

Janvier 2022

2022 : est-il réellement possible de normaliser les politiques monétaires ?

Conclusions

L'année passée aura été marquée par le revirement de la politique monétaire américaine. Durant toute l'année 2021, l'économie mondiale est restée suspendue aux lèvres de Jérôme Powell dont le discours a progressivement évolué vers la fin d'une politique monétaire restée très accommodante (120 Mds \$ d'achats d'actifs par mois) jusqu'à l'automne. À cette période, la Fed a commencé à considérer que l'inflation serait potentiellement plus forte et durable que prévu, après de longs mois au-dessus de +5 % en glissement annuel : en novembre, les prix à la consommation ont progressé de +6,8 % sur un an et ceux de la production, de +13,6 % ! Le tapering a ainsi débuté au 4^{ème} trimestre 2021 par une première réduction du rythme du programme d'achats de l'ordre de -15 Mds \$ par mois. À partir de janvier, la réduction sera doublée, permettant à la Fed de stopper l'augmentation de son bilan dès la fin du trimestre, pavant ainsi la voie à une remontée des taux d'intérêt... si tout se passe bien.

Jusqu'à l'été 2021, l'inflation au sein de la zone euro est demeurée inférieure à la cible de 2 %, facilitant grandement les prises de position de Christine Lagarde. Mais à partir de septembre, les prix à la consommation ont commencé à grimper puis à rapidement accélérer pour atteindre en novembre +4,8 %, ce qui constitue potentiellement un record sans précédent pour l'union monétaire européenne depuis sa création ! Les prix à la production avaient quant à eux progressé de +21,9 % le mois précédent... Evidemment, un tel contexte a rendu le positionnement de la BCE plus difficile à défendre, alors même que son homologue américain annonçait un changement de cap. Malgré cela, Christine Lagarde reste quasiment inflexible, convaincue par des ventes aux détails encore poussives (+0,9 % en octobre 2021 en GA).

En Chine, la crise des promoteurs immobiliers continue d'inquiéter la sphère économique en ce début d'année. Il faut dire qu'en 2021, les investisseurs ont lourdement pénalisé le surendettement des principaux groupes chinois cotés : les cours d'Evergrande, de Kaisa et de Shimao ont ainsi respectivement chuté de -89,3 %, -75,3 % et -76,7 % sur l'ensemble de l'année passée. Somme toute, cela reste très amplement éloigné de leurs indices de références :
-23,5 % pour le MSCI Chine et -11,7 % pour l'indice Hang Seng. Ce facteur de risque s'ajoute à un déséquilibre de plus en plus frappant des fondamentaux macroéconomiques du pays, entre une demande

intérieure qui s'affaisse et un commerce extérieur à la réussite toujours éclatante. Fort heureusement pour l'Empire du Milieu, ses exportations se sont très bien comportées, avec +30 % en 2021, compensant en partie le manque de dynamisme de la demande intérieure. Mais attention, cela rend aussi la Chine d'autant plus dépendante de ses bonnes relations avec ses partenaires économiques, dans un contexte toujours tendu au niveau international. Cela rend la tâche ardue à Xi Jinping, qui devra peut-être modérer son discours politique (sur le leadership mondial, la souveraineté de Taïwan, etc.) s'il ne veut pas fragiliser son modèle économique, très dépendant en ce moment du commerce extérieur. Reste à savoir s'il le fera, car cela serait en profonde contradiction avec l'objectif d'autosuffisance développé dans le programme *Made in china 2025* et au travers du concept de « Prospérité commune ». Sous bien des aspects, la Chine reste ainsi un point d'interrogation pour 2022, bien loin du moteur incontesté que le pays a joué depuis désormais 20 ans pour l'économie mondiale

Côté micro, l'année 2021 restera dans les annales. En effet, les estimations de croissance bénéficiaires pour le S&P500 sur l'année (en attendant la saison de publication du 4^{ème} trimestre) sont de +45,1 % ! Soit la plus forte croissance bénéficiaire annuelle jamais enregistrée depuis que FactSet a commencé à diffuser ces données en 2008 (le précédent record était de +39,6 % pour l'année 2010 à la suite de la crise des subprimes) ! Il en va de même concernant le chiffre d'affaires des sociétés du S&P500 : en agrégé, la croissance estimée pour 2021 est de +15,8 % contre un précédent record de +10,6 % en 2011.

Les effets de base ayant désormais disparu, nous devrions à nouveau tendre vers des rythmes de progression plus « normaux » en 2022, rendant les bonnes surprises micro moins systématiques. Notre modèle d'évaluation indique que les marchés actions américains semblent au juste prix, tandis que les actions européennes apparaissent sous-cotées en fonction de l'évolution des taux (en cas de slow recovery, les taux tendront inévitablement vers 0). Le potentiel d'appréciation de +7 % à +15 % est atteint dans l'ensemble des scénarios envisagés.

Michaël Sellam

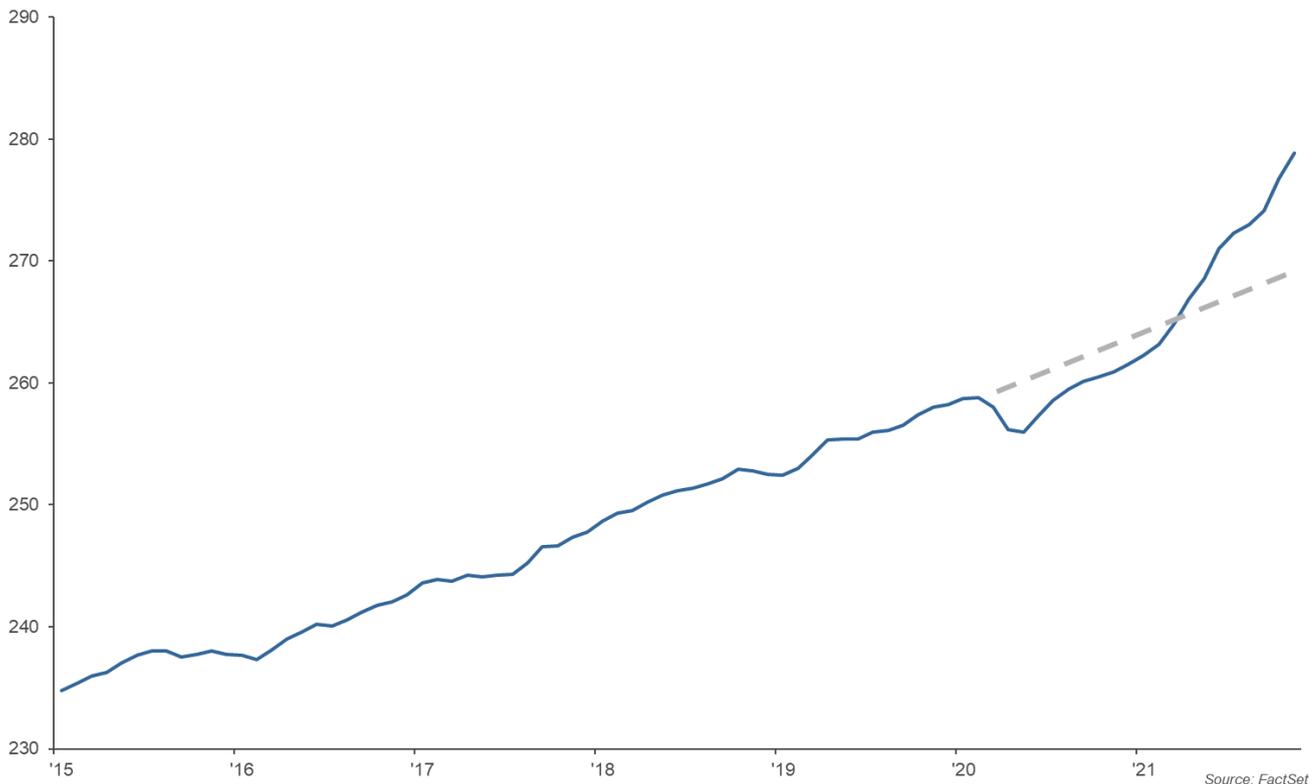


États-Unis : faut-il croire à une politique monétaire durablement restrictive ?

L'année passée aura été marquée par le revirement de la politique monétaire américaine. Durant toute l'année 2021, l'économie mondiale est restée suspendue aux lèvres de Jérôme Powell dont le discours a progressivement évolué vers la fin d'une politique monétaire restée très accommodante (120 Mds \$ d'achats d'actifs par mois) jusqu'à l'automne. À cette période, la Fed a commencé à considérer que l'inflation serait potentiellement plus forte et durable que prévu, après de longs mois au-dessus de +5 % en glissement annuel : en novembre, les prix à la consommation ont progressé de +6,8 % sur un an et ceux de la production, de +13,6 % ! Le *tapering* a ainsi débuté au 4^{ème} trimestre 2021 par une première réduction du rythme du programme d'achats de l'ordre de -15 Mds \$ par mois. À partir de janvier, la réduction sera doublée, permettant à la Fed de stopper l'augmentation de son bilan dès la fin du trimestre, pavant ainsi la voie à une remontée des taux d'intérêt... si tout se passe bien.

