

STRATEGY OVERVIEW

Marchés chers : oui ; en surchauffe : non !

En dépit de momentum macros et micros très bien orientés, les investisseurs commencent à douter de la durabilité du mouvement de hausse débuté il y a plus d'un an désormais. Les titres d'articles comme « Danger sur les marchés » s'accumulent, avec des analogies avec les années 2000 ou 2007-2008 qui fleurissent depuis quelques semaines. Mais, au-delà du rythme d'appréciation clairement déconnecté de la réalité économique, c'est surtout l'ambiance sur les marchés qui interpellent : le *FLIPO* (*Free Lunch at Initial Public Offer*) de la fin des années 90 a désormais été remplacé par le *FOMO* (*Fear Of Missing Out*)... La situation actuelle peut-elle, comme en 2000 ou en 2007, dégénérer dans les mois qui viennent ? Nous n'en sommes aujourd'hui clairement pas convaincus.

Les taux souverains semblent avoir atteint leurs points bas définitifs en fin d'année dernière, avec des niveaux négatifs dans de nombreux pays et un point bas historique à 0,5% aux Etats-Unis. La hausse des obligations souveraines s'est naturellement transmise au reste de la cote obligataire, qui elle aussi bat désormais des records de cherté, que ce soient l'*Investment Grade* mais surtout le *High Yield* dont le *spread* atteint des records de faiblesse aux Etats-Unis et en Europe. Il faut toutefois se méfier des conclusions hâtives, car si les taux nominaux n'ont effectivement jamais été aussi faibles par le passé, ce n'est par contre pas le cas des taux réels sur longue période. Dans ces conditions, nous estimons que les taux nominaux souverains et *corporate* devraient se maintenir durablement proches des niveaux actuels.

Les signaux de surchauffe paraissent aujourd'hui nombreux concernant les marchés actions, notamment si l'on se réfère aux épisodes passés. Pourtant, nous estimons là encore que comparaison n'est pas raison. D'une part, le momentum microéconomique est actuellement extrêmement favorable et permet de ramener le PEG ratio (qui prend en compte la croissance bénéficiaire anticipée) à des niveaux plus raisonnables qu'avant la crise du Covid. D'autre part, et à la différence du passé, les grands argentiers du monde affichent désormais clairement leur volonté de soutenir les marchés financiers, obligataires bien sûr, mais aussi actions. Et cela fonctionne, comme le démontre la relation évidente entre extension du bilan de la Fed et S&P 500. Dans ces conditions, même si le potentiel de hausse pour les marchés actions apparaît aujourd'hui limité au regard du chemin déjà parcouru, notamment aux Etats-Unis, les actifs risqués devraient toutefois être en mesure de se stabiliser durablement autour des niveaux actuels au niveau mondial.

La saison de publication des résultats s'achève sur des chiffres impressionnants aux Etats-Unis. En effet, si l'on s'intéresse au S&P 500, la quasi-intégralité des sociétés a aujourd'hui publié ses résultats (98% pour être exact, soit 495 sociétés sur les 500 que composent l'indice) et 87% d'entre-elles ont affiché des bénéfices par actions supérieurs aux attentes des analystes ! Un chiffre record depuis que FactSet fournit cette donnée (depuis 2008) ! Rappelons qu'en moyenne, les surprises positives sont de l'ordre de 74% (moyenne sur les 5 dernières années). De plus, la croissance agrégée des bénéfices attendus pour l'ensemble du S&P 500 au T1 2021 est aujourd'hui de +52% (contre seulement +23,8% attendu fin mars dernier et +15,5% attendu en fin d'année dernière), soit la plus forte hausse observée depuis le T1 2010 (+55,4% à l'époque) !

A court terme, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste toujours nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être de l'ordre de -9% à -10% de baisse. Notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 (ce qui ne semble pas intégré dans les cours boursiers à l'heure actuelle) nous indique une baisse potentielle plus importante de l'ordre de -14% (si les taux se stabilisent), mais celle-ci se limiterait à -8% si les taux longs venaient à refluer légèrement vers 2%. Il nous semble donc toujours pertinent de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines. La zone euro continue de son côté à afficher une dynamique bien différente. Notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui à leur juste prix quel que soit le scénario envisagé. Comme le mois dernier, nous surpondérons donc toujours les actions européennes par rapport aux actions américaines.

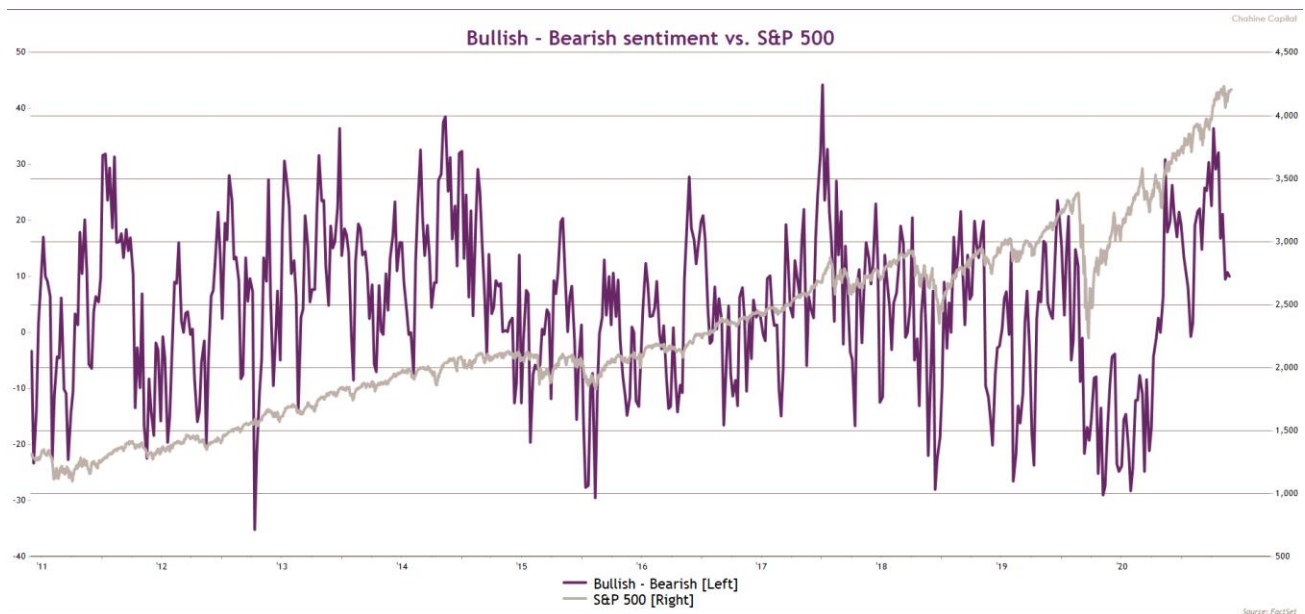
Michaël Sellam



Les investisseurs commencent à douter...

En dépit de momentum macros et micros très bien orientés (cf. lettre du mois de mai 2021), les investisseurs commencent à douter de la durabilité du mouvement de hausse débuté il y a plus d'un an désormais. Cela s'exprime notamment par le reflux du ratio des sentiments haussiers vs. baissiers sur les actions américaines depuis le mois de février dernier, après que celui-ci ait réatteint en début d'année un niveau historiquement élevé.

Les certitudes du début d'année se sont envolées



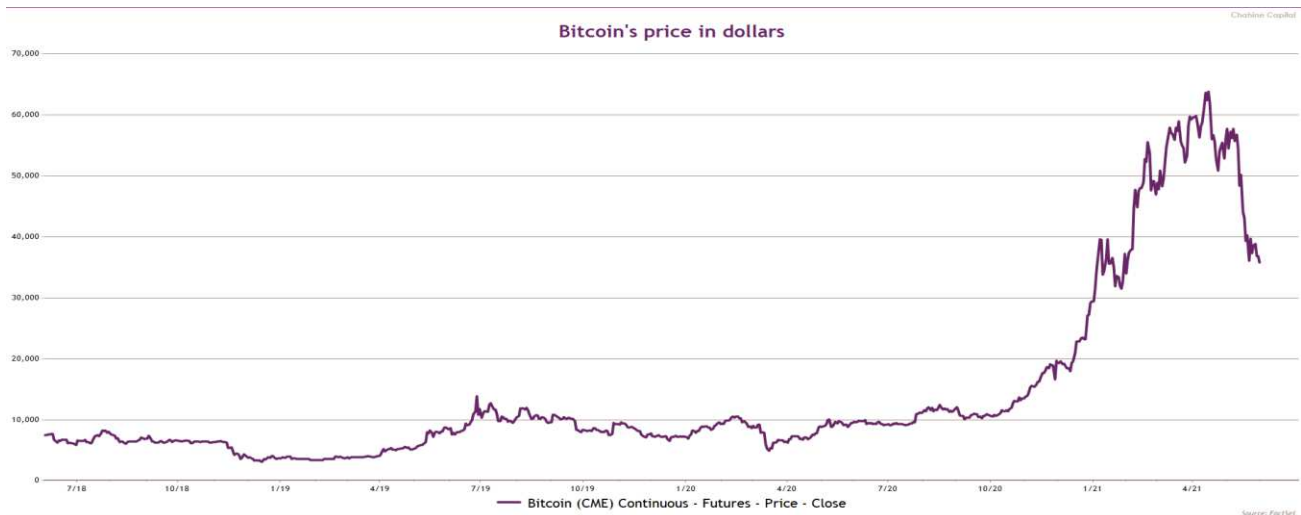
Les titres d'articles comme « Danger sur les marchés » s'accumulent, avec des analogies avec les années 2000 ou 2007-2008 qui fleurissent depuis quelques semaines. La thèse d'une surchauffe des actifs financiers et immobiliers est alimentée par des progressions de prix, il est vrai, impressionnantes depuis un an et des niveaux de valorisation tendus, atteints uniquement en période de pré-crise financière pour certains d'entre eux.

