



La Chine ouvre le bal de la politique *antitrust* dans la Tech

Conclusions

La rocambolesque « disparition » de Jack Ma, président-fondateur d'Alibaba, durant plusieurs mois constitue certainement l'épisode le plus épique de la lutte actuelle du Parti Communiste Chinois pour garder la mainmise sur son secteur technologique ! Depuis lors, les faits marquants se succèdent dans le secteur de la Tech chinoise : l'annulation de l'introduction en bourse d'Ant Group, l'interdiction du Bitcoin et le bannissement de l'activité de minage des cryptomonnaies, etc. La vision stratégique de long terme de la Chine qui cherche à rattraper son retard technologique (comme a pu le montrer l'exemple de la 5G, par exemple) n'est pour autant pas remise en question par les récents événements : l'effort de R&D du pays est devenu considérable, avec des dépenses dorénavant plus de 15x supérieures à ce qu'elles étaient il y a 20 ans.

Face à l'inexorable ascension de la Chine dans un domaine à désormais forte consonance sécuritaire, les pays occidentaux tentent de créer un front technologique commun : en s'associant, leurs dépenses de R&D resteraient encore 2x supérieures à celles de la Chine... ce qui changerait invariablement la donne dans la « guerre commerciale et technologique » sino-américaine. Au niveau géostratégique, il s'agit bien sûr aussi pour les États-Unis d'œuvrer à la conservation de leur *leadership*, même si cette nouvelle ère de collaboration avec l'Union européenne devra encore être confirmée dans les faits... Toujours est-il qu'il s'agit là d'un pas de plus vers la reformation de blocs (notamment avec le RCEP en Asie, surtout commercial quant à lui) qui ne sont pas sans faire penser à ceux du temps de la guerre froide.

En matière de politique *antitrust*, les États-Unis sont pourtant loin d'être novices et ne peuvent pas être qualifiés de « suiveurs » de la Chine sur ce point, même si ces derniers semblent avoir accéléré dans leur volonté de faire rentrer dans le rang leurs grands acteurs privés. Déjà du temps de Donald Trump les discours avaient commencé à fleurir concernant la nécessité d'encadrer ces nouveaux *trusts* des temps modernes (les GAFAM), qui s'autorisent désormais à sortir de leur champ d'activité pour s'inviter dans le champ de l'opinion publique, de la morale ou de la politique. L'élection de Joe Biden n'a sur ce point rien changé, bien au contraire... Les années à venir seront riches en événements de ce côté-là.

Les bonnes nouvelles sur le front de la microéconomie continuent d'affluer, de telles prévisions de croissances bénéficiaires n'ayant plus été observées depuis bien longtemps : les analystes tablent sur une croissance agrégée des bénéfices pour l'ensemble du S&P 500 de +62,8 % pour le T2 2021, soit la plus forte hausse observée depuis la crise des *subprimes* et le rebond connu lors du T4 2009 (+108,9 % à l'époque). Rappelons que le T1 2021 s'était terminé sur une croissance agrégée des bénéfices pour l'ensemble du S&P 500 de +52,5 %. Finalement, l'ensemble de l'année 2021 devrait se terminer par une hausse de +35,2 % des profits, ce qui amènerait les bénéfices agrégés du S&P 500 15 % au-delà des points hauts de 2019, effaçant allégrement le trou d'air de 2020 lié à la Covid-19.

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 notamment aux États-Unis avec respectivement +11,6 % et +9,1 % en 2022 et 2023.

Michaël Sellam



La politique *antitrust* de la Chine met sa Tech sous pression

La rocambolesque « disparition » de Jack Ma, président-fondateur d'Alibaba, durant plusieurs mois (il en aurait profité pour « voyager ») constitue certainement l'épisode le plus épique de la lutte actuelle du Parti Communiste Chinois pour garder la mainmise sur son secteur technologique !

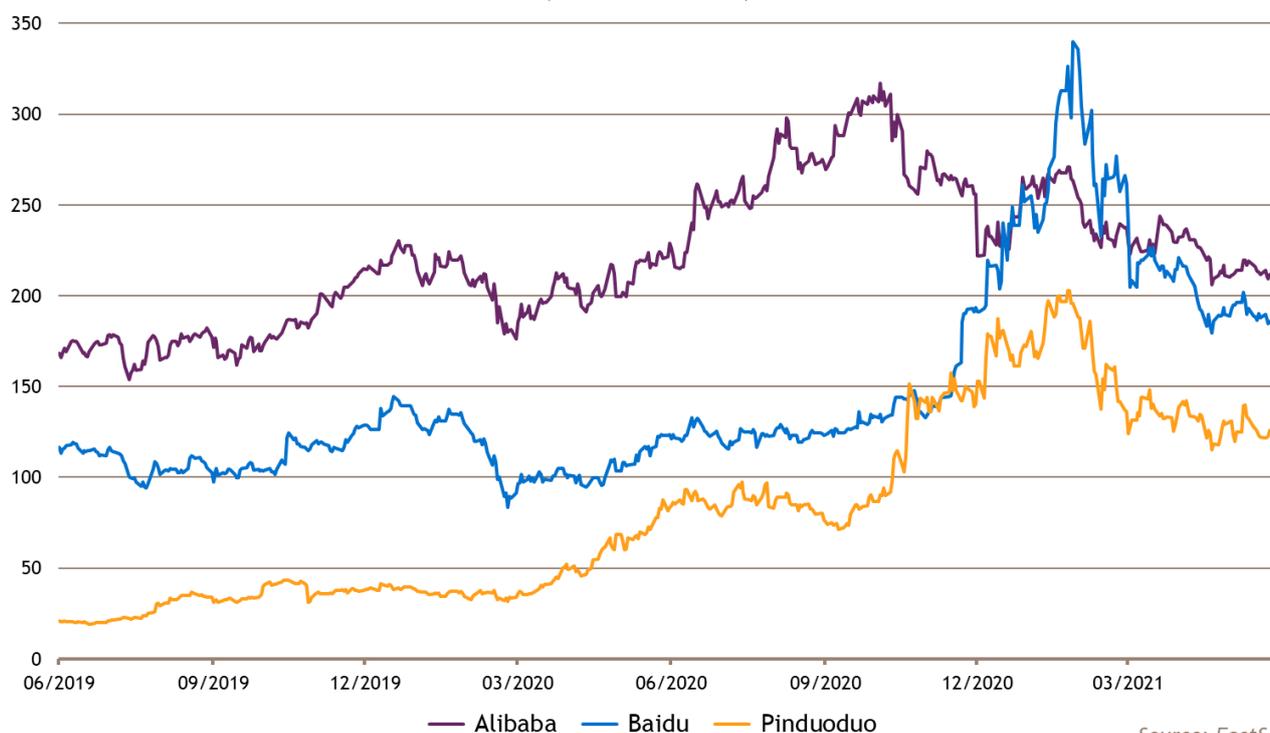
Depuis lors, les faits marquants se succèdent dans le secteur de la Tech chinoise : l'annulation de l'introduction en bourse d'Ant Group, l'interdiction du Bitcoin et le bannissement de l'activité de minage des cryptomonnaies, l'amende record de 18,2 Mds de yuans (soit environ 2,3 Mds €) à Alibaba pour abus de position dominante, ou encore le rappel à l'ordre de plus d'une trentaine de groupes technologiques (Alibaba, Tencent, Baidu, Pinduoduo, JD.com, Meituan, Didi Chuxing, ...) par la *State Administration for Market Regulation* (SAMR), c'est-à-dire l'organisme chinois de régulation, en raison de pratiques non concurrentielles...