Le comportement erratique de l'inflation a finalement décidé la Fed à mettre fin à son programme d'achats d'actifs

Inflation (CPI) - United States
(1982-1984:1 = 100)



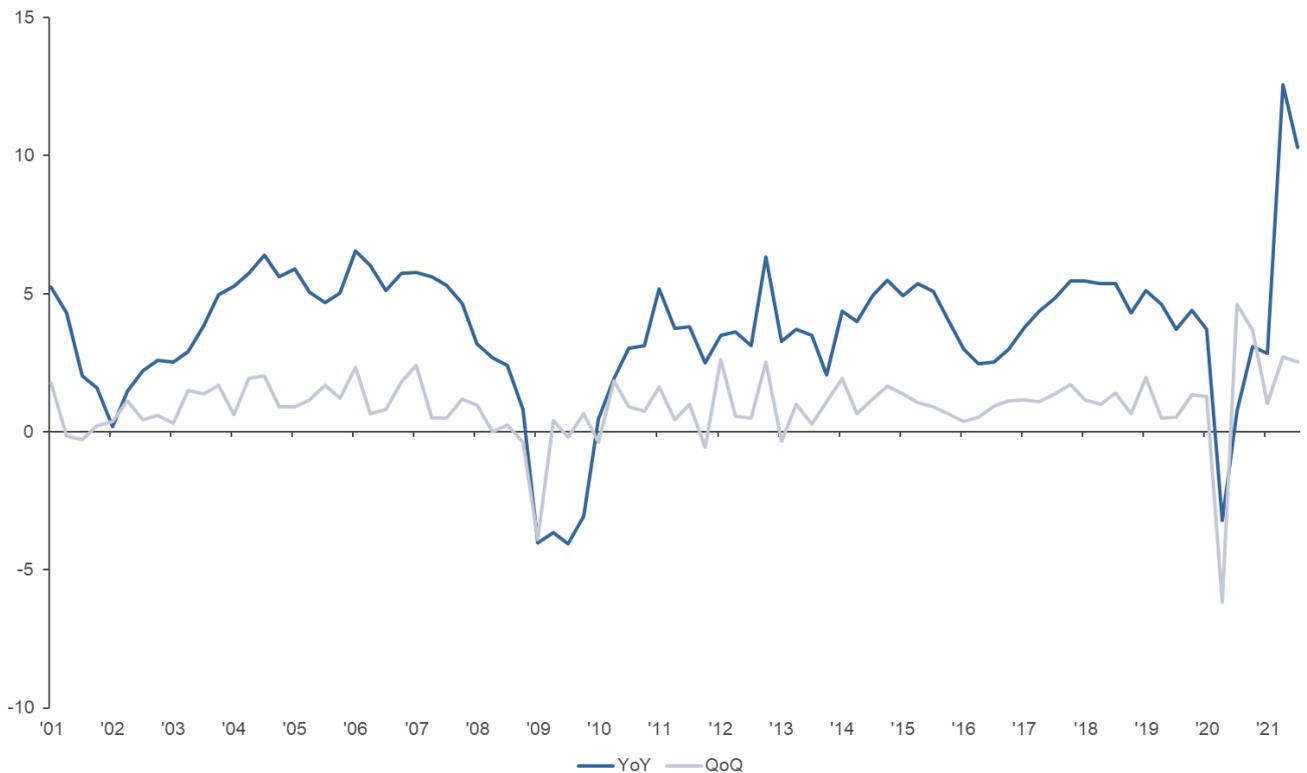
Malgré des chiffres inédits depuis de longues années, nous continuons de penser que l'inflation restera temporaire, la demande finale demeurant incapable de rentrer pleinement dans un cercle inflationniste. L'analyse dans le détail de la hausse des prix conforte notre conviction, puisque l'essentiel repose sur des tensions associées à certains secteurs spécifiques : le prix des véhicules, par exemple, progresse à lui seul de +19,2 % sur un an (plus nettement encore, les prix des véhicules d'occasion sont en hausse de +31,4 % sur cette période). Si l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), qui est un indicateur très riche d'enseignements, reste relativement élevée, à +4,9 % sur un an, les éléments les plus structurels de l'inflation s'envolent moins que ce que les commentaires peuvent laisser penser...



La raison principale du frein à l'envolée de l'inflation réside dans le vieillissement de la population américaine. En effet, la résultante de ce phénomène structurel est que la population active augmentera désormais à un rythme bien plus faible que par le passé. Conséquence, si l'on peut constater une inflation salariale (que l'on qualifiera d'inflation micro), elle ne se traduira pas par une augmentation de la masse salariale globalement distribuée aux Etats-Unis (à savoir, les salaires versés multipliés par le nombre de travailleurs salariés). C'est d'ailleurs ce qu'on constate, la masse salariale évoluant de manière bien moins impressionnante que les chiffres d'inflation mensuels (cf. graphique ci-dessous). Pire, nous estimons que celle-ci a atteint probablement un pic au T3 2021 à 12,7 trilliards \$. Dans ce contexte, il convient ainsi de relativiser la faiblesse du taux de chômage actuel (4,2 % en novembre), notamment au regard du faible taux de participation à la main-d'œuvre (61,8 %)...

Masse salariale américaine : le pic vient très probablement déjà d'être atteint

Compensation of Employees - United States
(% changes)



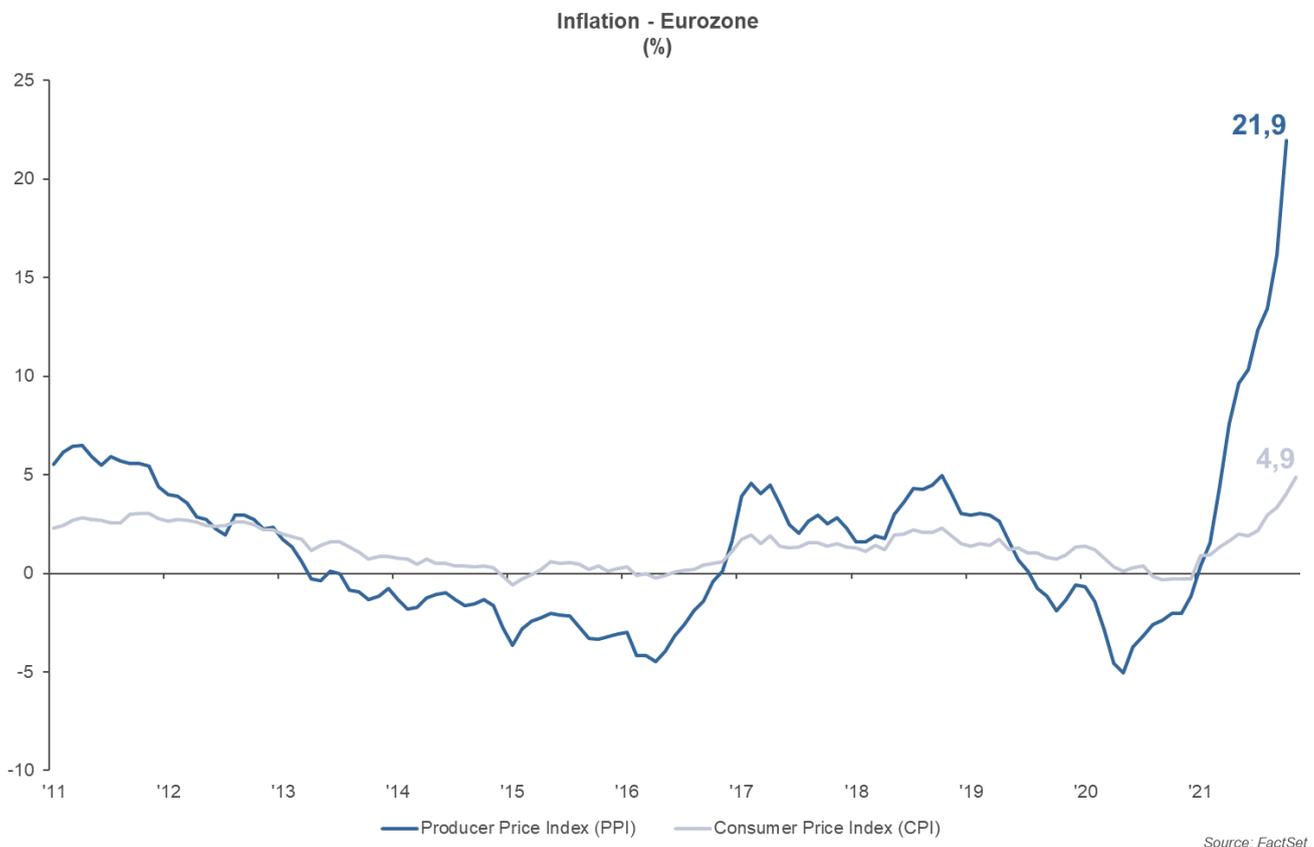
Source: FactSet

C'est pourquoi nous estimons qu'il ne faut pas s'inquiéter d'un revirement de position trop brutal de la part de la Fed, même si les prévisions de croissance sont désormais importantes (la croissance du PIB réel américain atteindrait +4,1 % en 2022 selon le consensus FactSet) et malgré les prises de position récentes de Jerome Powell. C'est d'ailleurs le message véhiculé par les marchés, avec des taux longs qui restent extrêmement faibles autour de 1,5 % pour le 10 ans. Dans un contexte où le soutien budgétaire ne sera probablement pas à la hauteur des espérances, nous estimons que la Fed ne tentera pas de faire baisser la taille de son bilan, voire même d'augmenter substantiellement son taux directeur en 2022, sous peine de faire retomber l'économie américaine alors que nous serons dans une année politiquement risquée avec les élections de mi-mandat. Conséquence, les taux réels devraient rester très incitatifs et les secteurs les plus sensibles aux taux devraient rester bien orientés, technologie en tête.

