

Décembre 2021

COP-26 : l'émergence d'un marché international du carbone

Conclusions

Si le nouveau variant Omicron fait désormais la une des journaux, faisant resurgir le spectre d'un nouvel épisode de la crise sanitaire, le mois de novembre a été marqué par le relatif échec de la COP26. En effet, la 26^{ème} conférence des Nations unies sur les changements climatiques a bien failli se solder par un véritable fiasco. En cause, l'épineuse question du charbon comme source d'énergie alternative au gaz naturel dont les prix ont augmenté de +130 % depuis le début de l'année...

Concomitante avec la COP26, la récente envolée des cours du charbon à l'international a surpris bon nombre de commentateurs par son ampleur. De plus, beaucoup d'entre eux n'imaginaient tout simplement plus possible qu'une ressource souvent décrite comme ressortant « du passé », et généralement considérée comme « sans avenir », puisse s'inscrire à nouveau dans une perspective historique au regard de la prise de conscience mondiale des problématiques climatiques.

Pour le moment, l'arme principale de la lutte contre les émissions de gaz à effet de serre consiste en la mise en place d'un marché du Carbone, qui hormis en Europe a pour le moment eu bien du mal à s'imposer au niveau mondial. Et si le levier le plus efficace était ailleurs, à savoir dans la capacité de la finance a orienté les flux financiers vers les acteurs les plus vertueux, au travers des critères « ESG » (environnementaux, sociaux et de gouvernance), qui trouvent leur origine dans les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) de 2006 ? Si pendant longtemps la discrimination ESG a paru secondaire, ce n'est désormais clairement plus le cas, la plupart des investisseurs institutionnels en ayant désormais fait une condition nécessaire pour investir. On dénombre ainsi près de 4.000 signataires des PRI dont les fonds sont potentiellement labélisables au regard des critères ESG. Et l'encours sous gestion des fonds concernés a dépassé cette année 120 Trilliards \$ en 2021, nouveau record ! Fort de cet engouement, la finance va-t-elle jouer un rôle moteur dans les changements de modèles permettant de limiter le changement climatique ? Tout dépendra de la crédibilité des critères utilisés et de la capacité des marchés à ne pas tomber dans le *Green Washing*.

La saison de publication des résultats du T3 aux Etats-Unis étant désormais terminée (97,5 % des sociétés composant le S&P 500 ont publié au moment où nous écrivons ces lignes), nous pouvons aisément la qualifier d'exceptionnelle ! Les profits affichés ont largement dépassé les attentes des analystes avec +39,6 % de croissance bénéficiaire (contre seulement +28,5 % attendu fin septembre dernier). La tendance a été la même en ce qui concerne le chiffre d'affaires, avec une progression de +17,8 % (contre +14,9 % attendus en septembre dernier) soit la seconde plus forte hausse depuis que FactSet fournit cette donnée (2008).

Tous les signaux semblent donc au vert concernant les entreprises américaines, les investisseurs se réjouissant évidemment de cette situation ayant permis aux marchés actions américains de poursuivre leur hausse et d'enchaîner les plus hauts historiques, même si les récentes craintes liées au nouveau variant Omicron et aux mesures de restriction pour lutter contre la 5^{ème} vague ont depuis fait refluer les indices larges américains qui ont terminé le mois de novembre quasiment flat (-0,8 % pour le S&P 500) quand les places boursières européennes ont plus largement reculé (-3,3 % pour l'indice Euro Stoxx). Dans cette veine, les taux à 30 ans ont reflué de 20bp aux Etats-Unis et de 10bp en Europe, soulageant ainsi les investisseurs quant à la soutenabilité des niveaux de valorisation toujours élevés selon les normes historiques.

Conséquence de la bonne tenue microéconomique et de l'amélioration des conditions de financement, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste toujours possible sur les marchés américains. Au contraire, les actions européennes paraissent aujourd'hui sous-cotées quel que soit le scénario envisagé, avec un potentiel d'appréciation atteignant environ +15 %. Comme le mois dernier, nous surpondérons donc toujours les actions européennes par rapport aux actions américaines.

Michaël Sellam



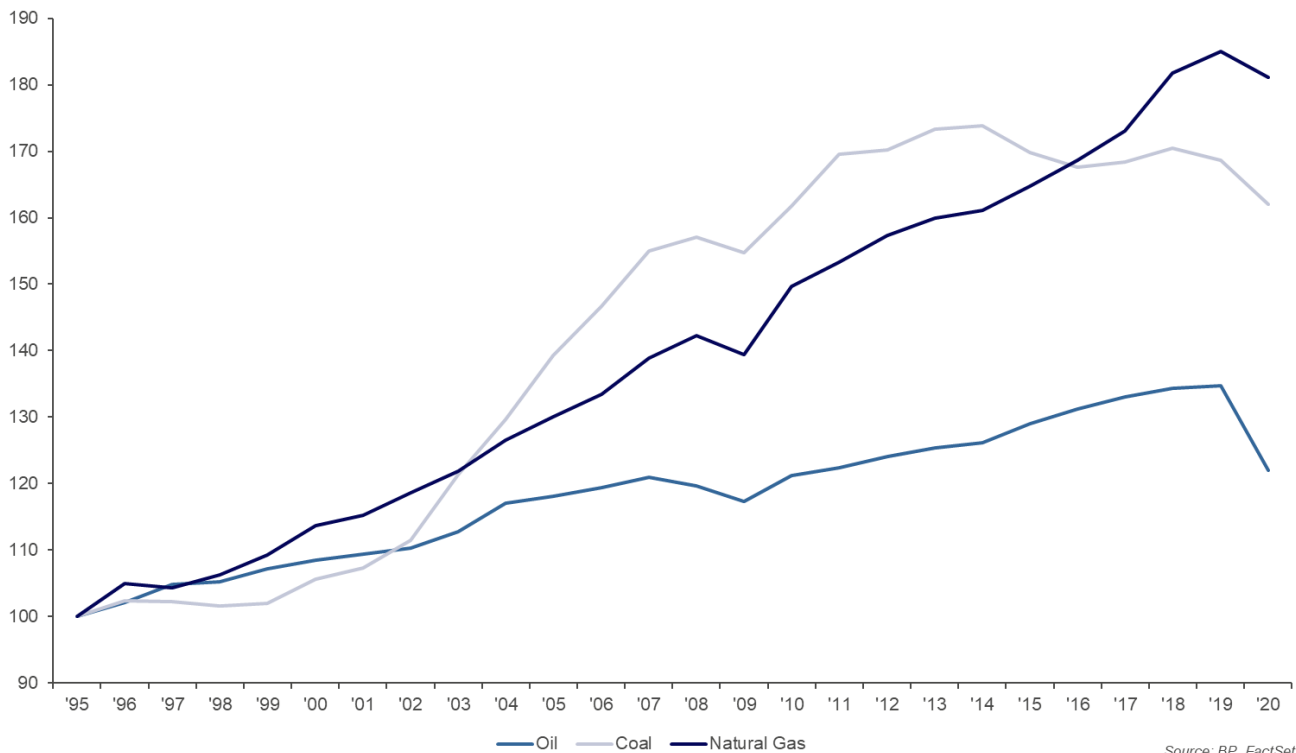
La question du charbon manque de peu de torpiller la COP26

Si le nouveau variant Omicron fait désormais la une des journaux, faisant resurgir le spectre d'une crise sanitaire dévastatrice à bien des égards, le mois de novembre a été marqué par le relatif échec de la COP26. En effet, la 26^{ème} conférence des Nations unies sur les changements climatiques, qui s'est tenue du 1^{er} au 13 novembre à Glasgow, a bien failli se solder par un véritable fiasco, en dépit de la volonté de plus en plus affirmée des populations partout dans le monde du virage à prendre sur ce plan. En cause, l'épineuse question du charbon comme source d'énergie alternative au gaz naturel dont les prix ont augmenté de +130 % depuis le début de l'année... Le problème majeur de cette ressource non renouvelable réside dans le fait que pour produire la même quantité d'énergie, le charbon est presque 2x plus émetteur de CO₂ que le gaz. En outre, la particularité du charbon est d'être extrêmement polluant à la fois au moment de son extraction (pollution des sols et de l'eau) et lors de sa combustion en centrale thermique (pollutions atmosphériques).

Pour ces raisons, la plupart des États participants à la COP26 souhaitaient en limiter drastiquement l'usage, mais la Chine (premier producteur mondial avec 2 Milliards de Tep¹ produites par an) et l'Inde (deuxième producteur mondial, mais loin derrière l'empire du Milieu avec environ 280 Millions de Tep par an) se sont finalement opposées à un accord jugé trop contraignant en la matière. A nouveau, la question géopolitique est donc revenue sur le devant de la scène, alimentant encore un peu plus les craintes quant à la nature des relations internationales dans le futur, notamment entre la Chine et le reste du monde.

Avec l'envolée des prix du gaz, la consommation de charbon pourrait bien repartir à la hausse... scénario noir pour les participants de la COP26 !

Non-renewable energy consumption since the Kyoto Protocol - World
(1995:1 = 100)



¹ Tonne équivalent pétrole : équivaut approximativement à 1,5 tonne de charbon de bonne qualité (ainsi qu'à 1100 m³(n) de gaz naturel).



La décennie 2010 a pourtant été encourageante sur ce plan : la consommation mondiale de charbon a d'abord ralenti dans la première partie de la décennie avant de commencer à s'infléchir à partir de 2014 (cf. graphique ci-dessus) : sur les 5 années qui ont précédé la crise de la Covid, elle a ainsi diminué de -2,9 %, là où les consommations de pétrole et de gaz ont respectivement progressé de +6,8 % et de +14,8 %. Les défenseurs de la cause environnementale auraient bien voulu voir dans cette baisse une tendance de long terme, voire un acquis définitif. Mais désormais, la vision stratégique des pays où la production charbonnière est la plus importante remet profondément cette dynamique en cause.