Car c'est bien de régulation qu'il s'agit : un élargissement de la législation *antitrust* est en cours pour permettre de caractériser plus facilement les infractions à la concurrence dans le domaine du numérique. Cela pourrait même aller plus loin puisque certains commentateurs asiatiques recommencent à parler de la possible nationalisation d'Alibaba et d'Ant Group.

Retournement de tendance dans la Tech chinoise après la reprise en main du pouvoir

Three biggest Tech companies (share price) - China
(in US dollars)

CHAHINE
CAPITAL



Source: FactSet

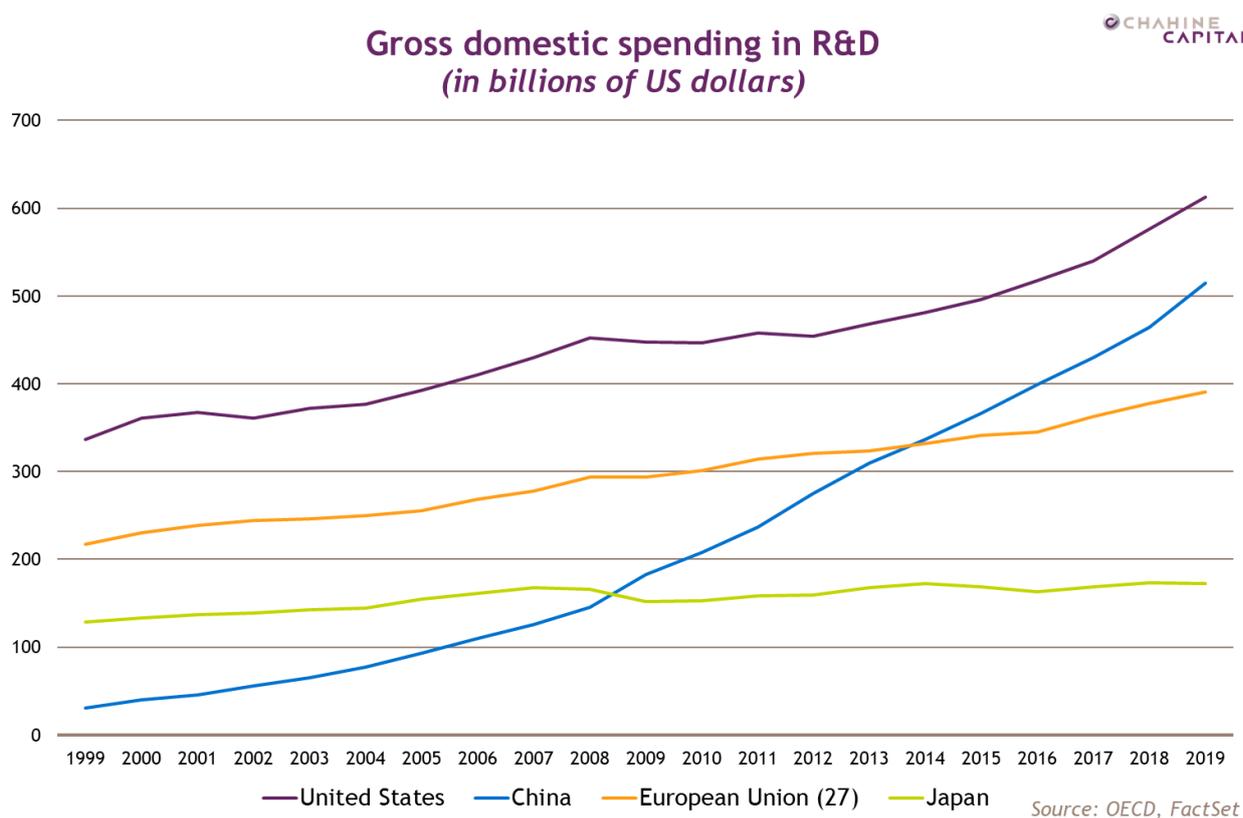


Depuis le retour à une certaine forme d'activisme de l'Etat chinois envers la Tech en novembre dernier, les cours des principales entreprises cotées du secteur (cf. graphique ci-dessus) ont fortement reflué au 1^{er} semestre 2021 (respectivement -32 %, -45 % et -40 % pour Alibaba, Baidu et Pinduoduo par rapport à leurs points hauts). Cet infléchissement fait toutefois suite à une solide phase d'expansion de la Tech vieille de deux ans, signe que la pression étatique a été très impactante dans le changement de tendance récent. Au regard du poids du secteur sur les marchés financiers locaux, les difficultés de ces fleurons de la Tech chinoise ont entraîné l'ensemble du MSCI Chine vers le bas : l'indice a connu ses plus hauts en février (à 129 \$), et a reperdu près de -20 % depuis.

Les pays occidentaux peuvent-ils conserver une avance technologique sur la Chine ?

La vision stratégique de long terme de la Chine, qui cherche à rattraper son retard technologique à marche forcée depuis 10 ans (comme a pu le montrer l'exemple de la 5G, par exemple), n'est pour autant pas remise en question par les récents événements : l'effort de R&D du pays est devenu considérable, avec des dépenses désormais plus de 15x supérieures à ce qu'elles étaient il y a 20 ans (cf. graphique ci-dessous). En termes de budget alloué à la R&D, la Chine a dépassé le Japon dès 2009 et les pays membres de l'Union européenne dans leur ensemble dès 2014, pour d'ailleurs s'approcher avec 500 Mds \$ de dépenses annuelles du leader historique mondial, les États-Unis, qui dépensent plus de 600 Mds \$ annuels.

R&D : la Chine continue de rattraper son retard à marche forcée





La donne est légèrement différente relativement au PIB : le Japon (avec 3,2 % de PIB consacrés à la R&D avant la crise de la Covid, en 2019) et les États-Unis (3,1 % du PIB) consacrent encore légèrement plus de moyens que la Chine (2,2 % du PIB), ce qui n'est en revanche plus le cas de la zone euro (2,1 % du PIB).

Face à l'inexorable ascension de la Chine dans un domaine à désormais forte consonance sécuritaire, les pays occidentaux tentent de créer un front technologique commun : en s'associant, leurs dépenses de R&D resteraient encore 2x supérieures à celles de la Chine... ce qui changerait invariablement la donne dans la « guerre commerciale *et technologique* » sino-américaine. Cette idée commence à germer dans les esprits des dirigeants américains et européens : le 15 juin 2021, le Conseil du commerce et des technologies (CCT, ou *TTC, Trade and Technology Council*) a été lancé à Bruxelles par Ursula von der Leyen et Joe Biden à l'occasion du Sommet EU-États-Unis. Il est officiellement question de promouvoir « l'approche démocratique du commerce et des technologies ».

Décliné en 7 principaux objectifs, le CCT est très ambitieux. Il recouvre bien sûr un partenariat commercial, sans surprise compte tenu de l'orientation des relations Chine-US depuis 2018. Mais il concerne plus largement une coopération internationale renforcée, notamment avec des investissements technologiques bilatéraux et une recherche qui se veut collaborative. Enfin, il s'étend jusqu'à l'édiction d'une norme technologique internationale, ce qui n'a rien d'évident étant donné le faible degré de maturité de la politique internationale et la réticence annoncée de la part de la Chine, ou encore de la Russie, pour une réglementation internationale à l'occidentale.

Au niveau géostratégique, il s'agit bien sûr aussi pour les États-Unis d'œuvrer à la conservation de leur leadership, même si cette nouvelle ère de collaboration avec l'Union européenne devra encore être confirmée dans les faits... Toujours est-il qu'il s'agit là d'un pas de plus vers la reformation de blocs (notamment avec le RCEP en Asie, surtout commercial quant à lui) qui ne sont pas sans faire penser à ceux du temps de la guerre froide.

Vers le retour d'une politique *antitrust* plus sévère aux États-Unis ?