Mais, au-delà du rythme d'appréciation clairement déconnecté de la réalité économique, c'est surtout l'ambiance sur les marchés qui interpellent : le *FLIPO* (*Free Lunch at Initial Public Offer*) de la fin des années 90 a désormais été remplacé par le *FOMO* (*Fear Of Missing Out*)...

Le climat de craintes chez les investisseurs est également entretenu par la flambée de certains actifs alternatifs, comme les matières premières ou encore les cryptomonnaies. La hausse vertigineuse de leurs prix est désormais perçue comme la preuve d'un excès évident de liquidités sur les marchés, faisant redouter aux investisseurs un infléchissement plus rapide qu'attendu de la part des autorités monétaires ou encore une recrudescence des tensions sociales au niveau mondial, à l'image du début de la décennie 2010.



L'explosion à la hausse du Bitcoin rappelle les épisodes hyper-spéculatifs typiques d'avant crise financière

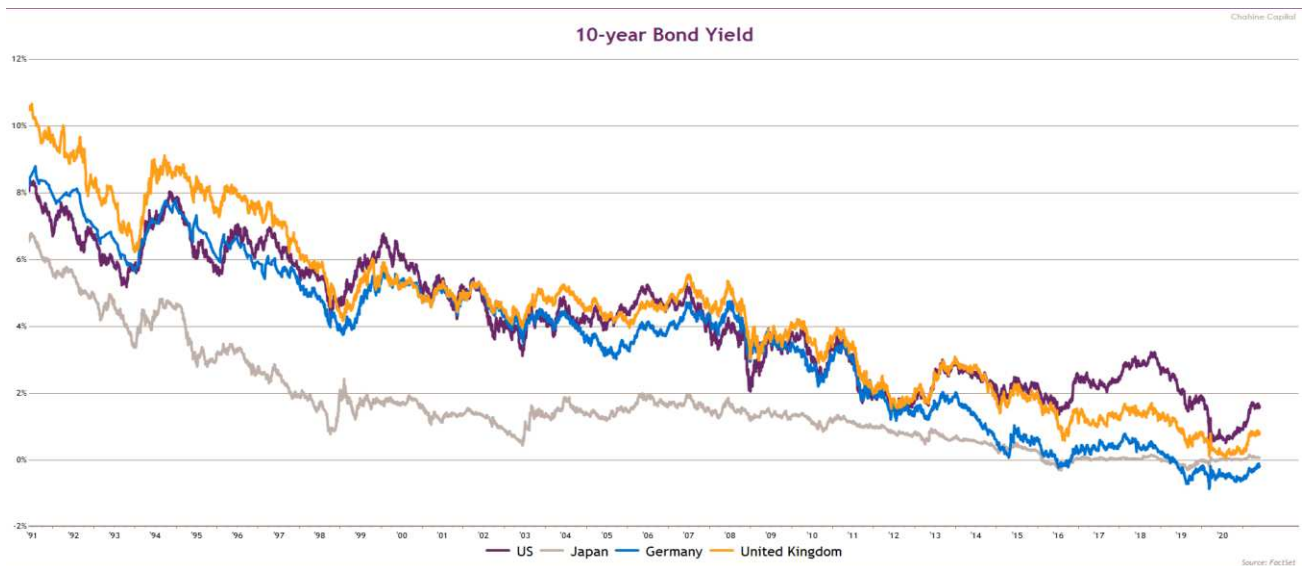


La situation actuelle peut-elle, comme en 2000 ou en 2007, dégénérer dans les mois qui viennent ? Nous n'en sommes aujourd'hui clairement pas convaincus.

Un krach obligataire est quasiment impossible

Les obligations souveraines ont atteint leurs points bas définitifs en fin d'année dernière, avec des niveaux négatifs dans de nombreux pays et un point bas historique à 0,5% aux Etats-Unis. De manière évidente, le potentiel de hausse pour cette classe d'actifs est désormais réduit à peau de chagrin, y compris lorsqu'on observe les niveaux de taux sur très longue période : jamais ces derniers n'avaient atteint un niveau aussi faible aux Etats-Unis, y compris dans les années 30 et 40. Pour autant, cela ne signifie pas qu'ils vont significativement remonter, notamment au regard de facteurs conjoncturels (fragilité de l'économie mondiale et surcapacités de production hormis dans quelques secteurs) et structurels (vieillesse généralisée des populations, numérisation) qui militent selon nous pour un maintien durable des taux à un niveau écrasé.

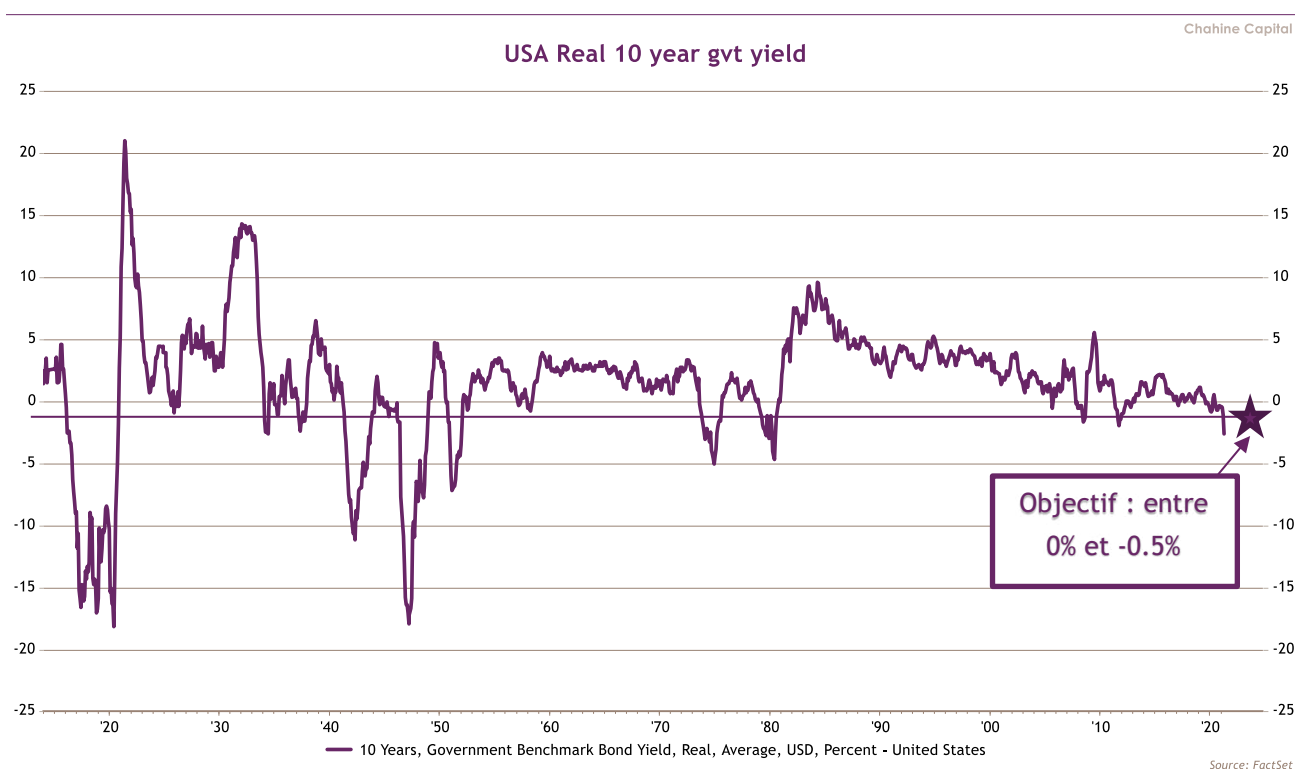
Après une chute vertigineuse partout sur la planète, les taux souverains se stabilisent à un niveau plancher



La hausse des obligations souveraines s'est naturellement transmise au reste de la cote obligataire, qui elle aussi bat désormais des records de cherté, que ce soient l'*Investment Grade* mais surtout le *High Yield* dont le spread atteint des records de faiblesse aux Etats-Unis et en Europe.

Si étudier les séries longues permet de prendre indéniablement de la hauteur, il faut toutefois se méfier des conclusions hâtives. Car si les taux nominaux n'ont effectivement jamais été aussi faibles par le passé, ce n'est par contre pas le cas des taux réels sur longue période. Considérant que l'inflation devrait naturellement rentrer dans le rang dans les mois à venir, ces derniers devraient pouvoir se stabiliser entre 0% et -0,5%, situation tout à fait durable selon les normes historiques (cf. graphique ci-dessous).

Le niveau des taux réels n'est pas inédit dans l'Histoire et pourrait rester durablement proche de 0



