

L'inflation peut-elle vraiment faire son grand retour ?

Depuis bientôt deux mois, les commentateurs s'en donnent à cœur joie : l'inflation serait sur le point de faire un retour en force ! D'aucuns pensent qu'elle viendra du rebond des matières premières, d'autres des liquidités injectées dans l'économie par les gigantesques plans de relance subventionnés par les Banques Centrales, celui à 1 900 Mds \$ de Joe Biden en tête. Les investisseurs n'ont pas tardé à s'emparer de la thématique... les anticipations d'inflation ayant violemment rebondi depuis quelques mois. Toutefois, nous considérons ces anticipations de marchés comme exagérées et nous ne sommes pas les seuls : les dirigeants de la FED et de la BCE sont unanimes quant au caractère « temporaire » du risque inflationniste lié au rebond du prix des matières premières et à des pénuries ponctuelles.

En outre, l'observation fine des données nous donne une image moins « dorée » de l'économie américaine que ne le prétendent les défenseurs du scénario inflationniste. Pour nous, l'absence totale de contraintes sur la production est un des points majeurs allant à l'encontre d'une remontée durable de l'inflation. D'une part, le taux d'utilisation des capacités de production reste à un niveau très faible à 73,8 %. D'autre part, le taux de chômage que nous recalculons en incorporant les chômeurs découragés et les temps partiels subis reste à 13,8 %, soit un niveau bien supérieur à celui d'avant crise (sans pour autant que nous constatons à l'époque d'emballlement de l'inflation salariale, notamment en raison d'un taux de syndicalisation des travailleurs en baisse depuis les quatre dernières décennies dans la plupart des grands pays riches).

Autre point limitant l'impact inflationniste du plan de relance à court terme, nous estimons qu'une très large part de ce dernier continuera à être absorbée par l'épargne. En effet, le comportement des ménages est, pour le moment, sans équivoque : les gigantesques transferts budgétaires distribués ont été épargnés plus que consommés. Enfin, l'essentiel de la consommation des ménages américains se traduit par une augmentation des importations de biens plus que par une intensification de la consommation de services. Ceci explique la faible corrélation entre demande intérieure et inflation sous-jacente, la seule capable de faire évoluer les politiques monétaires de demain.

Après un T4 2020 bien meilleur qu'initialement attendu par les analystes financiers avec finalement +4,0 % de croissance bénéficiaire, les estimations actuelles pour le T1 2021 restent très bien orientées. En effet, le consensus s'attend actuellement à une hausse des bénéfices de +23,3 %, soit la plus forte croissance bénéficiaire observée depuis le T3 2018. Au niveau sectoriel, le premier trimestre 2021 devrait être synonyme du retour en grâce des secteurs ayant le plus souffert au cours des 3 derniers trimestres de l'année écoulée : le secteur des biens de consommation cyclique, le secteur des matériaux mais également le secteur financier. Seuls les secteurs de l'énergie et de l'industrie restent encore pénalisés, mais la tendance devrait s'inverser.

Les craintes inflationnistes outre-Atlantique ont continué de faire pression à la hausse sur les taux longs à 30 ans. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste aujourd'hui nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être substantielle avec -16 % de baisse attendue. Notre cible est toutefois légèrement moins conservatrice : considérant que notre modèle exprime surtout la nécessité pour le S&P 500 d'effectuer une respiration après une hausse quasiment ininterrompue (+75 %) depuis la mi-mars 2020, tout comme les taux longs qui devraient refluer à moyen terme autour de 2 %, nous retenons comme objectif un cours cible de 3673 pour le S&P 500, soit une baisse attendue de -7,5 % par rapport au niveau actuel. La dynamique est toute autre en zone euro où les craintes de retour de l'inflation sont inexistantes, dans un contexte où Christine Lagarde se montre très volontariste sur le sujet. La moyenne des taux à 30 ans s'étant stabilisée et le consensus n'ayant pas fondamentalement évolué depuis le mois précédent, notre modèle d'évaluation nous indique que le marché européen est proche de son prix d'équilibre. Dans ces conditions, nous surpondérons toujours les actions européennes par rapport aux actions américaines.



La crainte du retour de l'inflation divise le monde en deux

Depuis bientôt deux mois, les commentateurs s'en donnent à cœur joie : l'inflation serait sur le point de faire un retour en force ! D'aucuns pensent qu'elle viendra du rebond des matières premières, d'autres des liquidités injectées dans l'économie par les gigantesques plans de relance subventionnés par les Banques Centrales, celui à 1 900 Mds \$ de Joe Biden en tête.

Les investisseurs n'ont pas tardé à s'emparer de la thématique... les anticipations d'inflation ayant violemment rebondi depuis quelques mois pour atteindre 2,7 % à 5 ans et 2,6 % à 10 ans aux Etats-Unis contre seulement 2,0 % en début d'année, ainsi que 1,5 % à 5 ans et 1,6 % à 10 ans en Europe. De tels niveaux outre-Atlantique n'avaient plus été atteints depuis plusieurs années et font craindre un krach obligataire dans un monde où le stock de dettes publiques et privées atteint des sommets historiques, entraînant l'ensemble des marchés financiers dans leur chute.

Les anticipations d'inflation dépassent les 2,5 % aux Etats-Unis...



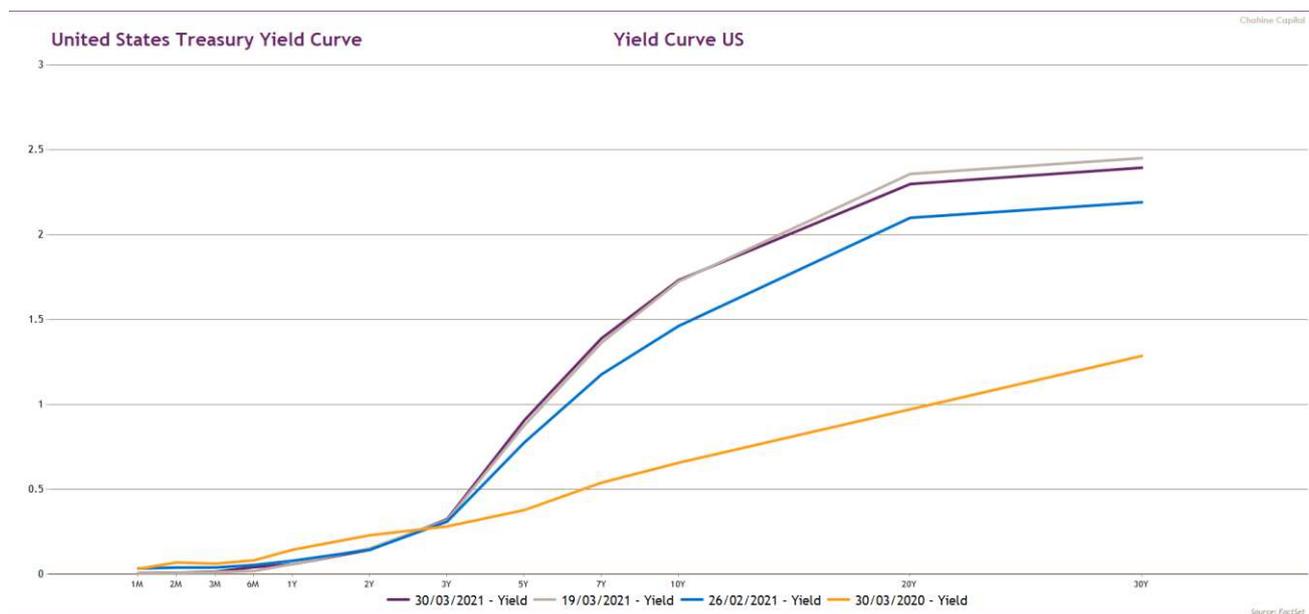
Cet emballement récent ne nous surprend pas vraiment : à chaque phase de reprise économique, les anticipations d'inflation ont tendance à aller trop loin au regard de l'inflation constatée, avant de rejoindre cette dernière. Nous pensons qu'il en sera de même dans les mois à venir : hormis les tensions sur les prix des matières premières, nous ne constatons aucune pression inflationniste aux Etats-Unis (l'inflation sous-jacente se situe même très en deçà de ses niveaux d'avant crise : 1,3 % actuellement, contre 2,4 % fin 2019) et encore moins en Europe.



Les Banques Centrales ne semblent pas douter

Nous ne sommes pas les seuls à considérer les anticipations de marchés exagérées : les dirigeants de la FED et de la BCE sont unanimes quant au caractère « temporaire » du risque inflationniste lié au rebond du prix des matières premières et à des pénuries ponctuelles (semi-conducteurs ou tensions sur le prix du fret au regard d'un engorgement de certaines lignes commerciales). Fin février, Jerome Powell l'a même clairement écarté, soulignant que l'inflation ne dépasserait certainement pas 2 % aux Etats-Unis en 2021. Les prévisions de la FED ont ainsi peu évolué par rapport à décembre dernier, la cible d'inflation restant comprise entre 1,7 % et 1,9 %. Début mars, Christine Lagarde a, elle aussi, repris la thématique des pressions inflationnistes limitées dans le temps : même si la BCE a relevé ses prévisions d'inflation de 50 points de base pour l'année en cours, le nouvel objectif n'atteint que 1,5 % contre 1 % initialement. Les projections pour 2022 restent par ailleurs quasiment inchangées, à 1,2 % (contre 1,1 % avant cela). Ces prises de position amènent à une première conclusion sans équivoque : les banquiers centraux restent plus que jamais déterminés à maintenir des politiques monétaires durablement accommodantes, cela se traduisant par la quasi-certitude du maintien de taux directeurs à des niveaux écrasés à horizon de moyen et long terme et offrant des garanties sur la partie courte de la courbe des taux.