En matière de politique antitrust, les États-Unis sont loin d'être novices et ne peuvent pas être qualifiés de « suiveurs » de la Chine sur ce point, même si l'Empire du Milieu a clairement affiché sa volonté de faire rentrer dans le rang leurs grands acteurs privés au cours des derniers mois.

Rappelons qu'à la fin du 19^{ème} siècle, en réponse à la formation de monopoles, les États-Unis avaient entamé un long processus de régulation ayant débuté en 1890 avec le *Sherman Anti-Trust Act*, puis en 1901 avec l'élection à la tête des États-Unis de Théodore Roosevelt, à la réputation de « Trust buster », ce dernier faisant preuve d'une hostilité assumée à l'encontre des *trusts* les plus défavorables aux consommateurs.

S'est ouvert alors une décennie de lutte durant laquelle plusieurs démantèlements avaient été tentés (dont la banque Morgan en 1904 par exemple) avant la première réelle application significative du *Sherman Act* en 1911, et le découpage en règle de la *Standard Oil*. Seuls quelques textes sont venus ensuite compléter la doctrine du pays concernant la lutte contre les monopoles : le *Clayton Act* ainsi que le *Federal Trade Commission Act*, tous deux en 1914.

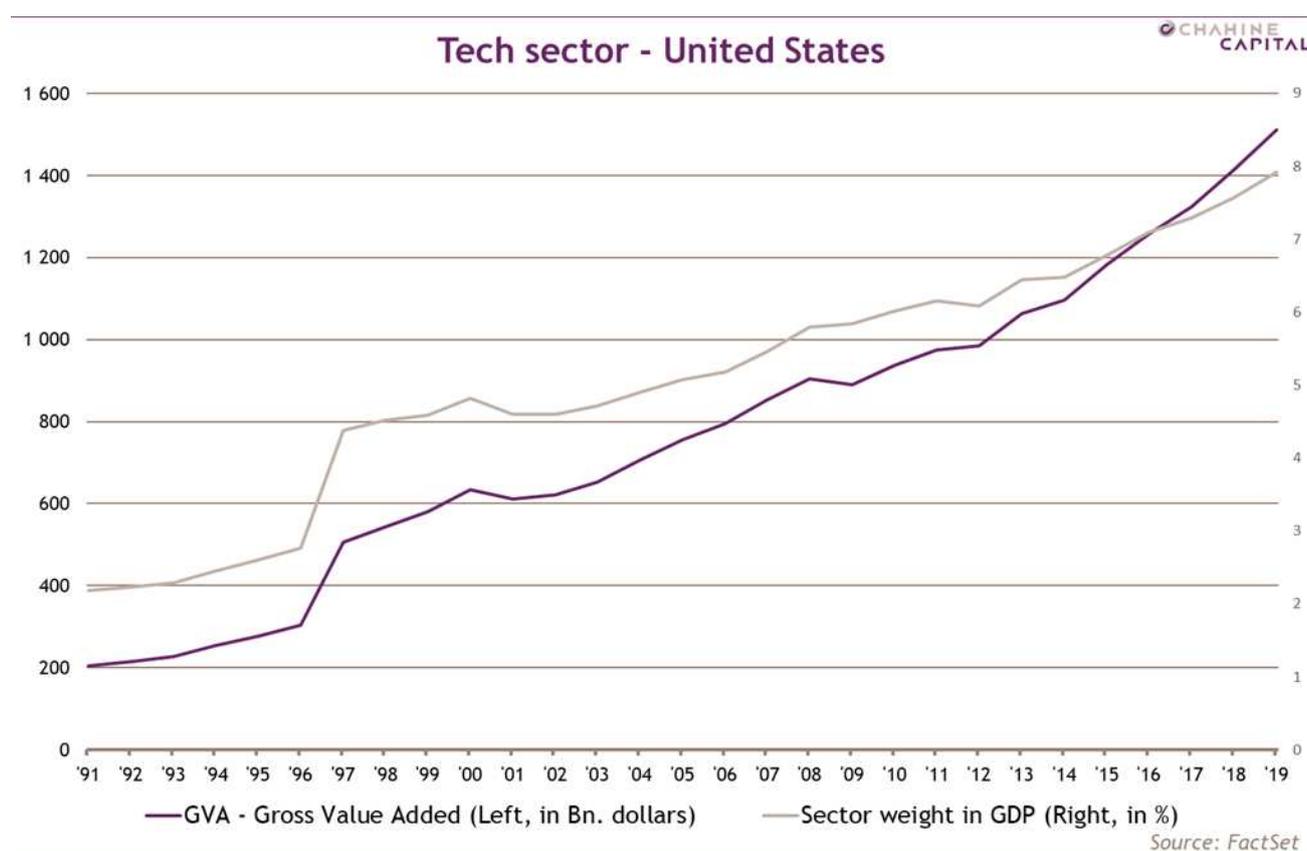
A l'époque, cette volonté de maîtriser les agents privés devenus si gros qu'ils devenaient des concurrents légitimes des États s'inscrivait dans une dynamique d'industrialisation rapide des États-Unis. Aujourd'hui, la donne est sensiblement la même, avec cette fois la numérisation à marche forcée de l'économie, la récente crise sanitaire ayant encore accéléré le processus.



Déjà du temps de Donald Trump les discours avaient commencé à fleurir concernant la nécessité d'encadrer ces nouveaux *trusts* des temps modernes, qui s'autorisent désormais à sortir de leur champ d'activité pour s'inviter dans le champ de l'opinion publique, de la morale ou de la politique. L'élection de Joe Biden n'a sur ce point rien changé, bien au contraire.

Aujourd'hui, la force de ces entités (les GAFAM), à la grande différence des acteurs Internet de la fin des années 90, provient d'abord de la supériorité de leur modèle économique (*cf.* plus loin la partie micro et le graphique ci-dessous) et surtout de leur puissance financière, plus que de leur avantage technologique. En effet, leur trésor de guerre leur permet aujourd'hui de racheter toute entreprise susceptible de les concurrencer directement, ou le plus souvent, d'innover.

La réussite économique du secteur de la Tech est stupéfiante



A ce titre, la récente nomination par Joe Biden de Lina Kahn comme présidente de la *Federal Trade Commission* (FTC), qui est l'autorité antitrust des États-Unis, n'est en rien un hasard. Son mandat commencera à la rentrée et son orientation sera ouvertement *antitrust*. L'intéressée est en effet connue pour sa conviction *antitrust* et sa critique des GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft), souvent en situation de quasi-monopoles, voire parfois en monopoles.



En préparation, un corpus législatif de cinq lois *antitrusts* vient d'ailleurs d'être dévoilé par la Chambre des représentants des États-Unis pour réguler les pratiques des géants de la Tech et accorder une plus grande autorité au régulateur. Celui-ci comprend les projets de loi suivants, ayant chacun des finalités complémentaires :

- L' "*American Innovation and Choice Online Act*" : interdire aux géants de la Tech de préférer leurs propres produits sur leurs plateformes ;
- Le "*Platform Competition and Opportunity Act*" : interdire l'acquisition des menaces concurrentielles par les plateformes dominantes ;
- L' "*Ending Platform Monopolies Act*" : limiter la capacité des plateformes dominantes à tirer parti de leur contrôle de plusieurs secteurs d'activité ;
- L' "*Augmenting Compatibility and Competition by Enabling Service Switching (ACCESS) Act*" : encourager la concurrence en ligne, abaisser les barrières à l'entrée dans le numérique et exiger l'interopérabilité et la portabilité des données ;
- La "*Merger Filing Fee Modernization Act*" : augmenter les frais de dossier payés aux agences *anti-trust* pour l'examen des fusions.

