



## Défauts d'approvisionnement : de l'économie à la géopolitique mondiale

### Conclusions

La pénurie de semi-conducteurs a récemment fait couler beaucoup d'encre... Il faut dire que l'envolée des prix observée pour la reprise « post-Covid » est sans précédent : entre le point bas du T4-2020 et le point haut du T1-2021, le prix d'une puce a augmenté de près de +230 % ! Et même si les prix ont commencé à plafonner, ils se maintiennent à des niveaux très élevés : ils étaient en août encore supérieurs de +11,5 % à ceux constatés au plus fort de la précédente flambée de 2014, ce qui donne à réfléchir sur la nature actuelle du marché !

Il est évident que ce sujet dépasse désormais l'économie pour devenir géopolitique. Étant donné que cette technologie va rester primordiale pour le maintien (ou l'accès) au *leadership* mondial, toutes les grandes zones économiques mondiales désirent préserver leur indépendance en garantissant leur filière d'approvisionnement. Les annonces pleuvent désormais en ce sens. Aux Etats-Unis, le plan d'investissement dans les infrastructures de 1 200 Mds \$ de Joe Biden (à l'heure actuelle toujours dans l'attente d'un vote définitif du Congrès) prévoit de consacrer 50 Mds \$ à la R&D sur les semi-conducteurs. De son côté, Ursula von der Leyen a également marqué, dans son « Discours sur l'état de l'Union 2021 » (prononcé le 15 septembre dernier), sa volonté d'affermir la souveraineté technologique de l'Union européenne, en annonçant un objectif de production d'environ 20 % des semi-conducteurs dans le monde d'ici 2030 (contre 10 % actuellement). Cependant, si l'intention des autorités de l'UE est fort louable, il faut garder à l'esprit que le marché européen demeure largement en-deçà de ses concurrents chinois et américain et qu'il fait, en plus, montre de bien peu de vitalité.

Même si une partie du retard technologique peut toujours être rattrapé, il est fort à parier que les Taïwanais et les Sud-Coréens, acteurs principaux du marché, vont continuer de dominer l'industrie des semi-conducteurs pour longtemps encore. Dans ce domaine, la recherche est non seulement ardue mais le processus industriel est lui-même très complexe, hautement robotisé et avec plusieurs centaines d'étapes successives de fabrication. Or, tous ces éléments ont plutôt tendance à placer les leaders du marché dans une situation de monopole technologique où il va être difficile de venir les challenger.

Les deux dernières saisons de publications - marquées par de fortes révisions haussières et par des taux de surprises positives élevés - avaient constitué un facteur de soutien important pour les marchés actions outre-Atlantique, leur permettant ainsi de battre de nouveaux records historiques coup sur coup. La saison actuelle sera-t-elle du même acabit ? Pour le moment, tout le laisse à penser. En effet, les entreprises américaines affichent une résilience à toute épreuve. La saison des publications du troisième trimestre qui vient de commencer (23 % des sociétés du S&P500 ont actuellement publié) se déroule sans anicroche : les analystes prévoient aujourd'hui une hausse des bénéfices de +32,7 % au T3 (contre +27,5 % à la fin septembre). Ce troisième trimestre marque donc la troisième plus forte hausse observée depuis 2010 (après le T2 et le T1 2021 avec respectivement +92,4 % et +52,7 %), toujours alimentée par un puissant effet de base hérité de l'année passée. Comme depuis plusieurs trimestres, le nombre de sociétés qui battent le consensus atteint des niveaux records avec 84 % de surprises positives depuis le début de la saison de publications. En agrégé, les entreprises ont ainsi publié des résultats pour le moment 13,4 % plus élevés que les prévisions des analystes.

Notre modèle d'évaluation indique toujours que les marchés européens sont plus attractifs que leurs alter egos outre-Atlantique. Avec les niveaux de taux actuels, les marchés américains pourraient connaître une légère consolidation (de l'ordre de -5 % à -6 %). Mais avec un léger reflux de ces premiers à 1,75 % les actions américaines semblent globalement au juste prix. La microéconomie est clairement en soutien en Europe, les résultats 2021 s'avérant même meilleurs qu'anticipés. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes offrent un potentiel de hausse d'environ 10 % - en particulier suite aux récentes révisions à la hausse des bénéfices - 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.

*Michaël Sellam*

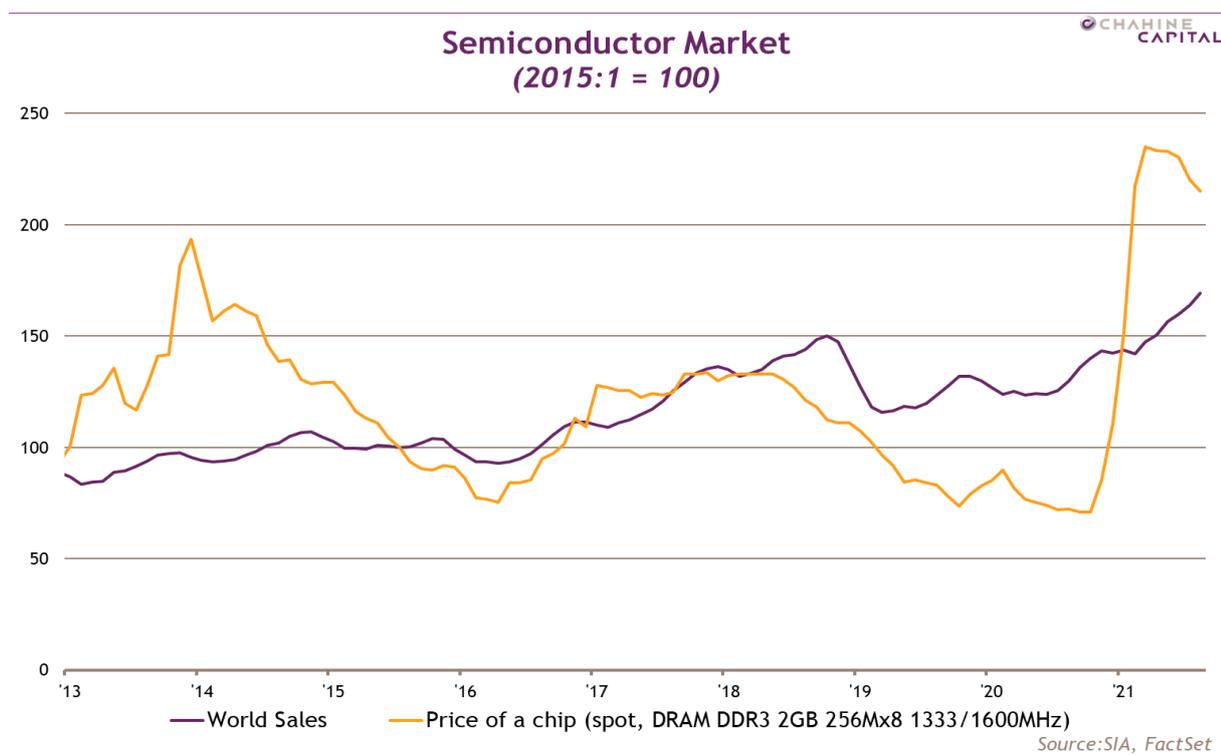


## L'approvisionnement en semi-conducteurs, talon d'Achille de l'économie mondiale et révélateur de tensions géopolitiques