Zone euro : entre le soutien de l'économie et la stabilité des prix, la BCE choisit !

Jusqu'à l'été 2021, l'inflation au sein de la zone euro est demeurée inférieure à la cible de 2 %, facilitant grandement les prises de position de Christine Lagarde. Mais à partir de septembre, les prix à la consommation ont commencé à grimper puis à rapidement accélérer pour atteindre en novembre +4,8 %¹, ce qui constitue potentiellement un record sans précédent pour l'union monétaire européenne depuis sa création ! Les prix à la production avaient quant à eux progressé de +21,9 % le mois précédent... Evidemment, un tel contexte a rendu le positionnement de la BCE plus difficile à défendre, alors même que son homologue américain annonçait un changement de cap. Malgré cela, Christine Lagarde reste quasiment inflexible, convaincue par des ventes aux détails encore poussives (+0,9 % en octobre 2021 en GA).

Si l'inflation est repartie assez tardivement dans la zone euro, elle a dernièrement montré une dynamique inédite



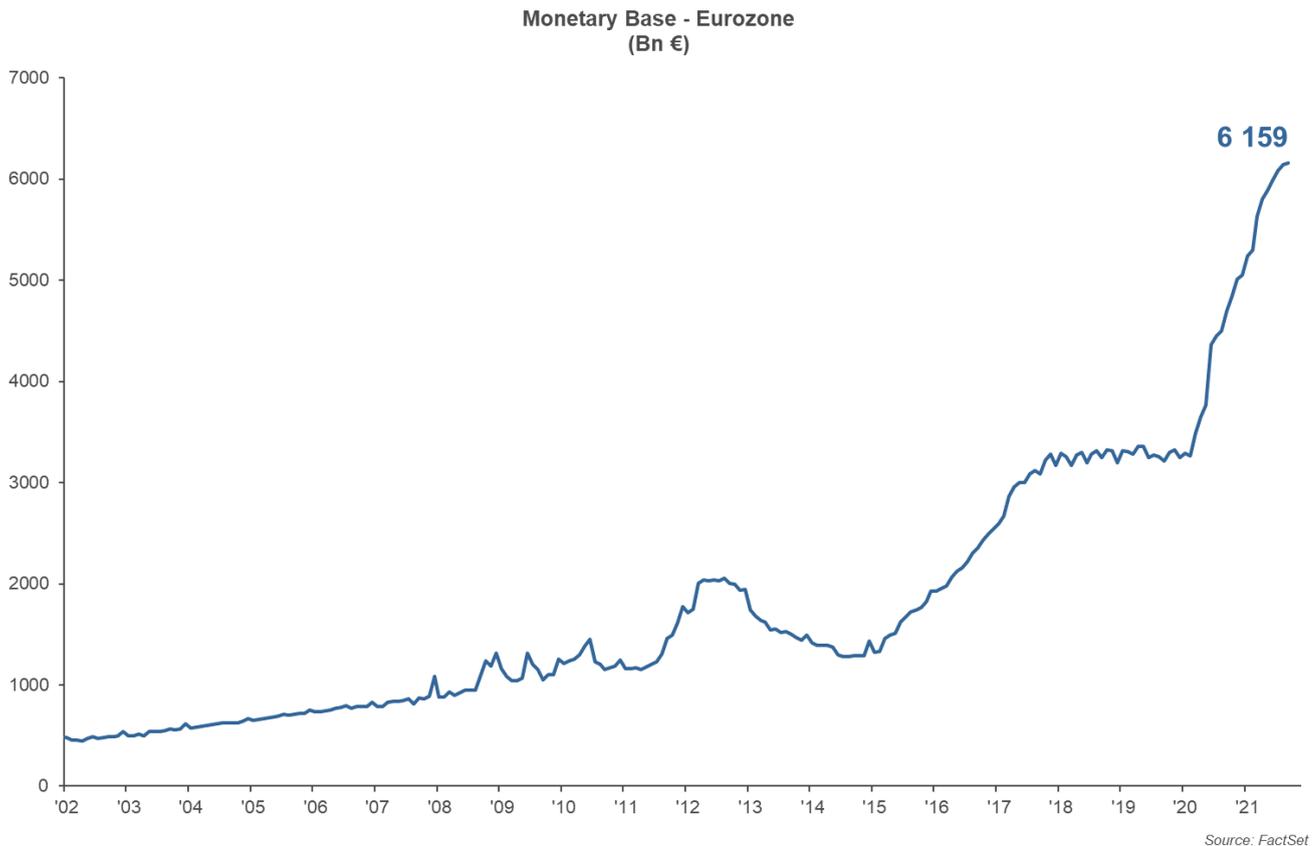
Au final, la BCE va mener en 2022 une politique monétaire ouvertement moins restrictive que celle de la FED. Cette option paraît cohérente au regard de la désynchronisation des deux zones au sein du cycle économique. En effet, l'économie américaine (actuellement à 4,2 % de chômage) a, très tôt durant la crise, pris une avance notable sur celle du Vieux Continent qui n'est toujours pas totalement sortie de la morosité (encore loin du plein-emploi à 7,3 % de chômage). Mais il faut aller chercher ailleurs cette crainte de faire disparaître les mesures de soutien : le souvenir de la mauvaise gestion la crise de la dette grecque influence durablement l'action des institutions européennes qui craignent de reproduire les erreurs du passé. La BCE fait donc volontairement le choix de soutenir l'économie au détriment de la stabilité des prix. Et l'on peut dire qu'elle n'y va pas de main morte : depuis le début de la crise

¹ Attention toutefois, l'inflation en zone euro est certainement un peu surévaluée au 2nd semestre 2021. En effet, face à la crise de la Covid, l'Allemagne avait abaissé son taux de TVA de 19 à 16 % (ainsi que de 7 à 5 % pour le taux réduit) entre le 1^{er} juillet et le 31 décembre 2020. Il y a donc un effet de base qui accentue mécaniquement l'inflation pour l'Allemagne aux T3 et T4 de 2021, ce qui se répercute ensuite aux résultats de la zone euro (l'« erreur » pourrait être de l'ordre d'un point de pourcentage).



de la Covid, l'offre de monnaie de la BCE a augmenté de manière vertigineuse (cf. graphique ci-dessous). Jusqu'à alors, cette politique expansionniste n'a eu qu'un unique corollaire réellement négatif : la hausse du prix des actifs (actions et immobiliers) laissant craindre une surchauffe voire une bulle. Pour le moment, l'institution de Francfort préfère prendre ce risque que d'étouffer une croissance encore fragile dans l'œuf, dans un contexte politique périlleux.

L'offre de monnaie de la BCE a été si importante pendant la crise de la Covid que la base monétaire (M0) en a presque été doublée