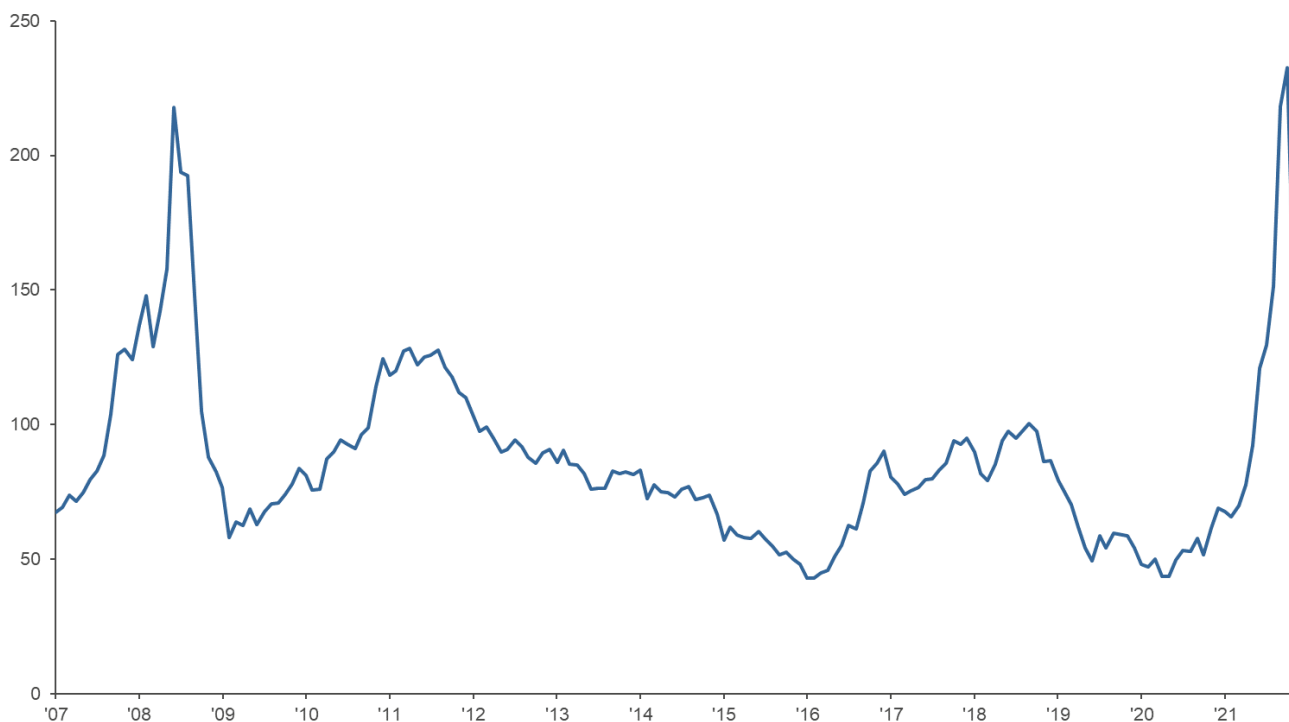
De plus, les pays producteurs de charbon en sont aussi les plus gros consommateurs : la Chine et l'Inde n'ont nullement l'intention d'exporter leurs productions, ces deux pays étant conscients que l'accessibilité de l'énergie est une condition nécessaire pour poursuivre leur développement économique. Au T3-2021, la Chine en a exporté seulement 0,14 Million de Tep (en somme annuelle) et l'Inde, 0,47 Millions de Tep. Évidemment, cela ne représente que quelques millièmes de leurs productions ! Ces dernières étant spécialement destinées à soutenir leurs économies domestiques et à protéger la compétitivité relative de leurs entreprises à travers un approvisionnement énergétique sans contrainte (à l'image des pétrole et gaz de schistes aux Etats-Unis de la décennie 2010), l'évolution du prix du charbon à l'international n'aura que très peu d'incidence sur les quantités consommées... donc sur les émissions de CO2 associées !

Les cours du charbon au plus haut depuis plus de 10 ans

Concomitante avec la COP26, la récente envolée des cours du charbon à l'international a surpris bon nombre de commentateurs par son ampleur. De plus, beaucoup d'entre eux n'imaginaient tout simplement plus possible qu'une ressource souvent décrite comme ressortant « du passé », et généralement considérée comme « sans avenir », puisse s'inscrire à nouveau dans une perspective historique au regard de la prise de conscience mondiale des problématiques climatiques.

Sur le marché européen, le prix de la tonne de charbon a battu cet automne celui de 2008

Coal - Rotterdam
(\$/t)



Source: FactSet



C'est pourtant bel et bien ce qui a pu être observé : en Europe (Rotterdam), le charbon a connu un pic fin octobre à plus de 230 \$/t, c'est-à-dire supérieur à celui de 2008 (cf. graphique ci-dessous). Et la tonne est toujours à 145 \$ fin novembre, soit des prix en augmentation de près de +110 % depuis le début de l'année... Malheureusement, étant donné que la Chine et l'Inde consomment leurs propres ressources, la hausse des cours du charbon n'aura dans les faits rien de dissuasif quant à son utilisation par les deux géants asiatiques. La logique du marché se montre donc ici parfaitement impuissante à éviter des dommages environnementaux...

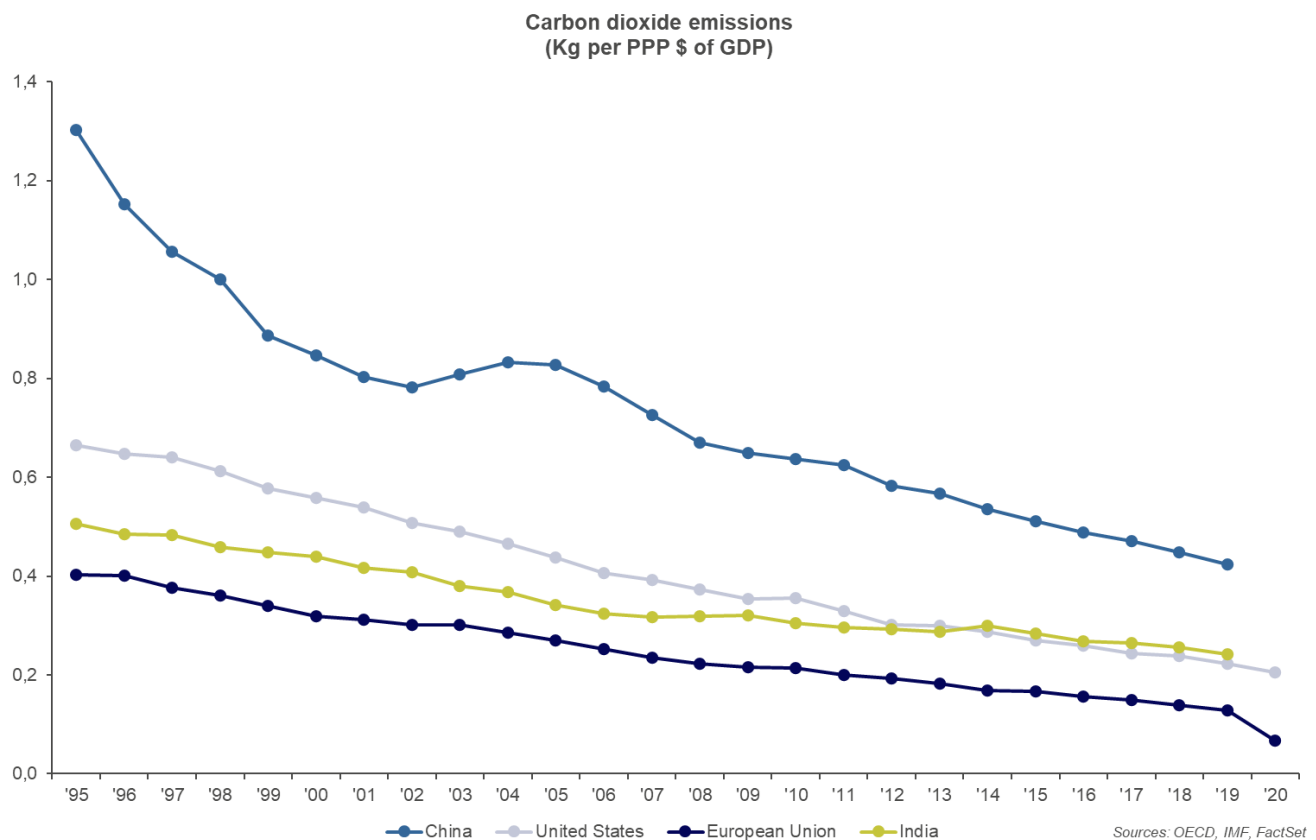
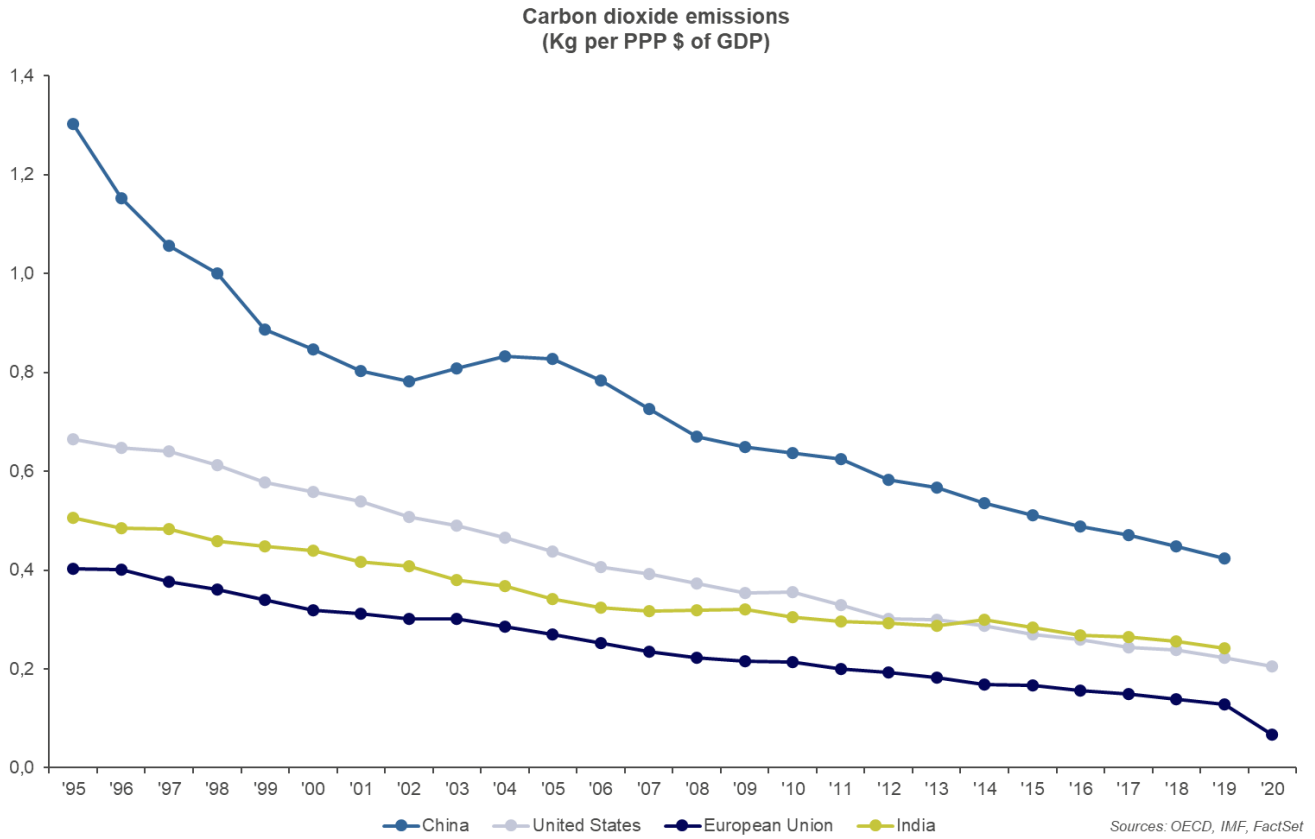
L'unification des marchés du carbone au niveau international va-t-il changer enfin la donne ?