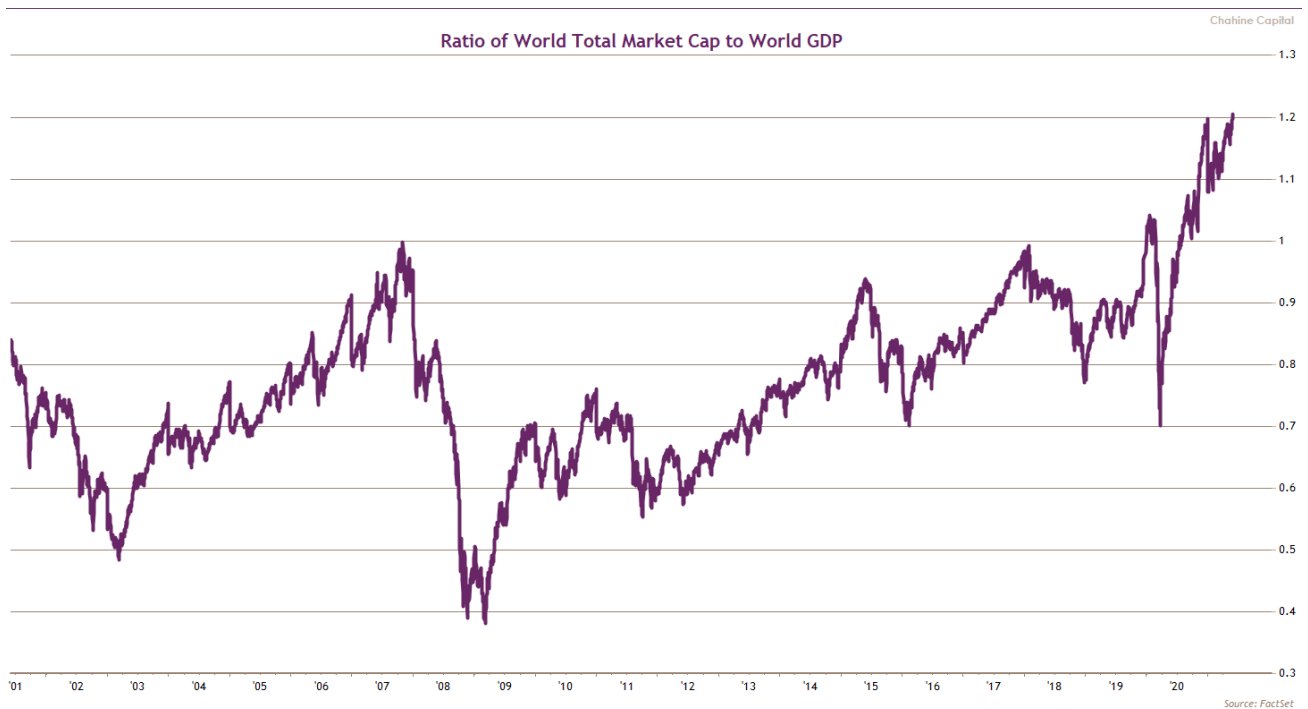
Le risque de krach obligataire est d'ailleurs d'autant plus faible à horizon de court et moyen termes dans un contexte où les banques centrales réaffirment semaine après semaine leur farouche volonté de maintenir les taux longs à des niveaux durablement écrasés. Mais ont-elles réellement le choix ? Nous en doutons à la fois par le besoin impérieux de relance publique partout dans le monde, celle-ci n'étant possible qu'à la condition où les banques centrales financent les déficits engendrés, et d'autre part par l'effet destructeur de richesse que provoquerait une remontée brutale des taux, entraînant de fait une situation sociale littéralement explosive que les autorités ne voudront pas provoquer.

Dans ces conditions, nous estimons que les taux nominaux souverains et par extension *corporate* devraient se maintenir durablement proches des niveaux actuels.

Les marchés actions sont chers mais pas insoutenables

Les signaux de surchauffe paraissent aujourd'hui nombreux concernant les marchés actions, notamment si l'on se réfère aux épisodes passés. D'abord la capitalisation boursière mondiale atteint des niveaux inédits, avec plus de 120% du PIB mondial prévu en 2021, soit bien au-delà du précédent pic de 100% du PIB atteint en 2007. Dans le détail, c'est évidemment les Etats-Unis qui entretiennent cette dynamique avec un niveau qui frôle les 190% du PIB (contre seulement 150% du PIB à la fin des années 90).

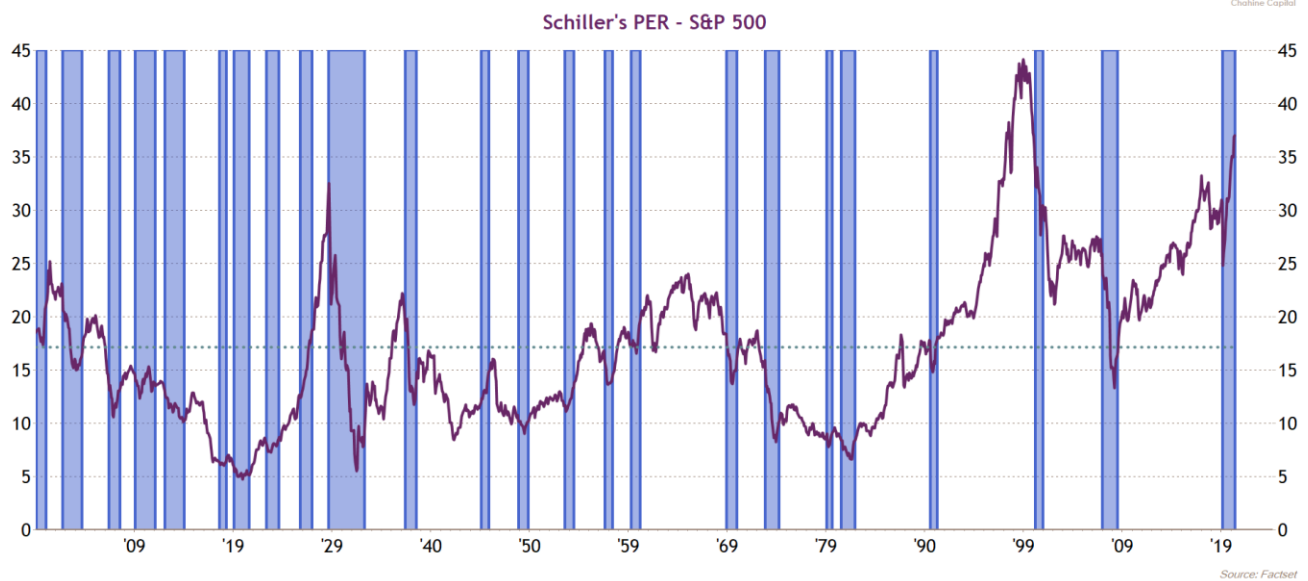
Les entreprises notamment américaines n'ont jamais été aussi bien valorisées dans l'Histoire



Autre facteur d'inquiétude pour les investisseurs, le PER selon Shiller, censé éliminer la partie cyclique des bénéfices pour les entreprises du S&P 500, a désormais largement dépassé les sommets de 2018 ou même de 1929, et se rapproche à grandes enjambées de ses niveaux de début 2000 (cf. graphique ci-dessous). Même lorsqu'on s'intéresse au PER prenant en considération les bénéfices projetés au cours des 12 prochains mois et en dépit d'anticipations agressives sur ce plan, les niveaux rappellent également la valorisation des marchés de la fin des années 90. Dans ces conditions, il n'est pas aberrant de parler de marchés actions aujourd'hui historiquement chers.



Les niveaux de valorisation sont au top malgré des anticipations de bénéfices désormais optimistes



Pourtant, nous estimons là encore que comparaison n'est pas raison. D'une part, le momentum microéconomique est actuellement extrêmement favorable et permet de ramener le PEG ratio (qui prend en compte la croissance bénéficiaire anticipée) à des niveaux plus raisonnables qu'avant la crise du Covid.

En comparaison du PER, le PEG ratio est rentré dans le rang





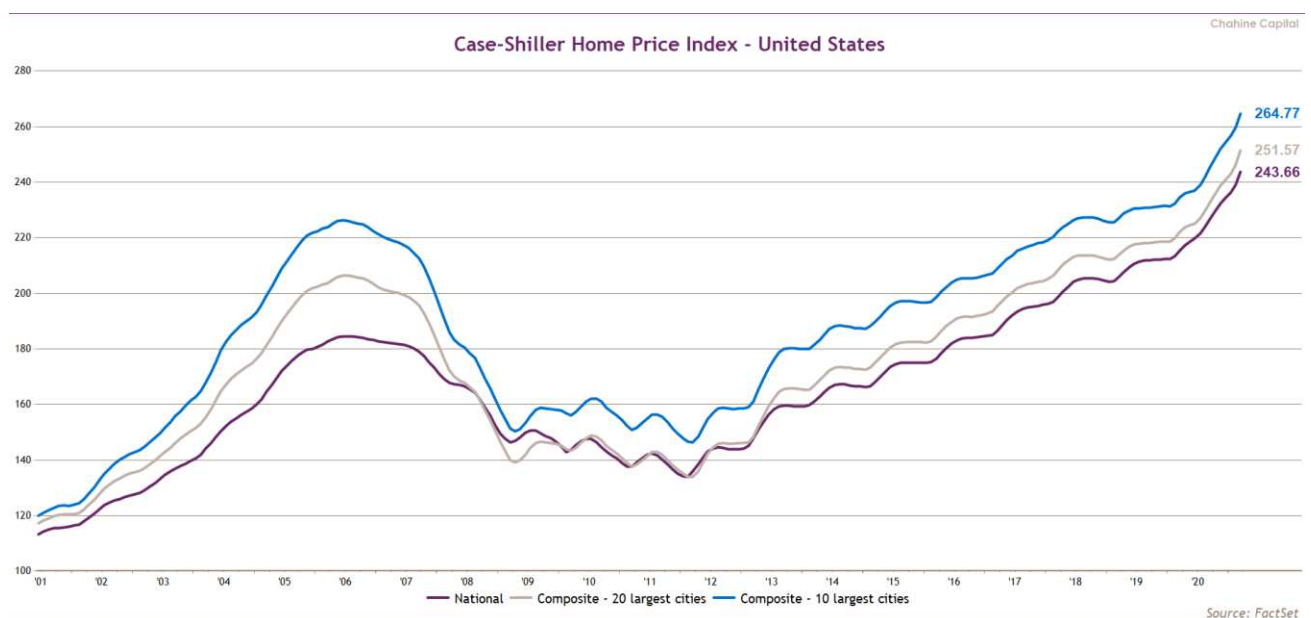
D'autre part et à la différence du passé, les grands argentiers du monde affichent désormais clairement leur volonté de soutenir les marchés financiers, obligataires bien sûr, mais aussi actions. Et cela fonctionne, comme le démontre la relation évidente entre extension du bilan de la Fed et S&P 500. Dans un contexte où les agents privés continuent à épargner, les injections de la Fed qui perdureront devraient continuer à fléchir dans les mois à venir l'épargne vers les marchés actions, dans un contexte de taux durablement bas rendant soutenable les multiples élevés.