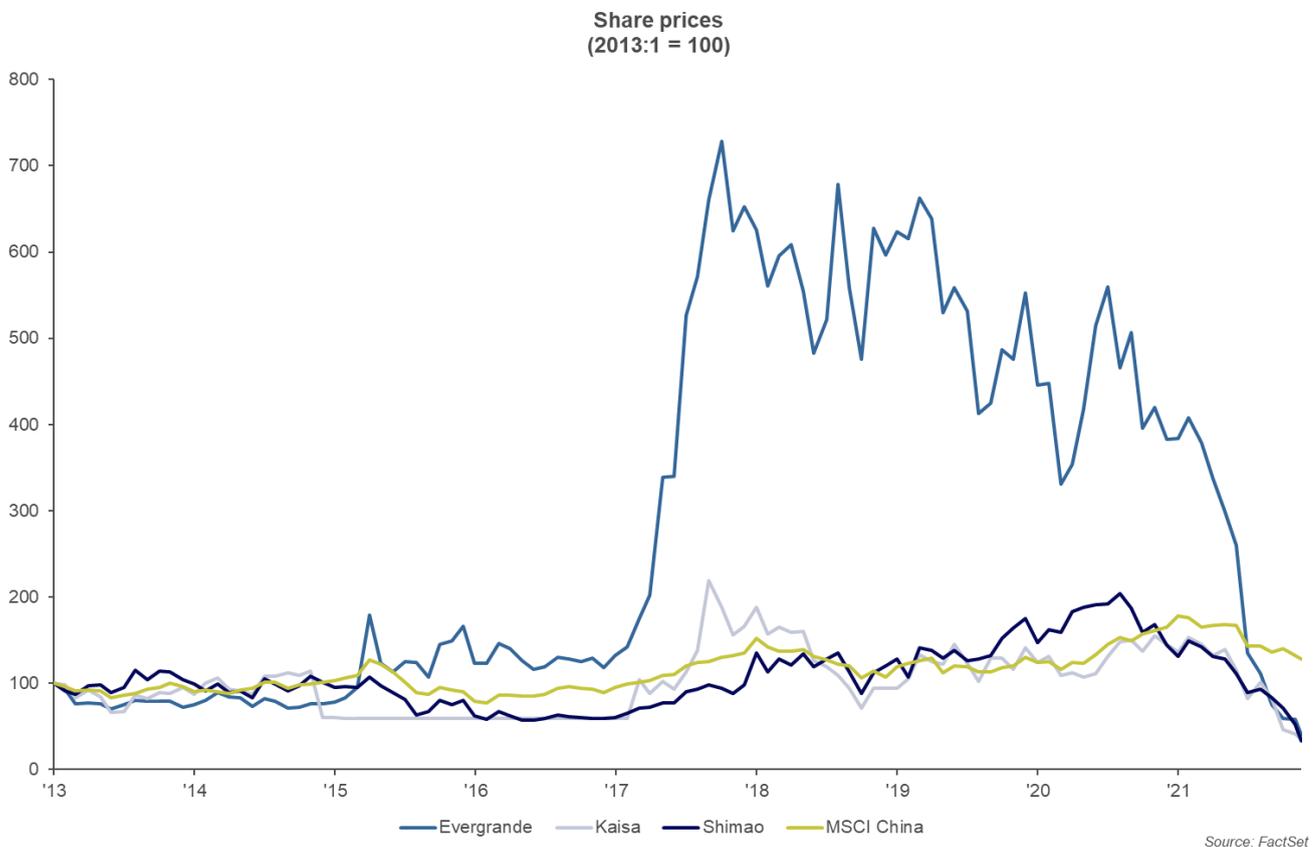


Dans le détail, la BCE commencera par mettre un terme à son programme d'urgence anti-crise de la Covid. En effet, à la mi-décembre 2021, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de réduire progressivement le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), d'un montant total de 1850 Mds €, jusqu'à sa suppression définitive à l'issue du mois de mars. À la suite, une hausse temporaire du rythme de l'APP (*Asset Purchase Programme*) prendra pour partie le relais : son montant mensuel sera porté à 40 Mds € au T2-2022. Il diminuera ensuite au T3 (30 Mds € par mois), avant de retrouver son rythme de croisière au T4 (20 Mds € par mois). Finalement, la BCE n'appelle pas de ses vœux la hausse des taux d'intérêt et, selon les déclarations de C. Lagarde, les taux directeurs resteront inchangés au moins jusqu'à l'automne prochain. Dans ce contexte encore largement incitatif, la zone euro pourrait afficher une croissance encore intéressante en 2022, et même supérieure à celle des Etats-Unis selon le consensus FactSet (respectivement +4,4 % contre +4,1 %).

Chine : à la croisée des chemins ?

La crise des promoteurs immobiliers chinois continue d'inquiéter la sphère économique en ce début d'année. Il faut dire qu'en 2021, les investisseurs ont lourdement pénalisé le surendettement des principaux groupes chinois cotés : les cours d'Evergrande, de Kaisa et de Shimao ont ainsi respectivement chuté de -89,3 %, -75,3 % et -76,7 % sur l'ensemble de l'année passée. Somme toute, cela reste très amplement éloigné de leurs indices de références : -23,5 % pour le MSCI Chine et -11,7 % pour l'indice Hang Seng (cf. graphique ci-dessous). Ce facteur de risque s'ajoute à un déséquilibre de plus en plus frappant des fondamentaux macroéconomiques du pays, entre une demande intérieure qui s'affaisse et un commerce extérieur à la réussite toujours éclatante.

Le surendettement des principaux promoteurs chinois a été sévèrement pénalisé sur les marchés en 2021

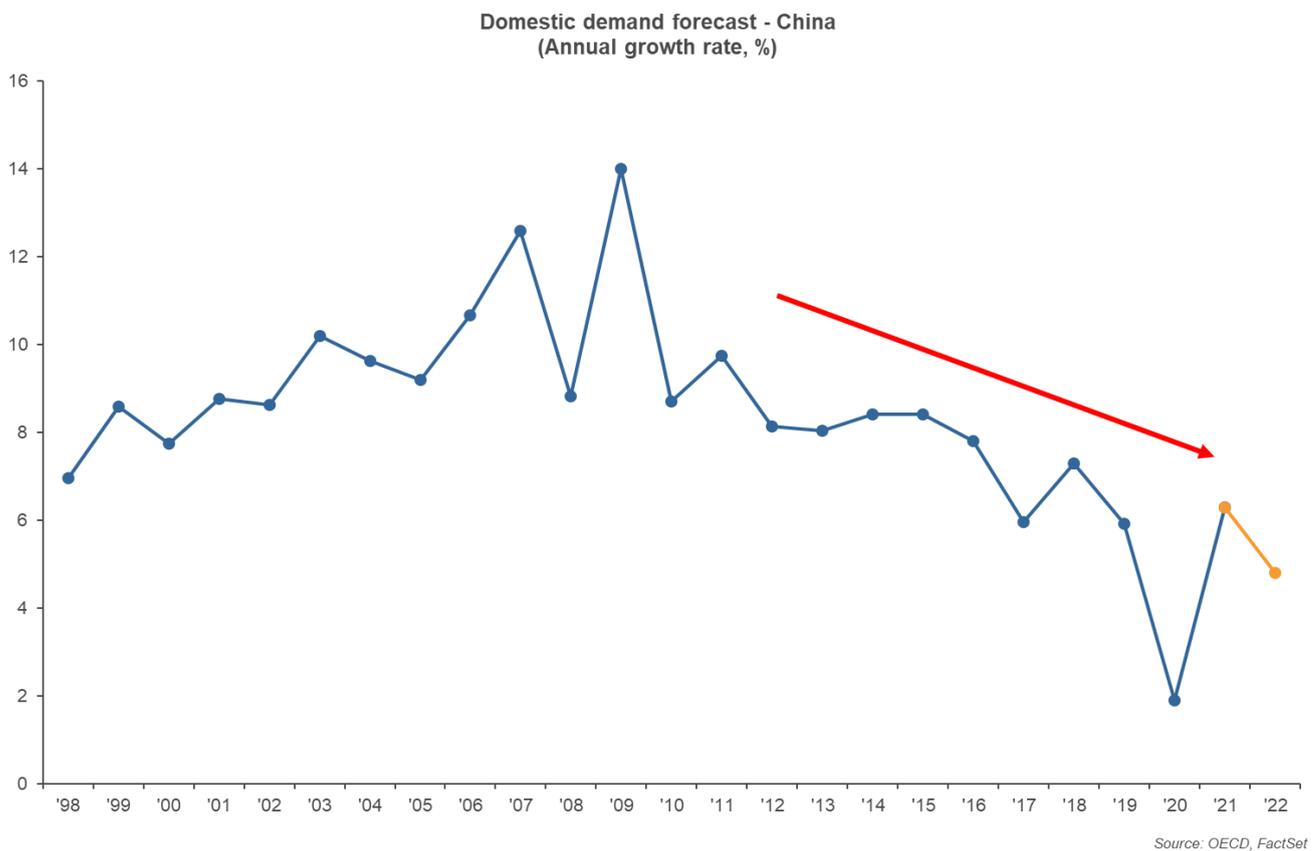


Outre les menaces conjoncturelles, la Chine voit sa croissance potentielle durablement contrainte par un problème de demande intérieure (cf. graphique ci-dessous). D'après les projections, la seconde économie mondiale afficherait une croissance de seulement +4,8 % en 2022, soit à peine mieux que les États-Unis (+4,1 %) ou la zone euro (+4,4 %). En pratique, la demande intérieure chinoise baisse, lentement mais sûrement depuis une décennie maintenant, notamment parce que sa population vieillit alors que le système de retraites reste insuffisamment développé. En conséquence, le pouvoir d'achat d'une part croissante de la population se détériore, dans un contexte où le partage de la valeur ajoutée est trop déséquilibré pour profiter véritablement à la classe moyenne. Rien d'étonnant donc à ce que l'inflation des prix à la consommation reste relativement contenue en Chine (+2,3 % sur un an en novembre 2021) dans un contexte de forte concurrence intérieure, malgré des prix à la production qui, bien qu'ils aient certes commencé à plafonner, y demeurent très élevés (+12,9 %).