Sur plan des émissions de CO₂, l'Union Européenne reste très en avance par rapport aux autres puissances mondiales, comme l'illustre bien le graphique ci-dessous. Faut-il y voir la conséquence d'un marché du carbone bien plus développé qu'ailleurs ? Peut-être, cela nous permettant de nuancer quelques peu la déception exprimée par de nombreux observateurs à l'issue de cette COP26. En effet, l'accord qui y a été signé, le Pacte de Glasgow, prévoit d'unifier les différents marchés du carbone² (parfois dénommés « marchés des droits à polluer ») présents dans le monde en un marché international permettant aux États de compenser l'un l'autre leurs émissions de gaz à effet de serre. Bien sûr, cela implique de faire l'hypothèse qu'un mécanisme de marché soit capable de réduire la crise climatique, ce qui ne satisfait évidemment pas les ONG les plus sceptiques. Mais ce qu'il faut retenir, c'est que l'accord de Glasgow traduit en pratique la volonté de décarboner les économies, volonté réelle et quantifiable (cf. graphique ci-dessus), par un instrument de politique internationale, instrument ayant plutôt bien fonctionné sur le Vieux continent.

² Pour rappel, dans le cadre d'un marché du carbone, la puissance publique contraint les producteurs les plus émetteurs de gaz à effet de serre (surtout les secteurs de l'énergie, de l'industrie et des transports) par des seuils et des droits à polluer. Si les entreprises dépassent leurs seuils, elles doivent les compenser en achetant des droits supplémentaires. En face de quoi, les entreprises qui sont en deçà de leurs quotas peuvent vendre les leurs. Les fonds levés sont supposés être affectés à l'action climatique, même si, en pratique, c'est encore loin d'être le cas. Avec l'accord de Glasgow, le mécanisme de compensation qui concernait jusqu'alors les entreprises sera désormais généralisé aux États.



L'Europe a un temps d'avance concernant les émissions de CO2 par rapport au reste du monde

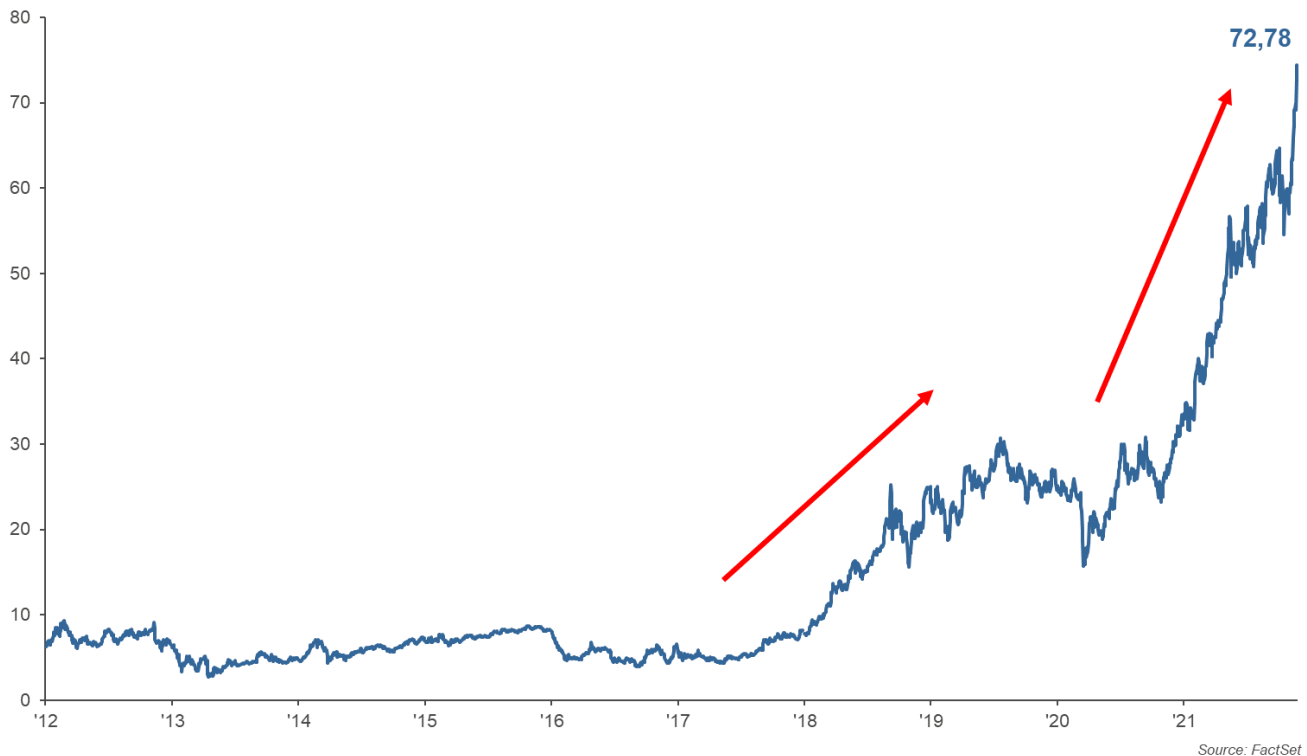




Jusqu'à cette année, le *leadership* en matière de marché du carbone revenait sans conteste à l'Union Européenne. En 2005, soit 10 ans après le protocole de Kyoto, elle a en effet lancé l'*EU Emissions Trading System* (EU-ETS) qui est resté le plus important marché du carbone depuis lors avec 11.000 installations concernées (des centrales électriques, des cimenteries, etc.) Entre 2013 et 2020, les revenus d'enchères ont rapporté environ 69 Mds €, normalement affectés à l'action climatique. Et en termes d'échanges secondaires, le marché européen représenterait 90 % d'un marché mondial approximativement estimé à 280 Mds \$ en 2020. À titre de comparaison, le marché américain (environ 24 Mds \$) a été 10x moins important cette même année...

À l'international, le prix de référence de la tonne de carbone est, jusqu'à aujourd'hui, celui du marché européen

EU-ETS Carbon Market Price - Europe
(€/t)



Logiquement, le prix de référence du carbone à l'international a donc toujours été donné par le marché européen (cf. graphique ci-dessus). Mais aujourd'hui, ce leadership du Vieux Continent est doublement remis en cause. D'une part, par la Chine qui a instauré en juillet 2021 un marché qui devrait largement le dépasser en taille. Et d'autre part, par le marché international décidé à la COP-26³.

À ce titre, l'historique du marché du carbone est riche d'enseignements. Jusqu'en 2017, le marché est resté relativement atone. C'est alors que le Rapport Stern-Stiglitz a pointé la totale inefficacité d'un prix du carbone trop bas (il était alors systématiquement inférieur à 10 \$/tCO₂). Et le carbone avait alors fini par franchir un premier palier. Rien de comparable cependant avec sa récente évolution ! En 2021, le retour du charbon l'a fait s'envoler sur les 3 premiers trimestres avant que l'accord de Glasgow ne lui fasse franchir le seuil de 70 €/tCO₂ en novembre. Cette dynamique est confirmée par l'unique indice agrégé des prix du carbone à l'international : le Global Carbon Index (Markit) atteint lui-même son record à 46,5 \$/t, soit une augmentation substantielle de +87,8 % depuis le début de l'année. Désormais, les analystes estiment que son prix évoluera entre 70 et 105 €/tCO₂ à l'horizon 2030. C'est légèrement davantage que les recommandations de Stern et Stiglitz (50-100 \$/t) mais, à dire d'experts, une importante spéculation est apparue sur ce marché depuis leurs travaux, celle-ci étant susceptible de tirer encore les prix vers le haut.

À l'avenir, il sera important de suivre le marché international du carbone parce qu'il va certainement prendre une importance considérable à mesure que la transition énergétique va s'opérer. Son cours pourrait notamment peser sur les prix à la production s'il devait trop s'éloigner de sa cible... entraînant des conséquences aujourd'hui difficiles à évaluer sur le front de la microéconomie.

³ La même décision avait en fait été prise à la COP21 (tenue à Paris en 2015) mais elle n'avait jamais été suivie des faits...