La partie courte des taux reste écrasée, seule la partie longue se tend... mais pour combien de temps ?



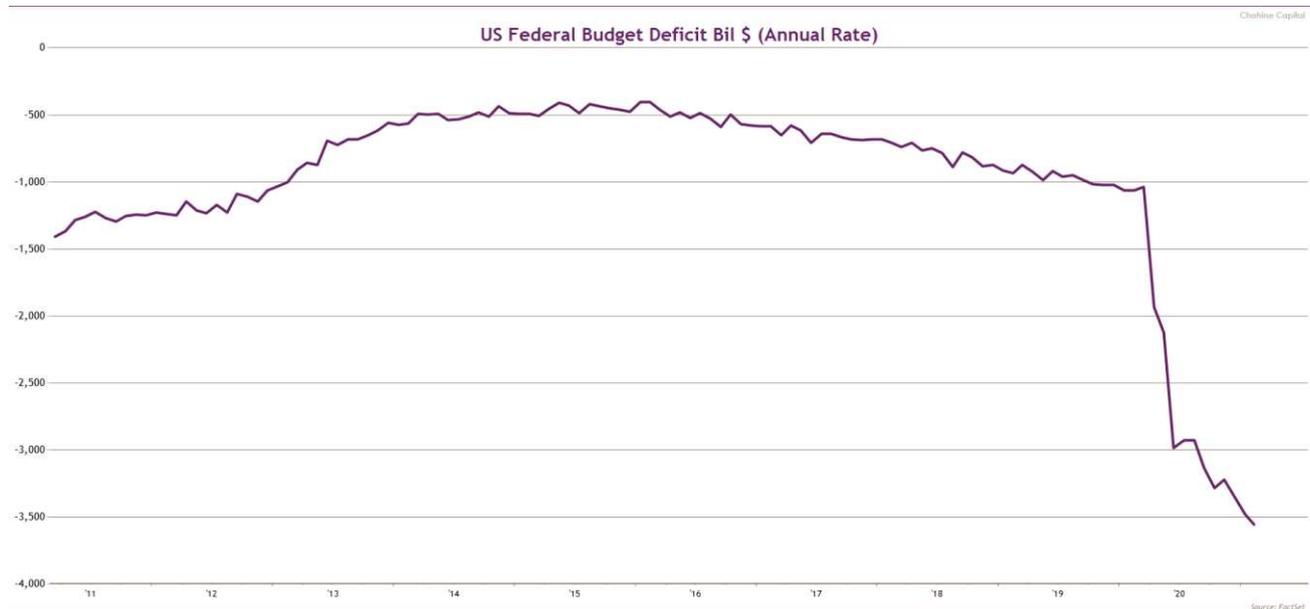
Les gigantesques plans de relance américains ne seront pas hyper-inflationnistes

La question de savoir si le plan de relance de Joe Biden sera ou non inflationniste a enflammé jusqu'à la sphère académique où deux visions se sont opposées. Pour les uns, le plan de relance serait « surdimensionné », puisqu'il représente environ 9 % du PIB américain, soit 4 fois les pertes dues au coronavirus et entre 2 et 4 fois l'écart entre le PIB potentiel et le PIB réel. Cela induirait d'autant plus un risque de surchauffe pour l'économie américaine qu'on estime à 1,2 le multiplicateur budgétaire associé au plan de relance. Pour



les autres, la surchauffe n'a au contraire rien d'évident, la situation de l'économie américaine étant moins reluisante qu'elle n'y paraît. Nous vous exposons dans cette lettre les principales raisons qui nous font pencher dans le camp des « non-inflationnistes ».

L'ampleur sans précédent des soutiens publics font craindre à certains la surchauffe

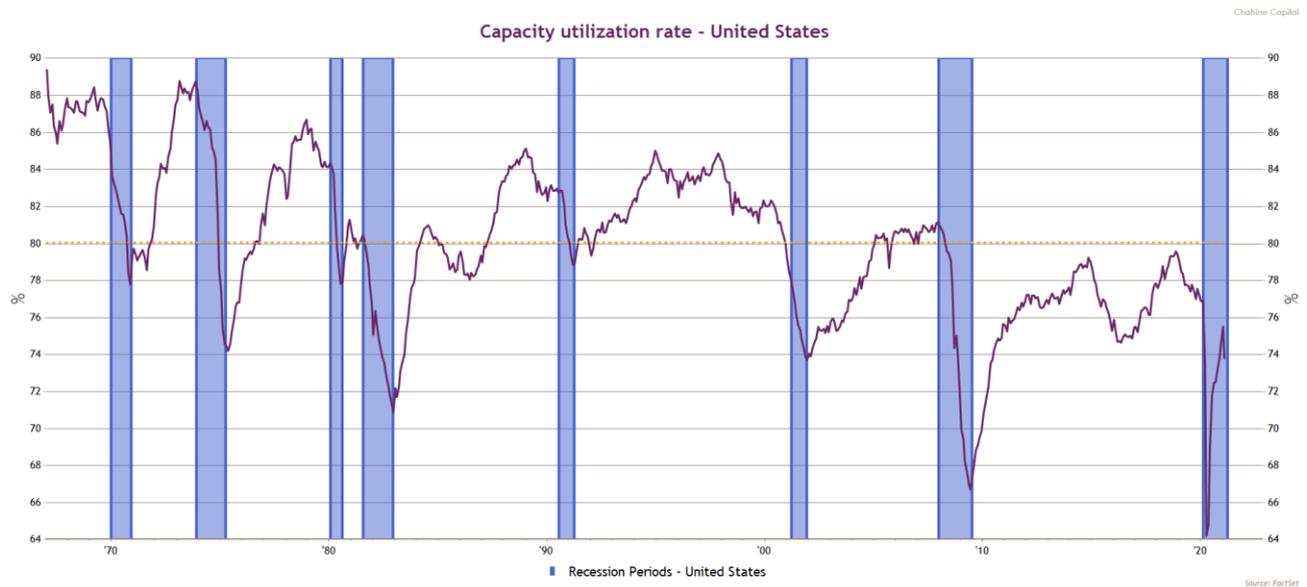


L'économie américaine est très loin de tourner à plein régime

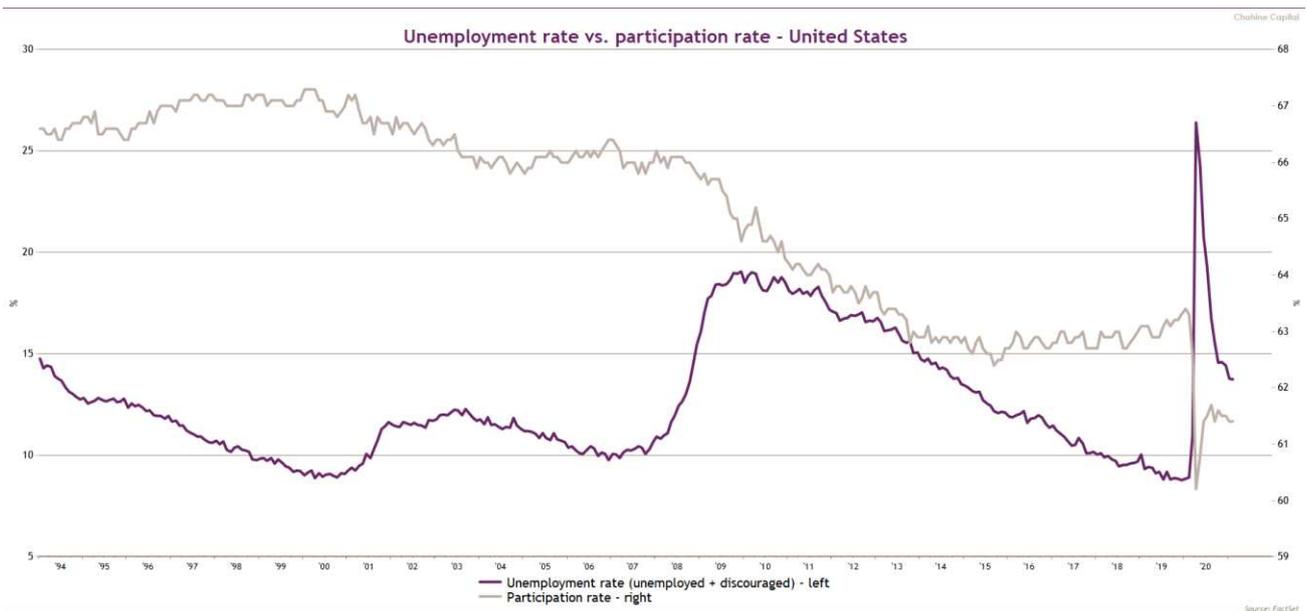
L'observation fine des données nous donne une image moins « dorée » de l'économie américaine et confirme l'absence totale de contraintes sur la production, condition pourtant nécessaire à la résurgence de l'inflation. D'une part, le taux d'utilisation des capacités de production reste à un niveau très faible à 73,8 %. D'autre part, le taux de chômage que nous recalculons en incorporant les chômeurs découragés et les temps partiels subis reste à 13,8 %, soit un niveau bien supérieur à celui d'avant crise (sans pour autant que nous constatons à l'époque d'emballement de l'inflation salariale). Ce niveau est d'autant plus inquiétant que ces chiffres ne prennent pas en compte la très forte chute du taux de participation depuis un an. Dans ces conditions, il apparaît tout à fait prématuré d'anticiper toute inflation de second tour au regard de l'énorme réservoir de main d'œuvre dont dispose aujourd'hui les Etats-Unis... que sous-estime clairement le taux de chômage traditionnellement observé (6,2 % aujourd'hui).