Mais bien que ce programme législatif soit bipartisan (chacun des projets de loi est porté conjointement par un Démocrate et un Républicain), un fort activisme des lobbies du numérique a d'ores et déjà vu le jour... A l'image de ce qui s'était passé au début du XX^{ème} siècle, il est probable que la décennie à venir soit celle de la création d'un nouveau cadre réglementaire, législatif et fiscal s'imposant à ces nouveaux *trusts* du XXI^{ème} siècle.

Le programme législatif *antitrust* intervient alors que plusieurs géants de la Tech (au premier rang desquels Google mais aussi Amazon et Facebook) font déjà l'objet d'enquêtes pour pratiques non concurrentielles, des deux côtés de l'Atlantique pour certaines. Leur axe de défense consiste à faire valoir que de nombreux services chers aux ménages et aux entreprises vont être remis en question par ces lois. De plus, les géants technologiques soutiennent qu'ils seraient, le cas échéant, excessivement exposés à la concurrence internationale, et qu'avec la crise de la Covid, le timing n'est pas le bon. A ce titre, les grands groupes ont demandé le report des audiences législatives par l'intermédiaire de leurs soutiens politiques, principalement des Démocrates « centristes » (dont surtout Nancy Pelosi), pour avoir le temps de préciser leurs objections.

Pas sûr pour autant que leurs arguments convainquent les législateurs américains... D'autant plus que la politique *antitrust* trouve un fort écho au sein même du secteur de la Tech, parmi les plus petites entreprises ayant jusqu'alors beaucoup de peine à pérenniser leur modèle économique et voyant dans ces projets de loi un moyen de percer à leur tour.

Le vent de l'histoire semble avoir tourné en défaveur des monopoles de la Tech qui se retrouvent à la confluence de dynamiques susceptibles de l'emporter sur leur influence économique et politique :

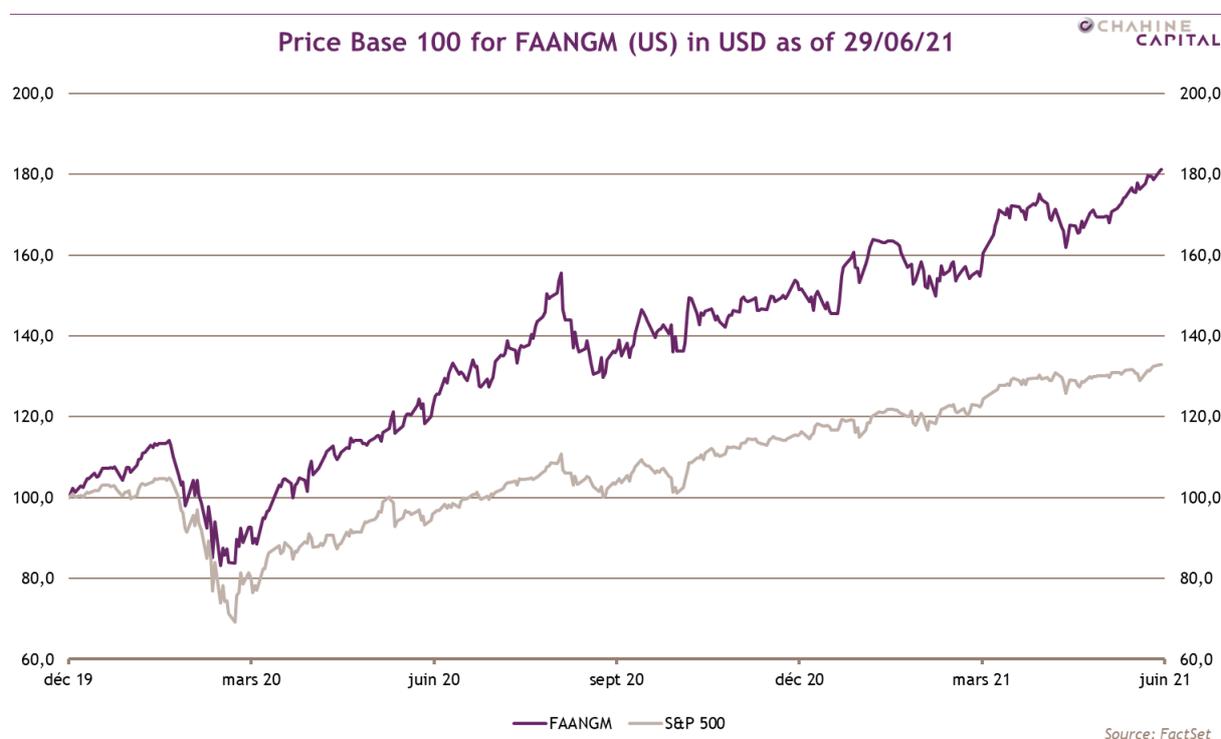
- La politique intérieure américaine : le nouveau président Biden souhaite des « règles du jeu [économiques] plus équitables » et la nouvelle politique réglementaire en question semble devoir compléter sa politique fiscale déjà annoncée.
- La politique extérieure : la démarche *antitrust* de la Chine mettrait les États-Unis dans une posture internationale délicate si ces derniers refusaient de réguler leur secteur technologique à leur tour.
- L'agenda de la sécurité nationale (qui ne doit jamais être sous-estimé dans l'opinion américaine) : avec la menace grandissante des conflits numériques, il sera toujours moins acceptable pour les citoyens de voir des géants technologiques plus ou moins indépendants des autorités étatiques. Le



projet de loi “*American Cybersecurity Literacy Act*” a d’ailleurs pour vocation de rendre obligatoire la formation des utilisateurs américains d’Internet à la lutte contre les cybermenaces.