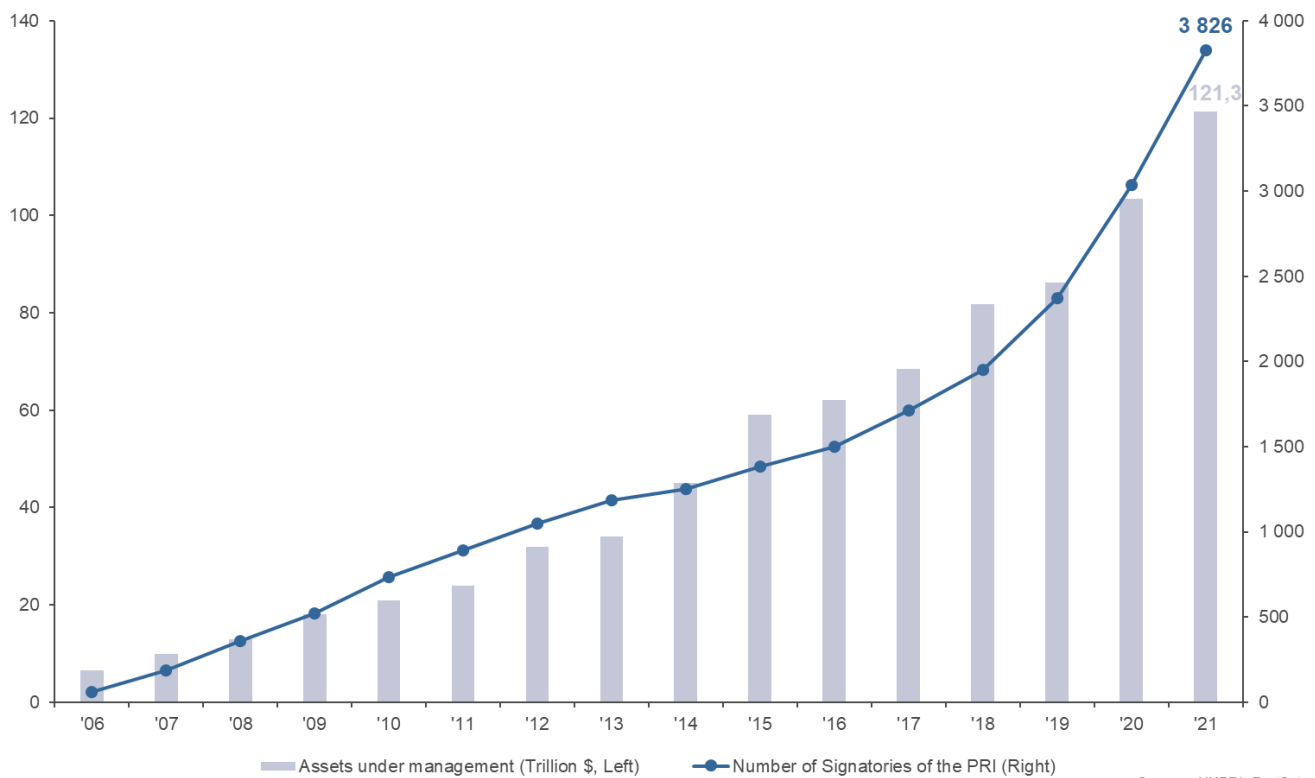
Quid du rôle des critères ESG : effet de mode ou tendance de fond ?

On peut s'interroger sur les raisons du refus de la COP26 de s'appuyer davantage sur les critères « ESG » (environnementaux, sociaux et de gouvernance) de la finance responsable.

Le marché du carbone et les critères ESG sont deux initiatives lancées par les Nations Unies, presque au même moment, puisque les critères ESG trouvent leur origine dans les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) de 2006. Depuis, leur succès sur les marchés financiers ne se dément pas. Bien au contraire, la plupart des investisseurs institutionnels en ont désormais fait une condition nécessaire pour investir. On dénombre ainsi près de 4.000 signataires des PRI dont les fonds sont potentiellement labélisables au regard des critères ESG. Et l'encours sous gestion des fonds concernés a dépassé cette année 120 Trilliards \$ en 2021 (cf. graphique ci-dessous), nouveau record ! Fort de cet engouement, la finance va-t-elle jouer un rôle moteur dans les changements de modèles permettant de limiter le changement climatique ? Tout dépendra de la crédibilité des critères utilisés.

La demande pour les fonds labellisés ESG se montre toujours plus vigoureuse... et cela n'est pas terminé !

Principles for Responsible Investment (PRI) - United Nations



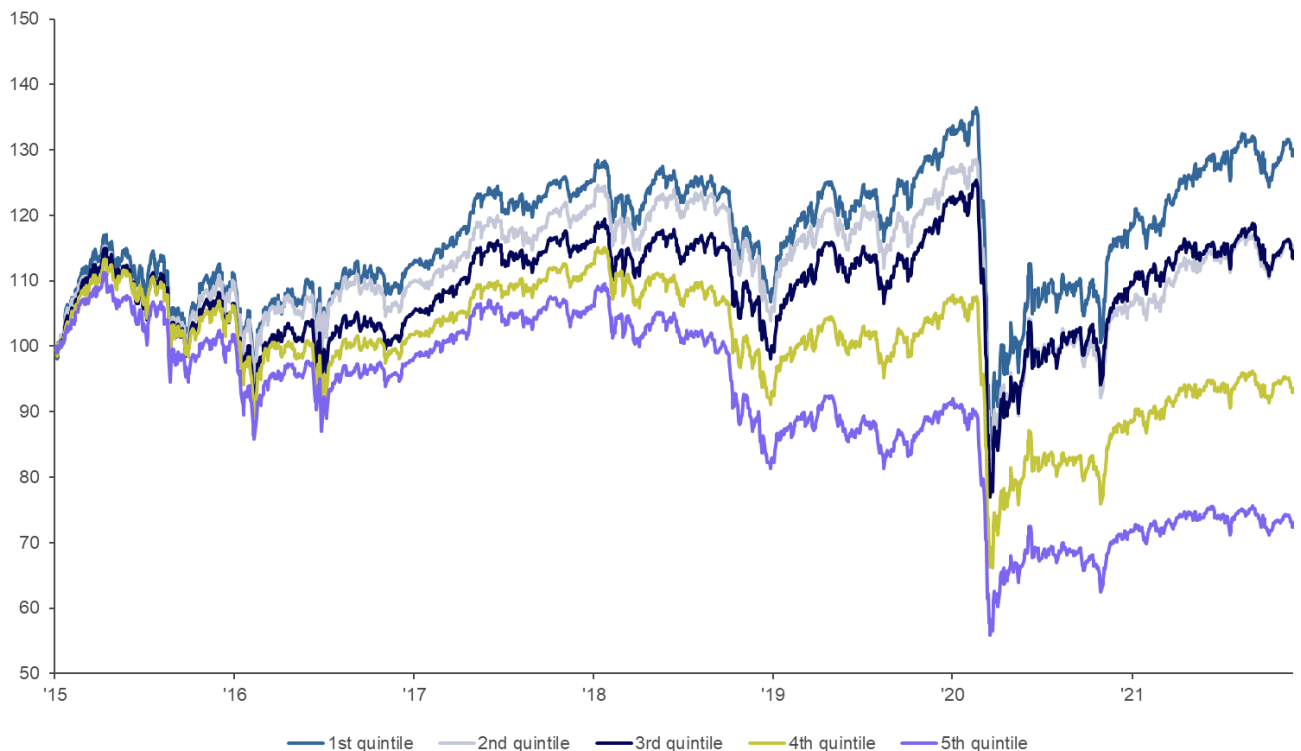
Il faut en fait considérer que les deux initiatives, qui ont l'une et l'autre leurs avantages et inconvénients, sont complémentaires. Premièrement, la cible n'est pas la même. Les critères ESG sont un instrument à vocation plus large (potentiellement la quasi-totalité des titres et produits financiers) que le marché du carbone qui ne concerne quant à lui que les industries les plus polluantes.



Deuxièmement, le marché du carbone paraît pour le moment plus pertinent que les critères ESG pour répondre à l'urgence climatique, les initiatives de la finance responsable peinant encore à convaincre les défenseurs du climat... Sur ce sujet, les travaux de recherche ne sont pas très optimistes : d'après la chaire Edhec-Scientific Beta, la thématique climatique ne représenterait pas plus de 12 % de la pondération action des fonds prétendument « durables ». Plus largement, selon le *Carbon Disclosure Project*, la finance responsable ne représenterait qu'une goutte d'eau dans un océan de non-durabilité : moins de 1 % des titres cotés seraient compatibles avec l'objectif des COP successives de limiter le réchauffement climatique à une hausse inférieure à +1,5°C. Au demeurant, tous s'accordent à dire que les critères ESG présentent un risque non négligeable d'écoblanchiment du secteur privé, le fameux *greenwashing*.