L'appareil de production américain est loin d'être sous tension...



... tout comme le marché du travail



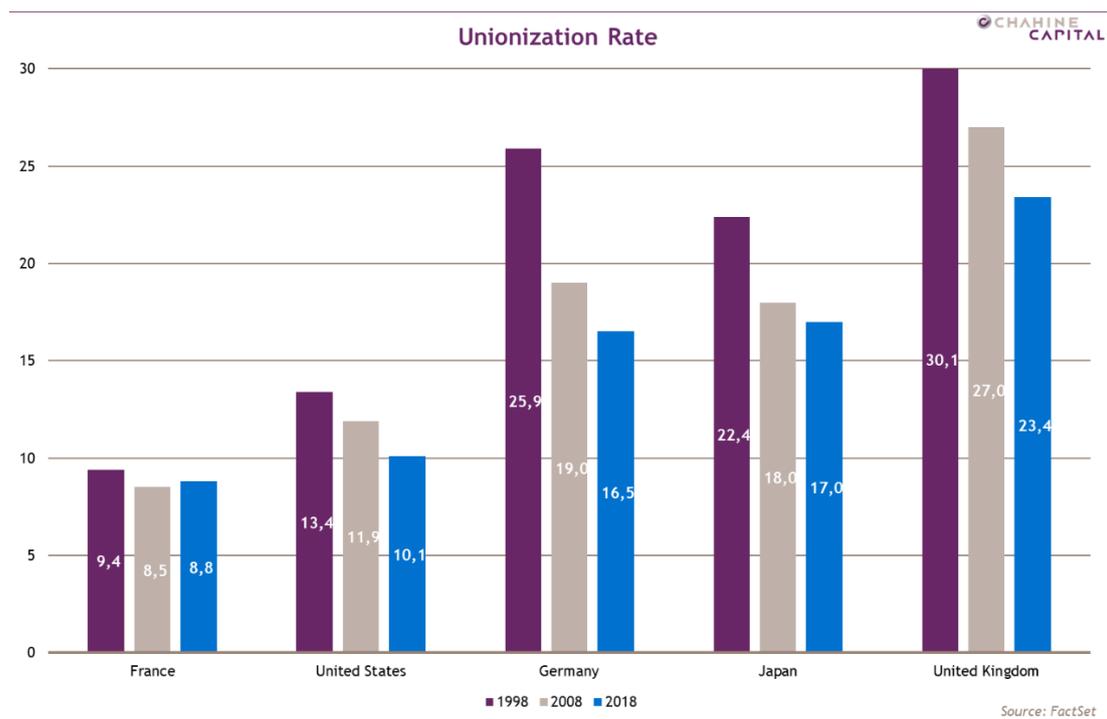
L'inflation salariale peut d'autant moins émerger que jamais les salariés n'ont été aussi dispersés

Autre facteur mais de nature plus structurelle, le taux de syndicalisation des travailleurs est en baisse depuis les quatre dernières décennies dans la plupart des grands pays riches (cf. graphique ci-dessous), hormis en France où il est depuis longtemps très faible (<10 %). Depuis la fin des années 1990, les chutes les plus impressionnantes sont à mettre au crédit des Etats-Unis (-3,3 %), du Royaume-Uni (-6,7 %) et de manière



plus inattendue de l'Allemagne (-9,4 %, mais qui partait certes de plus haut). Cette tendance a progressivement renforcé les difficultés rencontrées par les salariés dans les négociations collectives, se traduisant depuis de nombreuses décennies par une absence remarquable de tensions inflationnistes sur les salaires et une déformation du partage de la valeur ajoutée toujours plus en faveur du capital, synonyme de creusement des inégalités. Il faudra bien plus qu'un plan de relance, aussi important soit-il, pour inverser cette tendance de fond rendant le retour de l'inflation salariale plus qu'improbable, d'autant que la mesure visant à augmenter le salaire minimum de manière substantielle (pour le passer à 15\$ l'heure) a été rejetée outre-Atlantique.

L'atomisation des salariés rend les négociations perdues d'avance

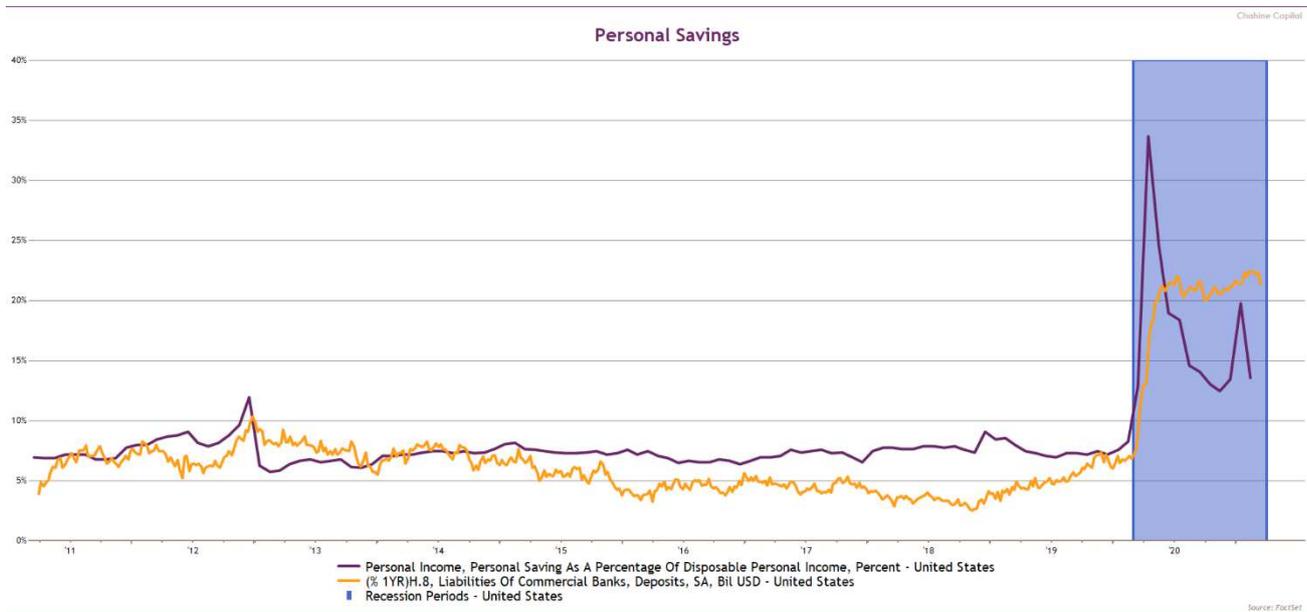


Les ménages préfèrent désormais épargner plus que consommer

Autre point limitant l'impact inflationniste du plan de relance à court terme, nous estimons qu'une très large part de ce dernier continuera à être absorbée par l'épargne, sans mettre sous tension l'appareil productif américain. En effet, le comportement des ménages est, pour le moment, sans équivoque : les gigantesques transferts budgétaires distribués (qui ont permis aux revenus disponibles des ménages de progresser en dépit de la crise) ont été épargnés plus que consommés. Au T3-2020, l'épargne privée avait déjà augmenté de 1 287 Mds \$ (soit +13 % sur 1 an), tandis que le taux d'épargne des ménages se maintenait à 18,1 % du revenu disponible brut en février dernier, niveau véritablement stratosphérique pour les standards américains.

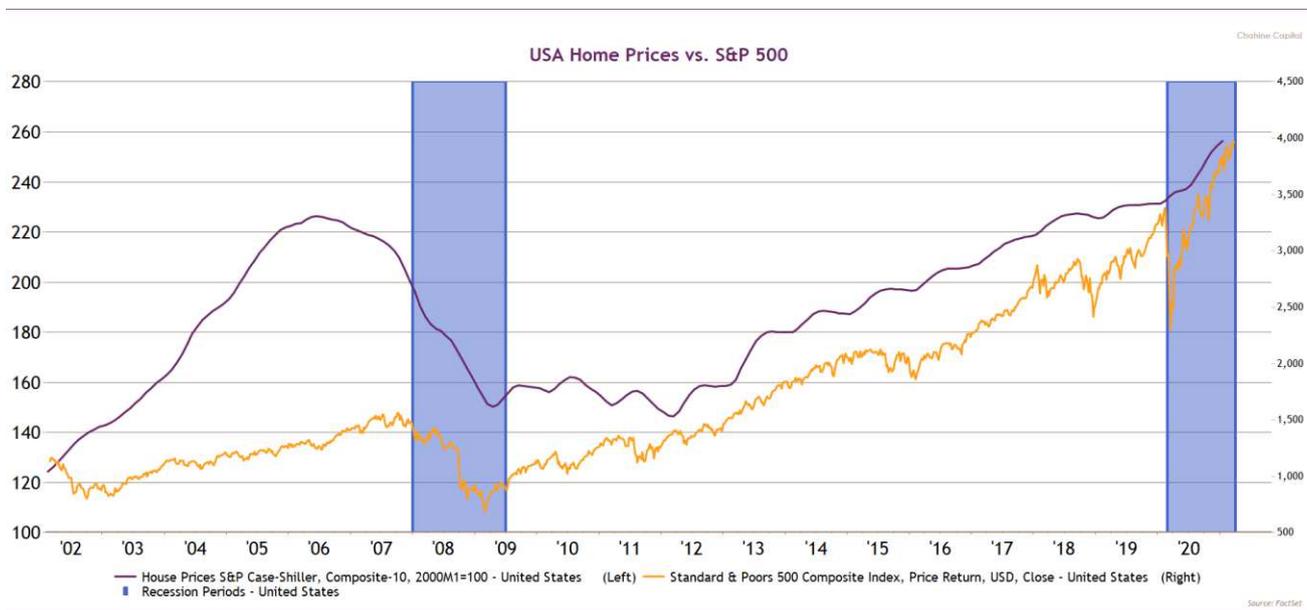


Les ménages américains épargnent l'essentiel des chèques fournis par l'Etat... gonflant ainsi les dépôts de manière extraordinaire



Les conséquences sont évidentes : la seule inflation à attendre des plans de relance est celle des actifs financiers et immobiliers... mais aucunement des biens et encore moins des services. Cette tendance s'est déjà matérialisée avec des niveaux de valorisation stratosphériques quels que soient les actifs considérés : +50 % pour le S&P 500 depuis un an ou encore + 11% pour les prix des maisons (Case-Shiller Composite), soit des niveaux de croissance qui n'avaient plus été observés depuis 2006 !