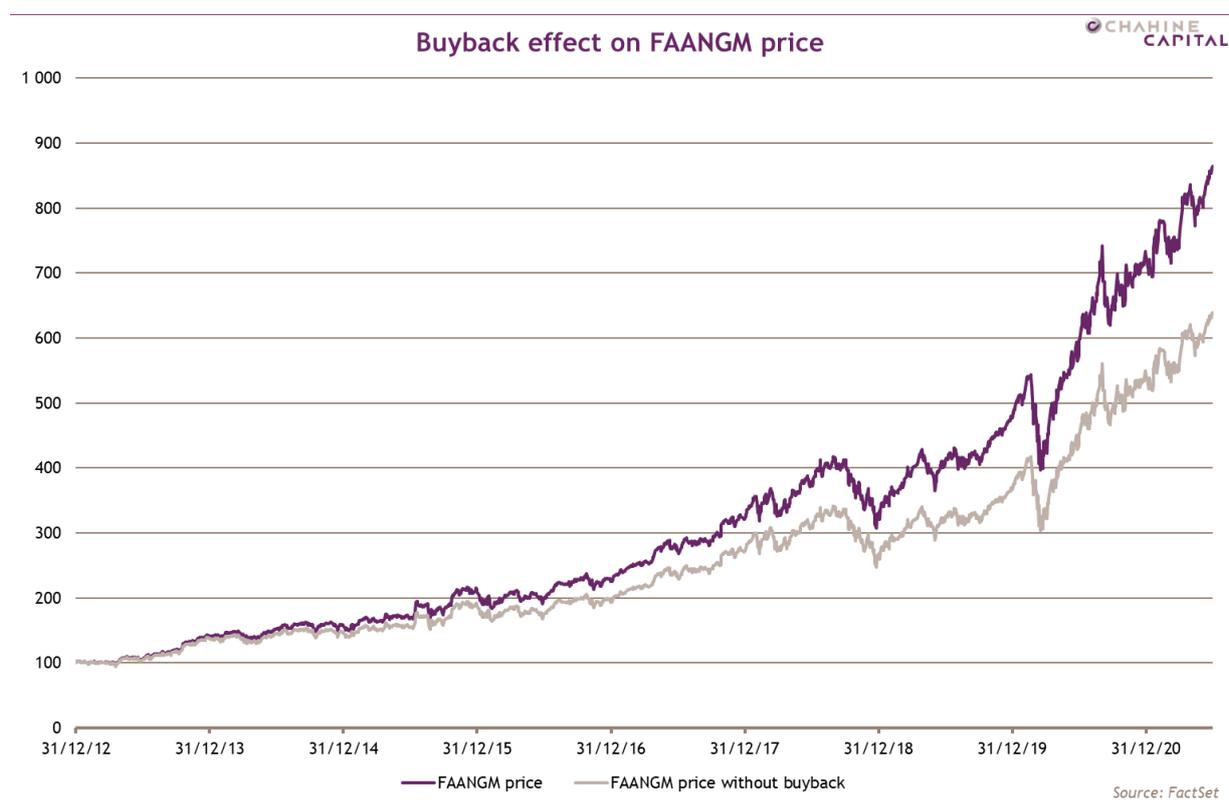
Fort de ces vents contraires qui ne risquent pas de s’estomper, faut-il dès à présent signifier la fin des Techs en bourse, qu’elles soient chinoises ou américaines ? Nous ne croyons pas. En effet, si le potentiel d’appréciation est évidemment largement entamé par les dix dernières années de formidable hausse, cela ne signifie pas pour autant que ces entreprises vont s’effondrer. Le scénario le plus probable à court et moyen termes est plutôt celui d’une oscillation de ces valeurs proches de leur niveau actuel (soit le maintien à des niveaux de valorisation élevés), voire la poursuite d’une tendance légèrement haussière à l’image de ce qui se passe depuis le début de l’année, tant que les règles du jeu n’auront pas fondamentalement changé, ce qui prendra inévitablement (beaucoup) de temps. Surtout que tant que les niveaux de profitabilité de ce secteur resteront sur de tels niveaux (25 % de taux de marge en agrégé si l’on exclut Amazon), les politiques de rachat d’actions continueront de soutenir les cours boursiers à terme comme c’est le cas depuis 10 ans : pour mémoire, 35 % de la hausse de FAANGM enregistrée depuis 2012 (+860 %) sont la conséquence des politiques de rachat d’actions implémentées chaque année (cf. 2nd graphique ci-dessous).

Après une surperformance fantastique en 2020, les FAANGM devraient évoluer en ligne avec le S&P-500





Les rachats d'actions de FAANGM ont boosté la performance de près de 35 % leurs cours de bourse depuis 2012



Un deuxième trimestre 2021 qui devrait être encore mieux orienté que le premier

Les bonnes nouvelles sur le front de la microéconomie continuent d'affluer, de telles prévisions de croissances bénéficiaires n'ayant plus été observées depuis bien longtemps : les analystes tablent sur une croissance agrégée des bénéfices pour l'ensemble du S&P 500 de +62,8 % pour le T2 2021, soit la plus forte hausse observée depuis la crise des *subprimes* et le rebond connu lors du T4 2009 (+108,9 % à l'époque). Rappelons que le T1 2021 s'était terminé sur une croissance agrégée des bénéfices pour l'ensemble du S&P 500 de +52,5 %. Finalement, l'ensemble de l'année 2021 devrait se terminer par une hausse de +35,2 % des profits, ce qui amènerait les bénéfices agrégés du S&P 500 15 % au-delà des points hauts de 2019, effaçant allégrement le trou d'air de 2020 lié à la Covid-19.



On ne peut plus parler de rattrapage côté microéconomique

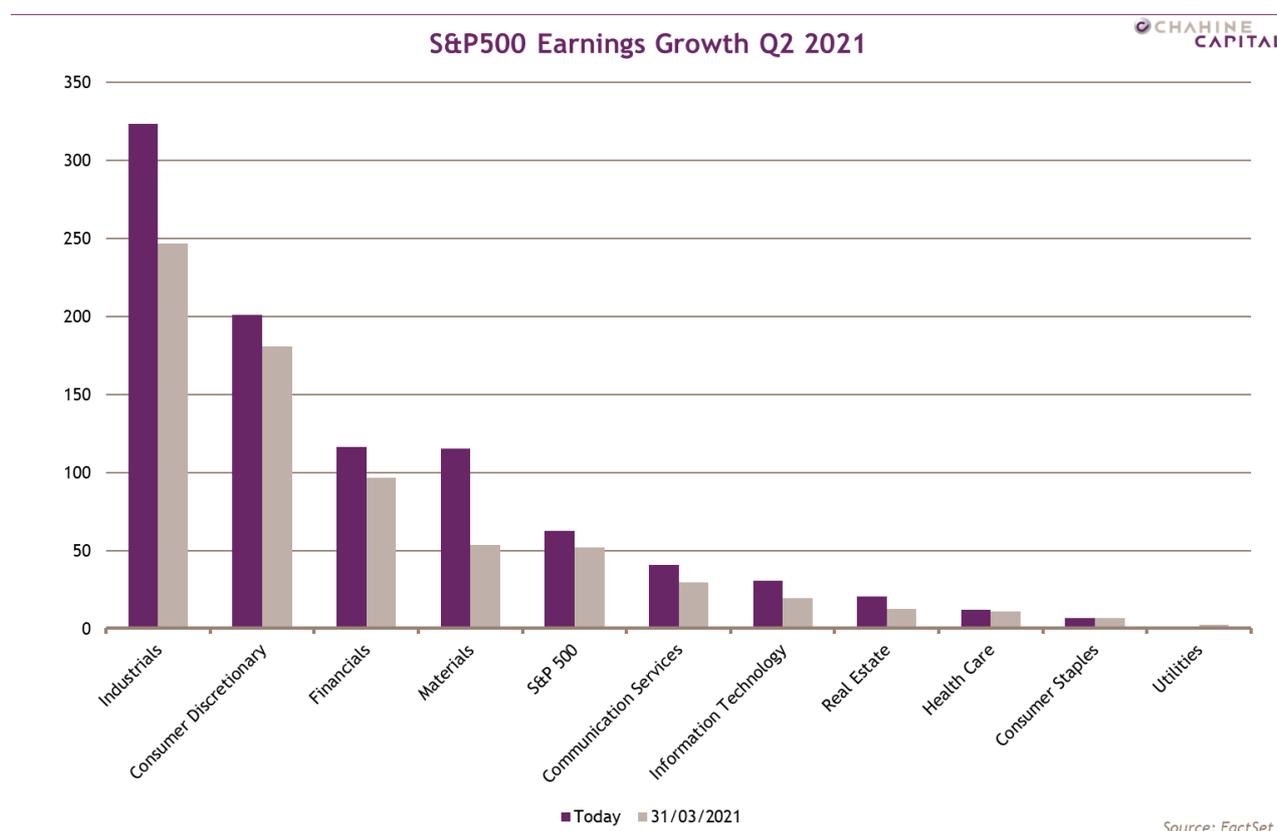


Au niveau sectoriel, les conclusions restent identiques depuis quelques mois : ce second trimestre - tout comme le trimestre précédent - fera la part belle aux secteurs ayant le plus souffert au cours de l'année 2020. En tête ce mois-ci, on trouve le rebond du secteur industriel pour lequel les analystes prévoient une hausse de +346,9 %. Les trois secteurs ayant tiré l'indice au cours du premier trimestre, à savoir le secteur financier, le secteur des biens de consommation cyclique (automobile, ...) ainsi que le secteur des matériaux continuent quant à eux d'afficher des croissances bénéficiaires à trois chiffres avec respectivement +116,3 %, +200,8 % et +115,1 % prévus pour le T2.