Les titres les mieux notés au regard des critères ESG sont ceux qui performant désormais le mieux... traduisant la nouvelle exigence des investisseurs

ESG rankings & performance - MSCI Europe
(2015:1 = 100)



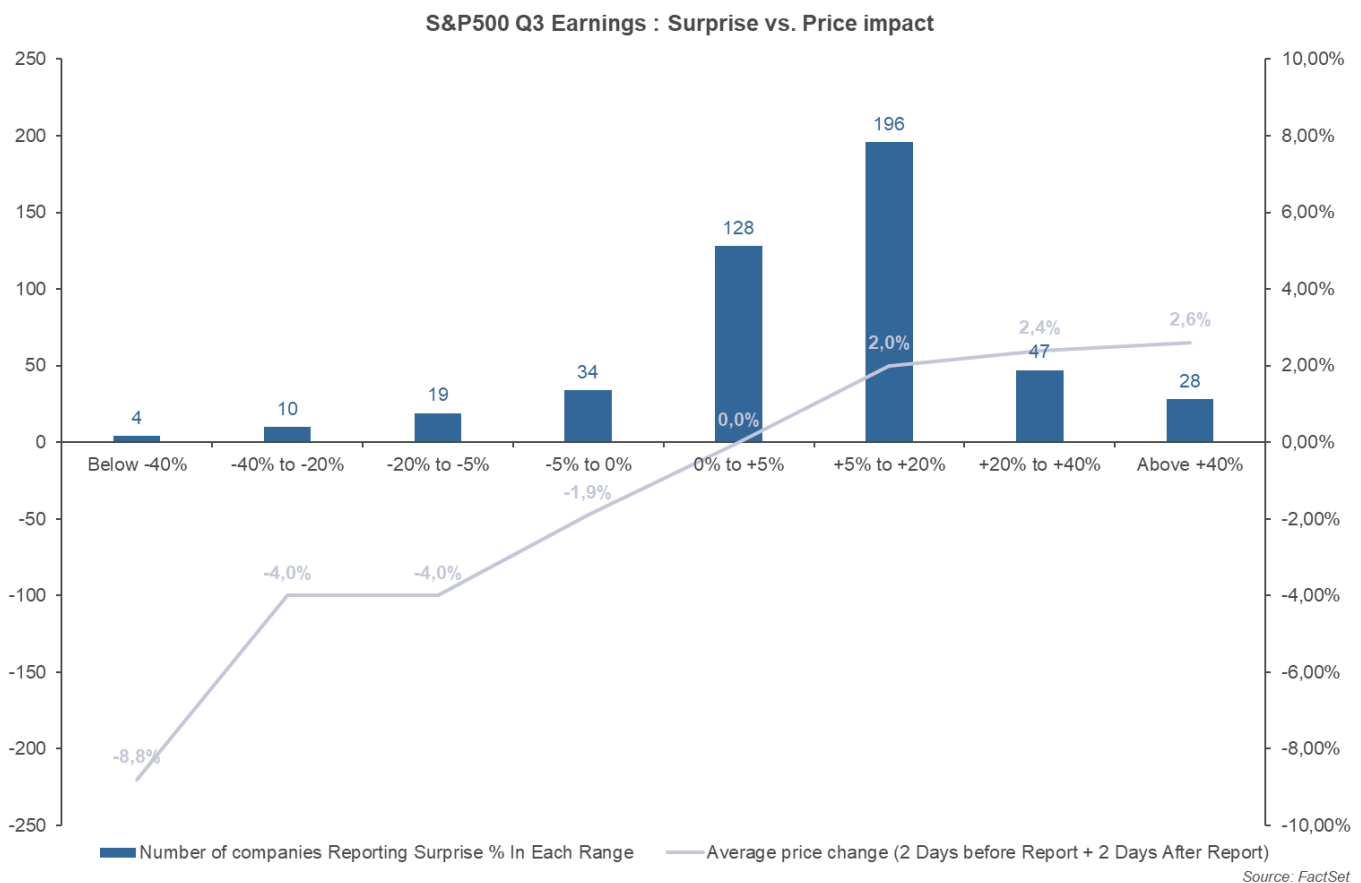
Source: FactSet

Le véritable enjeu derrière cette thématique boursière de plus en plus porteuse sur les marchés financiers (les titres les mieux notés selon les critères ESG (univers des titres européens notés par MSCI) sont ceux qui ont les meilleures performances médianes en bourse (cf. graphique ci-dessus)) sera de définir des critères objectifs et suffisamment contraignants pour que les fonds alloués à cette thématique concourent effectivement à financer les investissements d'avenir, c'est-à-dire ceux de la transition énergétique. A partir de là (et pas avant), la finance pourrait devenir un levier majeur de la transformation de nos sociétés vers des modèles plus vertueux au regard de son poids (les fonds ESG pèsent déjà quelques centaines de trilliards de dollars contre seulement quelques centaines de milliards pour le marché du carbone), permettant par voie de conséquence de redorer le blason des marchés financiers au regard de l'opinion publique.

Le cru 2021 restera exceptionnel en termes de profitabilité

La saison de publication des résultats du T3 aux Etats-Unis étant désormais terminée (97,5 % des sociétés composant le S&P500 ont publié au moment où nous écrivons ces lignes), nous pouvons aisément la qualifier d'exceptionnelle ! Les profits affichés ont largement dépassé les attentes des analystes avec +39,6 % de croissance bénéficiaire (contre seulement +28,5 % attendu fin septembre dernier). La tendance a été la même en ce qui concerne le chiffre d'affaires, avec une progression de +17,8 % (contre +14,9 % attendus en septembre dernier) soit la seconde plus forte hausse depuis que FactSet fournit cette donnée (2008). Tous les signaux semblent donc au vert concernant les entreprises américaines, les investisseurs se réjouissant évidemment de cette situation ayant permis aux marchés actions américains de poursuivre leur hausse et d'enchaîner les plus hauts historiques, même si les récentes craintes liées au nouveau variant Omicron ont depuis fait légèrement refluer les indices larges américains.

Les nombreuses surprises positives ont permis aux marchés actions américains de poursuivre leur hausse, en dépit des niveaux de valorisation



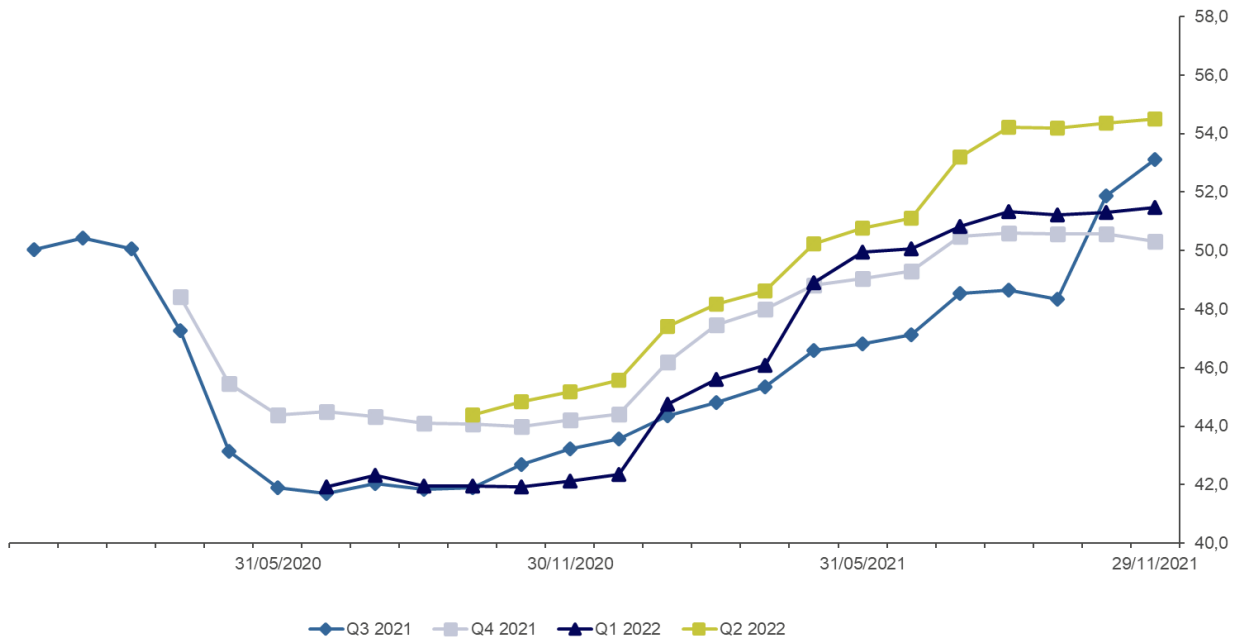
Comme évoqué le mois dernier, il nous paraît intéressant d'insister sur le fait que les investisseurs paraissent de plus en plus sensibles à la qualité des publications, les bonnes surprises étant plus récompensées qu'à l'accoutumée, les mauvaises étant bien plus sanctionnées. Pour preuve, les sociétés ayant affiché des résultats inférieurs de -40 % à ceux prévus par les analystes lors de cette saison de publications ont vu en moyenne leurs cours boursiers baisser de -8,8 %, cf. graphique ci-dessous). Fort heureusement, le nombre élevé de surprises positives (environ 82 %) lors de cette saison - récompensées par les investisseurs entre +2,0 % et +2,6 % en moyenne en fonction du niveau de surprise - ont permis aux marchés actions de se stabiliser autour de leurs plus hauts.



Avec ce 3^{ème} trimestre consécutif de forte progression bénéficiaire (les 3 premiers trimestres de l'année ont affiché les plus fortes hausses des profits du S&P 500 depuis 2010), l'année 2021 devrait se conclure sur une hausse de l'ordre de +44,9 % pour les bénéfices par action et de +15,8 % pour le chiffre d'affaires, effaçant très largement les pertes liées à la Covid-19 en 2020. Contre toute attente, les bénéfices de l'année 2021 devraient ainsi dépasser de près de 25 % les bénéfices atteints en 2019 !