La pénurie de semi-conducteurs a récemment fait couler beaucoup d'encre... Il faut dire que l'envolée des prix observée pour la reprise « post-Covid » est sans précédent : entre le point bas du T4-2020 et le point haut du T1-2021, le prix d'une puce a augmenté de près de +230 % ! Et même si les prix ont commencé à plafonner (cf. graphique ci-dessous), ils se maintiennent à des niveaux très élevés : ils étaient en août encore supérieurs de +11,5 % à ceux constatés au plus fort de la précédente flambée de 2014, ce qui donne à réfléchir sur la nature actuelle du marché !

La concentration extrême des acteurs de ce marché révèle les nouvelles fragilités d'une économie mondiale toujours plus interconnectée. En effet, il ne reste plus que 3 producteurs au niveau mondial capables de produire la dernière génération de ces minuscules puces électroniques (c'est-à-dire celles dont la finesse de gravure va de 5 à 7 nanomètres) : *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company* « TSMC » (à Taïwan), Samsung (en Corée du Sud) et Intel (aux États-Unis)... Et ce, alors que la taille du marché global a presque doublé depuis 10 ans en lien avec des modifications profondes des usages (télétravail, smartphones, etc.).

### Les prix des semi-conducteurs ont commencé à plafonner (au T2-2021) mais le marché mondial reste tendu

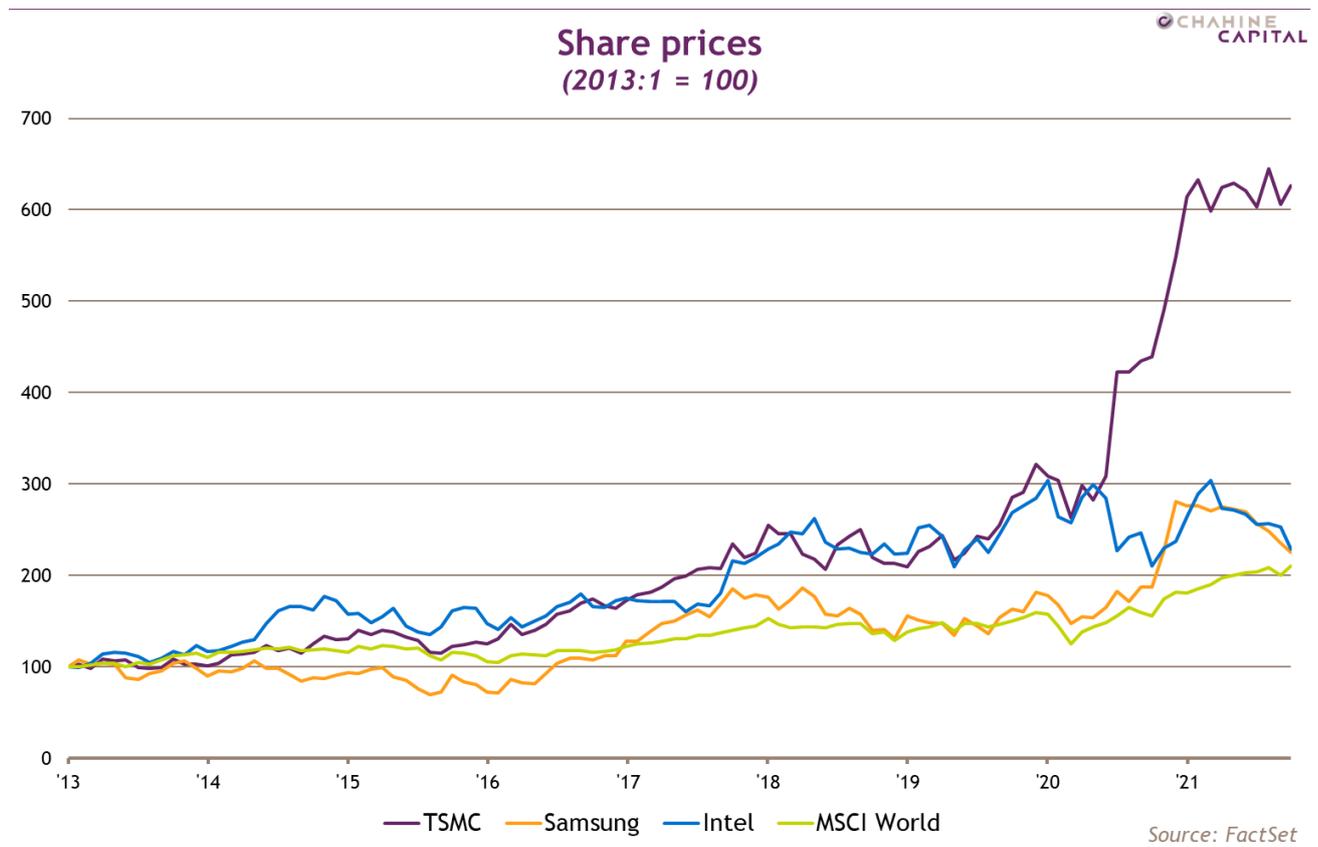


Aujourd'hui, le leadership en la matière est très clairement asiatique. Mais, une fois n'est pas coutume, ce n'est pas la Chine qui mène le bal... Mais deux des « Dragons asiatiques » : Taïwan et la Corée du Sud. Et les enjeux géostratégiques sont si importants que certains commentateurs se sont récemment demandés si l'Empire du Milieu n'allait pas voir dans la technologie détenue par TSMC la raison suffisante pour envahir Taïwan ! Même si Xi Jinping s'est voulu rassurant à ce sujet (il faut dire aussi que Biden a promis, le cas



échéant, de tenir l'« engagement sacré » de défendre militairement Taïwan, preuve de l'importance géostratégique du problème), l'interrogation était légitime dans le sens où les importations de semi-conducteurs ont explosé depuis le début de la crise de la Covid, augmentant de la sorte de +60,1 % sur cette période (cf. graphique ci-dessous), et qu'elles conditionnent largement la croissance à venir du pays.