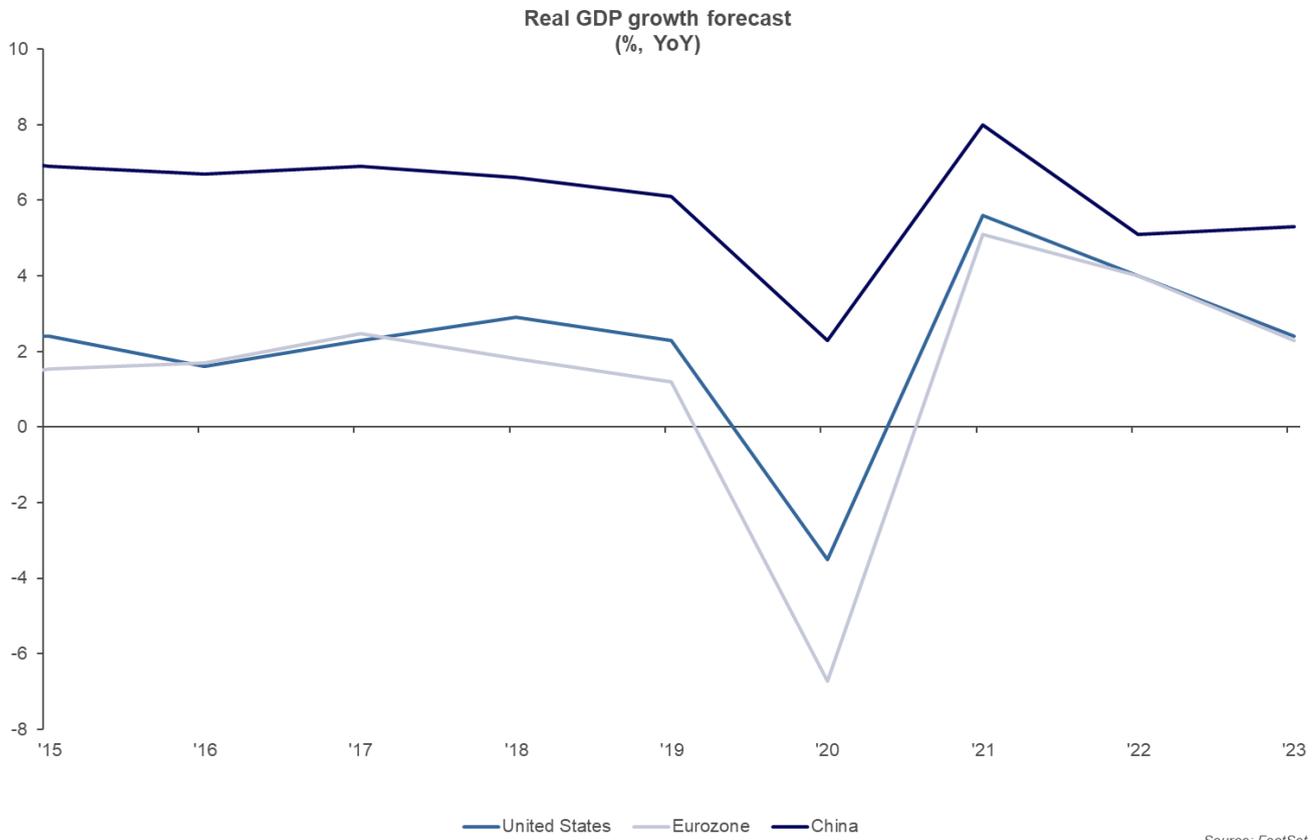
Fort heureusement pour l'Empire du Milieu, ses exportations se sont très bien comportées, avec +30 % en 2021, compensant en partie le manque de dynamisme de la demande intérieure. Mais attention, cela rend aussi la Chine d'autant plus dépendante de ses bonnes relations avec ses partenaires économiques, dans un contexte toujours tendu au niveau international. Cela rend la tâche ardue à Xi Jinping, qui devra peut-être modérer son discours politique (sur le leadership mondial, la souveraineté de Taïwan, etc.) s'il ne veut pas fragiliser son modèle économique, très dépendant en ce moment du commerce extérieur. Reste à savoir s'il le fera, car cela serait en profonde contradiction avec l'objectif d'autosuffisance développé dans le programme *Made in china 2025* et au travers du concept de « Prospérité commune ». Sous bien des aspects, la Chine reste ainsi un point d'interrogation pour 2022, bien loin du moteur incontesté que le pays a joué depuis désormais 20 ans pour l'économie mondiale. D'autant que le surendettement guette : la dette des entreprises chinoises atteint près de 160 % du PIB mi-2021 contre 51,1 % du PIB aux États-Unis et 64,7 % du PIB dans la zone euro... Même au Japon, pays pourtant extrêmement endetté, la dette des entreprises ne représente *que* 102,6 % du PIB, c'est dire l'ampleur du problème ! Les possibles défauts de paiement au sein du secteur immobilier chinois (évoqués plus haut) pourraient ainsi n'être que la partie émergée de l'iceberg. Et si les entreprises chinoises devaient faire défaut en chaîne, la contagion gagnerait inéluctablement le reste du monde.

En Chine, la demande intérieure a tendance à faiblir depuis 10 ans





Vers une convergence des croissances des grandes zones en 2022

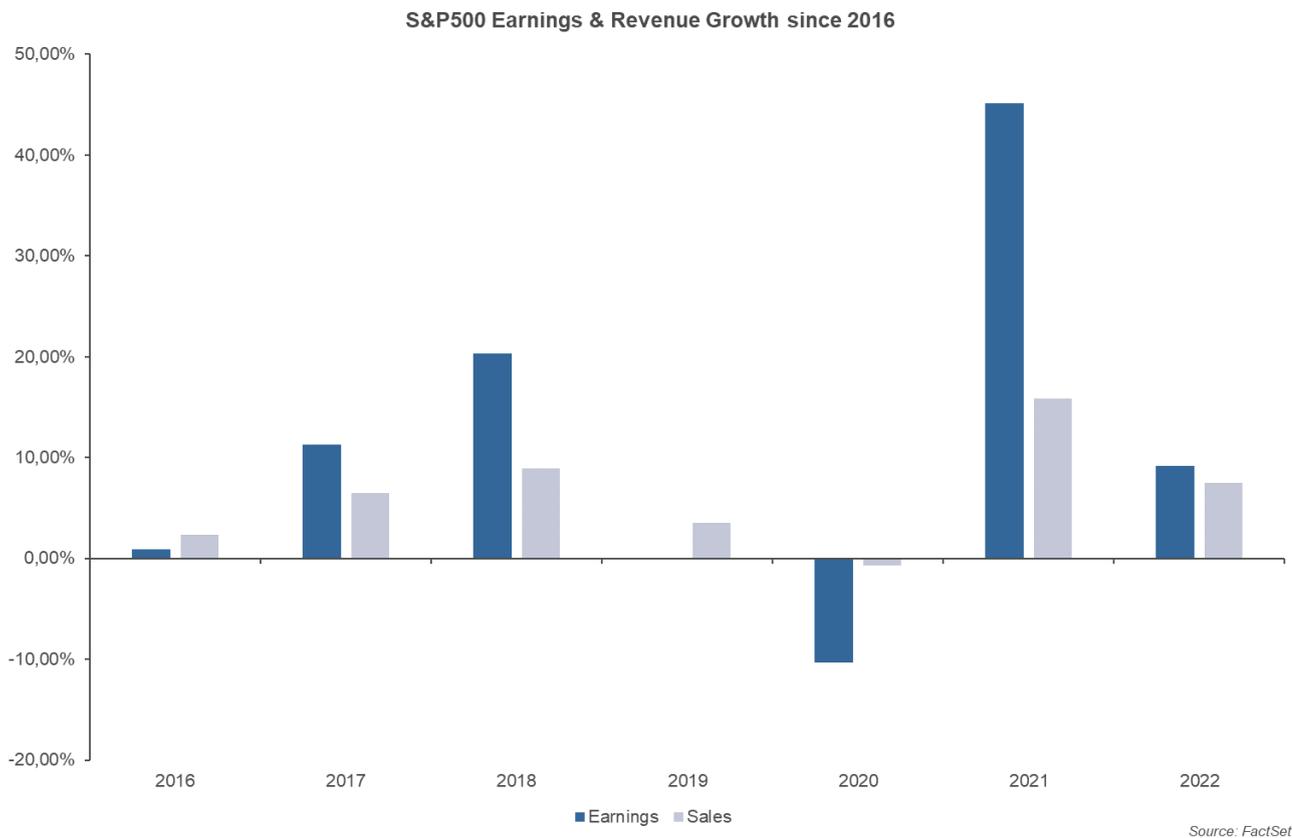




2021 l'année de tous les records en microéconomie

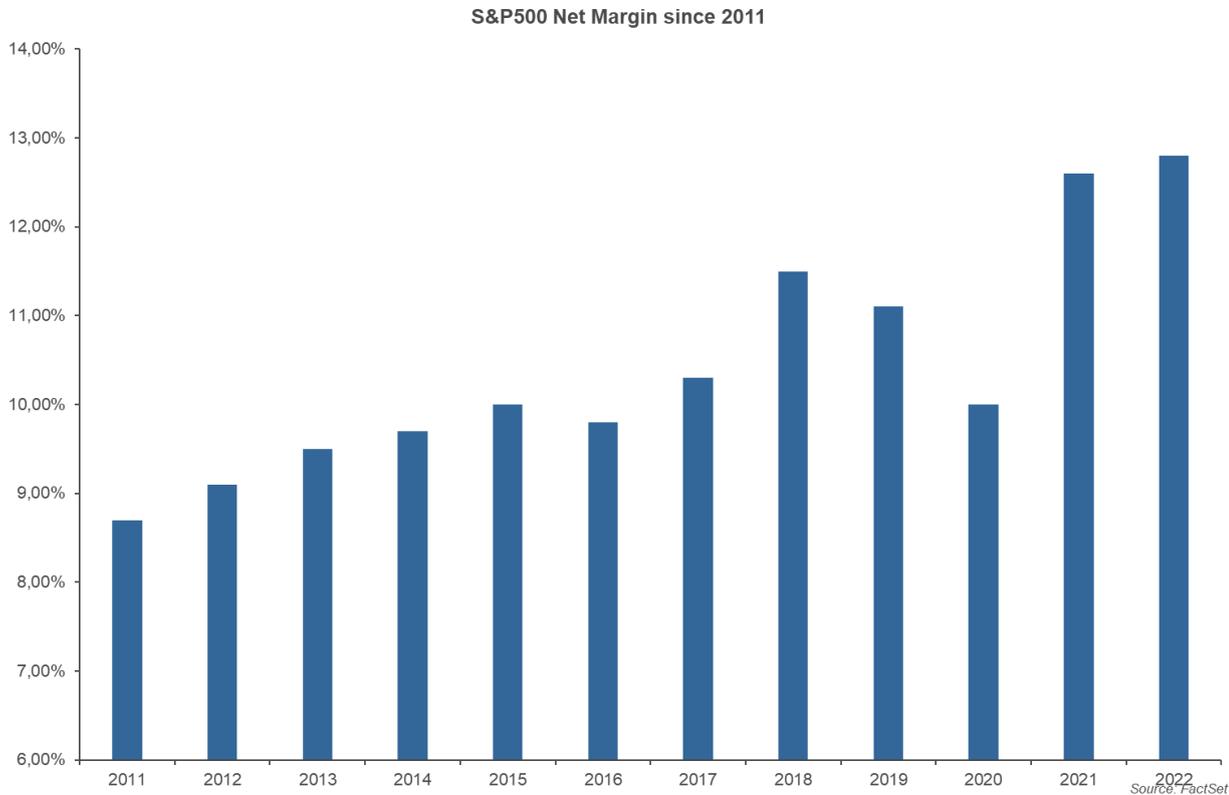
L'année 2021 restera dans les annales. En effet, les estimations de croissance bénéficiaires pour le S&P500 sur l'année (en attendant la saison de publication du 4ème trimestre) atteignent +45,1 % ! Soit la plus forte croissance bénéficiaire annuelle jamais enregistrée depuis que FactSet a commencé à diffuser ces données en 2008 (le précédent record était de +39,6 % pour l'année 2010 à la suite de la crise des subprimes) ! Il en va de même concernant le chiffre d'affaires des sociétés du S&P500 : en agrégé, la croissance estimée pour 2021 est de +15,8 % contre un précédent record de +10,6 % en 2011.