Les révisions à la hausse se sont poursuivies au T3 mais stagnent pour les trimestres à venir

Estimates Quarterly EPS for S&P 500 (US) in USD as of 11/29/21



Source: FactSet

2022 : l'année de vérité

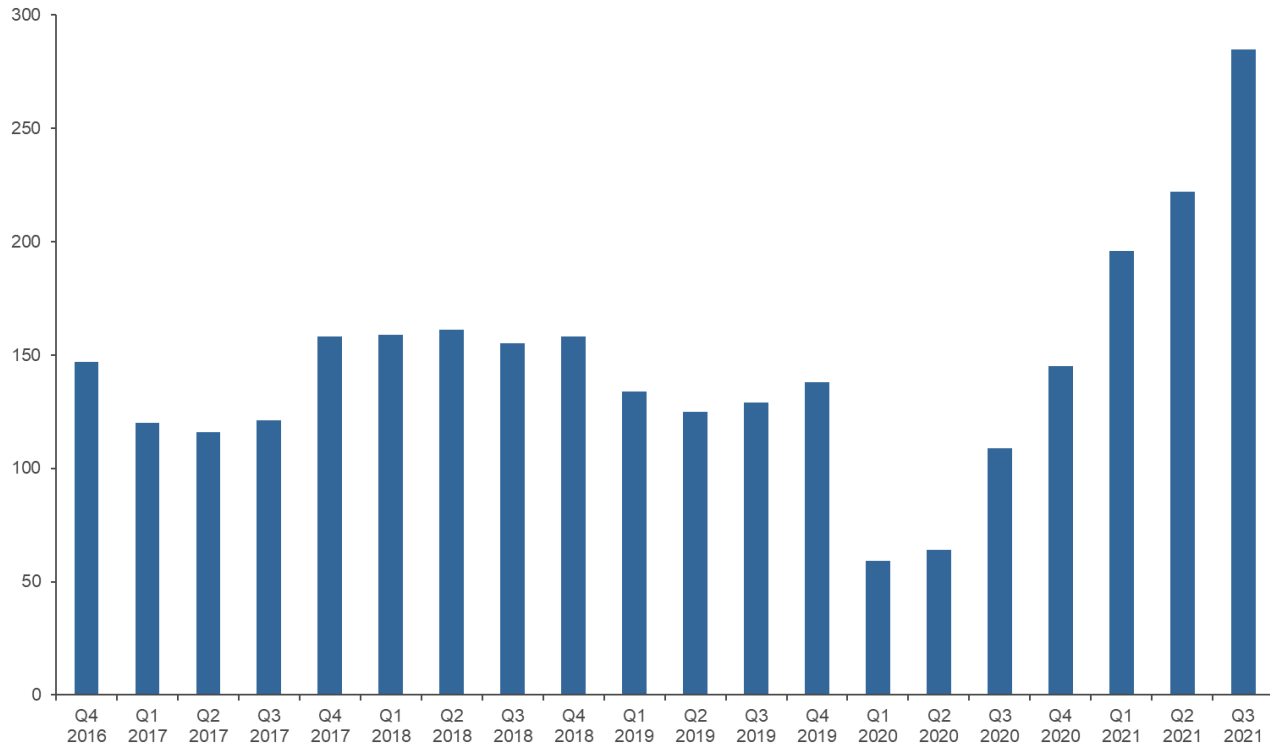
A quoi faut-il s'attendre pour les trimestres à venir ? Si la dynamique attendue au 4^{ème} trimestre reste largement positive (avec +21,1 % attendus par les analystes financiers principalement grâce aux secteurs de l'énergie, des matériaux et de l'industrie), le rythme des révisions traduit pour la première fois depuis de nombreux trimestres un optimisme moins marqué, traduisant la disparition progressive de l'effet de base positif hérité des stigmates laissés par la crise sanitaire (cf. graphique ci-dessous).

Comme nous l'avons déjà évoqué il y a quelques mois, certains points de tensions pourraient entraver la marche en avant des entreprises, comme elles l'ont elles-mêmes évoqué lors de l'annonce leurs de résultats, que ce soit au T2 ou au T3. Le premier d'entre eux est évidemment l'inflation, comme le montre la forte augmentation du nombre de sociétés du S&P 500 ayant évoqué le terme « inflation » lors de leurs annonces de résultats du T2. Et c'est encore plus le cas pour le T3 : si près de la moitié des entreprises composant le S&P 500 - 222 pour être exact - avaient cité le terme « inflation » au T2, elles sont aujourd'hui 285 (en utilisant la composition actuelle du S&P 500 comme échantillon de référence), soit un nouveau record.



L'inflation galopante continue d'inquiéter les entreprises

Nb. of S&P500 companies citing "inflation" on Earnings Calls



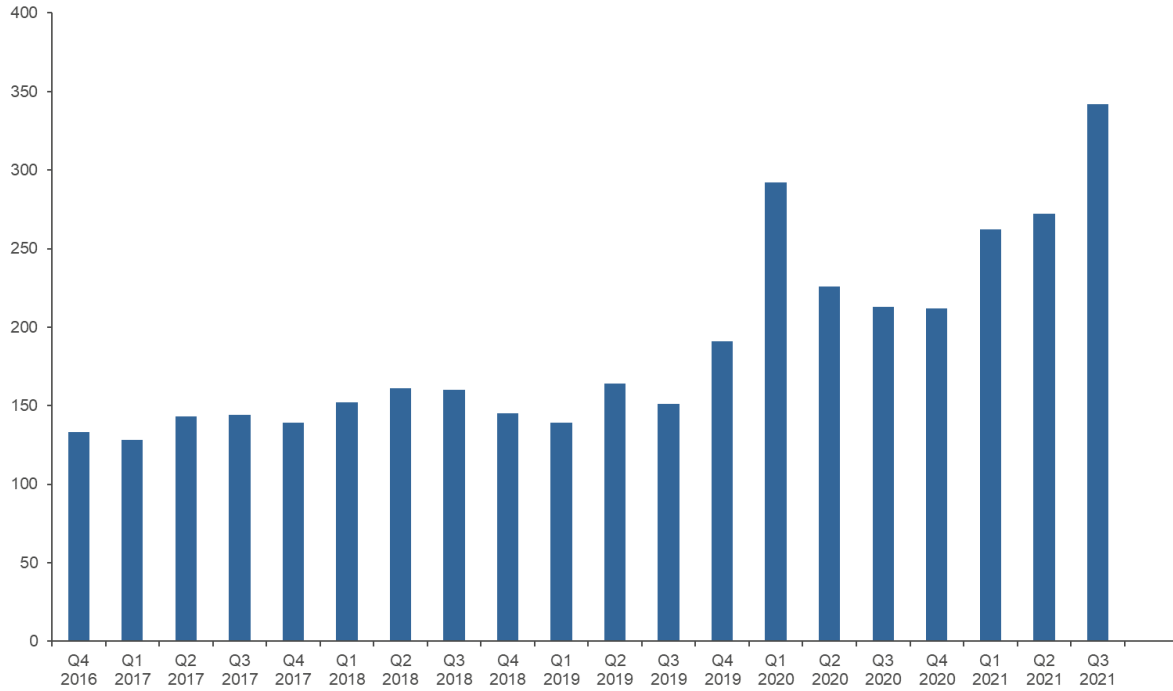
Source: FactSet

Mais il semble que la thématique des problèmes d'approvisionnements à l'échelle mondiale (cf. notre lettre du mois dernier) soit encore plus préoccupante pour les sociétés du S&P 500 : en effet, près de 350 d'entre-elles ont cité le terme *supply chain* lors de leurs annonces de résultats du T3, soit plus le précédent record du T1 2020 au cœur de la crise sanitaire alors même que de nombreuses usines étaient à l'arrêt forcé sur l'ensemble du globe. Les secteurs d'activités les plus touchés sont évidemment ceux de la consommation, de l'industrie et des matériaux.



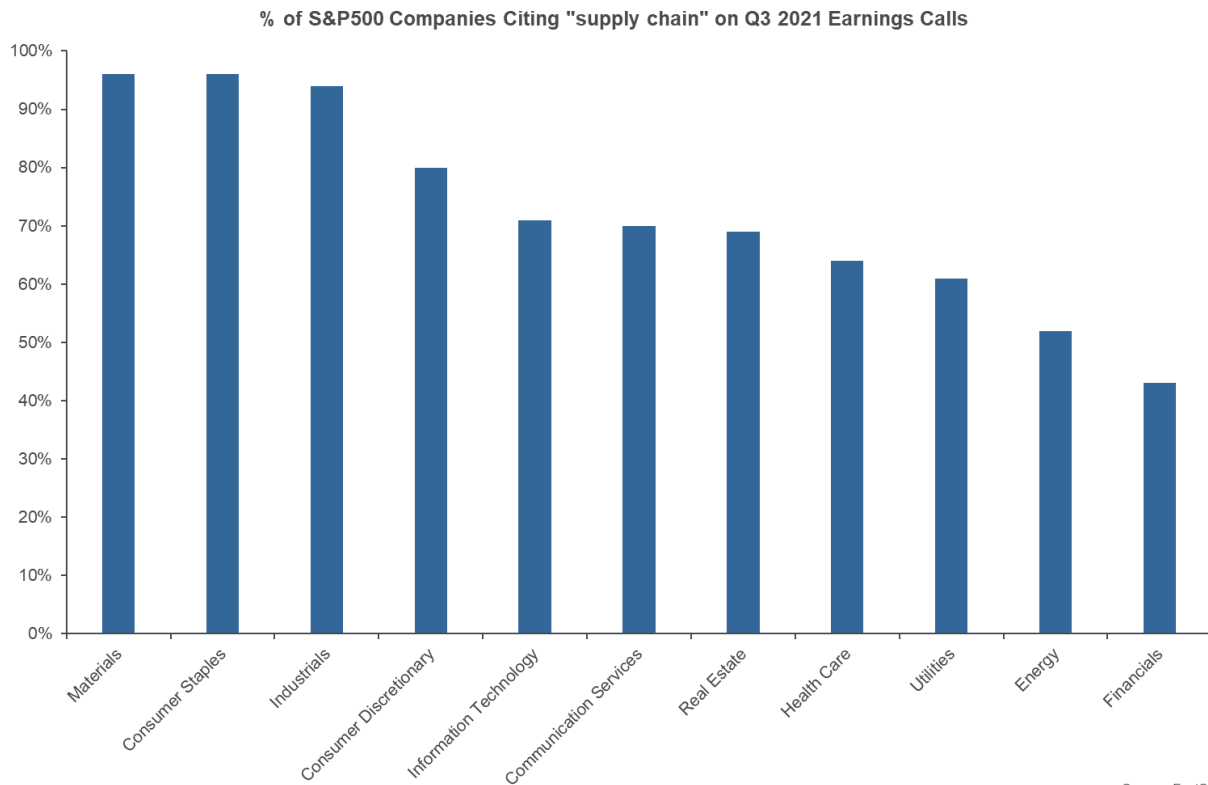
Les problèmes d'approvisionnements à l'échelle mondiale sont la problématique première des entreprises