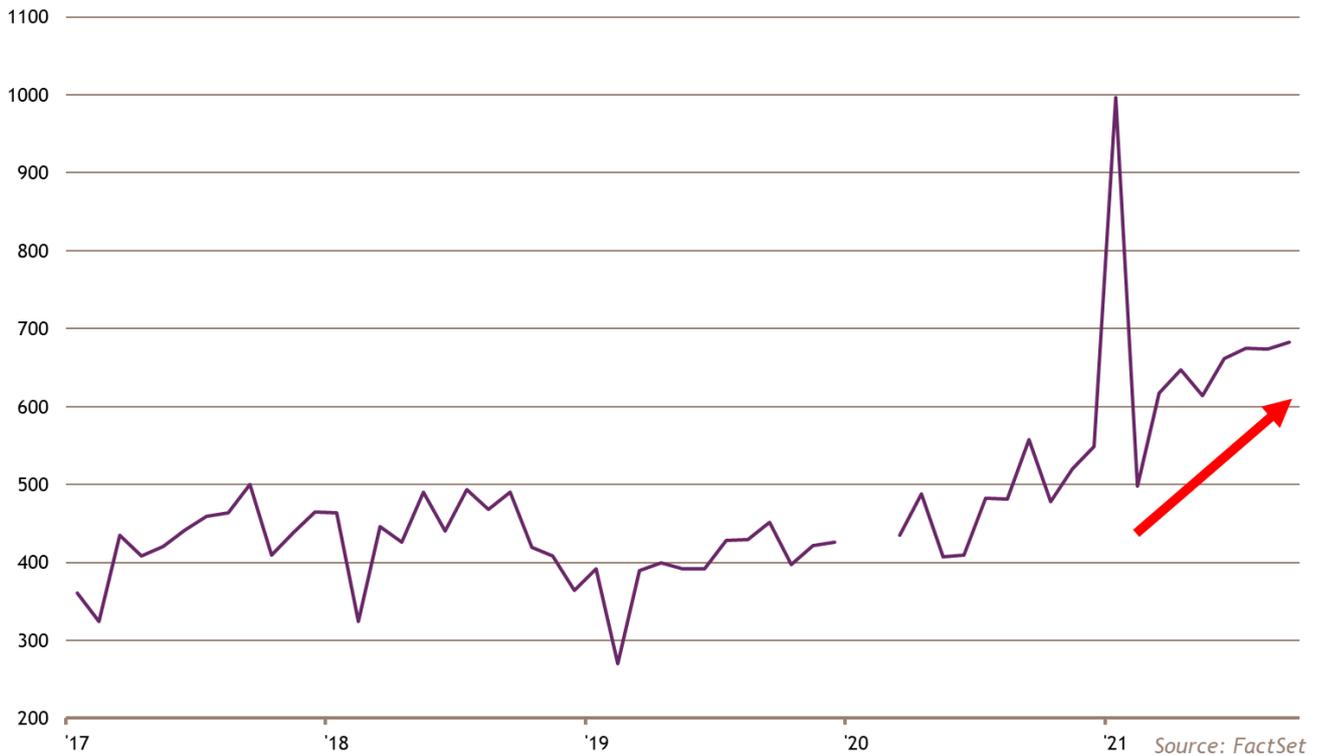
## Cous des sociétés productrices de semi-conducteurs versus le MSCI World Index





## Le dynamisme de la demande chinoise à l'international a siphonné la production et fait flamber les prix

### Imports of Diodes & Similar Semiconductor Devices - China (Bn Units)

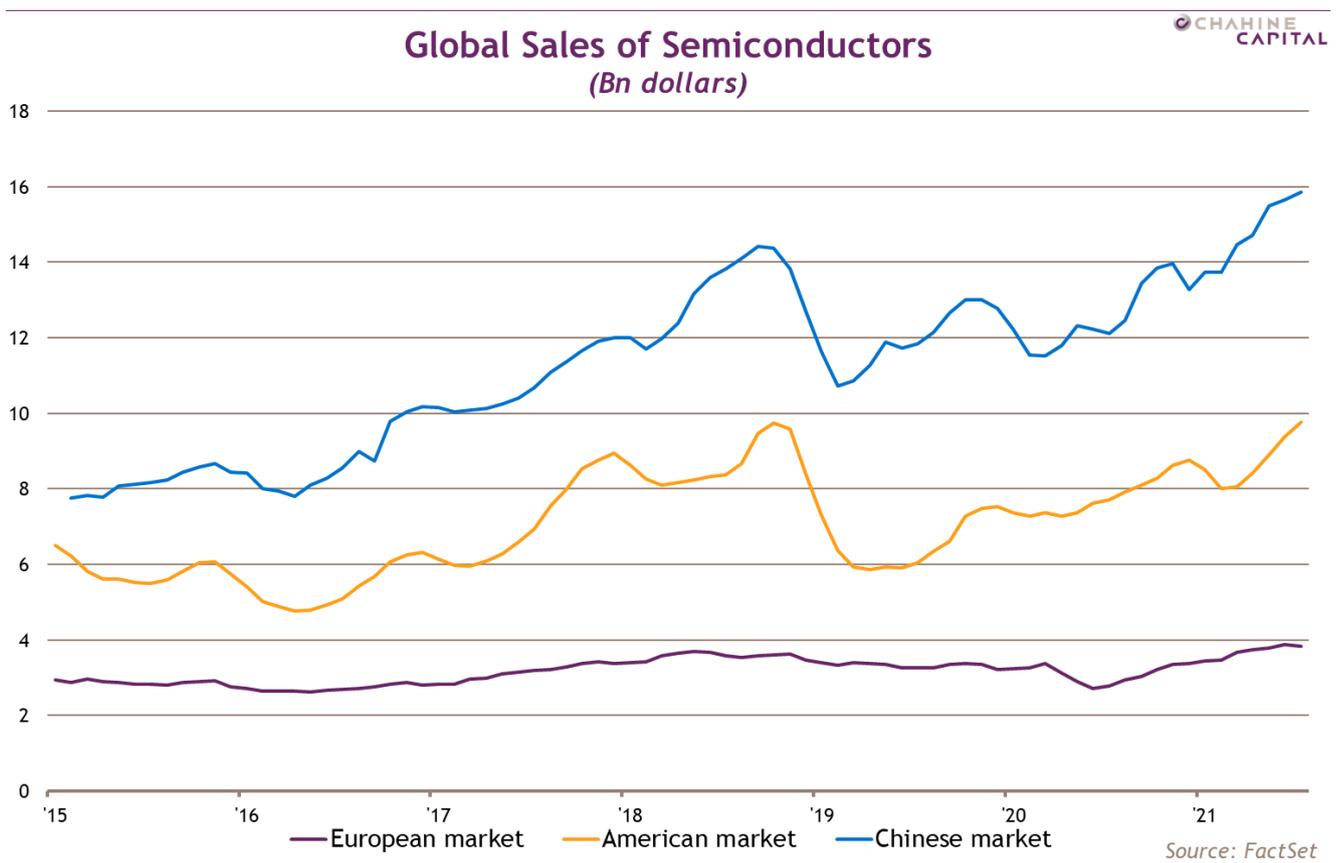


En réaction, réduire la dépendance vis-à-vis des fournisseurs étrangers de semi-conducteurs est devenu une priorité clairement affichée par le gouvernement chinois depuis le rapport “*Made in China 2025*”, dès 2015. À l’époque, les autorités chinoises ambitionnaient d’atteindre une autosuffisance de l’ordre de 70 % de la demande intérieure à l’horizon 2025. En pratique, cet objectif sera loin d’être atteint, l’autosuffisance ne couvrant pas plus de 20 % des besoins du pays à cette date...