La seule inflation à attendre des plans de relance est celle des actifs financiers et immobiliers

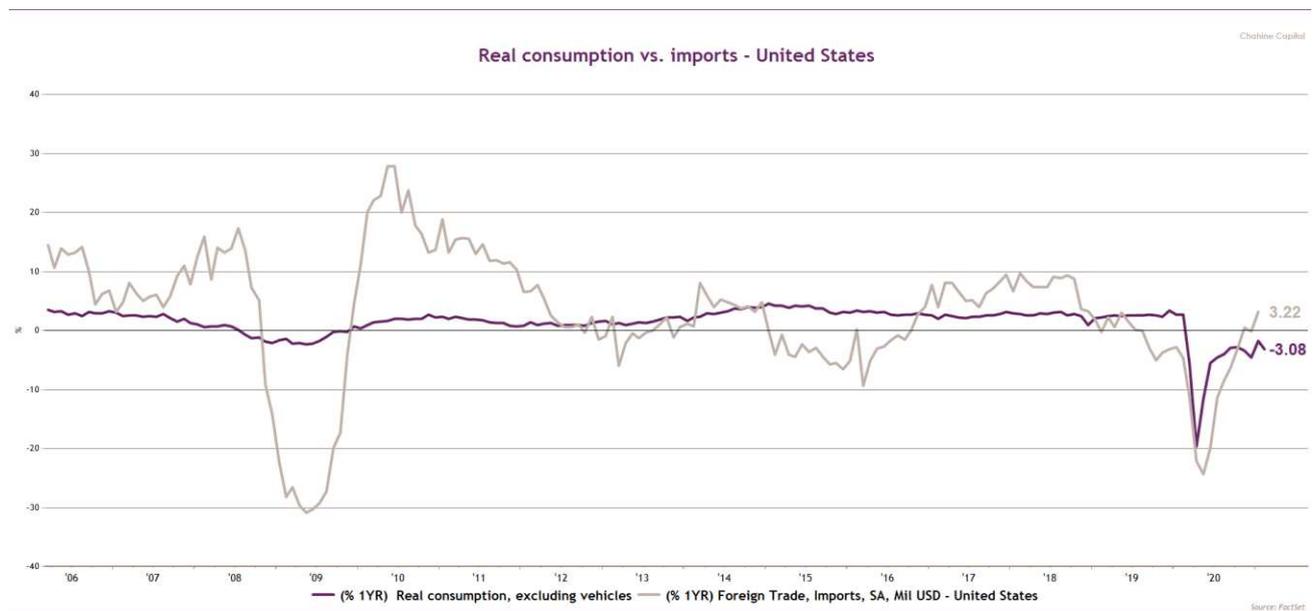




Les ménages consomment surtout des biens et non des services, contribuant au creusement du déficit commercial

Autre point nous rendant sceptiques quant au risque de surchauffe aux US, l'essentiel de la consommation des ménages américains se traduit par une augmentation des importations de biens plus que par une intensification de la consommation de services. Or l'élasticité des importations à la demande intérieure américaine atteint près de 2 aux Etats-Unis... diminuant ainsi l'impact du plan de relance sur la croissance américaine : les 9 % de PIB (avec un multiplicateur budgétaire de 1,2) ne contribueraient en réalité qu'à un soutien d'un peu plus de 5 % au PIB. Ceci explique la faible corrélation entre demande intérieure et inflation sous-jacente, la seule capable de faire évoluer les politiques monétaires de demain.

Les importations surréagissent à la demande intérieure aux Etats-Unis...



Pour se convaincre de l'ampleur du phénomène, la balance commerciale américaine présentait un déficit de -705,53 Mds \$ (en somme mobile annuelle) fin janvier 2021, traduisant une dégradation de -23,3 % sur un an...

Dans ces conditions, seuls deux facteurs nous paraissent susceptibles de générer des pressions inflationnistes durables aux Etats-Unis. Soit de nouvelles tensions sur le front du commerce international, avec l'émergence de droits de douane ou de réglementations plus restrictives à l'égard des pays producteurs, Chine en tête. Soit le basculement de la consommation des ménages vers plus de services et moins de biens de consommation importés. En effet, seule la consommation de services peut être satisfaite par la production domestique, elle-même génératrice d'emplois. Or, sur ce plan, nous sommes très loin du compte, que ce soit en termes de consommation réelle ou d'inflation.

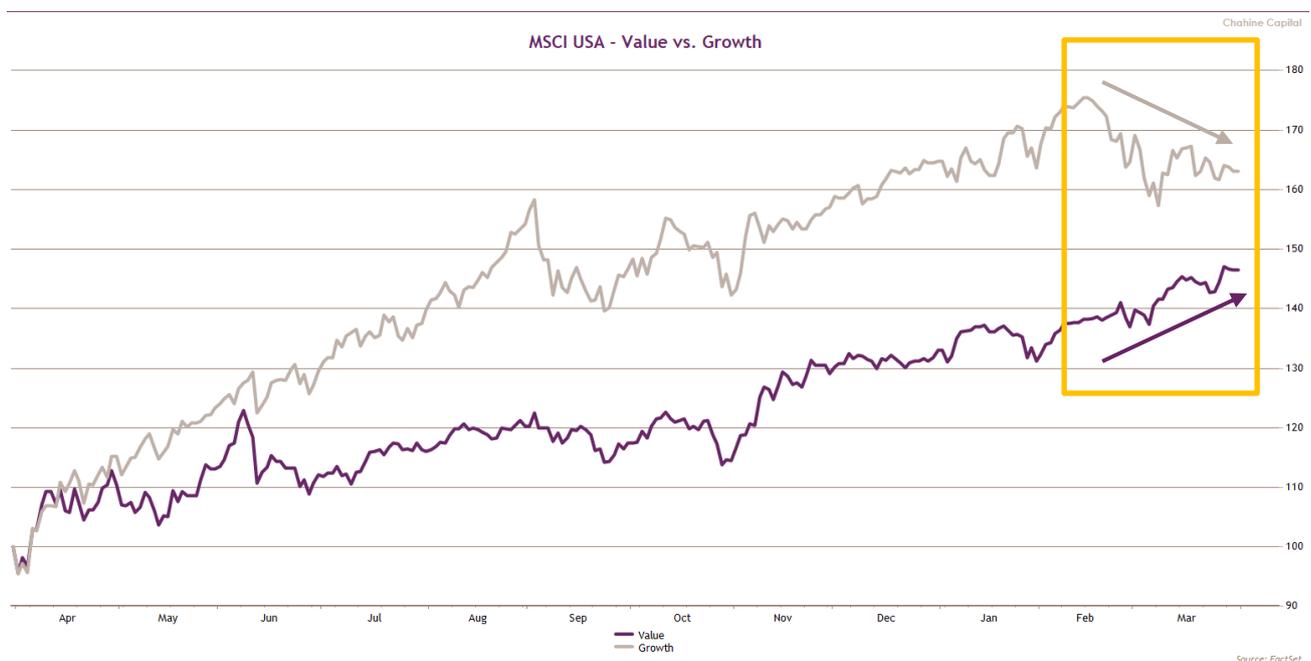


La remontée des taux américains devrait s'arrêter là et permettre un rééquilibrage des performances sectorielles

Considérant la probabilité d'une reprise si forte de l'inflation qu'elle pousserait la Fed à changer son fusil d'épaule en termes de politique monétaire comme quasiment nulle, nous estimons que les taux longs souverains américains devraient se stabiliser voire légèrement refluer par rapport à leurs niveaux actuels.

Les conséquences d'un environnement caractérisé par une épargne naturellement surabondante et d'une création monétaire qui ne se dément pas devrait ainsi continuer à porter dans les pays riches l'ensemble des actifs financiers à moyen terme : les obligations ne vont pas s'effondrer, l'immobilier devrait pouvoir poursuivre sa marche en avant tout comme les marchés actions dans leur ensemble.