Dans ces conditions, même si le potentiel de hausse pour les marchés actions apparaît aujourd'hui limité au regard du chemin déjà parcouru, notamment aux Etats-Unis, les actifs risqués devraient toutefois être en mesure de se stabiliser durablement autour des niveaux actuels, tant que les nouvelles macro et micro resteront bonnes (dynamique de court terme) et que les taux d'intérêt nominaux resteront proches des niveaux actuels (dynamique de long terme).

L'envolée récente des prix de l'immobilier ne traduit pas un déséquilibre profond du marché

Si la situation des marchés actions est plutôt comparée à la fin des années 90 et à la bulle internet, nombreux sont ceux qui qualifient le marché immobilier américain comme aujourd'hui semblable à celui qui prévalait dans les années 2006-2007, soit avant la crise des *subprimes*. Il est vrai que les prix nominaux ont désormais largement dépassé leur précédent sommet de 2006 et que les taux de croissance annuels atteignent les deux chiffres que ce soient pour les maisons neuves ou existantes (cf. graphiques ci-dessous). Malgré ce constat, nous estimons là encore qu'il est bien trop prématuré pour parler de surchauffe pour le marché immobilier américain.

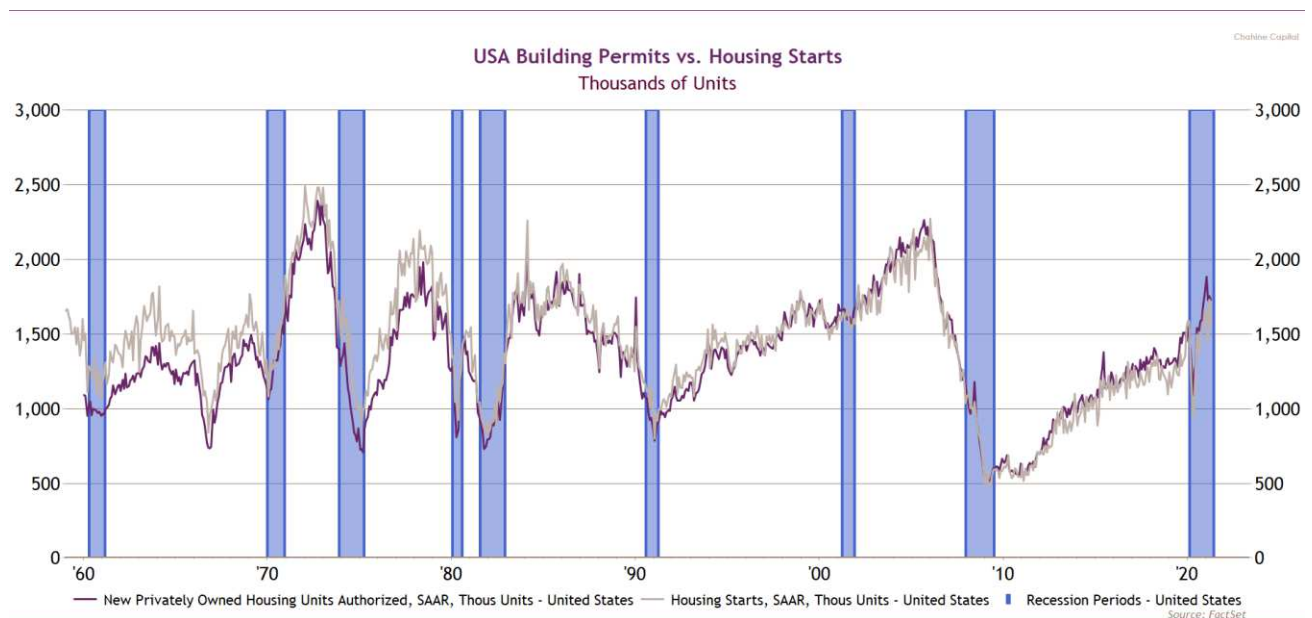
Les prix de l'immobilier ont largement dépassé leur sommet d'il y a 15 ans, à l'époque synonyme de surchauffe



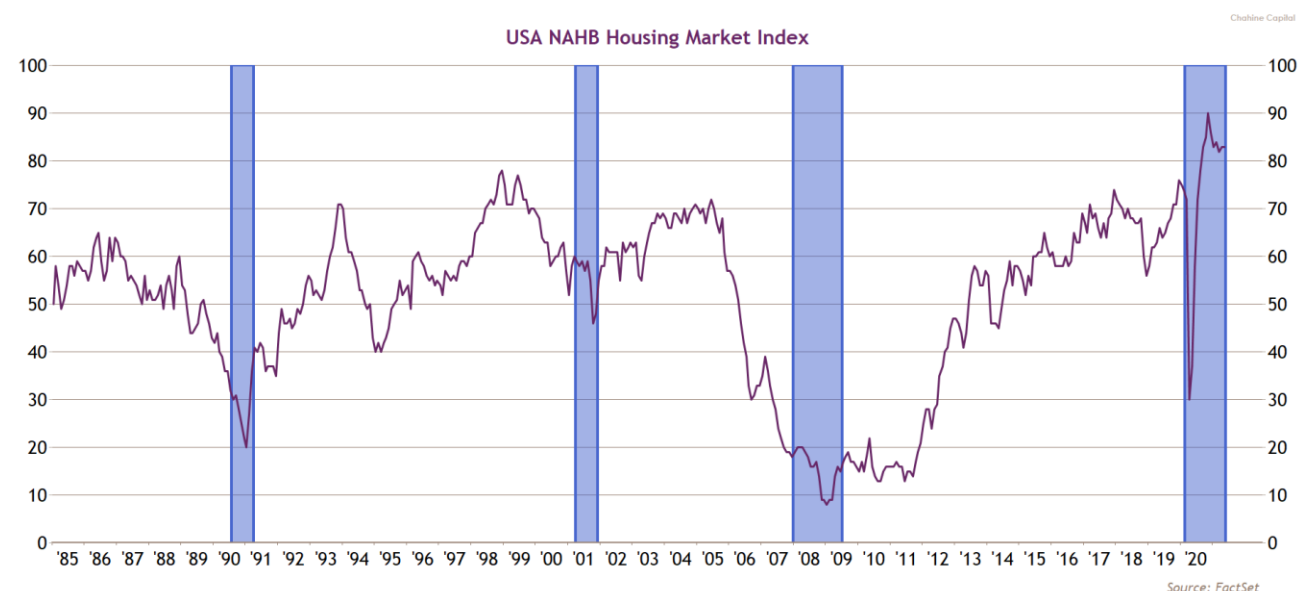


C'est un fait : la dynamique récente des prix traduit un appétit clair pour la pierre outre-Atlantique. Les permis de construire sont en très forte progression et surtout atteignent des niveaux inconnus depuis près de 15 ans, quand l'optimisme des professionnels du secteur dépasse les sommets historiques, bien au-delà des années 2004-2006.

Les permis de construire distribués n'ont plus été aussi nombreux depuis 15 ans



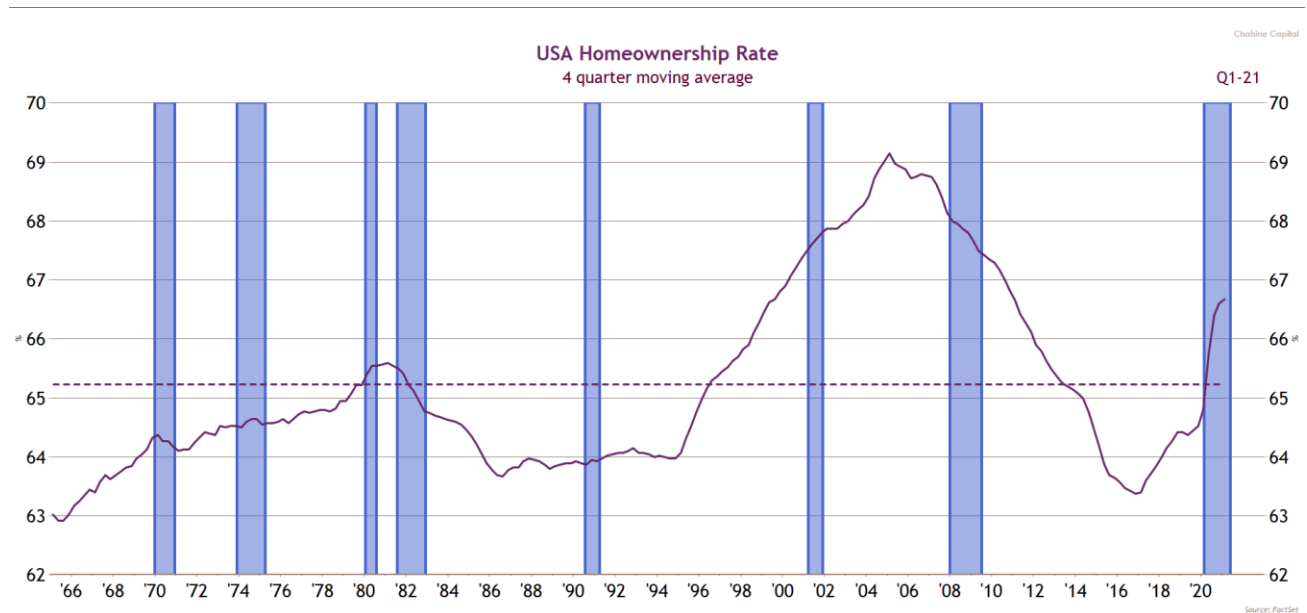
L'optimisme des professionnels du secteur de la construction atteint des niveaux inconnus





Ces bons chiffres s'expliquent en réalité par un double phénomène, à relier directement à la crise sanitaire. D'une part, les ménages américains ont clairement souhaité investir dans leur résidence principale, comme le traduit le bond récent du taux de propriétaires outre-Atlantique, passé de 64% à plus de 66% en seulement quelques mois. Ces derniers, portés par un taux d'épargne historiquement élevé et des conditions de financement rendant l'immobilier très abordable (cf. graphique ci-dessous), ont ainsi investi massivement dans la pierre.