Il est évident que ce sujet dépasse désormais l’économie pour devenir géopolitique. Étant donné que cette technologie va rester primordiale pour le maintien (ou l’accès) au *leadership* mondial, toutes les grandes zones économiques mondiales désirent préserver leur indépendance en garantissant leur filière d’approvisionnement. Les annonces pleuvent désormais en ce sens. Aux Etats-Unis, le plan d’investissement dans les infrastructures de 1 200 Mds \$ de Joe Biden (à l’heure actuelle toujours dans l’attente d’un vote définitif du Congrès) prévoit de consacrer 50 Mds \$ à la R&D sur les semi-conducteurs. De son côté, Ursula von der Leyen a également marqué, dans son « Discours sur l’état de l’Union 2021 » (prononcé le 15 septembre dernier), sa volonté d’affermir la souveraineté technologique de l’Union européenne, en annonçant un objectif de production d’environ 20 % des semi-conducteurs dans le monde d’ici 2030 (contre 10 % actuellement). Cependant, si l’intention des autorités de l’UE est fort louable, il faut garder à l’esprit que le marché européen demeure largement en-deçà de ses concurrents chinois et américain (cf. graphique ci-dessous) et qu’il fait, en plus, montre de bien peu de vitalité.



## Comparativement aux marchés chinois et américain, le marché européen de semi-conducteurs manque particulièrement de vigueur



Même si une partie du retard technologique peut toujours être rattrapé, il est fort à parier que les Taïwanais et les Sud-Coréens vont continuer de dominer l'industrie des semi-conducteurs pour longtemps encore. Dans ce domaine, la recherche est non seulement ardue mais le processus industriel est lui-même très complexe, hautement robotisé et avec plusieurs centaines d'étapes successives de fabrication. Or, tous ces éléments ont plutôt tendance à placer les leaders du marché dans une situation de monopole technologique où il va être difficile de venir les challenger.

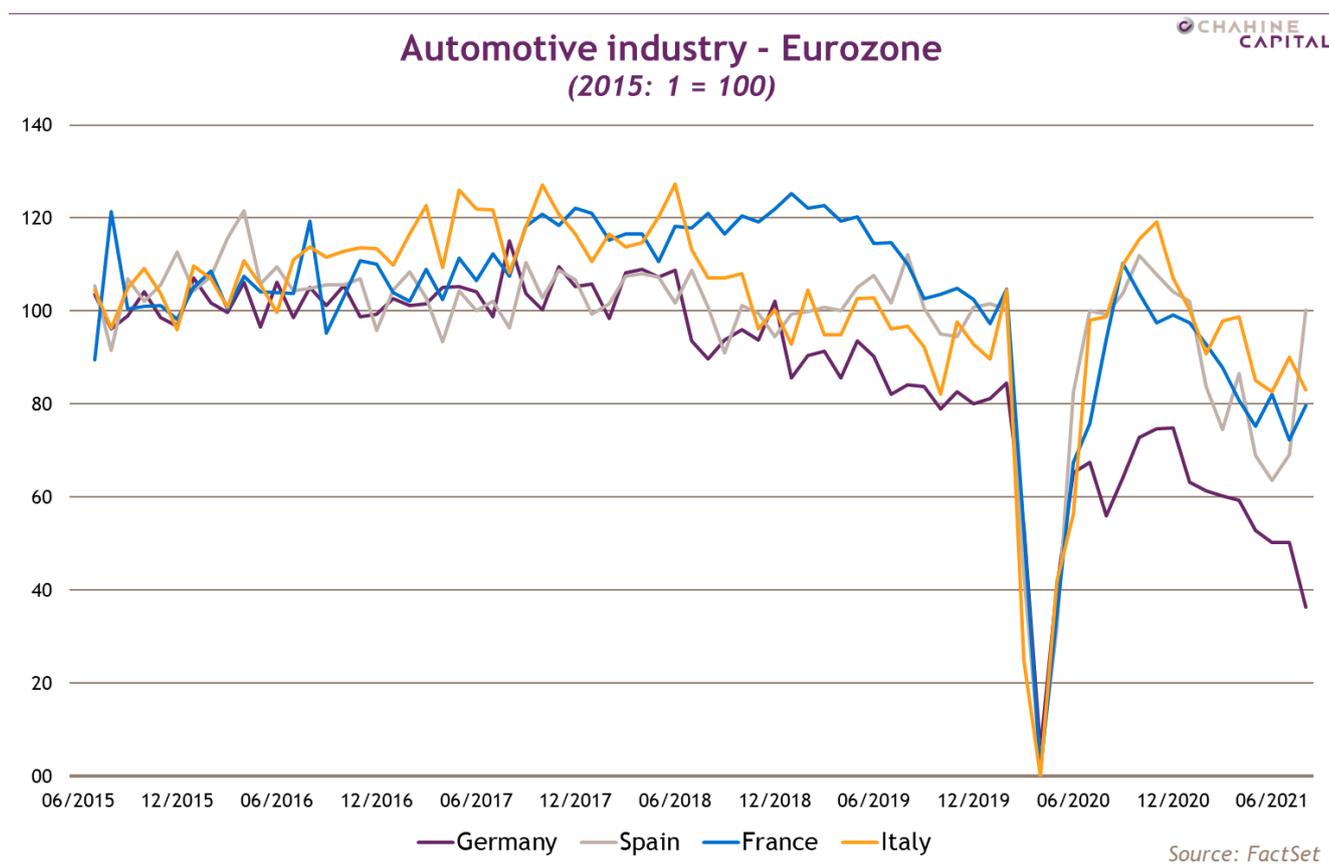
Faute de produire suffisamment, les grandes puissances économiques vont, à tout le moins, devoir chercher à assurer leurs approvisionnements de manière externe, par des accords commerciaux, des alliances stratégiques, etc. Dernièrement, l'alliance AUKUS ("Australia, United Kingdom & United States") a capté toute l'attention médiatique sur la scène géopolitique mondiale, occultant partiellement une autre initiative non moins importante : le QUAD ("Quadrilateral Security Dialogue") qui réunit les États-Unis, le Japon, l'Australie et l'Inde, et dont le thème de la prochaine rencontre sera précisément... la sécurisation des chaînes d'approvisionnement en semi-conducteurs de ces quatre pays ! L'enjeu est colossal : ne pas revivre à l'avenir un choc d'offre comparable à celui qui paralyse aujourd'hui les productions industrielles, et notamment le secteur automobile.