Growth et Value devraient évoluer de concert dans les mois à venir après la sous-performance liée à la remontée des taux



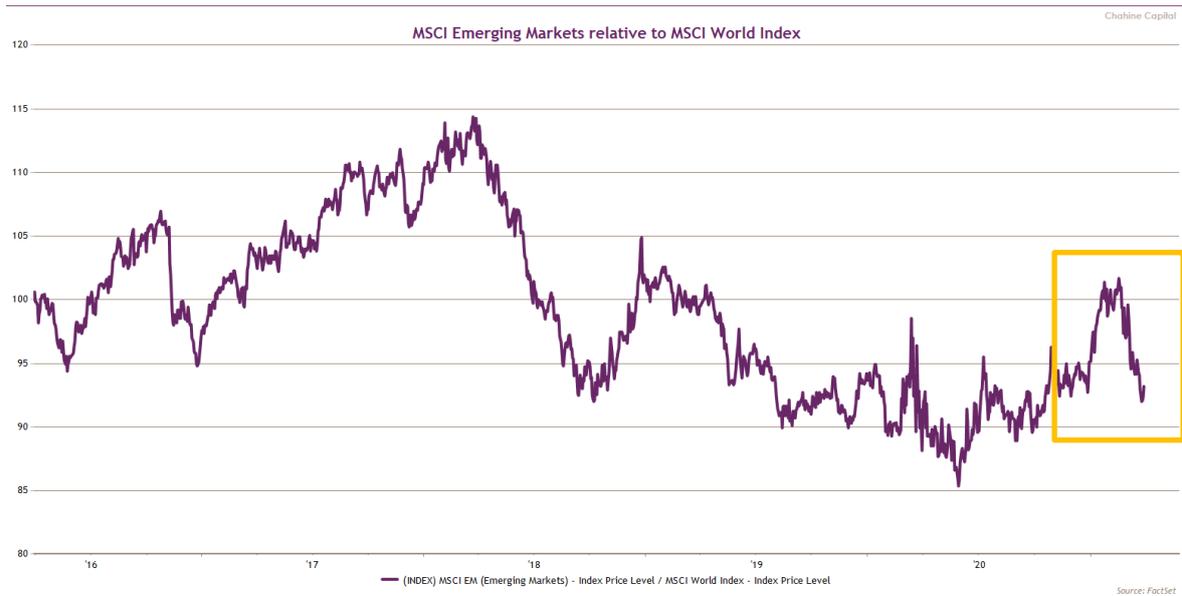
Dans le détail, nous n'anticipons pas la poursuite de la surperformance des segments Value vs. Growth comme nous l'avons constaté au cours du mois dernier (cf. graphique ci-dessus), essentiellement alimentée par la thématique de la hausse des taux longs qui pour nous n'est que passagère. Dans ces conditions, le stock picking devrait l'emporter sur l'allocation sectorielle, d'autant plus avec le début de la saison de publications de résultats des entreprises américaines.

D'un point de vue géographique, les émergents pourraient être temporairement pénalisés par l'inflation des matières premières

Nous émettons quelques doutes sur la résilience des actifs émergents, ces pays étant bien moins immunisés contre l'inflation du prix des matières premières, susceptibles de créer des tensions sociales fortes dans ces pays. L'indice MSCI Emerging Markets a ainsi rendu depuis la mi-février 2021 l'ensemble de la surperformance qui avait été accumulée depuis le début d'année. Dans le climat actuel, nous sous-pondérons en conséquence temporairement les actifs émergents par rapport aux actifs des pays riches.



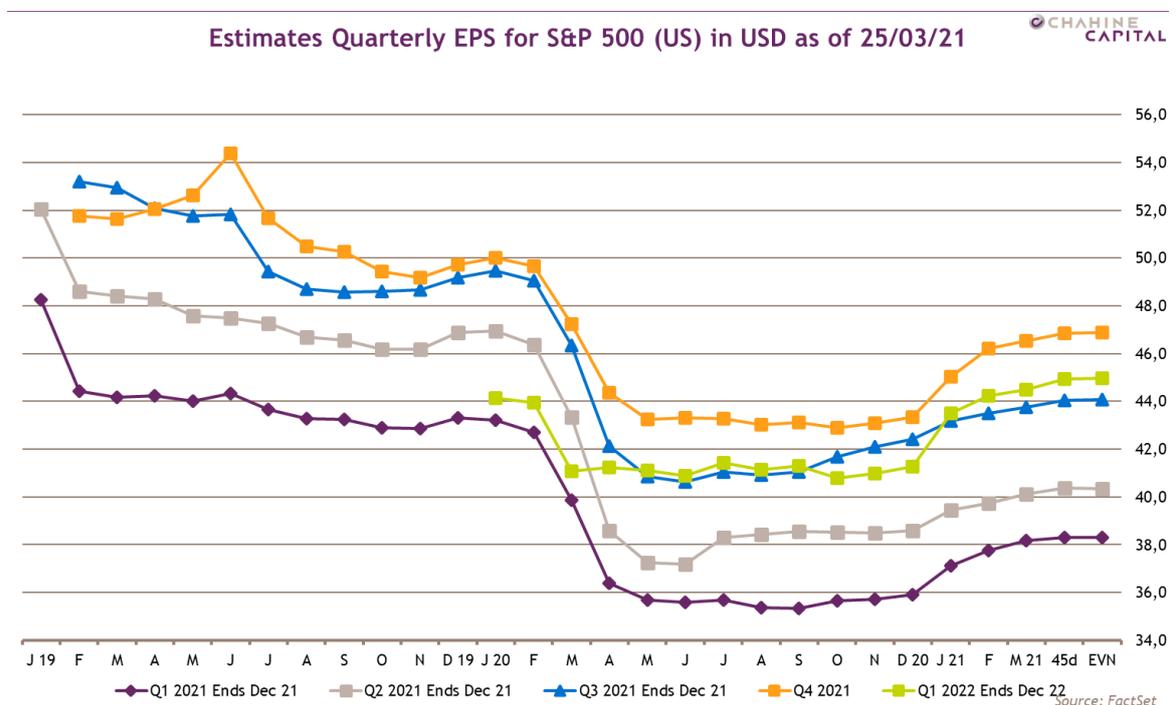
Les émergents sont pénalisés par la hausse des matières premières



Les résultats du premier trimestre sont attendus en forte hausse aux Etats-Unis

Après un T4 2020 bien meilleur qu'initialement attendu par les analystes financiers avec finalement +4,0 % de croissance bénéficiaire (contre des prévisions au 31 décembre dernier de -9,2 %), les estimations actuelles pour le T1 2021 restent très bien orientées. En effet, le consensus s'attend actuellement à une hausse des bénéfices de +23,3 %, soit la plus forte croissance bénéficiaire observée depuis le T3 2018 (+26,1 % à l'époque). On remarquera d'ailleurs que la tendance des révisions de bénéfices reste orientée à la hausse, puisque les prévisions pour le T1 2021 ne s'élevaient qu'à +15,5 % au 31 décembre dernier.

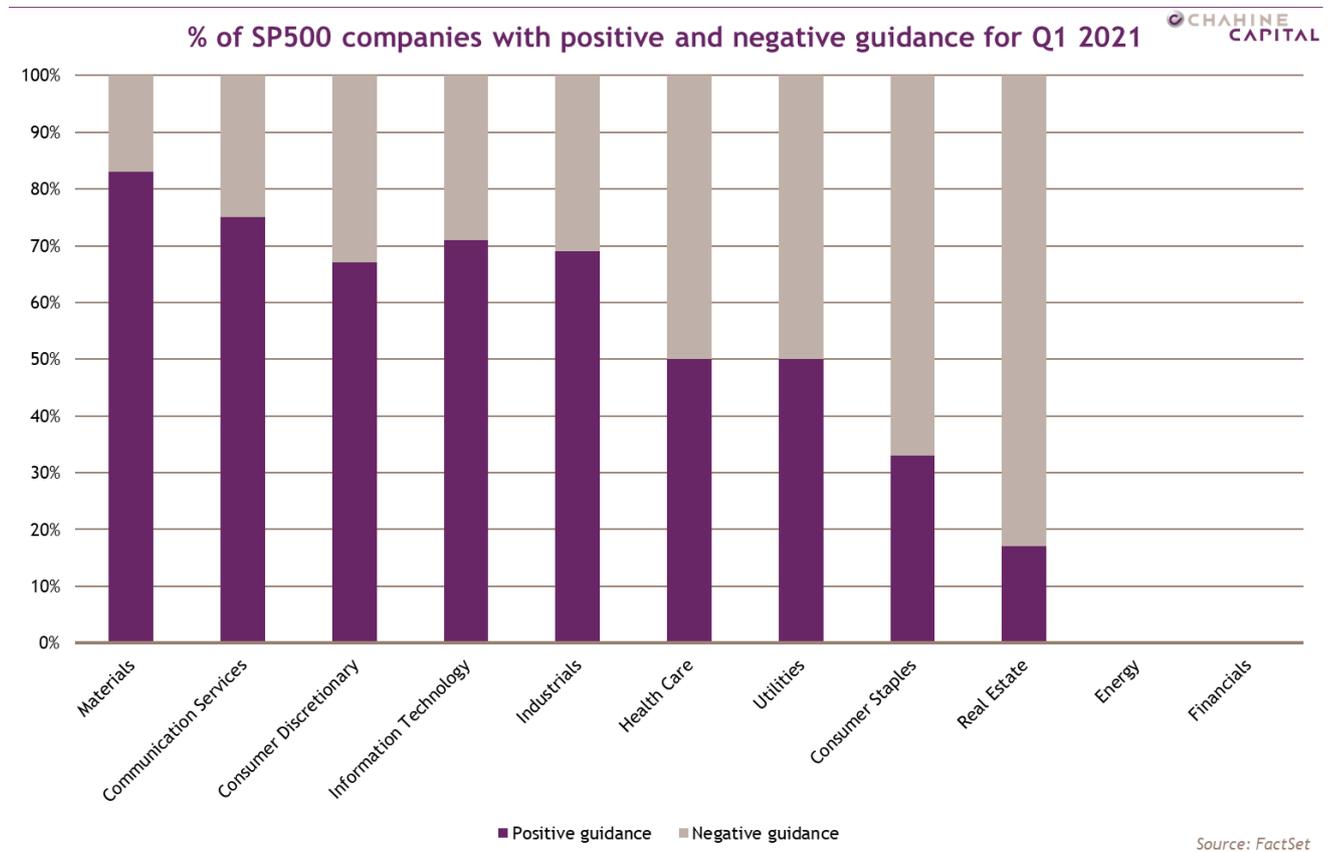
La dynamique positive des révisions de bénéfices est toujours présente





L'optimisme concernant la microéconomie américaine est renforcé par les premières communications des entreprises pour le T1 2021 : sur les 95 sociétés du S&P 500 ayant publié des *guidance* sur le prochain trimestre, 64 % d'entre elles ont publié des *positive guidance*¹, soit un niveau bien supérieur à la moyenne sur 5 ans qui ne s'élève qu'à 33 %.