Comme depuis de nombreux mois, nous continuons de souligner le fait que les perspectives bénéficiaires du secteur de la Tech restent toujours très bien orientées (+30,6 % pour le T2 2021) à rebours des nombreux discours *bearish* qui fleurissent depuis de nombreuses semaines. Tant que les règles du jeu les concernant n'auront pas évolué dans les faits, nous estimons soutenables les niveaux de valorisation actuels, certes élevés, des acteurs du secteur, GAFAM en tête.



Le T2 reste dans la lignée du T1 avec le réveil du secteur industriel en sus



L'optimisme concernant la microéconomie américaine est renforcé par les premières communications des entreprises pour le T2 2021 : en effet, 66 sociétés ont publié des *positive guidance*¹ concernant leur croissance bénéficiaire soit un niveau record depuis que FactSet publie cette donnée (2006) tout en sachant que le précédent record date tout simplement du trimestre précédent. On notera également que les *negative guidance* sont relativement faibles : seules 37 sociétés ont publié des *negative guidance* alors que la moyenne au cours des 5 dernières années est de 63.

On notera de plus que la tendance perdure : sur les 66 sociétés qui avaient publié des *positive guidance* au T1 2021, 41 d'entre-elles (soit 62 %) ont également publié des *positive guidance* pour le trimestre en cours.

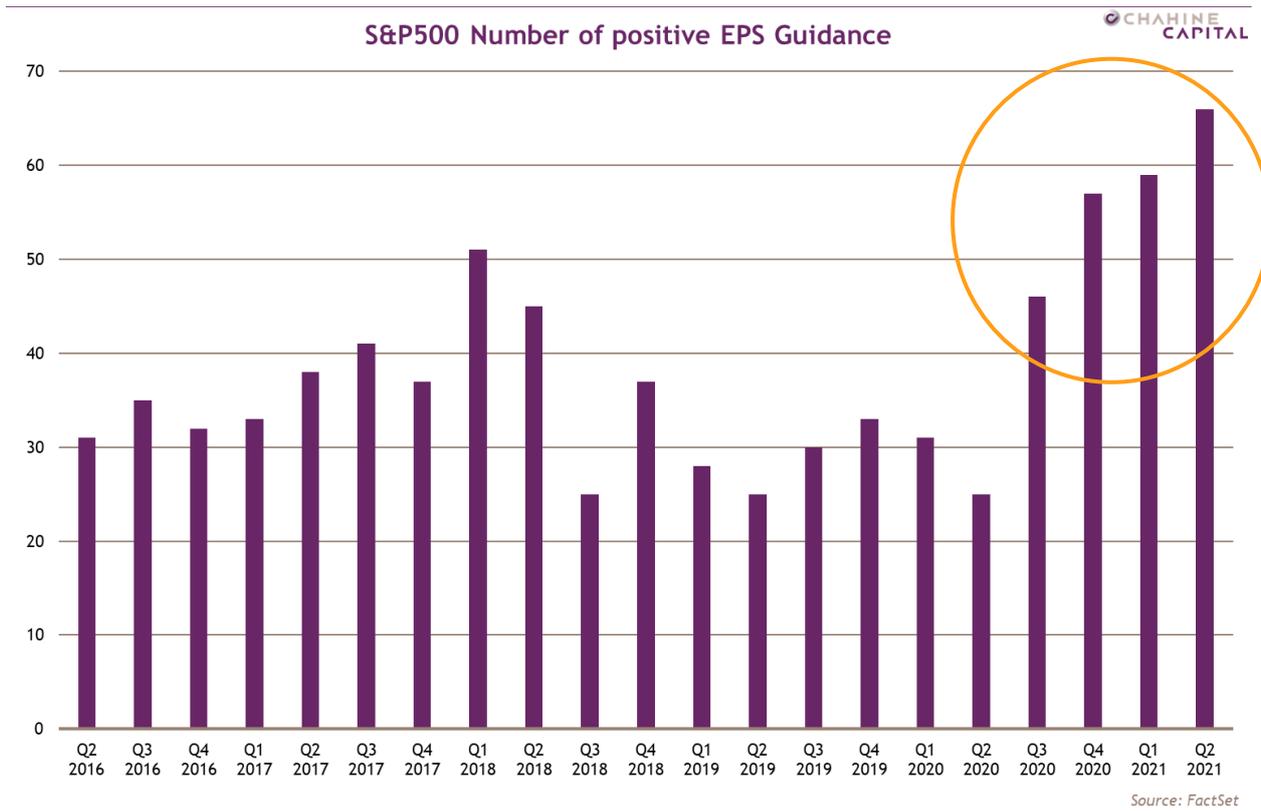
Au niveau sectoriel, le secteur de la Tech est celui qui présente le plus grand nombre de *positive guidance* avec respectivement 28 *positive guidance* concernant les bénéfices et 44 *positive guidance* concernant le chiffre d'affaires. Et sur les 28 sociétés ayant publié des *positive guidance* concernant leurs bénéfices, 96 % d'entre-elles ont également publié des *positive guidance* concernant leur chiffre d'affaires.

Les investisseurs ne s'y sont d'ailleurs pas trompés : à l'encontre des idées reçues et du discours *Value ambient*, le secteur de la Tech affiche la 4^{ème} performance sectorielle depuis la fin du T1 (+9,6 % pour le secteur de la Tech depuis le 31 mars contre +7,4 % pour le S&P 500).

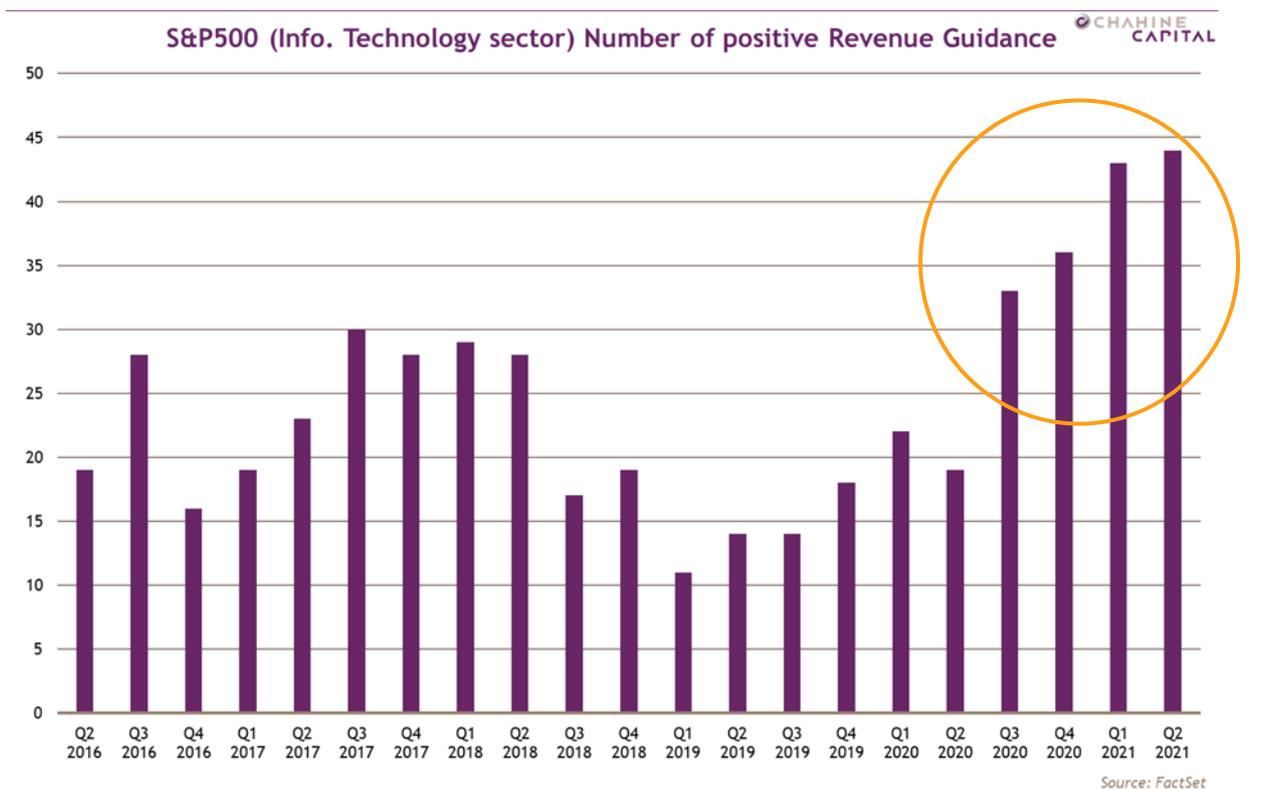
¹ Pour rappel, une *positive guidance* correspond à une préannonce de croissance bénéficiaire qui sera supérieure à la moyenne du consensus (le jour de cette annonce), et à l'inverse une *negative guidance* sera ainsi inférieure à la moyenne du consensus.