## Le secteur automobile est touché de plein fouet par les pénuries

En 2020, le secteur automobile s'était assez bien remis sur pied après les premiers confinements, ignorant presque la 2ème vague de Covid. Mais 2021 a vu apparaître un choc mondial d'approvisionnement qui contraint désormais de manière implacable les productions automobiles (cf. graphique ci-dessous pour les principales industries en Europe). Au sein de la zone euro, la production de véhicules automobiles s'est contractée de -34 % depuis le début de l'année. L'Allemagne, qui est le plus gros constructeur de la zone euro, est aussi la plus fortement impactée : -42,5 % depuis janvier (contre -18,4 % en France).

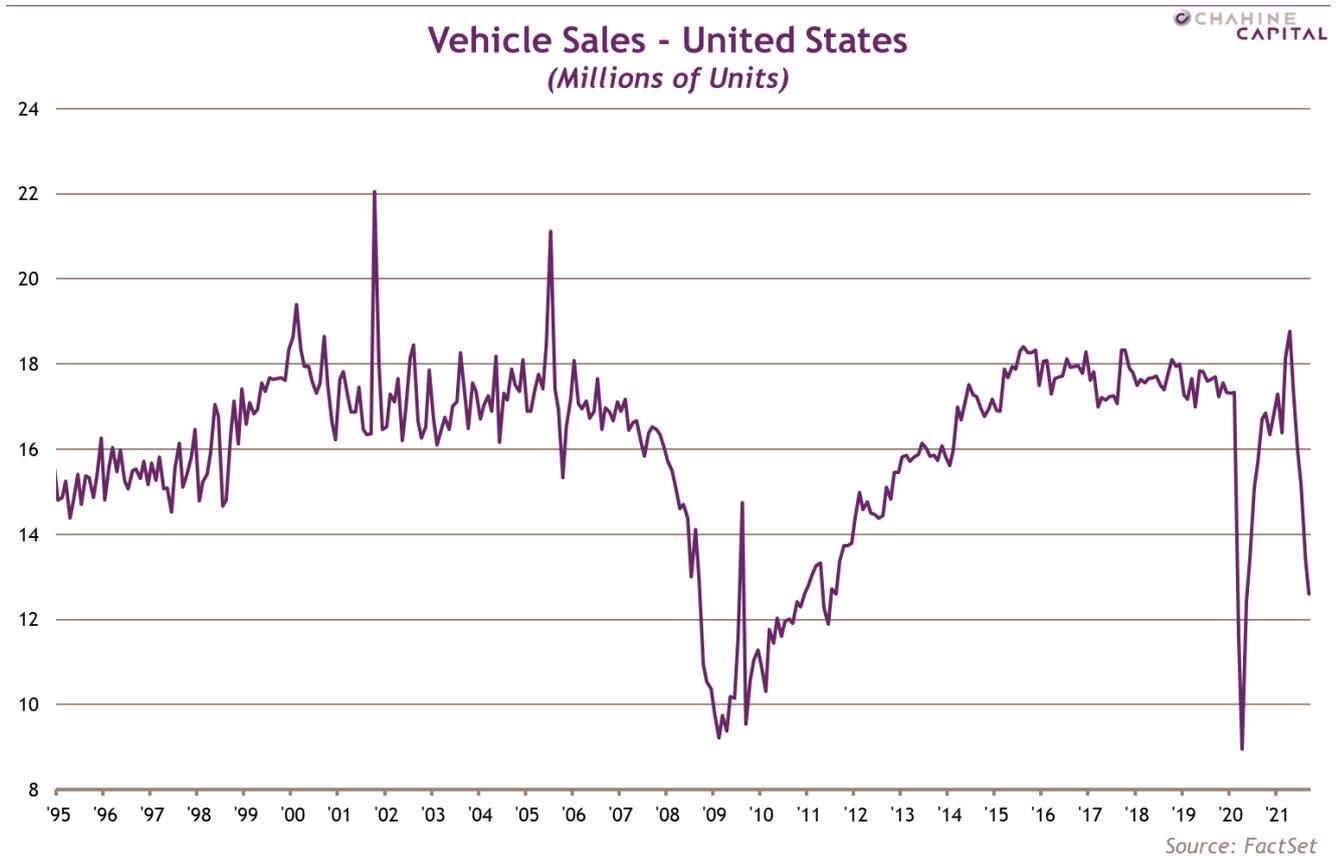
### La pénurie de semi-conducteurs a lourdement pénalisé la production automobile sur le Vieux Continent en 2021



Pour les États-Unis, le constat est aussi sans appel : le manque d'offre entraîne naturellement une consommation en berne. En août, la production domestique de véhicules de tourisme a diminué de -36,4 % en glissement annuel et de -40,8 % par rapport à la situation d'avant-Covid (fin 2019). Mais surtout, la consommation a elle aussi été impactée, avec un T3-2021 catastrophique (cf. graphique ci-dessous). En septembre, les ventes de véhicules de toutes sortes sont tombées à 12,6 Millions d'unités. Elles baissent de -24,6 % en GA et de -27,4 % par rapport à la période pré-Covid (fin 2019). Et il est fort à parier que les choses vont encore empirer ! Les stocks de véhicules assemblés aux États-Unis n'ont jamais été aussi bas : moins de 125 Mille véhicules en septembre, c'est plus de 5x inférieur aux stocks observés à l'issue de la récession de 2008-2009.