2021, une année qui restera dans les annales



Et comment ne pas parler des marges nettes qui affichent également des niveaux records malgré les différentes préoccupations qui taraudent les entreprises : hausse de l'inflation, problématiques d'approvisionnement, engorgement des chaînes de logistique, pénuries de main d'œuvre ou encore les hausses des salaires dans certains secteurs d'activité. En 2021, la marge nette agrégée des entreprises du S&P500 devrait atteindre 12,6 %, bien plus que le précédent record de 11,5 % datant de 2018 (suite à la réforme fiscale de D. Trump).

Les marges nettes franchissent de nouveaux records et résistent aux préoccupations des entreprises



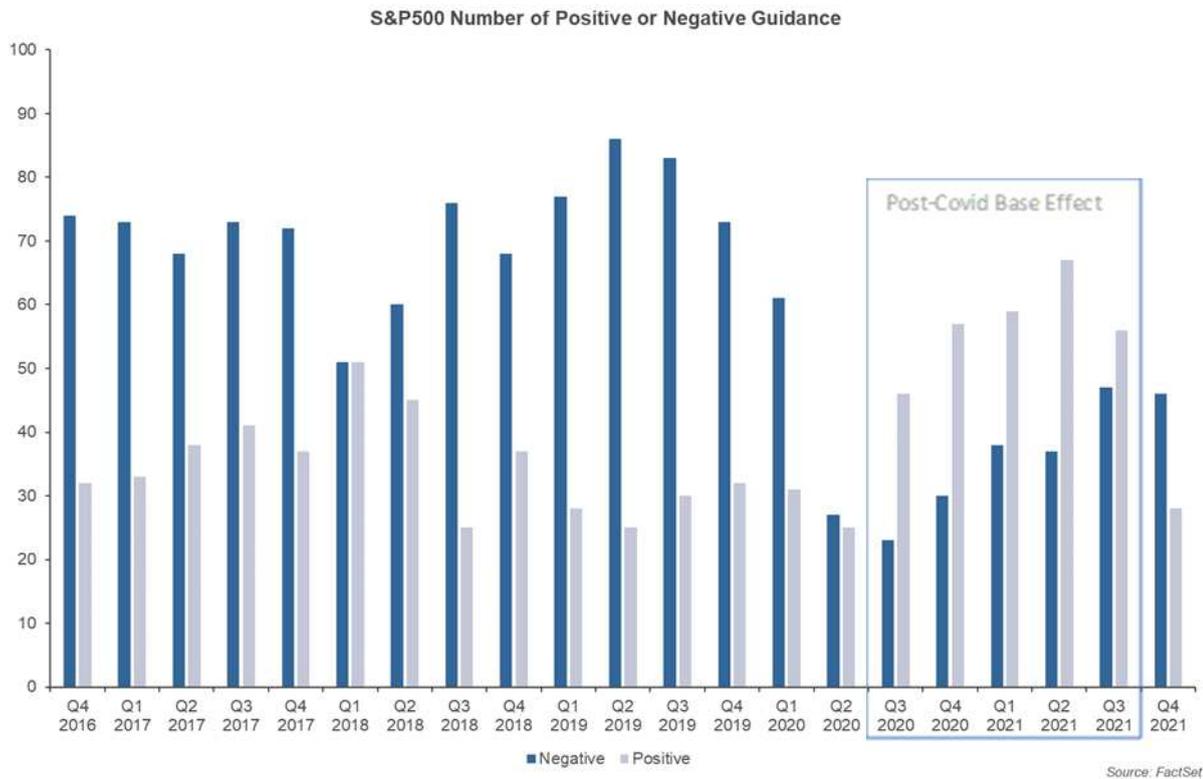
Le dernier trimestre de l'année 2021 reste bien orienté même si la dynamique des révisions haussières des précédents trimestres a disparu

La progression des bénéfices du S&P500 est attendu à +21,3 % pour le 4ème trimestre soit le 4ème trimestre consécutif de hausse des bénéfices au-delà de la barre symbolique des +20 %. Néanmoins, la dynamique des révisions haussières que l'on avait pu observer au cours des 3 premiers trimestres de l'année a disparu. En effet, à fin septembre dernier les analystes prévoyaient une hausse de +20,9 % pour le T4, soit sensiblement les mêmes niveaux qu'actuellement alors qu'au cours des 4 derniers trimestres les analystes ont eu tendance à réviser à la hausse de 4,7 % en moyenne leurs prévisions (au cours dudit trimestre) ! Le rythme des révisions traduit donc 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 suivant).

Et pour la première fois depuis le T2 2020, les entreprises du S&P500 émettant des negative guidance pour le 4ème trimestre ont été plus nombreuses que celles émettant des positive guidance (le pourcentage negative guidance est aujourd'hui de 60%, ce qui correspond à la moyenne historique au cours des 5 dernières années).



L'euphorie liée à l'effet de base post-Covid s'efface

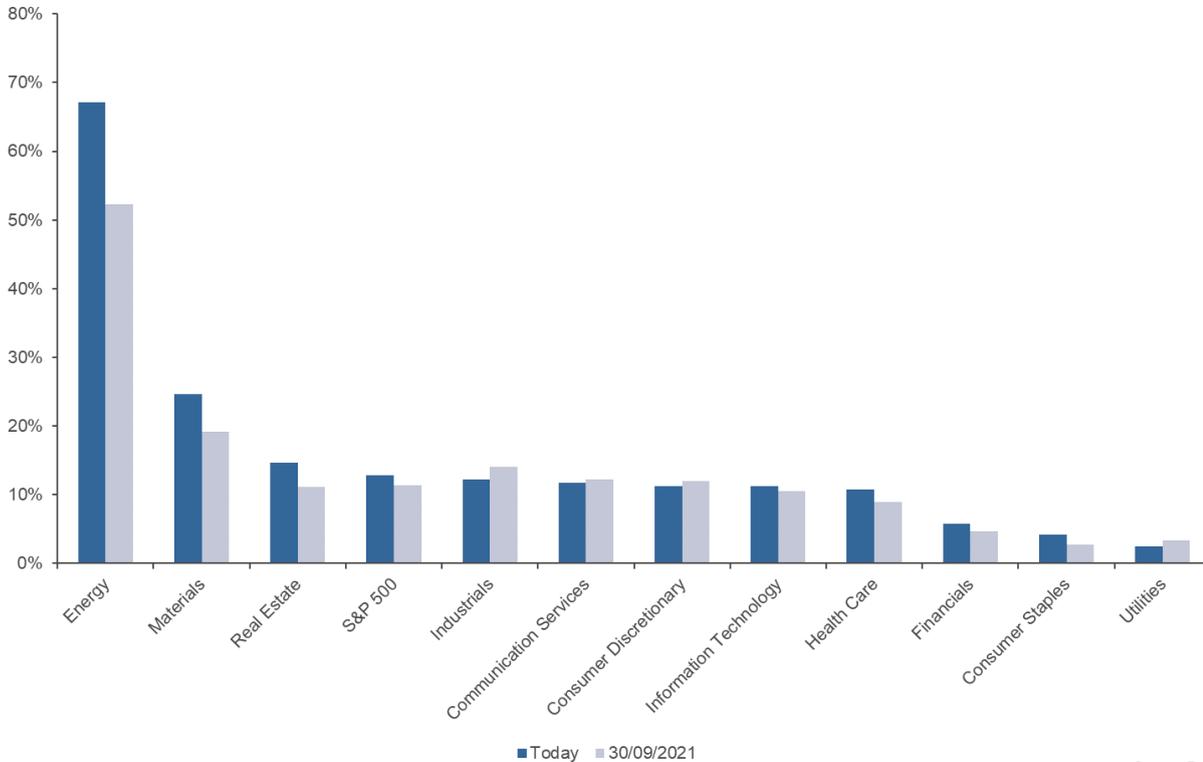


Concernant le chiffre d'affaires, les analystes prévoient une croissance de +12,8 % pour le 4ème trimestre, soit la 3ème plus forte croissance annuelle jamais enregistrée depuis que FactSet a commencé à diffuser ces données en 2008 et une croissance bien supérieure à la moyenne de ces 5 dernières années (+6,5 %).