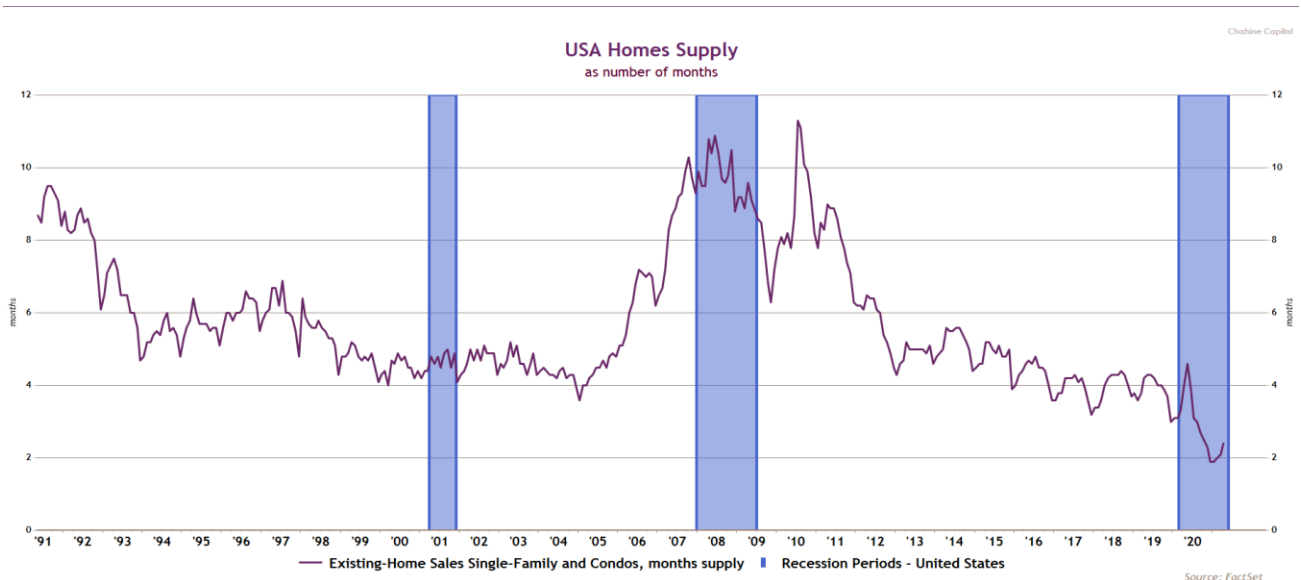
L'appétit pour la résidence principale a fait un bond avec la crise



Pour autant, cette ruée vers la propriété immobilière est très loin d'avoir créé les conditions d'un déséquilibre fort entre offre et demande dans le domaine, susceptible de faire se retourner le secteur... bien au contraire. C'est ce qu'illustre parfaitement l'évolution du stock de maisons à vendre ou encore le nombre de mois nécessaires à la vente d'une maison outre-Atlantique, qu'elle soit neuve ou existante (cf. graphique ci-après).

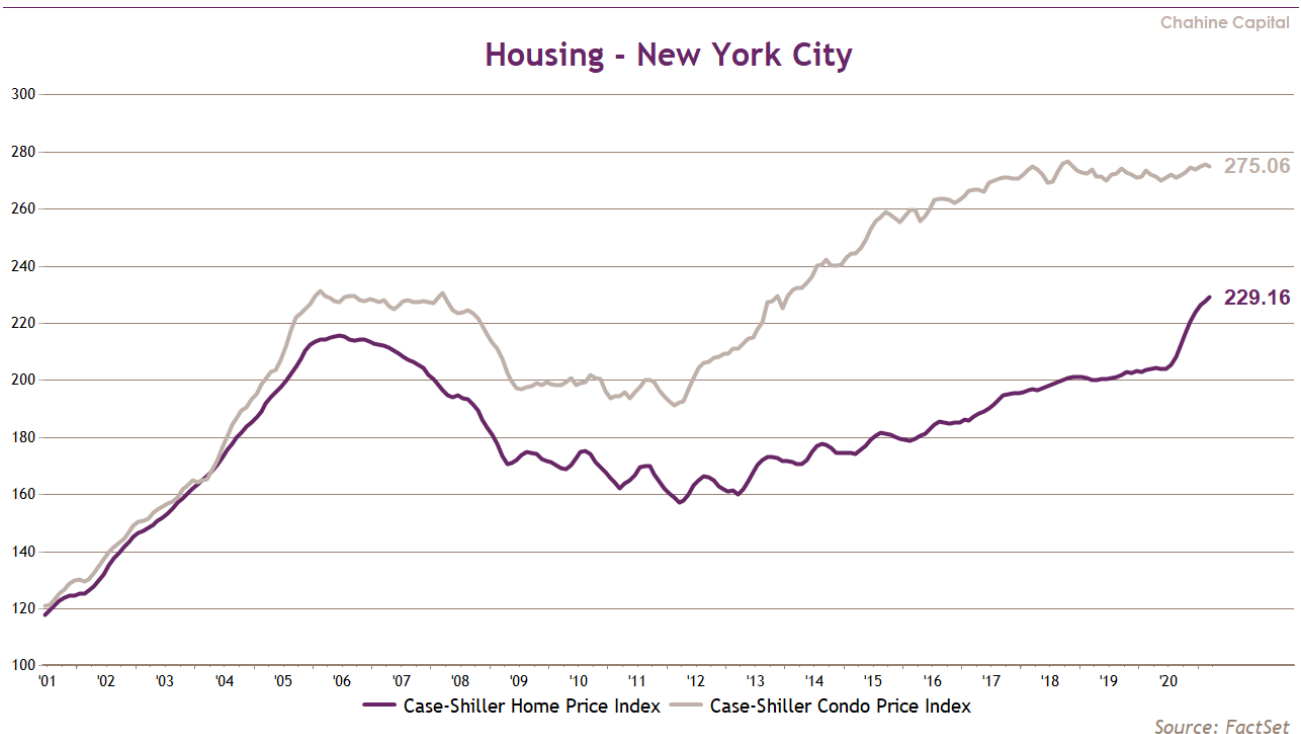


Une demande plus vigoureuse que l'offre explique la dynamique des prix



Autre phénomène ayant tendance à nous rassurer, il faut faire attention à la surinterprétation de l'évolution récente du prix des maisons, qui ne correspond qu'imparfaitement à la dynamique du prix des logements ! En effet, lorsqu'on met en parallèle l'évolution du prix des maisons avec celle des prix des appartements, la donne semble irrémédiablement changée, et cela dans toutes les métropoles observées (cf. le cas de New-York ci-dessous). Le prix des appartements n'a que très peu progressé au cours de l'année passée.

Le prix des maisons augmente, pas celui des appartements





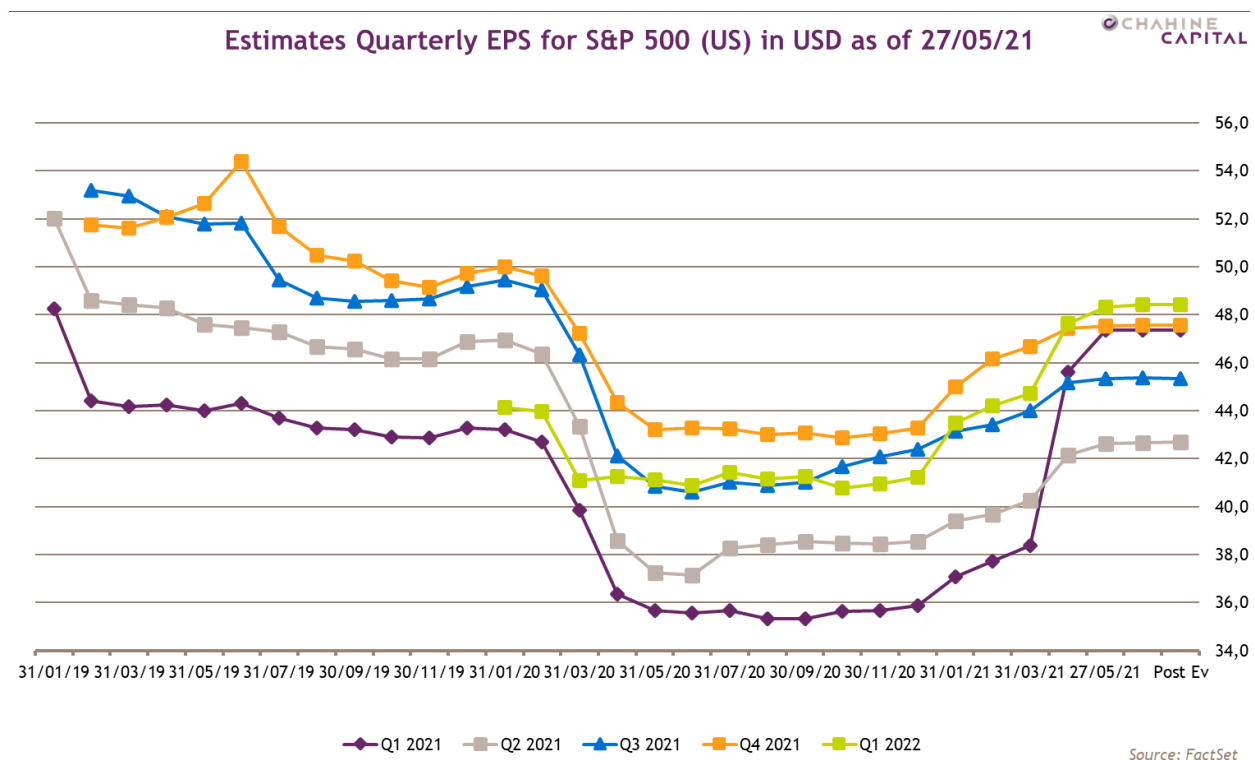
En réalité, plus qu'une ruée vers l'immobilier, c'est une ruée vers les maisons qu'on a constatée depuis une année, ce changement d'appétit dans la forme des logements étant bien évidemment une conséquence directe de la crise sanitaire. Ceci est là encore une différence notable avec la situation qui prévalait avant la crise des *subprimes*, période durant laquelle les prix des maisons et des appartements évoluaient de pair.