Les *positive guidance* sont majoritaires pour le prochain trimestre



Au niveau sectoriel, le premier trimestre 2021 devrait être synonyme du retour en grâce des secteurs ayant le plus souffert au cours des 3 derniers trimestres de l'année écoulée : le secteur des biens de consommation cyclique (automobile, ...), le secteur des matériaux mais également le secteur financier. En effet, si ce dernier a été largement pénalisé lors des premiers mois de la crise sanitaire avec la forte baisse des taux, la dynamique actuelle joue clairement en faveur des valeurs bancaires grâce à la pentification de la courbe des taux qui leur permet de faire de la transformation (même s'il est important de rappeler que nous estimons que les perspectives d'inflation sont clairement trop élevées et que les taux ne devraient pas continuer leur ascension au pays de l'Oncle Sam). Autre point favorable au secteur bancaire, la Réserve fédérale américaine vient d'annoncer qu'elle allait lever les restrictions qu'elle avait imposées aux banques américaines lors de la crise de la Covid-19, interdisant ces dernières à distribuer des dividendes mais aussi à racheter

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.

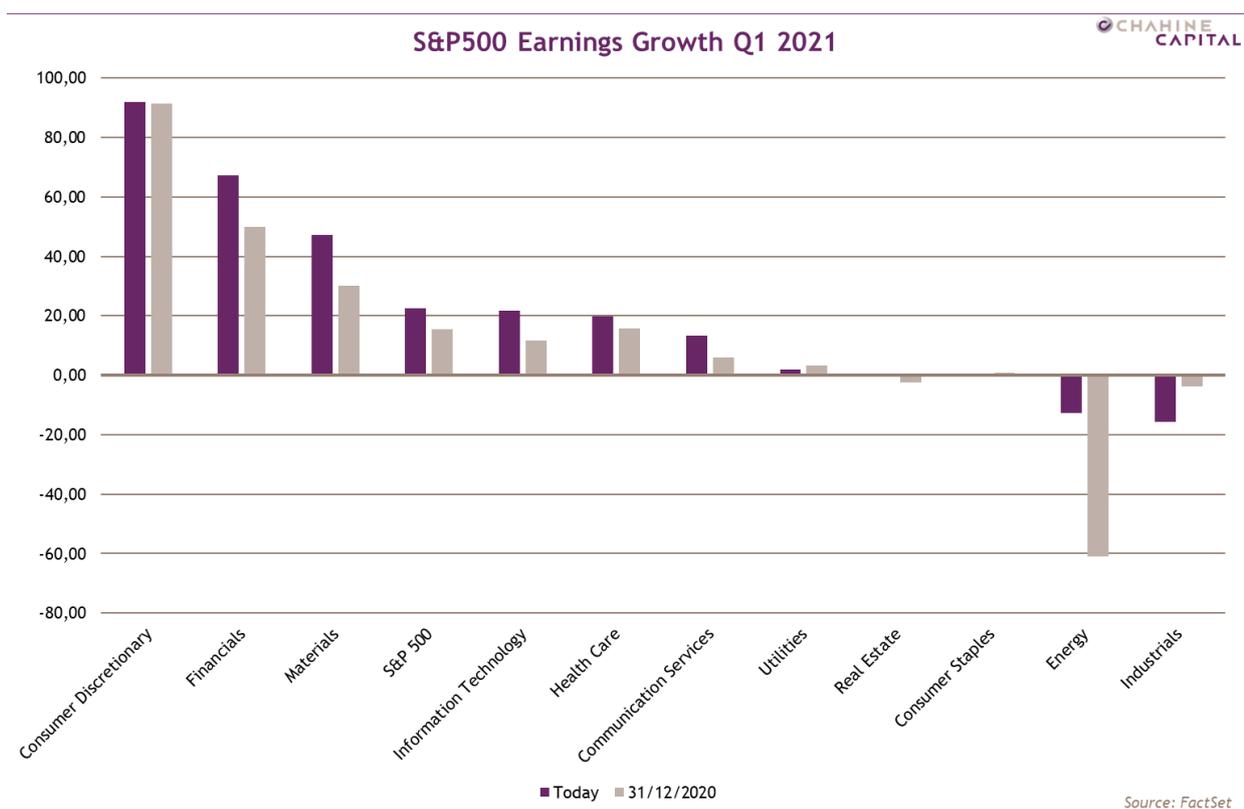


leurs propres actions. Cela faisait bien longtemps que les planètes n'avaient pas été aussi bien alignées pour le secteur financier...

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

Il faut également noter les perspectives bénéficiaires toujours bien orientées du secteur technologique (+20 % attendu au T1), à rebours des discours bearish qui fleurissent à leurs sujets depuis quelques semaines.

Le T1 2021 fait la part belle à certains secteurs pénalisés en 2020

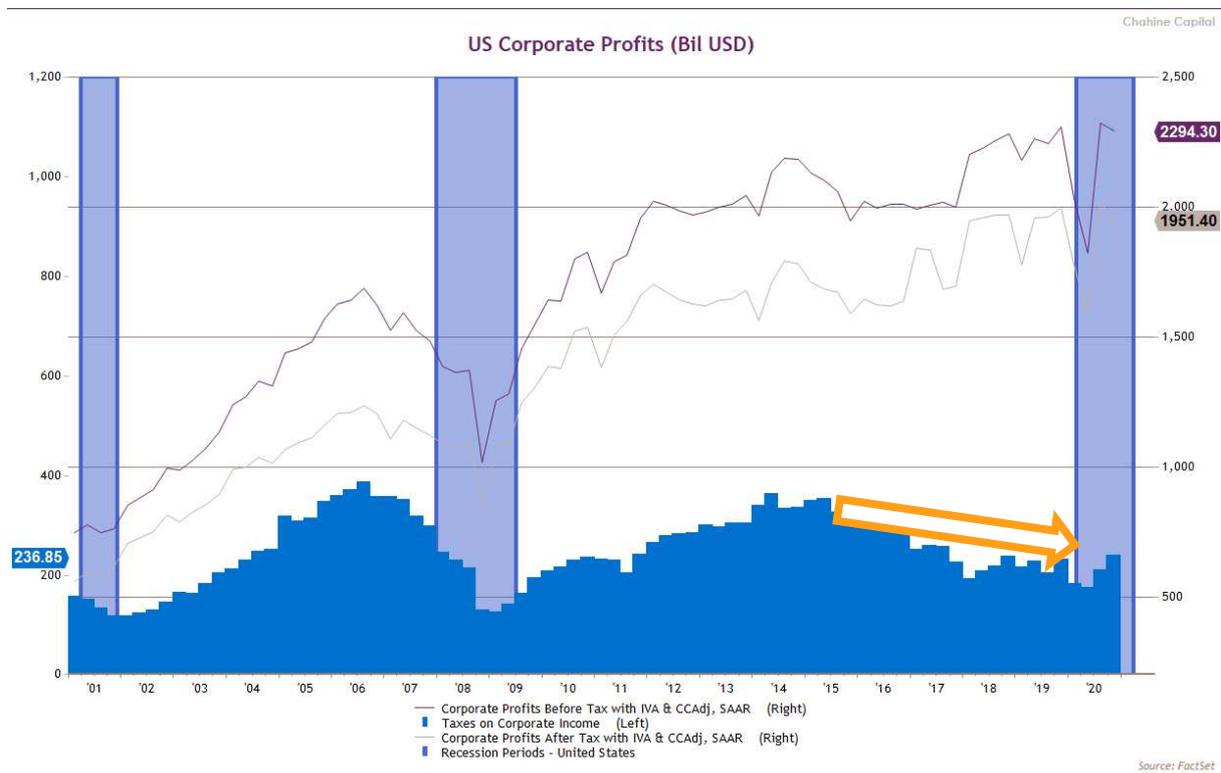


Au niveau agrégé, les analystes restent, comme le mois précédent, très enthousiastes pour les prévisions de long terme et prévoient toujours des hausses de respectivement +15,3 % et +9,5 % des bénéfices par action agrégés du S&P 500 pour les années 2022 et 2023 (après rappelons-le une estimation de +23,3 % pour cette année alors que l'année 2020 s'est terminée sur une baisse des bénéfices de « seulement » -13,9 % à la suite de la crise de la Covid-19). Autrement dit, à fin 2023, les analystes prévoient que les bénéfices par action auront augmenté de +37 % par rapport à la fin de l'année 2019 (et de +59 % par rapport au creux de 2020...)

Comme nous aimons le rappeler depuis quelques mois, ces prévisions nous semblent largement surestimées car, si un retour à la normale est largement envisageable en 2021 au vu du rythme de vaccination actuel, de tels objectifs en termes de croissance bénéficiaire nous paraissent clairement inatteignables pour les années futures. D'autant que, s'il est encore trop tôt pour en mesurer les effets, les vellétés plusieurs fois affirmées par Joe Biden d'augmenter l'imposition sur les sociétés (en la faisant passer de 21 % à 25 % ou même à 28 %) afin de pouvoir financer un éventuel nouveau plan de relance stratosphérique de 4.000 milliards de dollars concernant les infrastructures, l'écologie et l'éducation, pèseront nécessairement et de manière substantielle sur les marges nettes des entreprises américaines.



