4 x	19,0 x	22,95%	39,68%	-42,78%	3,36%	4,7%	19,5%
Sweden	1,4%	15,64%	31,77%	20,3 x	22,9 x	13,22%	55,71%	-38,36%	2,29%	6,7%	9,3%
Switzerland	2,4%	1,92%	10,73%	17,9 x	19,6 x	9,33%	22,86%	-7,89%	2,66%	2,2%	0,4%
Europe / Commercial Services	0,5%	9,82%	3,13%	20,1 x	24,4 x	21,29%	51,43%	-29,30%	1,88%	3,1%	2,1%
Europe / Communications	0,5%	6,81%	-3,23%	14,3 x	16,3 x	13,76%	-6,97%	4,86%	4,41%	3,2%	2,6%
Europe / Consumer Durables	0,9%	17,85%	18,46%	9,7 x	11,3 x	16,66%	207,88%	-56,63%	3,01%	8,0%	13,4%
Europe / Consumer Non-Durable	3,2%	8,17%	8,89%	22,7 x	25,6 x	13,01%	21,80%	-21,01%	2,10%	2,5%	3,3%
Europe / Consumer Services	0,5%	18,63%	-1,65%	23,4 x	58,3 x	148,83%	316,11%	-122,57%	1,64%	3,1%	-4,1%
Europe / Distribution Services	0,2%	9,11%	22,70%	20,9 x	24,6 x	18,22%	31,64%	-15,04%	1,71%	2,4%	3,0%
Europe / Electronic Technology	0,8%	10,51%	8,85%	20,9 x	26,9 x	28,55%	133,42%	-51,14%	1,16%	3,8%	5,1%
Europe / Energy Minerals	0,7%	10,62%	-27,63%	10,3 x	11,9 x	15,60%	2773,88%	-92,12%	4,84%	7,4%	17,1%
Europe / Finance	3,7%	12,17%	-5,87%	11,7 x	13,1 x	12,67%	42,15%	-34,46%	3,83%	3,0%	7,8%
Europe / Health Services	0,2%	8,15%	12,06%	21,9 x	24,2 x	10,59%	12,50%	-0,81%	1,60%	3,2%	3,6%
Europe / Health Technology	2,1%	2,40%	8,87%	18,8 x	21,4 x	14,08%	5,67%	-0,95%	2,36%	1,0%	1,6%
Europe / Industrial Services	0,3%	10,41%	-9,31%	15,0 x	19,4 x	29,62%	77,53%	-51,43%	2,89%	2,0%	2,2%
Europe / Miscellaneous	0,0%	6,28%	33,67%	8,1 x	10,0 x	24,81%	72,83%	-55,43%	5,59%	2,9%	4,0%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	20,93%	17,23%	11,6 x	9,9 x	-15,11%	73,41%	27,70%	4,60%	7,5%	11,1%
Europe / Process Industries	0,8%	7,40%	17,61%	19,2 x	21,4 x	11,37%	29,73%	-13,99%	2,50%	5,2%	6,1%
Europe / Producer Manufacturin	1,8%	13,44%	31,52%	21,2 x	25,7 x	21,14%	79,28%	-31,73%	1,67%	7,0%	7,5%
Europe / Retail Trade	0,5%	6,59%	21,69%	22,0 x	29,0 x	30,90%	64,23%	-23,90%	1,93%	2,1%	4,5%
Europe / Technology Services	1,0%	5,88%	23,86%	26,4 x	31,2 x	18,32%	20,35%	-5,86%	0,79%	3,3%	4,6%
Europe / Transportation	0,6%	17,15%	3,88%	19,2 x	59,7 x	209,87%	123,16%	-255,19%	1,92%	3,0%	8,1%
Europe / Utilities	0,9%	-3,38%	24,35%	16,6 x	17,9 x	7,96%	9,60%	-17,43%	3,88%	2,7%	3,2%

#VALEUR!



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.