L'ensemble des secteurs du S&P500 affichent une croissance du chiffre d'affaires positive au T4 avec sans surprise les secteurs de l'Energie et le secteur des Matériaux en tête, comme au cours du précédent trimestre et comme évoqué dans nos précédentes lettres.

Le chiffre d'affaires progresse pour l'ensemble des secteurs du S&P500 au 4ème trimestre 2021

S&P500 Revenue Growth T4 2021



Source: FactSet

Concernant les marges des entreprises, ces dernières restent encore très bien orientées au T4 malgré les différentes préoccupations qui taraudent les entreprises : hausse de l'inflation, problématiques d'approvisionnement, engorgement des chaînes de logistique, pénuries de main d'œuvre et hausses des salaires dans certains secteurs d'activité.

En effet, les analystes prévoient une marge nette agrégée de 11,8 % pour le T4, certes en baisse par rapport au T2 (13,1 %) et au T3 (12,9 %) mais toujours sur des niveaux très élevés (avec 11,8 %, cela serait la 5ème plus forte marge nette depuis que FactSet a commencé à diffuser ces données en 2008).

A quoi faut-il s'attendre pour 2022 ?

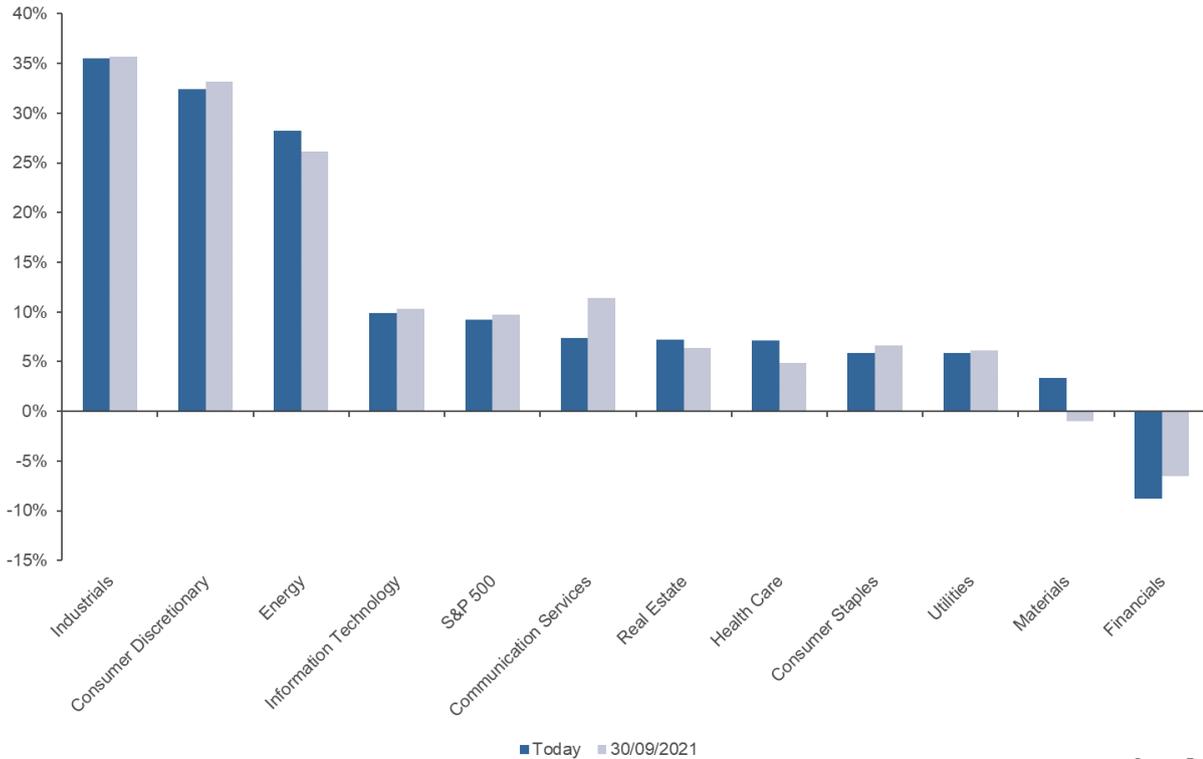
Les différentes préoccupations - évoquées plus haut – auxquelles doivent faire face actuellement les entreprises américaines pourraient entraver la marche en avant de ces dernières. Comme nous l'avons déjà évoqué plusieurs fois, les entreprises du S&P500 sont de plus en plus nombreuses à évoquer des termes tels que « inflation » ou encore « supply chain » lors de leurs annonces de résultats. Et la tendance ne devrait pas s'inverser pour le T4 2021 comme pour les premiers trimestres de cette nouvelle année.

A périmètre constant, il ne faut donc pas s'attendre à connaître des publications de résultats aussi étincelantes qu'en 2021, et donc avec le même impact sur les marchés qu'au cours de l'année écoulée. Mais cela ne veut pas dire pour autant que les résultats seront mauvais, même s'il est important de rappeler que les attentes en termes de croissance bénéficiaire nous paraissent trop agressives pour les années à venir, notamment aux Etats-Unis. Aujourd'hui, les analystes prévoient pour l'année 2022 une croissance bénéficiaire de +9,2 % (contre +9,7 % fin septembre dernier) et une croissance du chiffre d'affaires de +7,5 %. L'année 2022 devrait donc correspondre à une normalisation des bénéfices sur la tendance pré-Covid. Seul le secteur financier est attendu en baisse en 2022 mais cela est dû à l'effet de base lié aux provisions (qui impactent les bénéfices mais pas le chiffre d'affaires) réalisées par les Banques. En effet, celles-ci ont énormément provisionné en 2020 à cause de la conjoncture économique dégradée à cause de la pandémie de la Covid-19. Cet effet de base positif observé en 2021 va donc disparaître en 2022 et ainsi pénaliser « artificiellement » les résultats du secteur.



2022 reste bien globalement bien orientée, exceptée pour le secteur financier

S&P500 Earnings Growth 2022



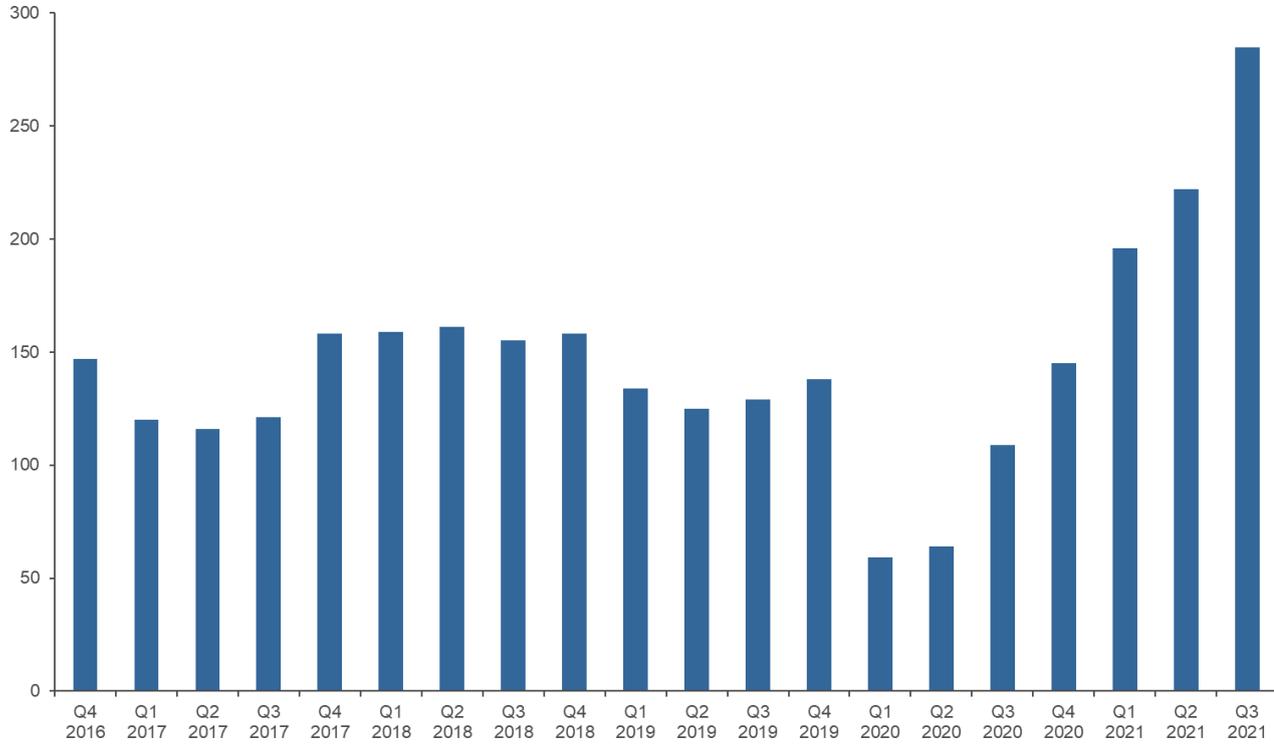
Source: FactSet

Il faudra surtout suivre de près les marges des entreprises qui pourraient avoir du mal à rester durablement élevées, dans un contexte d'inflation qui a échappé au contrôle de la FED et d'augmentation de la pression fiscale (qui devrait apparaître dès 2023). Le début d'année 2022 sera révélateur de la capacité des entreprises américaines à poursuivre leur bonne dynamique microéconomique actuelle, et il faudra donc observer avec attention si celles-ci parviennent à ne pas décevoir les prévisions actuelles.