Les positive guidance atteignent des niveaux records



La très bonne tenue du secteur de la Tech continue





Vous l'avez compris, l'année 2021 devrait être une excellente année du côté microéconomique et il est peu probable que des déceptions se matérialisent avant la fin d'année au vu de la dynamique macroéconomique actuelle soutenue par une diminution importante des contraintes sanitaires.

Il est toutefois important de prendre de la hauteur concernant la suite. D'abord, la moyenne de la croissance bénéficiaire du S&P 500 au cours des 5 dernières années n'a atteint que +4,1 %, soit beaucoup moins que les croissances à 2 chiffres attendues aujourd'hui par les analystes pour 2022 (+11,6 %), voire 2023 (+9,1 %). Cela peut être le signe d'un optimisme désormais excessif concernant les attentes futures. D'autant qu'il faut oublier qu'en début de trimestre, les analystes ont tendance à surestimer les bénéfices réellement publiés de l'ordre de 3,4 % (en moyenne sur les 20 derniers trimestres) et de 4,0 % (en moyenne sur les 40 derniers trimestres). La tendance actuelle de sous-estimation ne devrait pas perdurer outre-mesure et devrait disparaître une fois l'effet de base post Covid-19 passé (dès 2022).

Les niveaux de croissance bénéficiaires devraient selon nous retrouver un rythme de progression proche de sa moyenne à partir de 2023. En effet, comme nous le rappelons depuis de nombreux mois, 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, dans un contexte où une réforme fiscale d'envergure est probable dans les années à venir.

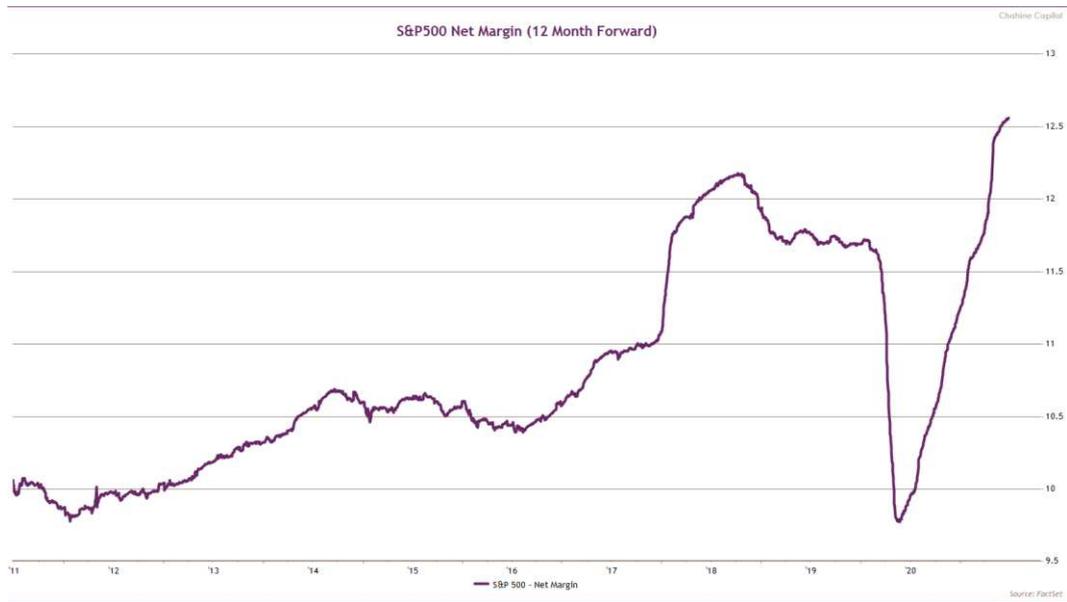
Les croissances bénéficiaires attendues sur long terme continuent d'augmenter et nous paraissent inatteignables même à périmètre constant



En effet, si la réforme fiscale devenait effective, il serait illusoire d'espérer que les taux de marge des entreprises américaines se maintiennent au niveau record actuel (sur les 12 prochains mois, la marge nette agrégée des sociétés composant le S&P 500 ressort à 12,6 %, du jamais vu !). Cependant, il semble pour le moment peu probable que cette réforme voit le jour avant 2023 au vu des divergences au sein même du clan démocrate sur le sujet.



Les marges nettes se stabilisent sur des records historiques





Conclusions

La rocambolesque « disparition » de Jack Ma, président-fondateur d'Alibaba, durant plusieurs mois constitue certainement l'épisode le plus épique de la lutte actuelle du Parti Communiste Chinois pour garder la mainmise sur son secteur technologique ! Depuis lors, les faits marquants se succèdent dans le secteur de la Tech chinoise : l'annulation de l'introduction en bourse d'Ant Group, l'interdiction du Bitcoin et le bannissement de l'activité de minage des cryptomonnaies, etc. La vision stratégique de long terme de la Chine qui cherche à rattraper son retard technologique (comme a pu le montrer l'exemple de la 5G, par exemple) n'est pour autant pas remise en question par les récents événements : l'effort de R&D du pays est devenu considérable, avec des dépenses désormais plus de 15x supérieures à ce qu'elles étaient il y a 20 ans.

Face à l'inexorable ascension de la Chine dans un domaine à désormais forte consonance sécuritaire, les pays occidentaux tentent de créer un front technologique commun : en s'associant, leurs dépenses de R&D resteraient encore 2x supérieures à celles de la Chine... ce qui changerait invariablement la donne dans la « guerre commerciale et technologique » sino-américaine. Au niveau géostratégique, il s'agit bien sûr aussi pour les États-Unis d'œuvrer à la conservation de leur *leadership*, même si cette nouvelle ère de collaboration avec l'Union européenne devra encore être confirmée dans les faits... Toujours est-il qu'il s'agit là d'un pas de plus vers la reformation de blocs (notamment avec le RCEP en Asie, surtout commercial quant à lui) qui ne sont pas sans faire penser à ceux du temps de la guerre froide.

En matière de politique *antitrust*, les États-Unis sont pourtant loin d'être novices et ne peuvent pas être qualifiés de « suiveurs » de la Chine sur ce point, même si ces derniers semblent avoir accéléré dans leur volonté de faire rentrer dans le rang leurs grands acteurs privés. Déjà du temps de Donald Trump les discours avaient commencé à fleurir concernant la nécessité d'encadrer ces nouveaux trusts des temps modernes (les GAFAM), qui s'autorisent désormais à sortir de leur champ d'activité pour s'inviter dans le champ de l'opinion publique, de la morale ou de la politique. L'élection de Joe Biden n'a sur ce point rien changé, bien au contraire... Les années à venir seront riches en événements de ce côté-là.