La saison de publication des résultats du T1 2021 se termine aussi bien qu'elle avait commencé et bat des records historiques !

La saison de publication des résultats s'achève sur des chiffres impressionnants aux Etats-Unis. En effet si l'on s'intéresse au S&P 500, la quasi-intégralité des sociétés a aujourd'hui publié ses résultats (98% pour être exact, soit 495 sociétés sur les 500 que composent l'indice) et 87% d'entre-elles ont affiché des bénéfices par actions supérieurs aux attentes des analystes ! Un chiffre record depuis que FactSet fournit cette donnée (depuis 2008) ! Rappelons qu'en moyenne, les surprises positives sont de l'ordre de 74% (moyenne sur les 5 dernières années).

De plus, la croissance agrégée des bénéfices attendus pour l'ensemble du S&P 500 au T1 2021 est aujourd'hui de +52% (contre seulement +23,8% attendu fin mars dernier et +15,5% attendu en fin d'année dernière), soit la plus forte hausse observée depuis le T1 2010 (+55,4% à l'époque) !

Les révisions à la hausse se sont poursuivies pour le T1 2021, mais le reste de l'année reste pour le moment en ligne avec les prévisions initiales



Au niveau sectoriel, les conclusions que l'on avait tirées le mois dernier restent valables. Le premier trimestre 2021 a ainsi été marqué par le retour en grâce de secteurs ayant souffert au cours des 3 derniers

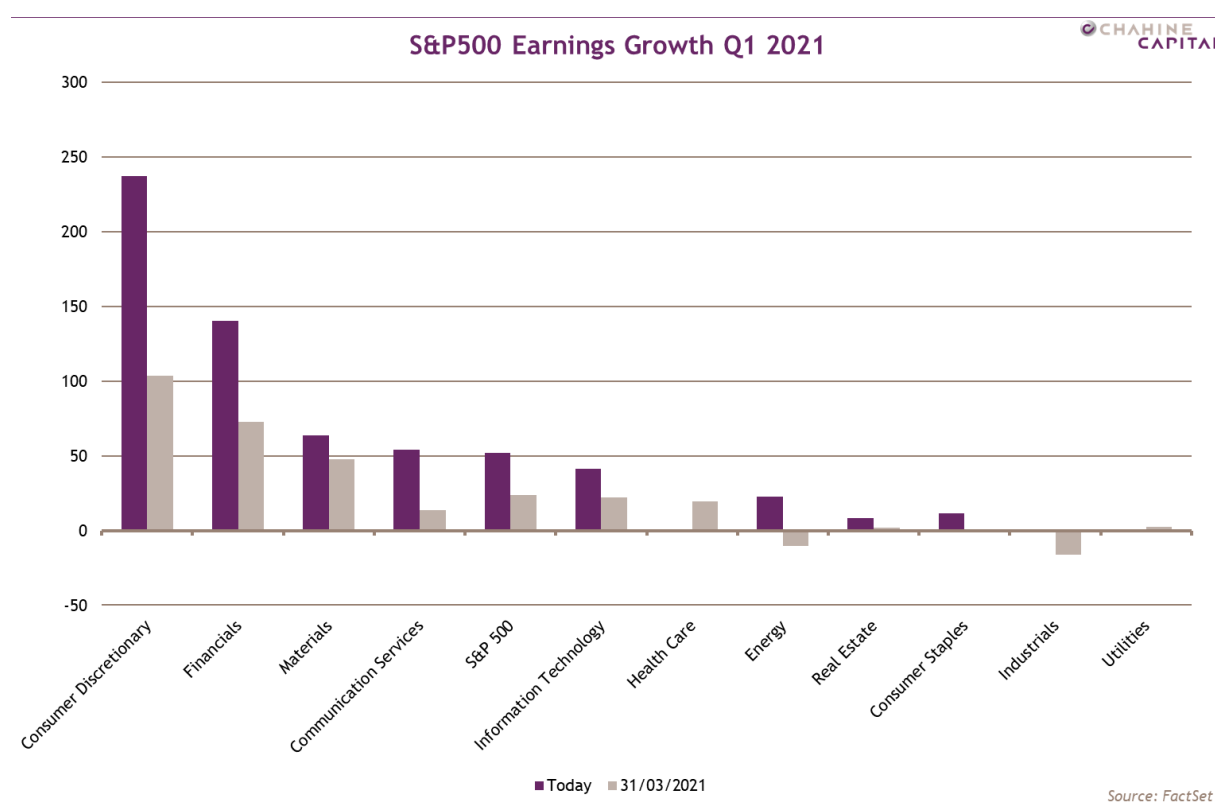


trimestres de l'année écoulée : le secteur financier, le secteur des biens de consommation cyclique (automobile, ...) ainsi que le secteur des matériaux avec respectivement +140%, +235% et +64% de croissance bénéficiaire.

On rappellera que la très bonne tenue du secteur bancaire est en grande partie liée à un effet de base simple lié aux provisions (qui impactent les bénéfices mais pas le chiffre d'affaires) réalisées par les banques lors de la crise de la Covid-19. En effet, celles-ci ont énormément provisionné aux cours des deux premiers trimestres de l'année 2020 à cause de la conjoncture économique dégradée suite à la pandémie de la Covid-19. Cet effet de base positif ne devrait s'annuler qu'à partir du T4 2021.

Comme le mois dernier, nous estimons qu'il est également important de continuer à souligner le fait que les perspectives bénéficiaires du secteur technologique restent toujours très bien orientées (+42% pour le T1 2021) à rebours des nombreux discours *bearish* qui fleurissent à leur sujet depuis quelques semaines.

Le T1 marque la confirmation du rebond des secteurs pénalisés en 2020



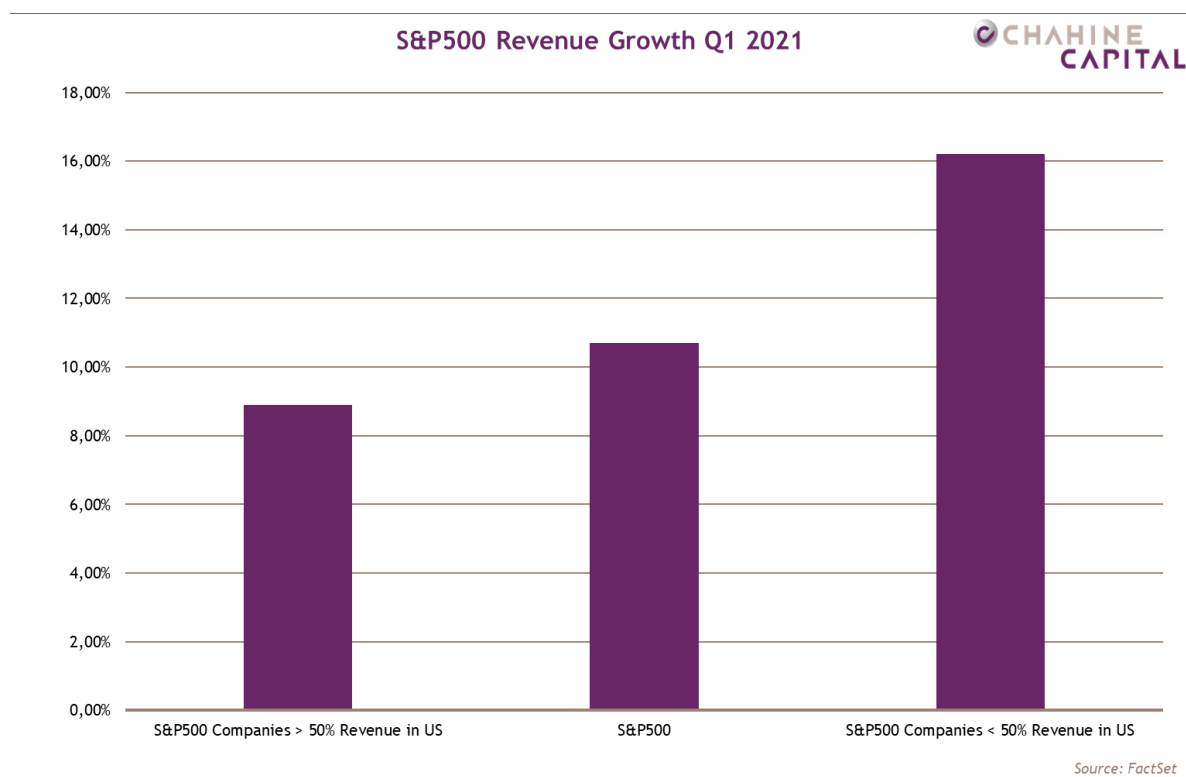
Autre point intéressant à mettre en avant, les sociétés pour lesquelles le chiffre d'affaires est majoritairement effectué hors des Etats-Unis ont vu leurs ventes (ainsi que leurs bénéfices) augmenter de manière plus marquée que le reste de l'échantillon au cours du T1 2021. Ainsi si l'on divise l'échantillon du S&P 500 en deux catégories, l'un représentant les sociétés réalisant plus de 50% du chiffre d'affaires hors du sol américain et l'autre représentant à l'inverse les sociétés réalisant plus de 50% du chiffre d'affaires sur le sol américain, la première catégorie affiche un très net rebond du CA avec +16,2% (contre +8,9% pour les sociétés réalisant la majorité de leur chiffre d'affaires sur le sol américain).

Et si l'on décompose encore plus la répartition géographique des sociétés réalisant leurs bénéfices hors du sol américain, celles qui réalisent la majorité de leur chiffre d'affaires en Asie (plus de 25%) affichent une



augmentation de leur chiffre d'affaires de +21,6% alors que celles qui réalisent la majorité de leur chiffre d'affaires en Europe (plus de 25%) n'affichent qu'une augmentation de +11,8%.

Les sociétés réalisant plus de 50% de leur chiffre d'affaires hors des Etats-Unis ont repris leur marche en avant...