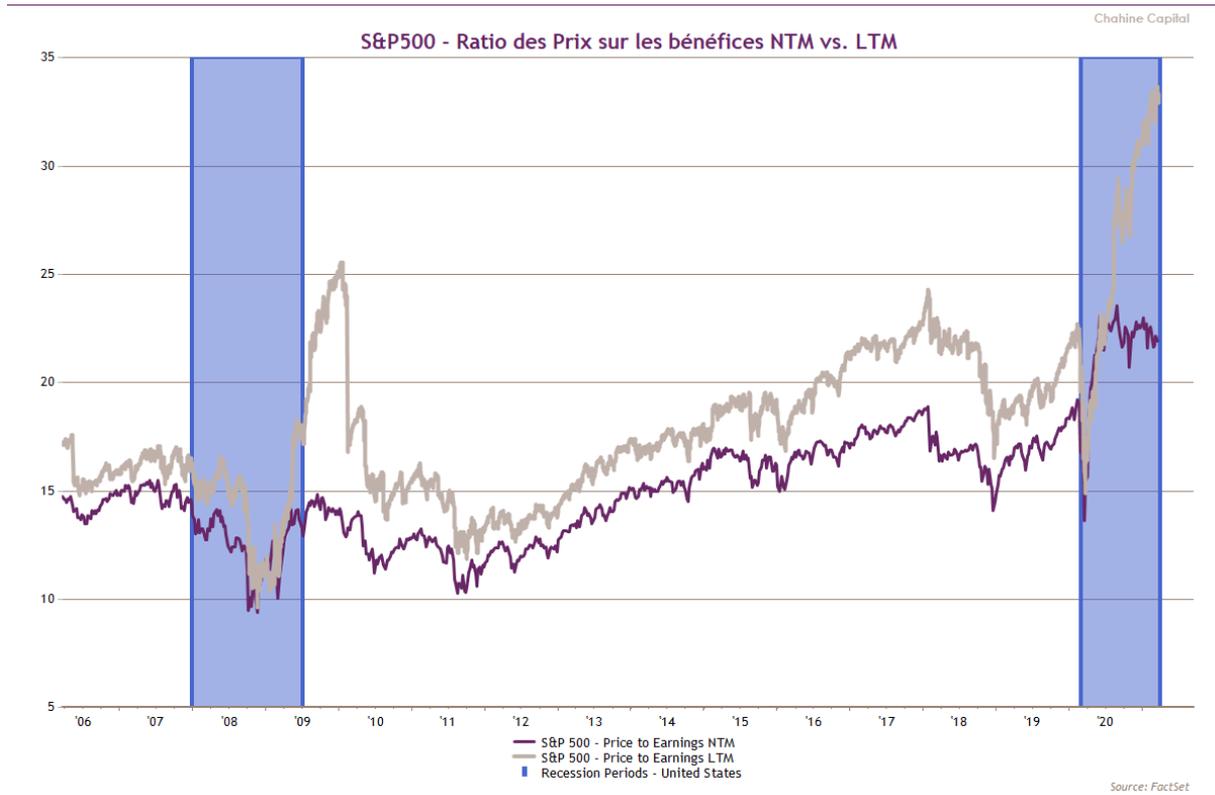
La hausse des taxes va faire s'évaporer le cadeau fiscal du mandat de Donald Trump



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

Depuis la fin de l'année 2020, les révisions de bénéfices sur les 12 prochains mois ont augmenté de +8,7 % quand, dans le même temps, les marchés ont poursuivi leur hausse (+3,5 % pour le S&P 500). Comme depuis de nombreux mois, les niveaux de valorisation continuent donc de stagner sur des niveaux élevés (le PER LTM oscille autour des 22x les bénéfices futurs depuis plusieurs mois). Comme nous aimons le rappeler, si ce chiffre peut apparaître élevé comparativement aux standards historiques, il nous semble pertinent de le remettre en perspective par rapport au contexte actuel avec des tombereaux de liquidités qui continuent d'être injectés par les Banques Centrales, ce qui tire mécaniquement les prix des actifs risqués vers le haut (et augmente donc inévitablement les ratios de valorisation). Dans ces conditions de marchés inédites et bien particulières, nous ne considérons donc plus cette métrique comme un indicateur pertinent de timing sur les marchés actions. Cependant, il faut bien prendre en compte que plus cet indicateur s'éloignera de la norme, plus la réaction des marchés en cas de déception sera importante.

Des niveaux de valorisation élevés dans un contexte de marché inédit



Modèle d'évaluation : correction attendue aux Etats-Unis, peu de risques pour les marchés européens

Les craintes inflationnistes outre-Atlantique ont continué de faire pression à la hausse sur les taux longs à 30 ans qui sont désormais passés à 2,4 % (contre 2,2 % le mois dernier et 1,8 % il y a deux mois). Concernant les perspectives bénéficiaires, le consensus n'a guère évolué depuis le mois dernier, tout comme notre point de vue. Si 2021 devrait être globalement aussi florissante qu'espérée par les analystes, il nous semble très peu probable que les prévisions pour les années suivantes se réalisent. Surtout si Joe Biden venait à mettre en place son plan de relance de 4 billions de dollars qui pourrait être financé à hauteur de 75 % (soit 3 billions de dollars) par des augmentations de taxes pour les entreprises et les ménages les plus aisés. En effet, une telle hausse de l'imposition ferait à coup sûr pression à la baisse sur les profits et les marges nettes des sociétés américaines. Pour le moment, nous retenons donc un scénario relativement conservateur avec un CAGR sur 8 ans à +6,7 % (contre +6,6 % fin le mois dernier).

Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste aujourd'hui nécessaire sur les marchés américains, notamment en raison de la hausse constante des taux longs (+60bp depuis la fin janvier). Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être substantielle avec -16 % de baisse attendue pour atteindre l'objectif de 3323 points. Notre cible est toutefois légèrement moins conservatrice : considérant que notre modèle exprime surtout la nécessité pour le S&P 500 d'effectuer une respiration après une hausse quasiment ininterrompue (+75 %) depuis la mi-mars 2020, tout comme les taux longs qui devraient refluer à moyen terme autour de 2,0 %, nous retenons comme objectif un cours cible de 3673 pour le S&P 500 correspondant à un taux à 30 ans à 2,0 %, soit une baisse attendue de -7,5 % par rapport au niveau actuel. Comme le mois dernier, il nous semble en conséquence opportun de recommander la prudence vis-à-vis des actions américaines.



S&P 500 - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	1,50%	2,00%	2,42%	2,50%	2,75%
Slow recovery: 20.4% in 2021, 5.3% in 2022 - CAGR 3.7%	3 360	2 958	2 680	2 632	2 492
Implied Scenario CAGR 9.2% over 8 years	4 997	4 391	3 971	3 899	3 686
Return to normal: 22.3% in 2021, 10.6% in 2022 - CAGR 6.7%	4 180	3 673	3 323	3 262	3 085
Current Index S&P 500	3 971				

La dynamique est toute autre en zone euro... En effet, les craintes de retour de l'inflation sont inexistantes au vu des potentiels de croissance bien moindres qu'outre-Atlantique. La moyenne des taux à 30 ans s'est donc stabilisée au cours du mois de mars (0,66 % aujourd'hui contre 0,64 % le mois dernier) après le rebond observé en février. Le consensus n'ayant pas fondamentalement évolué depuis le mois précédent, le résultat de notre modèle de valorisation est identique au mois dernier et nous amène à penser que les actions européennes sont à leur juste prix quel que soit le scénario envisagé (en cas de slow recovery, les taux tendront inévitablement vers 0). Comme le mois dernier, nous surpondérons donc toujours les actions européennes par rapport aux actions américaines.

MSCI EMU - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	0,00%	0,25%	0,66%	0,75%	1,00%
Slow recovery: 13.8% in 2021, 4% in 2022 - CAGR -3.8%	133	123	108	106	99
Implied Scenario: CAGR -1% over 8 years	169	156	138	134	125
Return to normal: 26.4% in 2021, 6% in 2022 - CAGR -0.8%	167	154	135	132	123
Current Index MSCI EMU	138				



Conclusions

Depuis bientôt deux mois, les commentateurs s'en donnent à cœur joie : l'inflation serait sur le point de faire un retour en force ! D'aucuns pensent qu'elle viendra du rebond des matières premières, d'autres des liquidités injectées dans l'économie par les gigantesques plans de relance subventionnés par les Banques Centrales, celui à 1 900 Mds \$ de Joe Biden en tête. Les investisseurs n'ont pas tardé à s'emparer de la thématique... les anticipations d'inflation ayant violemment rebondi depuis quelques mois. Toutefois, nous considérons ces anticipations de marchés comme exagérées et nous ne sommes pas les seuls : les dirigeants de la FED et de la BCE sont unanimes quant au caractère « temporaire » du risque inflationniste lié au rebond du prix des matières premières et à des pénuries ponctuelles.

En outre, l'observation fine des données nous donne une image moins « dorée » de l'économie américaine que ne le prétendent les défenseurs du scénario inflationniste. Pour nous, l'absence totale de contraintes sur la production est un des points majeurs allant à l'encontre d'une remontée durable de l'inflation. D'une part, le taux d'utilisation des capacités de production reste à un niveau très faible à 73,8 %. D'autre part, le taux de chômage que nous recalculons en incorporant les chômeurs découragés et les temps partiels subis reste à 13,8%, soit un niveau bien supérieur à celui d'avant crise (sans pour autant que nous constatons à l'époque d'emballage de l'inflation salariale, notamment en raison d'un taux de syndicalisation des travailleurs en baisse depuis les quatre dernières décennies dans la plupart des grands pays riches).