## Le marché automobile américain replonge au T3-2021

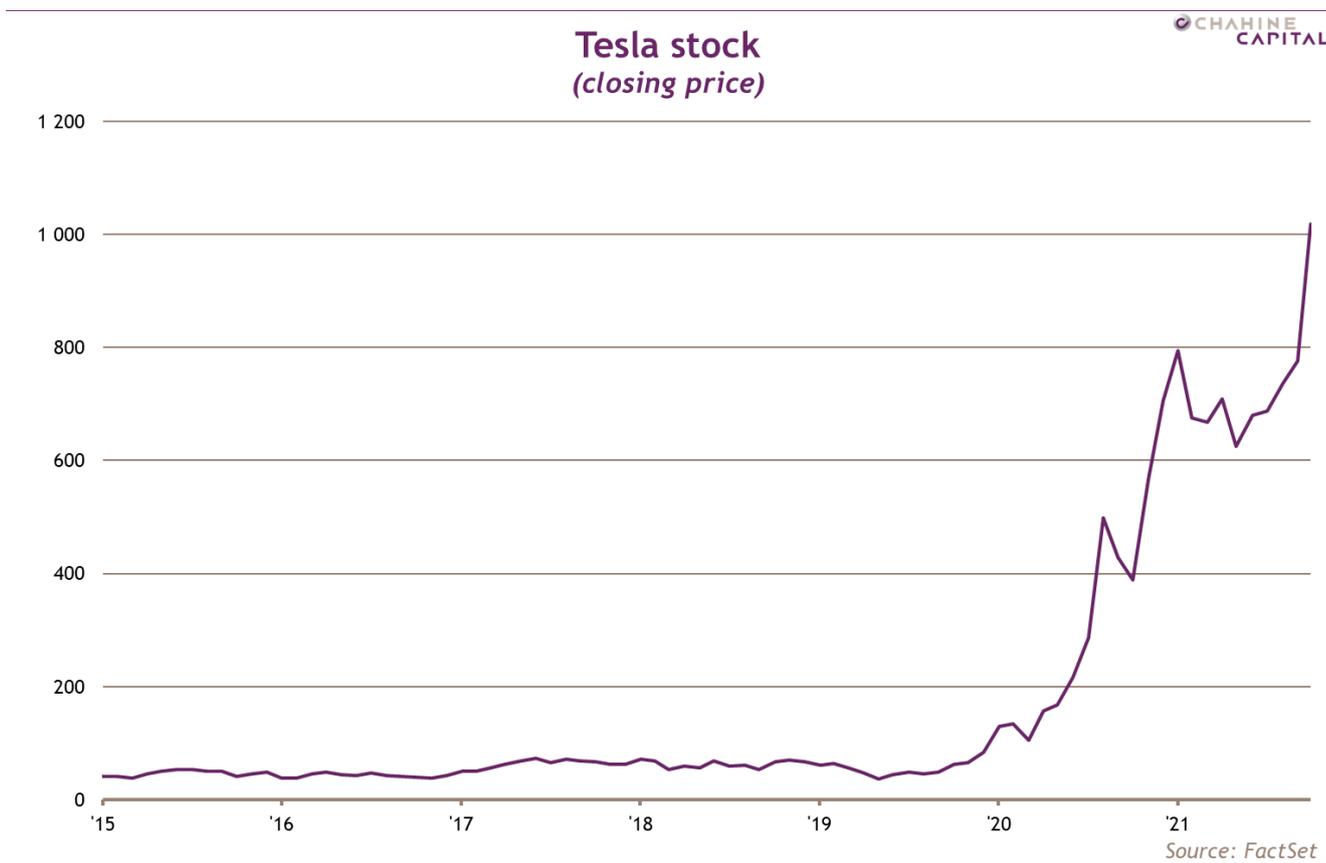


## Un moment difficile pour les constructeurs automobiles... hormis pour Tesla

Dans le contexte actuel de la pénurie de semi-conducteurs, même les principaux constructeurs automobiles n'échappent pas aux difficultés. Loin de là, puisque la plupart d'entre eux connaissent un reflux de leurs cours boursiers : -5,3 % pour General Motors (sur les 3 derniers mois), -0,9 % pour Volkswagen, -2,1 % pour Renault, -2,4 % pour Toyota, par exemple. Pourtant, il est un fabricant qui se démarque : Tesla ! Il est intéressant de constater ici que l'écart ne se creuse pas en raison du positionnement sur la gamme électrique puisque Volkswagen et Renault (principaux concurrents de Tesla) sont en souffrance. En revanche, le groupe américain a mis en œuvre une stratégie ingénieuse pour contrer la pénurie : développer une nouvelle version de son logiciel pour le rendre compatibles aux différents microprocesseurs disponibles sur le marché. En élargissant le panel de ses fournisseurs potentiels, Tesla peut ainsi continuer de produire quand les autres restent paralysés. Et l'innovation et la souplesse du constructeur californien sont actuellement récompensées par la confiance des investisseurs : l'action de Tesla, qui vient de franchir le seuil des Mille dollars (elle est à 1018,4 \$ au 27/10), a augmenté de +48,2 % sur les 3 derniers mois (cf. graphique ci-dessous).



En pleine pénurie de semi-conducteurs, Tesla affiche une éclatante réussite en bourse (fruit de son innovation)



L'exemple de Tesla doit nous enseigner deux choses. Premièrement, dans le monde qui vient, les entreprises qui afficheront les meilleures réussites seront celles qui sauront faire preuve de souplesse et d'adaptabilité, quel que soit le secteur. En effet, il est fort à parier que des dynamiques similaires vont être amenées à se répliquer çà et là dans un futur proche. Deuxièmement, la sélection des valeurs au sein des secteurs est bien la meilleure position à adopter actuellement sur les marchés.