On notera cependant que la différence en ce qui concerne la croissance des bénéfices est nettement moins marquée que pour le chiffre d'affaires. Cela s'explique notamment en raison de l'impact du secteur financier à court terme. En effet, ce dernier est le secteur ayant le plus contribué à la croissance bénéficiaire globale des sociétés qui réalisent plus de 50% de leur chiffre d'affaires sur le sol américain. En excluant ce secteur, la croissance bénéficiaire des sociétés réalisant plus de 50% de leur chiffre d'affaires sur le sol américain passerait de 51,2% à 30,3%.

Le deuxième trimestre devrait se dérouler comme attendu par les analystes avec des résultats qui seront encore très bien orientés (l'effet de base lié à la crise de la Covid-19 étant toujours présent). La saison de publication du T2 pourrait même être encore plus spectaculaire que celle du T1 en termes de croissance bénéficiaire (les analystes attendent +60,6% en agrégé pour l'ensemble des sociétés composant le S&P 500). Cependant, il est important de rappeler qu'il nous semble que les attentes en termes de croissance bénéficiaire nous paraissent beaucoup trop agressives pour les années qui suivront (2022 et 2023 avec respectivement +11,8% et +9,4%). En effet de tels niveaux de progressions bénéficiaires nous paraissent inatteignables une fois l'effet de base positif lié à la crise effacé et au regard des niveaux de croissance potentielle que nous anticipons.

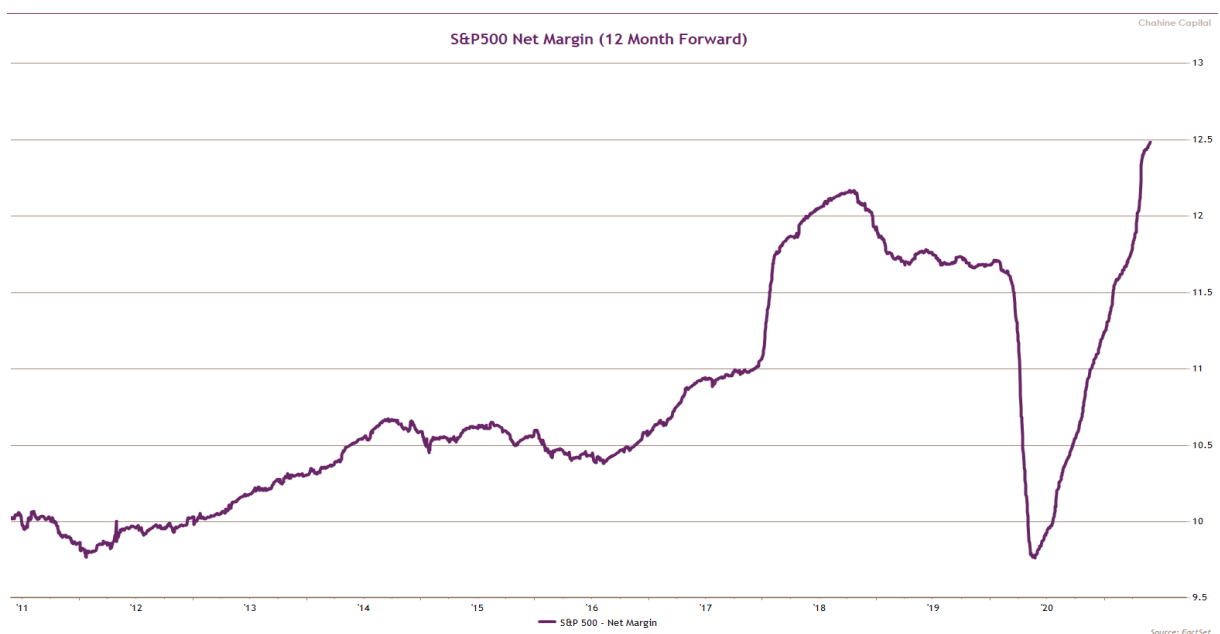


Les croissances bénéficiaires attendues sur long terme continuent d'augmenter et nous paraissent clairement inatteignables



Surtout dans un contexte où les velléités de durcissement fiscal émergent partout dans le monde et plus notamment aux Etats-Unis. Le durcissement fiscal souhaité par l'administration Biden (mais aussi suggéré par le FMI) avec une hausse du taux d'IS et le doublement des taux pour les multinationales réalisant des profits à l'étranger (de 10,5% à 21%) pourrait constituer un véritable *game changer* sur les marchés (cela pourrait faire diminuer mécaniquement les bénéfices des entreprises de l'ordre de 5%).

Les marges nettes atteignent des records historiques





Si ces prises de position devenaient effectives, il serait illusoire d'espérer que les taux de marge des entreprises américaines se maintiennent au niveau actuel, entraînant inévitablement des déceptions sur le front de la microéconomie. En effet, les taux de marge nette atteignent des niveaux records ! Sur les 12 prochains mois, la marge nette agrégée des sociétés composant le S&P 500 ressort à 12,5%, du jamais vu ! Pour le T1 2021 la marge nette est attendue à +12,8%, un record depuis que FactSet a commencé à publier cette donnée en 2008 (le précédent record datait du T3 2018 à la suite des réformes fiscales de D. Trump).

Modèle d'évaluation : Les marchés actions américains restent chers quand les marchés européens sont au juste prix

Les indices boursiers américains et européens étant restés *flat*, et les taux ayant peu varié depuis le mois dernier, nous n'observons pas de modification fondamentale concernant notre modèle d'évaluation des marchés actions. En effet, les taux ont continué de se stabiliser outre-Atlantique (les taux longs à 30 ans sont aujourd'hui à 2,26% contre 2,3% le mois dernier) quand ils ont légèrement augmenté en zone euro (0,82% aujourd'hui contre 0,73% le mois dernier). De leur côté, les perspectives bénéficiaires ont poursuivi leur dynamique haussière (notamment pour l'année 2021) : les analystes ont largement revu à la hausse leurs prévisions pour 2021 aux Etats-Unis (+ 32,6% attendu aujourd'hui contre +28,4% le mois dernier et seulement +22,6% il y a deux mois), avec un T1 2021 qui s'est conclu en fanfare (+52% contre seulement +35% attendu le mois dernier). Et c'est également le cas en zone euro avec +42,1% pour 2021 (contre +39,4% le mois dernier).

Si nous estimons aujourd'hui que 2021 devrait être globalement aussi florissante qu'espérée par les analystes, il nous semble important de rappeler que les attentes en termes de croissance bénéficiaire nous paraissent beaucoup trop agressives pour les années à venir (2022 et 2023 avec respectivement +11,8% et +9,4%), notamment aux Etats-Unis. En effet de tels niveaux de progressions bénéficiaires sont inatteignables une fois l'effet de base positif lié à la crise effacé et au regard des niveaux de croissance potentielle que nous anticipons. Surtout dans un contexte d'augmentation des taxes pour les entreprises et les ménages les plus aisés. En effet, une telle hausse de l'imposition ferait pression à la baisse sur les profits et les marges nettes des sociétés américaines et cela impactera mécaniquement à la baisse 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 toujours nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être de l'ordre de -9% à -10% de baisse. Notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 (ce qui ne semble pas intégré dans les cours boursiers à l'heure actuelle) nous indique une baisse potentielle plus importante de l'ordre de -14% (si les taux se stabilisent), mais celle-ci se limiterait à -8% si les taux longs venaient à refluer légèrement vers 2%. Il nous semble donc toujours pertinent 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%	2,26%	2,50%	2,75%
Tax increase to 25% (approx. -5% impact on EPS) - CAGR 6.7%	4 382	3 869	3 642	3 452	3 272
Implied Scenario CAGR 9.4% over 8 years	5 091	4 476	4 204	3 977	3 761
Return to normal: 32.6% in 2021, 6.9% in 2022 - CAGR 7.4%	4 606	4 066	3 827	3 627	3 438
Current Index S&P 500	4 204				

La zone euro continue de son côté à afficher une dynamique bien différente. Si la moyenne des taux à 30 ans a continué de remonter (0,82% aujourd'hui contre 0,73% le mois dernier et 0,66% il y a deux mois), les craintes inflationnistes semblent toujours inexistantes au vu des potentiels de croissance bien moindres qu'outre-Atlantique. Le consensus continue de revoir à la hausse les prévisions pour l'année 2021 : les analystes s'attendent aujourd'hui à une croissance bénéficiaire de +42% contre +39% le mois dernier et +33% il y a deux mois. Comme aux Etats-Unis, nous estimons que l'année 2021 devrait être aussi bonne qu'escompté par les analystes (le phénomène de « délivrance » liée à la vaccination devrait se matérialiser concrètement à partir du second semestre dans les chiffres macro et micro), notre modèle de valorisation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui 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%	0,82%	1,00%	1,25%
Slow recovery: 35% in 2021, 4% in 2022 - CAGR -1.7%	163	139	127	121	114
Implied Scenario: CAGR 0.2% over 8 years	187	159	145	139	130
Return to normal: 42.1% in 2021, 8% in 2022 - CAGR 0.9%	199	169	154	147	138
Current Index MSCI EMU	145				



Conclusions

En dépit de momentum macros et micros très bien orientés, les investisseurs commencent à douter de la durabilité du mouvement de hausse débuté il y a plus d'un an désormais. Les titres d'articles comme « Danger sur les marchés » s'accumulent, avec des analogies avec les années 2000 ou 2007-2008 qui fleurissent depuis quelques semaines. Mais, au-delà du rythme d'appréciation clairement déconnecté de la réalité économique, c'est surtout l'ambiance sur les marchés qui interpellent : le *FLIPO* (*Free Lunch at Initial Public Offer*) de la fin des années 90 a désormais été remplacé par le *FOMO* (*Fear Of Missing Out*)... La situation actuelle peut-elle, comme en 2000 ou en 2007, dégénérer dans les mois qui viennent ? Nous n'en sommes aujourd'hui clairement pas convaincus.