Les bonnes nouvelles sur le front de la microéconomie continuent d'affluer, de telles prévisions de croissances bénéficiaires n'ayant plus été observées depuis bien longtemps : les analystes tablent sur une croissance agrégée des bénéfices pour l'ensemble du S&P 500 de +62,8 % pour le T2 2021, soit la plus forte hausse observée depuis la crise des *subprimes* et le rebond connu lors du T4 2009 (+108,9 % à l'époque). Rappelons que le T1 2021 s'était terminé sur une croissance agrégée des bénéfices pour l'ensemble du S&P 500 de +52,5 %. Finalement, l'ensemble de l'année 2021 devrait se terminer par une hausse de +35,2 % des profits, ce qui amènerait les bénéfices agrégés du S&P 500 15 % au-delà des points hauts de 2019, effaçant allégrement le trou d'air de 2020 lié à la Covid-19.

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 notamment aux États-Unis avec respectivement +11,6 % et +9,1 % en 2022 et 2023.

Michaël Sellam



STRATEGY OVERVIEW

CHAHINE
CAPITAL

Data as of 30/06/21	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%	10,95%	15,04%	18,2 x	20,7 x	13,38%	53,94%	-19,54%	1,84%	0,0%	0,3%
United States	54,7%	14,03%	20,22%	21,6 x	24,5 x	13,36%	50,01%	-15,59%	1,34%	0,7%	0,9%
Japan	7,6%	-0,15%	11,46%	15,4 x	17,4 x	13,14%	26,31%	-8,89%	2,07%	0,6%	1,4%
Eurozone	10,9%	10,46%	8,66%	16,6 x	19,3 x	16,00%	72,14%	-38,91%	2,49%	-1,1%	-0,2%
Europe	20,0%	10,21%	7,19%	16,6 x	18,9 x	14,13%	65,92%	-37,12%	2,63%	-0,9%	-0,3%
Austria	0,2%	17,19%	-3,26%	11,2 x	12,6 x	13,41%	83,02%	-41,33%	3,18%	-0,2%	-0,1%
Belgium	0,4%	6,80%	-2,41%	18,7 x	21,2 x	13,52%	24,60%	-25,04%	2,46%	-0,3%	0,2%
Denmark	0,7%	7,57%	40,90%	25,2 x	25,4 x	0,94%	36,16%	-7,16%	1,64%	-1,5%	0,6%
Finland	0,4%	7,73%	27,09%	19,4 x	21,6 x	11,53%	21,91%	-13,69%	2,73%	-1,6%	-1,8%
France	3,7%	13,70%	6,34%	18,2 x	22,0 x	20,85%	135,65%	-55,01%	2,31%	-1,2%	-1,4%
Germany	2,9%	9,03%	13,28%	15,1 x	16,9 x	12,53%	57,33%	-20,06%	2,50%	-1,0%	0,5%
United Kingdom	4,0%	10,35%	-8,98%	13,8 x	15,6 x	12,91%	80,15%	-45,74%	3,36%	-0,5%	-0,3%
Ireland	0,1%	9,62%	11,11%	18,8 x	32,8 x	74,55%	12323,66%	-105,07%	1,12%	-1,8%	2,5%
Italy	0,9%	10,72%	1,91%	13,2 x	15,4 x	16,86%	42,51%	-41,55%	3,59%	0,3%	0,8%
Netherlands	1,3%	11,69%	21,86%	20,9 x	22,1 x	5,32%	66,43%	-27,01%	1,51%	-2,3%	2,0%
Norway	0,4%	9,66%	5,88%	15,8 x	18,1 x	15,37%	148,95%	-55,05%	3,12%	2,6%	3,0%
Spain	0,8%	4,61%	-4,61%	15,1 x	18,2 x	20,51%	47,96%	-42,67%	3,40%	-1,1%	-0,6%
Sweden	1,4%	14,33%	31,77%	20,2 x	21,4 x	6,31%	71,21%	-38,42%	2,28%	-1,7%	-1,6%
Switzerland	2,5%	7,80%	10,73%	19,2 x	22,0 x	14,62%	17,55%	-7,90%	2,50%	-1,2%	-1,3%
Europe / Commercial Services	0,5%	9,47%	3,13%	20,7 x	25,7 x	24,64%	52,38%	-29,30%	1,79%	-1,4%	-4,1%
Europe / Communications	0,5%	7,62%	-3,23%	14,8 x	16,8 x	13,17%	-21,34%	4,86%	4,25%	-2,6%	-2,0%
Europe / Consumer Durables	0,9%	21,49%	18,46%	9,9 x	11,3 x	13,97%	230,23%	-58,41%	3,15%	-0,1%	1,1%
Europe / Consumer Non-Durable	3,3%	12,31%	8,89%	24,0 x	27,1 x	12,96%	22,52%	-21,01%	1,98%	-1,6%	-1,5%
Europe / Consumer Services	0,4%	11,08%	-1,65%	21,8 x	61,2 x	180,79%	281,27%	-122,57%	1,70%	-0,6%	0,1%
Europe / Distribution Services	0,2%	12,65%	22,70%	21,2 x	24,7 x	17,14%	37,54%	-15,06%	1,76%	-0,9%	-0,4%
Europe / Electronic Technology	0,8%	11,83%	8,85%	21,2 x	27,4 x	29,10%	138,27%	-51,12%	1,14%	-0,8%	-0,3%
Europe / Energy Minerals	0,7%	12,60%	-27,63%	10,1 x	11,3 x	11,86%	3132,33%	-113,42%	4,77%	1,1%	2,4%
Europe / Finance	3,6%	10,64%	-5,87%	11,6 x	12,6 x	9,33%	51,45%	-34,63%	3,88%	-1,6%	-1,0%
Europe / Health Services	0,2%	12,16%	12,06%	22,0 x	24,7 x	12,35%	17,26%	-0,81%	1,47%	-1,7%	-2,0%
Europe / Health Technology	2,3%	8,58%	8,87%	20,1 x	23,0 x	14,06%	6,46%	-0,97%	2,19%	-1,5%	-2,0%
Europe / Industrial Services	0,3%	5,07%	-9,31%	14,0 x	17,8 x	26,69%	98,74%	-51,22%	2,91%	-2,9%	-2,2%
Europe / Miscellaneous	0,0%	17,62%	33,67%	7,9 x	8,3 x	4,54%	118,64%	-81,20%	5,52%	-2,2%	-2,2%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	16,87%	17,23%	10,5 x	8,5 x	-19,16%	100,84%	27,70%	5,28%	5,1%	6,8%
Europe / Process Industries	0,8%	6,99%	17,61%	19,2 x	20,9 x	8,80%	36,79%	-13,99%	2,45%	-1,6%	-0,8%
Europe / Producer Manufacturin	1,8%	13,49%	31,52%	21,5 x	25,8 x	19,92%	84,86%	-32,20%	1,61%	-1,0%	-1,1%
Europe / Retail Trade	0,6%	6,01%	21,69%	22,3 x	29,4 x	30,52%	72,24%	-24,69%	1,90%	-2,7%	-3,6%
Europe / Technology Services	1,0%	2,21%	23,86%	27,0 x	31,6 x	16,81%	16,72%	-5,85%	0,79%	-4,6%	-1,9%
Europe / Transportation	0,6%	23,61%	3,88%	19,4 x	57,5 x	196,17%	125,63%	-255,23%	1,99%	6,2%	19,6%
Europe / Utilities	0,9%	-7,71%	24,35%	16,3 x	17,7 x	8,68%	10,49%	-17,22%	3,94%	-1,7%	-2,3%



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.