Nb. of S&P500 companies citing "supply chain" on Earnings Calls



Source: FactSet

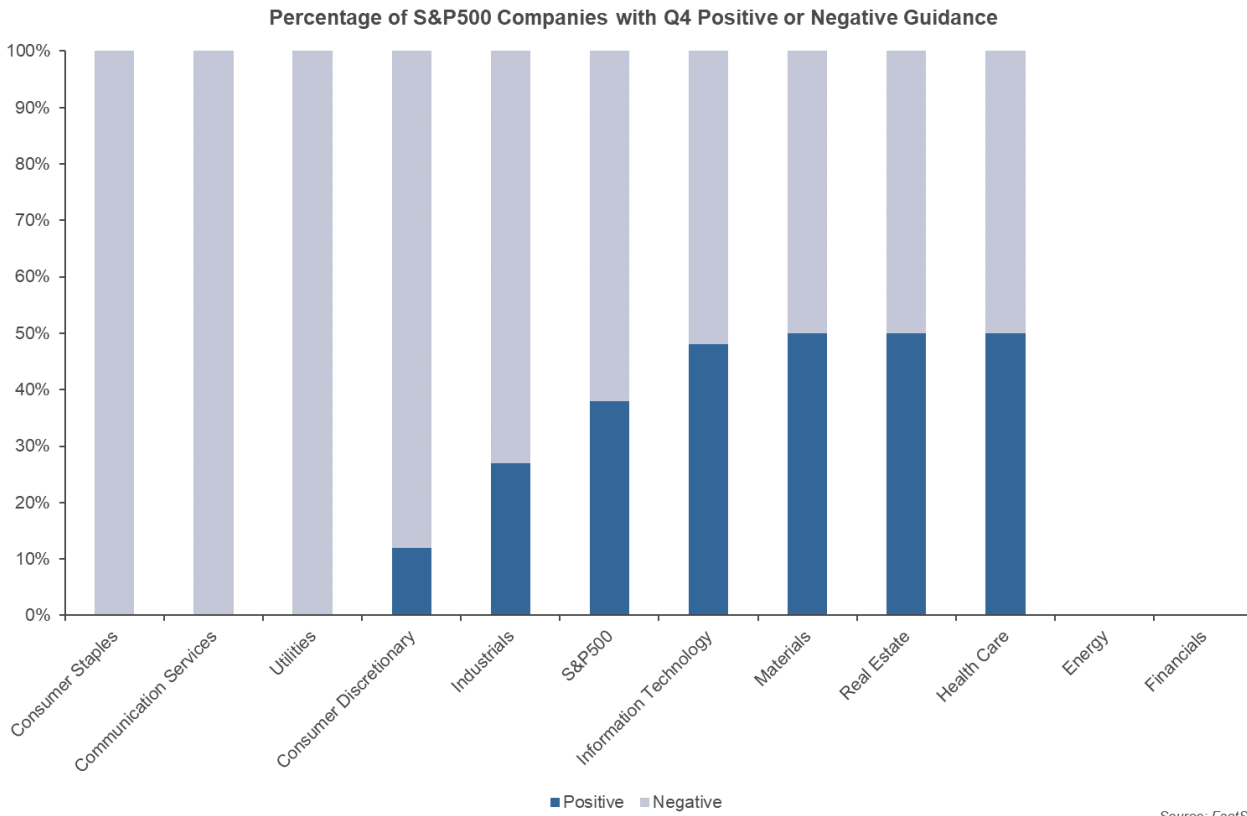
Certains secteurs d'activités sont particulièrement sensibles aux problématiques d'approvisionnement



Dans les trimestres à venir les entreprises vont donc devoir faire face à deux problématiques qui pourraient les pénaliser, notamment en rognant leurs marges. On notera ainsi que les entreprises du S&P 500 émettant des *negative guidance* pour le 4^{ème} trimestre sont aujourd'hui plus nombreuses que celles émettant des *positive guidance* (le pourcentage *negative guidance* est aujourd'hui de 62 %, soit plus que la moyenne historique sur 5 ans, mais surtout bien plus qu'au cours des 3 derniers trimestres qui faisaient la part belle aux *positive guidance*).

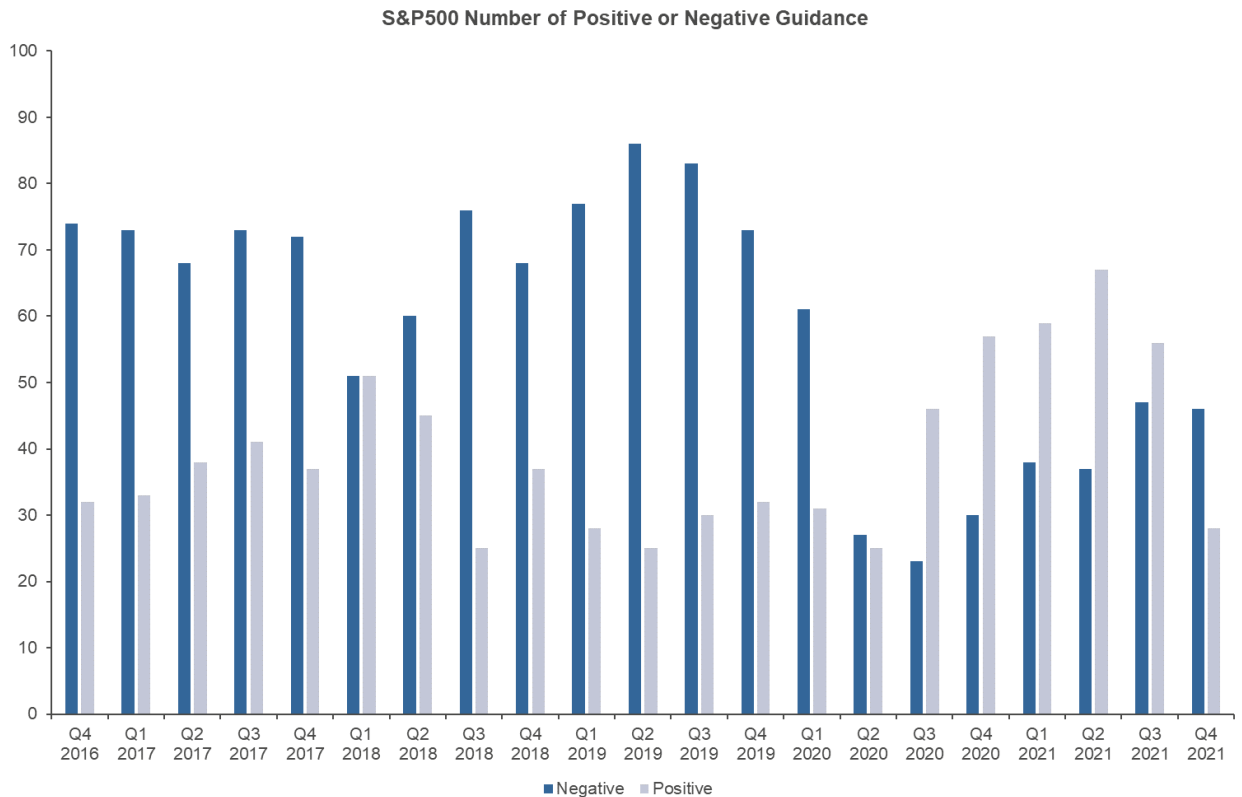


Les *guidances* ne sont aujourd'hui plus majoritairement positives



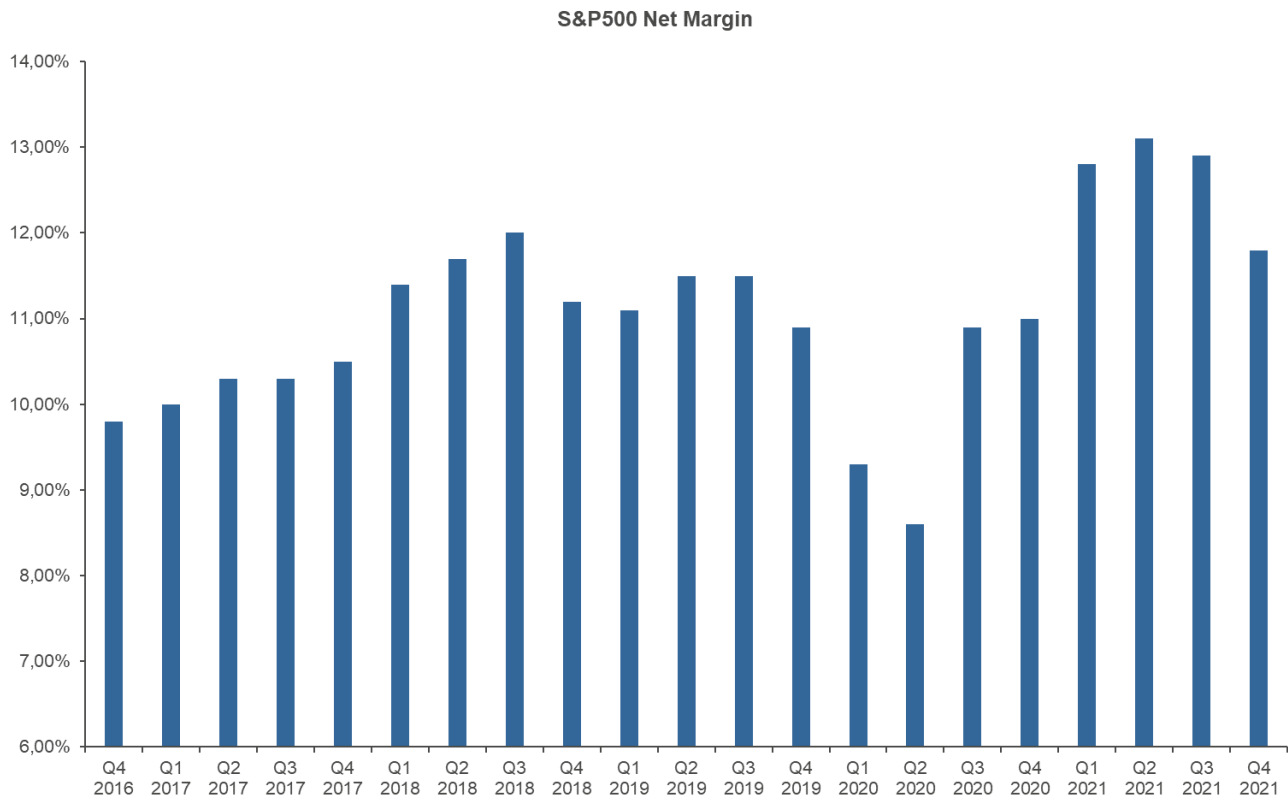


Les *positive guidances* s'effacent, l'effet de base post Covid-19 étant maintenant derrière nous



Dans ce contexte, les marges des entreprises devraient avoir du mal à rester durablement élevées, dans un contexte d'inflation qui semble échapper au contrôle de la FED et d'augmentation de la pression fiscale. Le début d'année 2022 devrait donc être révélateur de la capacité des entreprises américaines à poursuivre leur bonne dynamique microéconomique actuelle. Affaire à suivre...