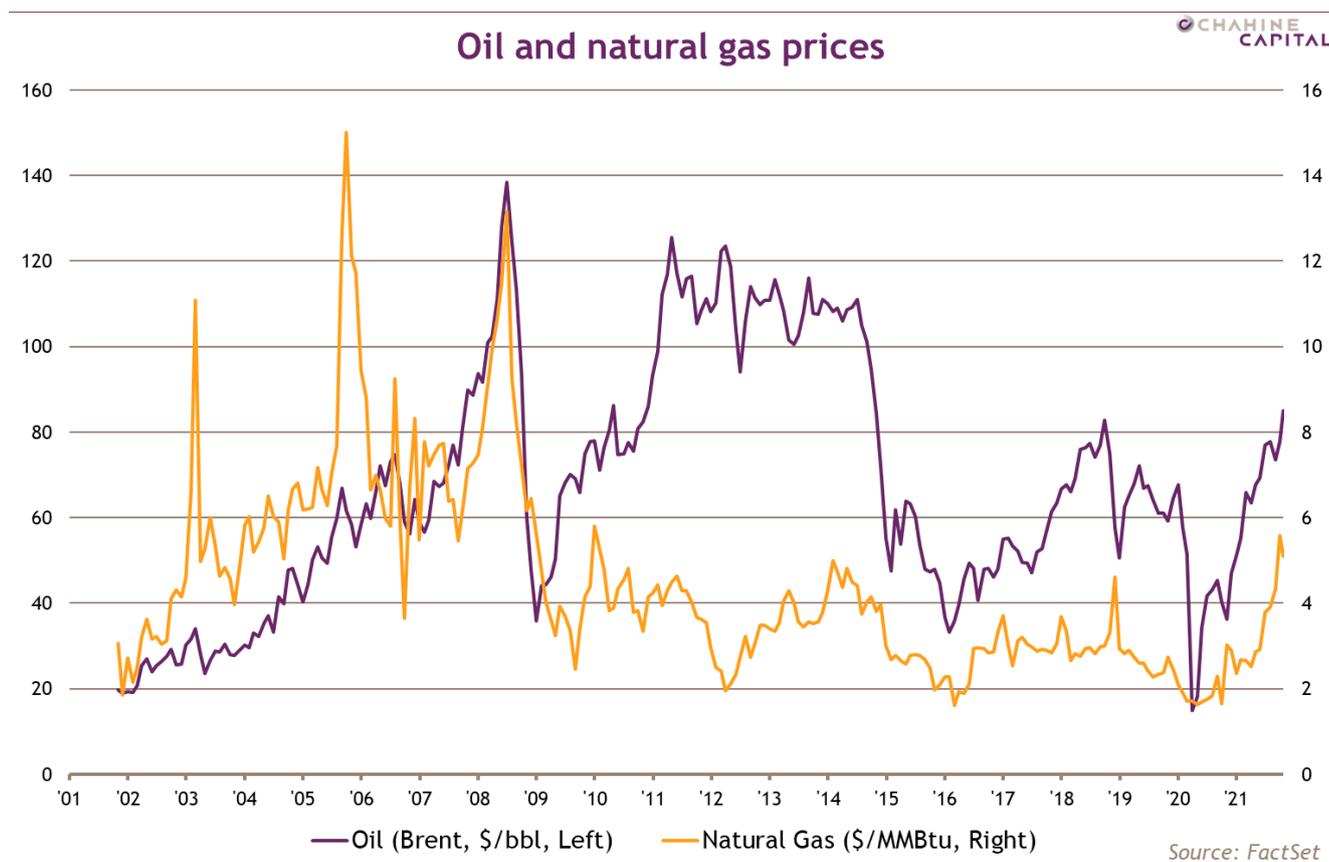
## Des pratiques anticoncurrentielles (pétrole, fret maritime) s'ajoutent aux pénuries et participent de la flambée des prix des consommations intermédiaires

Une fois passé le choc initial de la crise de la Covid, il est acté que la reprise (l'appétit du géant chinois notamment) a fait monter les prix de l'énergie et des matières premières. Le prix du gaz (actuellement à plus de 5 \$ / MMBtu) a été maintes fois pris pour exemple et son augmentation de +105 % sur les 6 derniers mois a réellement marqué les esprits. Il n'y a pourtant rien d'anormal dans cette augmentation qui s'explique largement par l'engouement général pour les centrales thermiques à gaz. Mais il y a d'autres cas de figure... La hausse du prix du pétrole, qui dépasse désormais 85 \$ le baril de Brent, est largement le fait de restrictions de production des pays de l'OPEP. Une première fois en août, et une nouvelle fois en octobre, l'OPEP, menée



par la Russie et l'Arabie-Saoudite, a opposé une fin de non-recevoir aux demandes des États-Unis d'augmenter la production pour rééquilibrer le marché. De leur côté, les États-Unis, qui souhaitent garder la main sur le prix du baril de WTI (à 83 \$), ont augmenté leur production (renouant avec une production de 12 Millions de barils par jour cet été), puisé dans leurs réserves et ils pourraient même relancer la production de pétrole de schiste. Mais, bien qu'ils soient devenus le premier producteur mondial sous l'ère Trump, ils pourraient potentiellement se sentir bien seuls face à une alliance de pays qui leur échappe...

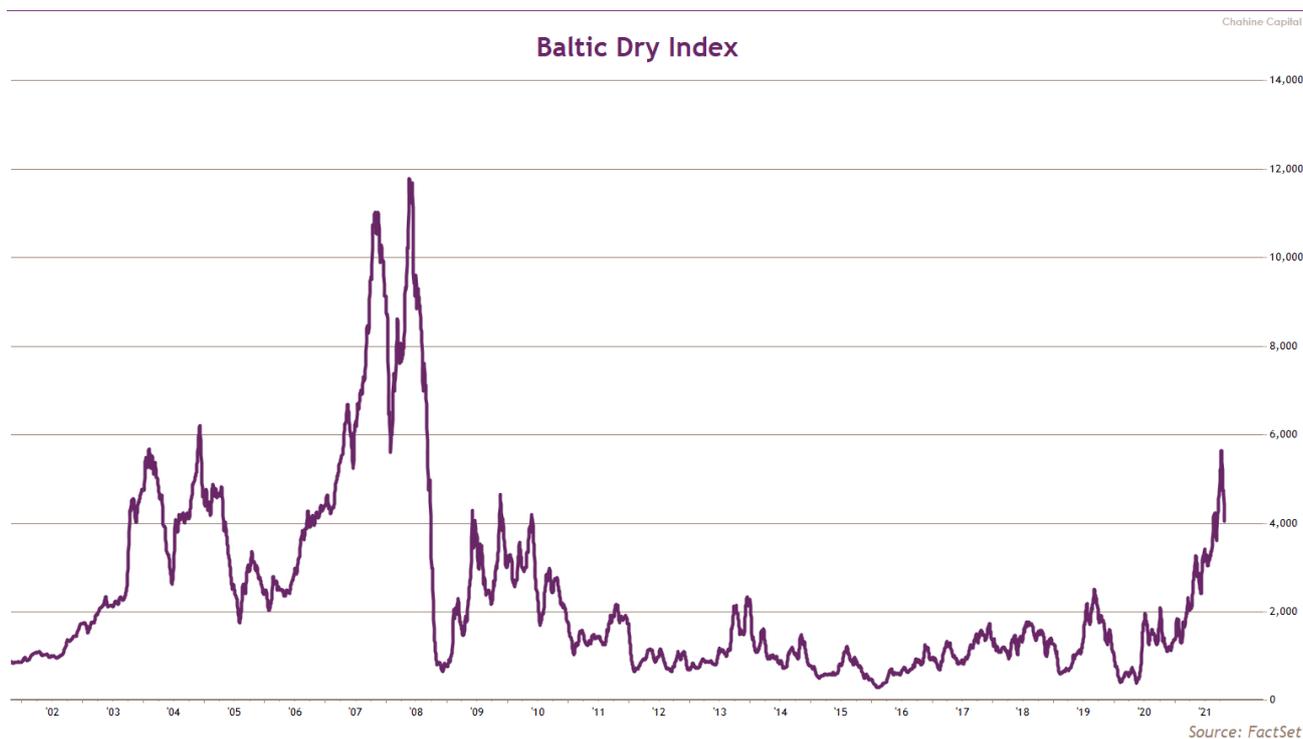
## Relativement concomitantes, les hausses des prix du gaz et du pétroles ont pourtant des causes assez différentes...