L'inflation devrait continuer d'inquiéter les sociétés dans les trimestres à venir

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



Source: FactSet

Modèle d'évaluation : toujours une préférence pour les marchés actions européens

Les indices boursiers américains ont largement rebondi en décembre (+4,4 % pour le S&P500), tout comme les places boursières européennes (+4,9 % pour l'indice Euro Stoxx). Les investisseurs ont été rassurés depuis 3 semaines par les études qui suggèrent que la gravité du variant Omicron serait moindre que celle des précédents variants. Dans cette veine, les taux à 30 ans ont rebondi de 20bp aux Etats-Unis et de 15bp en Europe, avec les velléités des banques centrales – notamment de la FED – de relever progressivement les taux directeurs en 2022.

Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique que les marchés actions américains semblent au juste prix. Néanmoins notre scénario intégrant l'hypothèse une hausse de taxes à horizon 2023 (ce qui ne semble pas intégré dans les cours boursiers à l'heure actuelle) implique un potentiel de baisse de l'ordre de 10 % à moyen terme si les taux se stabilisent.

S&P 500 - Valuation end 2022 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2021

	30 Years Gvt bonds				
	1,50%	1,75%	2,02%	2,25%	2,50%
Tax increase to 25% (approx. -5% impact on EPS) - CAGR 3.4%	4 825	4 524	4 233	4 010	3 789
Implied Scenario CAGR 5.6% over 8 years	5 490	5 137	4 797	4 535	4 277
Return to normal: 8.4% in 2022, 8.8% in 2023 - CAGR 4.9%	5 412	5 073	4 746	4 495	4 246
Current Index S&P 500	4 797				



En zone euro, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui au juste prix et même sous-cotées en fonction de l'évolution des taux (en cas de slow recovery, les taux tendront inévitablement vers 0). Le potentiel d'appréciation de +7 % à +15 % est atteint dans l'ensemble des scénarios envisagés. Nous continuons donc de surpondérer les actions européennes par rapport aux actions américaines.

MSCI EMU - Valuation end 2022 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2021

	30 Years Gvt bonds				
	0,00%	0,50%	0,74%	1,00%	1,25%
Slow recovery: 3.8% in 2022, 2.5% in 2023	183	156	146	136	128
Implied Scenario	195	166	155	145	136
Return to normal: 3.8% in 2022	209	178	166	155	146
Current Index MSCI EMU			155		



Main ratios for markets and sectors as of 05/01/2022 (in local currency)



Data as of 01/05/22	Weight vs World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-1%	
		2022	2021	2022	2021	2022	2021	2020	2021	Fiscal 22	Fiscal 21
World - Developed	100,0%	-0,97%	13,18%	18,3 x	20,2 x	10,70%	66,97%	-19,08%	1,8%	0,0%	0,0%
United States	56,6%	-1,98%	21,64%	22,2 x	24,8 x	11,86%	63,54%	-15,57%	1,3%	0,4%	0,0%
Japan	7,3%	1,45%	-2,20%	14,7 x	16,7 x	13,31%	35,98%	-8,89%	2,1%	-1,8%	-1,6%
Eurozone	11,0%	1,44%	11,04%	16,2 x	17,6 x	8,77%	100,49%	-38,93%	2,5%	-0,2%	0,0%
Europe	20,5%	1,09%	12,88%	16,3 x	17,7 x	8,97%	87,96%	-35,70%	2,7%	0,6%	1,0%
Austria	0,2%	2,09%	25,54%	11,1 x	11,9 x	6,92%	112,69%	-41,33%	3,0%	-0,5%	-0,7%
Belgium	0,4%	1,95%	5,03%	19,6 x	21,2 x	7,83%	30,41%	-25,07%	2,3%	-0,7%	-0,4%
Denmark	0,7%	-2,00%	13,23%	21,5 x	22,5 x	4,93%	66,14%	-7,16%	1,9%	0,3%	0,3%
Finland	0,4%	1,71%	5,66%	19,0 x	19,7 x	4,00%	38,19%	-13,69%	2,9%	0,6%	-1,8%
France	3,8%	2,15%	19,06%	18,4 x	21,1 x	14,88%	170,11%	-55,00%	2,3%	0,0%	0,1%
Germany	2,8%	1,66%	4,34%	14,2 x	15,3 x	7,77%	78,03%	-20,06%	2,7%	-0,7%	0,6%
United Kingdom	4,1%	1,75%	12,03%	13,6 x	14,8 x	8,38%	94,97%	-40,09%	3,5%	1,6%	3,5%
Ireland	0,1%	3,05%	12,86%	19,7 x	28,9 x	46,42%	5174,06%	-105,07%	1,2%	-1,8%	-0,5%
Italy	0,9%	2,42%	13,37%	12,3 x	13,8 x	11,49%	75,50%	-41,54%	3,6%	-1,2%	-1,6%
Netherlands	1,4%	-1,08%	14,28%	19,9 x	20,6 x	3,54%	94,01%	-27,12%	1,5%	0,3%	-0,1%
Norway	0,5%	2,27%	14,05%	14,7 x	16,5 x	12,49%	243,34%	-55,06%	3,1%	1,8%	2,5%
Spain	0,8%	0,14%	-0,49%	14,4 x	13,6 x	-5,62%	100,09%	-42,81%	3,4%	0,7%	0,0%
Sweden	1,5%	0,22%	21,33%	21,3 x	21,7 x	11,13%	92,13%	-38,43%	2,3%	5,6%	2,1%
Switzerland	2,7%	-0,16%	17,46%	20,3 x	22,4 x	10,70%	22,97%	-7,91%	2,4%	-0,4%	0,0%
Europe / Commercial Services	0,6%	0,14%	9,58%	22,0 x	25,9 x	17,86%	62,92%	-29,26%	1,7%	1,4%	1,8%
Europe / Communications	0,5%	0,10%	0,96%	14,6 x	11,9 x	-18,22%	5,50%	4,86%	4,6%	0,1%	0,7%
Europe / Consumer Durables	0,9%	5,45%	21,32%	9,8 x	10,6 x	7,79%	282,78%	-58,41%	3,2%	-2,3%	0,1%
Europe / Consumer Non-Durable	3,3%	1,71%	13,18%	24,4 x	27,3 x	12,21%	27,12%	-21,01%	1,9%	0,9%	1,0%
Europe / Consumer Services	0,4%	1,93%	4,84%	24,5 x	291,5 x	1190,53%	122,63%	-122,49%	1,4%	-1,6%	-18,1%
Europe / Distribution Services	0,2%	0,87%	20,56%	21,9 x	23,7 x	8,42%	57,59%	-15,04%	1,7%	1,8%	0,5%
Europe / Electronic Technology	1,1%	-0,90%	15,23%	25,5 x	31,2 x	22,25%	139,07%	-51,15%	0,9%	0,0%	0,0%
Europe / Energy Minerals	0,7%	5,26%	21,06%	8,1 x	9,2 x	13,63%	13366,48%	-92,11%	4,5%	1,3%	0,3%
Europe / Finance	3,7%	2,16%	15,23%	11,8 x	11,8 x	0,92%	79,08%	-34,78%	3,8%	1,9%	2,9%
Europe / Health Services	0,2%	-2,26%	20,45%	23,5 x	24,2 x	2,91%	20,78%	-0,81%	1,4%	0,6%	0,5%
Europe / Health Technology	2,3%	-2,53%	15,32%	20,7 x	23,0 x	11,02%	12,65%	-0,94%	2,1%	-1,4%	0,6%
Europe / Industrial Services	0,3%	1,37%	6,82%	15,8 x	21,2 x	34,00%	76,09%	-51,28%	2,8%	0,4%	0,0%
Europe / Miscellaneous	0,0%	-0,81%	35,07%	14,1 x	10,8 x	-23,44%	148,46%	-81,20%	2,9%	0,5%	0,4%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	3,30%	13,30%	8,5 x	7,2 x	-15,49%	117,04%	27,68%	6,5%	0,5%	0,2%
Europe / Process Industries	0,8%	1,99%	9,77%	19,2 x	19,9 x	3,53%	53,92%	-13,98%	2,5%	1,6%	0,8%
Europe / Producer Manufacturing	1,5%	1,95%	21,04%	21,5 x	26,1 x	21,48%	86,33%	-32,22%	1,9%	0,2%	0,2%
Europe / Retail Trade	0,5%	0,00%	-1,51%	22,1 x	26,5 x	19,51%	86,57%	-24,54%	2,1%	1,0%	3,2%
Europe / Technology Services	1,1%	-1,27%	2,33%	28,3 x	32,4 x	14,46%	28,70%	-5,82%	0,7%	0,5%	-0,8%
Europe / Transportation	0,7%	2,85%	26,29%	13,5 x	27,3 x	103,14%	154,68%	-255,23%	2,9%	1,9%	0,0%
Europe / Utilities	0,9%	-1,08%	-4,61%	16,8 x	17,5 x	3,79%	21,01%	-17,21%	3,8%	-0,7%	-0,9%



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.

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.