Les marges des entreprises américaines devraient se normaliser dans les trimestres à venir



Source: FactSet

Modèle d'évaluation : pas d'évolution majeure avec une préférence pour les marchés actions européens

Les indices boursiers américains sont restés relativement flat en novembre (-0,8 % pour le S&P 500) quand les places boursières européennes ont plus largement reflué (-3,3 % pour l'indice Euro Stoxx), conséquence des craintes liées au variant Omicron ainsi qu'aux incertitudes sanitaires liées à la 5^{ème} vague qui oblige de nombreux pays européens à durcir drastiquement les mesures sanitaires en place. Dans cette veine, les taux à 30 ans ont reflué de 20bp aux Etats-Unis et de 10bp en Europe, soulageant ainsi les investisseurs quant à la soutenabilité des niveaux de valorisation.

Concernant les perspectives bénéficiaires, si nous estimons 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 agressives pour les années à venir notamment aux Etats-Unis avec respectivement +9,5 % et +9,1 % en 2022 et 2023.

Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste toujours possible sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être de l'ordre de -3 à -4 %. Concernant notre scénario intégrant une hausse de taxes à horizon 2023 (ce qui ne semble pas intégré dans les cours boursiers à l'heure actuelle), le potentiel de baisse est légèrement plus important (de l'ordre de -8 à -9 % si les taux se stabilisent). Dans ces conditions, il nous semble donc toujours pertinent de recommander une approche sélective vis-à-vis des actions américaines.



S&P 500 - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2021

30 Years Gvt bonds

	1,50%	1,75%	1,88%	2,00%	2,50%
Tax increase to 25% (approx. -5% impact on EPS) - CAGR 3.3%	4 637	4 340	4 198	4 074	3 618
Implied Scenario CAGR 4.8% over 8 years	5 146	4 814	4 655	4 517	4 006
Return to normal: 41% in 2021, 7.7% in 2022 - CAGR 4.2%	4 959	4 642	4 490	4 357	3 867
Current Index S&P 500			4 655		

En zone euro, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui sous-cotées quel que soit le scénario envisagé (en cas de *slow recovery*, les taux tendront inévitablement vers 0). Le potentiel d'appréciation est de l'ordre de +15 % dans l'ensemble des scénarios envisagés. 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 2021

30 Years Gvt bonds

	0,00%	0,50%	0,58%	0,75%	1,00%
Slow recovery: 67% in 2021, 3% in 2022	179	153	149	142	133
Implied Scenario	178	152	148	141	132
Return to normal: 67% in 2021, 3.7% in 2022	210	178	174	166	155
Current Index MSCI EMU			148		



Main ratios for markets and sectors as of 30/11/2021 (in local currency)



Data as of 11/30/21	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%	9,49%	15,04%	17,8 x	19,6 x	10,49%	65,18%	-19,08%	1,9%	0,0%	0,3%
United States	57,4%	17,94%	20,22%	21,8 x	24,3 x	11,53%	60,56%	-15,57%	1,3%	0,7%	0,5%
Japan	7,3%	-3,57%	11,46%	14,2 x	16,1 x	13,30%	34,07%	-8,89%	2,2%	1,7%	1,9%
Eurozone	10,5%	5,36%	8,66%	15,3 x	16,6 x	8,63%	100,87%	-38,93%	2,6%	0,1%	2,5%
Europe	19,6%	6,56%	7,19%	15,5 x	16,7 x	7,78%	88,93%	-35,70%	2,8%	-0,6%	0,7%
Austria	0,2%	18,75%	-3,26%	10,4 x	11,1 x	6,78%	112,20%	-41,33%	3,2%	0,9%	1,4%
Belgium	0,4%	-0,92%	-2,41%	18,3 x	19,8 x	8,37%	29,33%	-25,07%	2,5%	0,5%	-0,6%
Denmark	0,7%	6,99%	40,90%	21,1 x	22,0 x	4,24%	66,74%	-7,16%	2,0%	2,4%	-0,7%
Finland	0,4%	-0,53%	27,09%	18,0 x	18,6 x	3,32%	38,02%	-13,69%	3,0%	-1,2%	-0,8%
France	3,6%	12,62%	6,34%	17,2 x	19,8 x	14,83%	168,87%	-55,00%	2,4%	-1,5%	0,1%
Germany	2,7%	-0,73%	13,28%	13,5 x	14,4 x	6,66%	80,43%	-20,06%	2,9%	0,7%	2,8%
United Kingdom	3,8%	4,77%	-8,98%	12,8 x	13,8 x	8,26%	94,52%	-40,09%	3,8%	-1,9%	-1,1%
Ireland	0,1%	6,99%	11,11%	18,3 x	26,9 x	46,67%	5303,40%	-105,07%	1,3%	-1,8%	-0,2%
Italy	0,9%	6,90%	1,91%	11,5 x	12,9 x	12,21%	73,63%	-41,54%	3,8%	-1,1%	-0,1%
Netherlands	1,4%	9,56%	21,86%	19,1 x	19,9 x	4,22%	96,40%	-27,12%	1,5%	7,3%	15,0%
Norway	0,5%	9,64%	5,88%	14,2 x	15,8 x	11,05%	250,88%	-55,05%	3,2%	-1,8%	-3,8%
Spain	0,7%	-6,01%	-4,61%	13,7 x	13,0 x	-5,46%	98,83%	-42,81%	3,6%	-1,7%	-1,6%
Sweden	1,5%	15,46%	31,77%	20,5 x	20,6 x	0,59%	91,47%	-38,44%	2,4%	-2,3%	-3,5%
Switzerland	2,6%	9,26%	10,73%	18,9 x	20,1 x	6,27%	28,55%	-7,91%	2,5%	-1,0%	-1,2%
Europe / Commercial Services	0,6%	4,52%	3,13%	21,2 x	25,0 x	17,99%	62,91%	-29,26%	1,8%	-2,8%	-2,8%
Europe / Communications	0,5%	-2,04%	-3,23%	14,2 x	11,7 x	-17,73%	4,65%	4,86%	4,7%	-3,5%	-0,4%
Europe / Consumer Durables	0,9%	14,31%	18,46%	9,0 x	9,8 x	7,96%	295,87%	-58,41%	3,5%	-1,4%	0,2%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%	6,43%	8,89%	22,9 x	25,6 x	12,07%	27,24%	-21,01%	2,0%	-2,7%	-2,5%
Europe / Consumer Services	0,3%	-4,60%	-1,65%	21,4 x	138,7 x	573,33%	148,09%	-122,49%	1,6%	-7,3%	-1,9%
Europe / Distribution Services	0,2%	13,42%	22,70%	20,7 x	22,1 x	7,01%	56,36%	-15,06%	2,0%	-1,5%	-0,9%
Europe / Electronic Technology	0,8%	8,66%	8,85%	20,5 x	25,1 x	22,37%	169,93%	-51,15%	1,2%	-1,6%	-2,1%
Europe / Energy Minerals	0,7%	13,91%	-27,63%	7,6 x	8,5 x	10,81%	12992,71%	-92,11%	5,0%	4,3%	3,1%
Europe / Finance	3,5%	9,41%	-5,87%	11,2 x	11,0 x	-2,37%	80,47%	-34,78%	4,1%	-1,1%	1,3%
Europe / Health Services	0,2%	15,59%	12,06%	23,3 x	24,1 x	3,21%	20,34%	-0,81%	1,4%	-2,9%	-1,2%
Europe / Health Technology	2,3%	8,53%	8,87%	20,0 x	22,3 x	11,49%	13,16%	-0,94%	2,2%	-2,7%	-0,7%
Europe / Industrial Services	0,3%	-1,98%	-9,31%	14,4 x	19,3 x	33,75%	73,98%	-51,28%	3,1%	-4,7%	-5,7%
Europe / Miscellaneous	0,0%	25,81%	33,67%	12,9 x	10,2 x	-23,31%	148,37%	-81,20%	3,1%	0,7%	2,8%
Europe / Non-Energy Minerals	0,6%	5,15%	17,23%	7,7 x	6,5 x	-15,23%	117,96%	27,68%	7,2%	3,2%	2,3%
Europe / Process Industries	0,8%	3,66%	17,61%	18,2 x	18,7 x	2,73%	53,73%	-13,98%	2,6%	-1,3%	-1,6%
Europe / Producer Manufacturing	1,8%	13,90%	31,52%	22,3 x	27,0 x	20,93%	83,49%	-32,22%	1,7%	-3,5%	-3,7%
Europe / Retail Trade	0,5%	-2,70%	21,69%	22,1 x	27,0 x	22,20%	85,69%	-24,54%	2,0%	-4,6%	-3,6%
Europe / Technology Services	1,1%	-1,58%	23,86%	27,4 x	31,2 x	14,07%	29,51%	-5,83%	0,7%	8,0%	26,9%
Europe / Transportation	0,6%	12,57%	3,88%	12,4 x	25,8 x	107,47%	154,30%	-255,23%	3,4%	12,3%	8,5%
Europe / Utilities	0,9%	-8,78%	24,35%	15,7 x	16,7 x	6,63%	21,51%	-17,21%	4,0%	-0,9%	-1,4%



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.

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.