Les taux souverains semblent avoir atteint leurs points bas définitifs en fin d'année dernière, avec des niveaux négatifs dans de nombreux pays et un point bas historique à 0,5% aux Etats-Unis. La hausse des obligations souveraines s'est naturellement transmise au reste de la cote obligataire, qui elle aussi bat désormais des records de cherté, que ce soient l'*Investment Grade* mais surtout le *High Yield* dont le *spread* atteint des records de faiblesse aux Etats-Unis et en Europe. Il faut toutefois se méfier des conclusions hâtives, car si les taux nominaux n'ont effectivement jamais été aussi faibles par le passé, ce n'est par contre pas le cas des taux réels sur longue période. Dans ces conditions, nous estimons que les taux nominaux souverains et *corporate* devraient se maintenir durablement proches des niveaux actuels.

Les signaux de surchauffe paraissent aujourd'hui nombreux concernant les marchés actions, notamment si l'on se réfère aux épisodes passés. Pourtant, nous estimons là encore que comparaison n'est pas raison. D'une part, le momentum microéconomique est actuellement extrêmement favorable et permet de ramener le PEG ratio (qui prend en compte la croissance bénéficiaire anticipée) à des niveaux plus raisonnables qu'avant la crise du Covid. D'autre part, et à la différence du passé, les grands argentiers du monde affichent désormais clairement leur volonté de soutenir les marchés financiers, obligataires bien sûr, mais aussi actions. Et cela fonctionne, comme le démontre la relation évidente entre extension du bilan de la Fed et S&P 500. Dans ces conditions, même si le potentiel de hausse pour les marchés actions apparaît aujourd'hui limité au regard du chemin déjà parcouru, notamment aux Etats-Unis, les actifs risqués devraient toutefois être en mesure de se stabiliser durablement autour des niveaux actuels au niveau mondial.

La saison de publication des résultats s'achève sur des chiffres impressionnants aux Etats-Unis. En effet, si l'on s'intéresse au S&P 500, la quasi-intégralité des sociétés a aujourd'hui publié ses résultats (98% pour être exact, soit 495 sociétés sur les 500 que composent l'indice) et 87% d'entre-elles ont affiché des bénéfices par actions supérieurs aux attentes des analystes ! Un chiffre record depuis que FactSet fournit cette donnée (depuis 2008) ! Rappelons qu'en moyenne, les surprises positives sont de l'ordre de 74% (moyenne sur les 5 dernières années). De plus, la croissance agrégée des bénéfices attendus pour l'ensemble du S&P 500 au T1 2021 est aujourd'hui de +52% (contre seulement +23,8% attendu fin mars dernier et +15,5% attendu en fin d'année dernière), soit la plus forte hausse observée depuis le T1 2010 (+55,4% à l'époque) !

A court terme, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste toujours nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être de l'ordre de -9% à -10% de baisse. Notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 (ce qui ne semble pas intégré dans les cours boursiers à l'heure actuelle) nous indique une baisse potentielle plus importante de l'ordre de -14% (si les taux se stabilisent), mais celle-ci se limiterait à -8% si les taux longs venaient à refluer légèrement vers 2%. Il nous semble donc toujours pertinent de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines. La zone euro continue de son côté à afficher une dynamique bien différente. Notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui à leur juste prix quel que soit le scénario envisagé. Comme le mois dernier, nous surpondérons donc toujours les actions européennes par rapport aux actions américaines.

Michaël Sellam



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 31/05/2021 (in local currency)

CHAHINE
CAPITAL

Data as of 31/05/21	Weight vs World	Perf 2021	Perf 2020	Weighted P/E 2022	Weighted P/E 2021	% Wted EPS Chge 2022	% Wted EPS Chge 2021	% Wted EPS Chge 2020	Div Yield 2021	Revision vs M-2% Fiscal 22	Revision vs M-2% Fiscal 21
World - Developed	100,0%	10,08%	15,04%	18,0 x	20,5 x	13,60%	52,06%	-19,14%	1,87%	1,6%	2,5%
United States	53,9%	11,14%	20,22%	21,2 x	24,0 x	13,39%	49,10%	-15,61%	1,37%	1,5%	2,1%
Japan	7,7%	-0,11%	11,46%	15,3 x	17,5 x	14,05%	23,53%	-8,89%	2,07%	1,1%	2,9%
Eurozone	11,2%	13,05%	8,66%	16,4 x	19,3 x	17,73%	69,93%	-38,91%	2,51%	2,8%	3,7%
Europe	20,5%	12,32%	7,19%	16,4 x	18,9 x	15,33%	63,32%	-35,62%	2,65%	2,6%	3,4%
Austria	0,2%	21,41%	-3,26%	11,3 x	12,9 x	14,67%	82,70%	-41,33%	3,17%	2,6%	4,5%
Belgium	0,5%	9,54%	-2,41%	18,5 x	21,1 x	13,69%	24,39%	-25,04%	2,47%	2,9%	5,6%
Denmark	0,7%	6,61%	40,90%	24,5 x	24,8 x	1,32%	34,40%	-7,16%	1,68%	2,9%	5,6%
Finland	0,4%	8,87%	27,09%	19,2 x	21,3 x	11,28%	20,49%	-13,69%	2,80%	2,6%	6,0%
France	3,8%	15,84%	6,34%	18,1 x	21,9 x	21,08%	132,08%	-55,01%	2,34%	2,6%	3,6%
Germany	3,0%	11,05%	13,28%	14,9 x	16,9 x	13,85%	53,63%	-20,02%	2,55%	3,2%	5,0%
United Kingdom	4,1%	13,87%	-8,98%	14,1 x	16,0 x	13,33%	75,64%	-40,01%	3,29%	3,0%	3,5%
Ireland	0,1%	14,43%	11,11%	19,4 x	34,7 x	79,38%	6328,57%	-105,07%	1,06%	3,5%	5,6%
Italy	0,9%	14,15%	1,91%	13,1 x	15,3 x	16,30%	42,23%	-41,57%	3,56%	2,2%	4,2%
Netherlands	1,3%	13,05%	21,86%	20,4 x	22,4 x	9,80%	62,81%	-27,01%	1,56%	2,3%	5,0%
Norway	0,5%	12,73%	5,88%	17,2 x	21,0 x	22,12%	113,96%	-55,05%	3,13%	1,1%	3,5%
Spain	0,9%	11,26%	-4,61%	15,6 x	19,2 x	22,88%	43,61%	-42,67%	3,31%	3,3%	-2,5%
Sweden	1,4%	17,36%	31,77%	19,9 x	21,2 x	6,58%	71,42%	-38,40%	2,29%	2,4%	3,2%
Switzerland	2,5%	5,95%	10,73%	18,4 x	21,1 x	14,63%	18,39%	-7,31%	2,61%	1,4%	1,5%
Europe / Commercial Services	0,5%	10,40%	3,13%	20,1 x	24,4 x	21,64%	54,47%	-29,30%	1,85%	2,5%	2,8%
Europe / Communications	0,6%	9,91%	-3,23%	14,7 x	16,6 x	13,46%	-21,64%	4,86%	4,31%	1,4%	0,8%
Europe / Consumer Durables	1,0%	26,86%	18,46%	10,0 x	11,5 x	15,23%	222,71%	-57,84%	3,11%	4,3%	5,4%
Europe / Consumer Non-Durable	3,3%	13,80%	8,89%	23,5 x	26,6 x	13,41%	22,09%	-21,01%	2,02%	2,1%	2,3%
Europe / Consumer Services	0,5%	18,36%	-1,65%	23,0 x	63,4 x	176,67%	275,12%	-122,57%	1,65%	2,8%	-3,2%
Europe / Distribution Services	0,2%	13,04%	22,70%	20,8 x	24,3 x	17,40%	35,26%	-15,04%	1,75%	4,0%	4,3%
Europe / Electronic Technology	0,8%	13,72%	8,85%	21,2 x	27,1 x	27,69%	139,27%	-51,12%	1,15%	1,3%	1,5%
Europe / Energy Minerals	0,7%	13,40%	-27,63%	10,3 x	11,5 x	11,80%	2873,50%	-92,12%	4,79%	2,6%	5,9%
Europe / Finance	3,8%	15,66%	-5,87%	11,5 x	12,8 x	11,03%	51,42%	-34,63%	3,84%	3,3%	4,5%
Europe / Health Services	0,2%	7,91%	12,06%	20,5 x	23,0 x	11,90%	16,62%	-0,81%	1,60%	2,2%	0,1%
Europe / Health Technology	2,2%	5,09%	8,87%	19,0 x	21,7 x	13,75%	6,37%	-0,97%	2,32%	1,8%	2,0%
Europe / Industrial Services	0,3%	10,99%	-9,31%	14,4 x	18,1 x	25,88%	88,96%	-51,22%	2,86%	1,1%	2,1%
Europe / Miscellaneous	0,0%	18,18%	33,67%	8,0 x	8,3 x	4,49%	118,77%	-81,20%	5,49%	3,5%	26,2%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	23,34%	17,23%	11,6 x	9,7 x	-16,36%	82,64%	27,70%	4,72%	3,6%	6,1%
Europe / Process Industries	0,8%	7,86%	17,61%	18,9 x	20,7 x	9,02%	34,45%	-13,99%	2,52%	2,3%	3,3%
Europe / Producer Manufacturing	1,8%	14,71%	31,52%	20,9 x	25,3 x	20,86%	84,97%	-32,20%	1,66%	2,3%	2,6%
Europe / Retail Trade	0,5%	6,87%	21,69%	21,4 x	28,3 x	31,02%	73,34%	-24,40%	1,94%	3,5%	2,9%
Europe / Technology Services	1,0%	2,92%	23,86%	26,0 x	31,1 x	19,77%	19,20%	-5,85%	0,81%	2,0%	1,7%
Europe / Transportation	0,6%	26,18%	3,88%	21,5 x	93,3 x	332,96%	116,22%	-255,23%	1,96%	2,2%	0,4%
Europe / Utilities	0,9%	-2,80%	24,35%	16,5 x	17,9 x	8,25%	10,26%	-17,22%	3,90%	1,7%	1,9%



Avertissement

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

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

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