Autre point limitant l'impact inflationniste du plan de relance à court terme, nous estimons qu'une très large part de ce dernier continuera à être absorbée par l'épargne. En effet, le comportement des ménages est, pour le moment, sans équivoque : les gigantesques transferts budgétaires distribués ont été épargnés plus que consommés. Enfin, l'essentiel de la consommation des ménages américains se traduit par une augmentation des importations de biens plus que par une intensification de la consommation de services. Ceci explique la faible corrélation entre demande intérieure et inflation sous-jacente, la seule capable de faire évoluer les politiques monétaires de demain.

Après un T4 2020 bien meilleur qu'initialement attendu par les analystes financiers avec finalement +4,0% de croissance bénéficiaire, les estimations actuelles pour le T1 2021 restent très bien orientées. En effet, le consensus s'attend actuellement à une hausse des bénéfices de +23,3 %, soit la plus forte croissance bénéficiaire observée depuis le T3 2018. Au niveau sectoriel, le premier trimestre 2021 devrait être synonyme de retour en grâce des secteurs ayant le plus souffert au cours des 3 derniers trimestres de l'année écoulée : le secteur des biens de consommation cyclique, le secteur des matériaux mais également le secteur financier. Seuls les secteurs de l'énergie et de l'industrie restent encore pénalisés, mais la tendance devrait s'inverser.

Les craintes inflationnistes outre-Atlantique ont continué de faire pression à la hausse sur les taux longs à 30 ans. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique qu'une consolidation reste aujourd'hui nécessaire sur les marchés américains. Si les taux se stabilisent aux niveaux actuels, la correction devrait être substantielle avec -16 % de baisse attendue. Notre cible est toutefois légèrement moins conservatrice : considérant que notre modèle exprime surtout la nécessité pour le S&P 500 d'effectuer une respiration après une hausse quasiment ininterrompue (+75 %) depuis la mi-mars 2020, tout comme les taux longs qui devraient refluer à moyen terme autour de 2 %, nous retenons comme objectif un cours cible de 3673 pour le S&P 500, soit une baisse attendue de -7,5 % par rapport au niveau actuel. La dynamique est toute autre en zone euro où les craintes de retour de l'inflation sont inexistantes, dans un contexte où Christine Lagarde se montre très volontariste sur le sujet. La moyenne des taux à 30 ans s'étant stabilisée et le consensus n'ayant pas fondamentalement évolué depuis le mois précédent, notre modèle d'évaluation nous indique que le marché européen est proche de son prix d'équilibre. Dans ces conditions, nous surpondérons toujours les actions européennes par rapport aux actions américaines.

Michaël Sellam



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 31/03/2021 (in local currency)

Data as of 31/03/21	Weight vs		Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	World		2021	2020	2022	2021	2022	2021	2020	2021	Fiscal 22	Fiscal 21
World - Developed	100,0%		4,48%	15,04%	17,8 x	20,8 x	16,99%	43,17%	-19,02%	1,92%	-0,2%	0,1%
United States	53,8%		5,46%	20,22%	20,8 x	24,3 x	17,04%	37,37%	-15,55%	1,45%	0,6%	0,7%
Japan	8,2%		0,48%	11,46%	16,1 x	18,8 x	16,71%	29,81%	-8,89%	1,96%	-1,5%	-0,6%
Eurozone	10,8%		3,99%	8,66%	16,2 x	19,6 x	21,36%	55,29%	-38,80%	2,55%	-2,4%	-2,6%
Europe	19,9%		3,47%	7,19%	16,1 x	19,1 x	18,71%	51,60%	-35,56%	2,71%	-1,6%	-1,4%
Austria	0,2%		7,20%	-3,26%	11,5 x	13,5 x	17,68%	58,08%	-41,29%	3,28%	-0,3%	-1,9%
Belgium	0,4%		-1,46%	-2,41%	17,8 x	21,2 x	19,72%	15,13%	-25,04%	2,50%	-3,5%	-2,8%
Denmark	0,7%		-3,25%	40,90%	23,5 x	25,7 x	9,51%	21,49%	-6,83%	1,65%	-2,3%	-2,2%
Finland	0,4%		-1,25%	27,09%	18,8 x	22,1 x	18,02%	10,57%	-13,70%	2,97%	-3,0%	-1,7%
France	3,6%		3,83%	6,34%	17,3 x	21,5 x	23,90%	96,94%	-54,89%	2,44%	-2,4%	-2,6%
Germany	3,0%		4,77%	13,28%	15,0 x	17,9 x	19,57%	38,84%	-20,05%	2,51%	-2,4%	-2,3%
United Kingdom	4,0%		5,43%	-8,98%	13,6 x	16,0 x	17,45%	64,37%	-40,06%	3,37%	0,6%	1,8%
Ireland	0,1%		2,94%	11,11%	18,2 x	31,3 x	72,14%	2550,77%	-105,64%	1,10%	-2,0%	-8,2%
Italy	0,9%		6,17%	1,91%	12,8 x	15,2 x	19,24%	58,52%	-41,57%	3,54%	-2,2%	-3,4%
Netherlands	1,3%		6,76%	21,86%	20,7 x	23,9 x	15,91%	46,31%	-25,92%	1,55%	-2,8%	-2,4%
Norway	0,5%		7,45%	5,88%	15,8 x	19,0 x	19,86%	116,70%	-53,01%	3,18%	1,3%	2,7%
Spain	0,8%		1,50%	-4,61%	15,0 x	18,8 x	25,13%	36,04%	-42,79%	3,46%	-2,2%	-2,3%
Sweden	1,4%		6,99%	31,77%	19,9 x	22,8 x	14,60%	50,27%	-38,32%	2,37%	-3,3%	-3,3%
Switzerland	2,5%		-2,15%	10,73%	17,9 x	20,2 x	12,68%	18,11%	-7,85%	2,71%	-2,1%	-1,8%
Europe / Commercial Services	0,5%		1,87%	3,13%	19,3 x	23,2 x	20,46%	50,40%	-29,33%	1,99%	-2,7%	-2,9%
Europe / Communications	0,6%		6,07%	-3,23%	14,4 x	16,3 x	13,84%	-6,12%	4,86%	4,40%	-1,6%	-1,2%
Europe / Consumer Durables	0,9%		15,90%	18,46%	10,4 x	12,6 x	21,51%	189,01%	-58,06%	2,81%	-0,3%	-0,3%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%		-1,08%	8,89%	21,9 x	24,7 x	13,10%	20,25%	-21,09%	2,20%	-2,7%	-3,0%
Europe / Consumer Services	0,5%		8,98%	-1,65%	22,0 x	51,4 x	133,91%	296,89%	-122,58%	1,71%	-3,4%	-16,7%
Europe / Distribution Services	0,2%		1,44%	22,70%	20,1 x	23,6 x	17,92%	29,56%	-15,00%	1,82%	-3,4%	-3,2%
Europe / Electronic Technology	0,8%		4,95%	8,85%	20,5 x	26,6 x	29,96%	127,29%	-50,05%	1,22%	-2,8%	-4,6%
Europe / Energy Minerals	0,7%		8,77%	-27,63%	10,8 x	13,5 x	25,05%	1764,70%	-92,24%	4,81%	4,7%	8,3%
Europe / Finance	3,6%		6,72%	-5,87%	11,5 x	13,5 x	17,72%	28,71%	-34,50%	3,85%	-1,7%	-2,1%
Europe / Health Services	0,2%		1,14%	12,06%	21,2 x	23,3 x	10,06%	11,77%	-0,81%	1,67%	-3,0%	-3,8%
Europe / Health Technology	2,2%		-2,66%	8,87%	18,0 x	20,6 x	14,68%	6,17%	-1,03%	2,45%	-2,8%	-3,1%
Europe / Industrial Services	0,3%		3,38%	-9,31%	13,9 x	17,9 x	28,88%	74,97%	-51,43%	3,01%	-2,4%	-4,3%
Europe / Miscellaneous	0,0%		4,71%	33,67%	11,3 x	16,5 x	46,07%	173,00%	-55,43%	3,48%	3,5%	-1,2%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%		12,24%	17,23%	11,7 x	10,3 x	-11,47%	55,35%	27,68%	4,52%	5,1%	11,7%
Europe / Process Industries	0,8%		1,70%	17,61%	18,9 x	21,5 x	13,52%	25,49%	-13,99%	2,58%	-1,9%	-1,0%
Europe / Producer Manufacturin	1,8%		8,64%	31,52%	21,6 x	26,2 x	21,49%	70,38%	-31,16%	1,70%	-3,1%	-3,3%
Europe / Retail Trade	0,5%		-0,11%	21,69%	21,1 x	27,6 x	29,89%	62,05%	-24,77%	2,01%	-5,0%	-5,3%
Europe / Technology Services	1,0%		-1,45%	23,86%	24,3 x	29,4 x	20,81%	17,91%	-5,88%	0,83%	-2,3%	-2,9%
Europe / Transportation	0,6%		9,61%	3,88%	18,5 x	50,6 x	173,00%	127,35%	-255,17%	2,00%	-4,5%	-0,8%
Europe / Utilities	0,9%		-6,17%	24,35%	16,4 x	17,8 x	8,42%	8,64%	-17,43%	3,94%	-2,1%	-3,2%



Avertissement

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

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

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