Autre facteur de tensions liées à des problématiques d'offre, les tarifs maritimes n'en finissent plus de troubler les échanges mondiaux, comme en témoigne le Baltic Dry Index, indice de référence pour le vrac sec, en augmentation de +55 % sur les 3 derniers mois. Début octobre, il a même atteint 5650 points, soit un niveau inobservé depuis 2008... Les pratiques tarifaires reflètent effectivement les évolutions du marché, mais il s'agit d'un marché toujours plus concentré et qui voit fleurir les pratiques non-concurrentielles (consortiums, prédilection pour certaines routes maritimes au détriment d'autres, facturations excessives, etc.) ! Tant et si bien que le président Biden a renforcé, durant l'été, la législation en matière de concurrence et a multiplié les appels à plus de transparence... Face à l'urgence de la situation, il est allé jusqu'à inciter la *Federal Maritime Commission (FMC)* à enquêter sur les agissements des armateurs, ainsi qu'à enjoindre les entreprises américaines de déposer, le cas échéant, des plaintes contre les pratiques tarifaires des transporteurs.



## La hausse des coûts du transport maritime s'inscrit désormais dans une perspective historique...



## La saison de publication du T3 reste un facteur en soutien des marchés actions avec des révisions à la hausse qui se poursuivent

Les deux dernières saisons de publications - marquées par de fortes révisions haussières et par des taux de *surprises* positives élevés - avaient constitué un facteur de soutien important pour les marchés actions outre-Atlantique, leur permettant ainsi de battre de nouveaux records historiques coup sur coup. La saison actuelle sera-t-elle du même acabit ?

Pour le moment, tout le laisse à penser. En effet, les entreprises américaines affichent une résilience à toute épreuve. La saison des publications du troisième trimestre qui vient de commencer (23 % des sociétés du S&P 500 ont actuellement publié) se déroule sans anicroche : les analystes prévoient aujourd'hui une hausse des bénéfices de +32,7 % au T3 (contre +27,5 % à la fin septembre). Ce troisième trimestre marque donc la troisième plus forte hausse observée depuis 2010 (après le T2 et le T1 2021 avec respectivement +92,4 % et +52,7 %), toujours alimentée par un puissant effet de base hérité de l'année passée. Comme depuis plusieurs trimestres, le nombre de sociétés qui battent le consensus atteint des niveaux records avec 84 % de surprises positives depuis le début de la saison de publications. En agrégé, les entreprises ont ainsi publié des résultats pour le moment 13,4 % plus élevés que les prévisions des analystes.

Comme évoqué dans notre dernière lettre, la dynamique sectorielle devrait rester la même que les trimestres précédents, les secteurs ayant le plus souffert au cours de l'année 2020 poursuivant leur rebond, à savoir l'énergie, les matériaux et l'industrie. On notera par ailleurs que les plus fortes révisions sont à mettre au profit du secteur financier, en lien avec des reprises sur provision toujours soutenues et des activités de marchés robustes.



## Les révisions à la hausse se poursuivent, secteur financier en tête



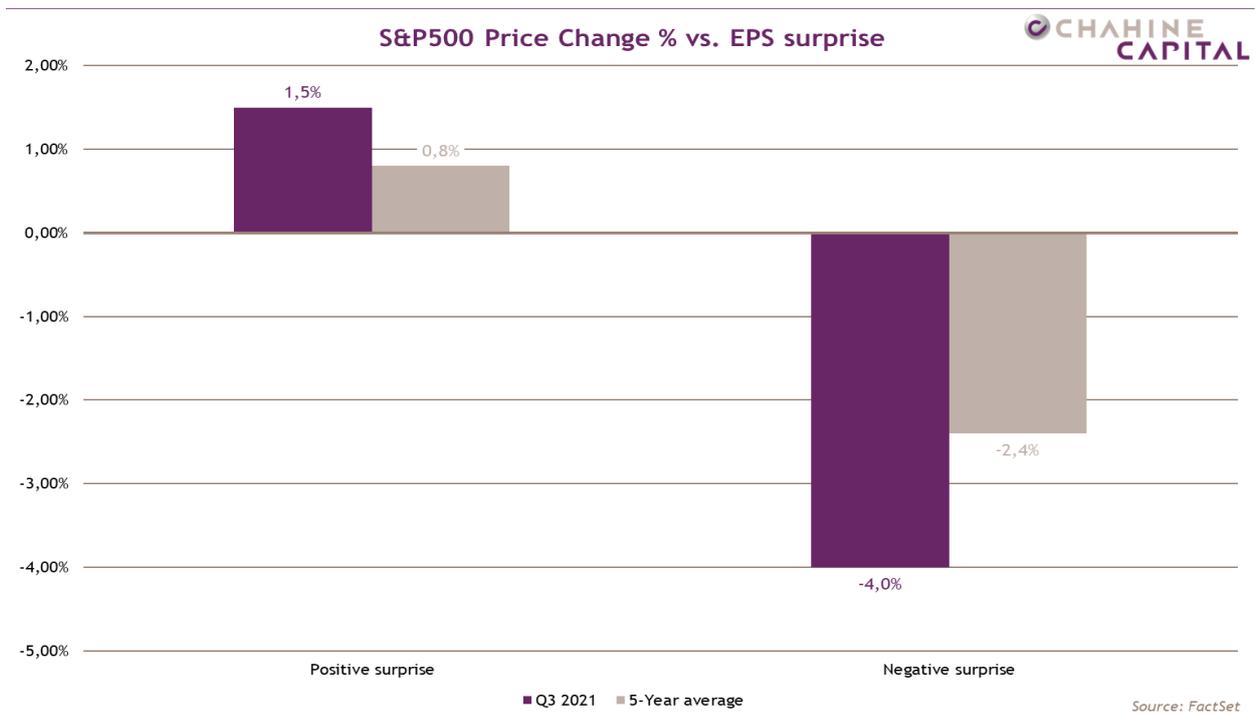
Si l'on s'intéresse à l'impact des publications sur le cours des titres, ces bons résultats ont été salués par les investisseurs dans un contexte qui reste toujours globalement favorable aux marchés actions. Ainsi le S&P 500 a effacé la baisse du mois de septembre (-5,2 % entre le 2 septembre et le 4 octobre) pour atteindre de nouveaux plus hauts historiques avec un niveau proche des 4600 points, les investisseurs ayant d'avantage récompensé les *surprises* positives qu'à l'accoutumée en faisant progresser les cours boursiers des entreprises de +1,5 %<sup>1</sup> (contre +0,8 % en moyenne au cours des 5 dernières années).

Au contraire du trimestre précédent, les investisseurs ont pour le moment largement sanctionné les sociétés affichant des surprises négatives, les cours de ces dernières ayant baissé de -4,0 % (contre -2,4 % en moyenne au cours des 5 dernières années).

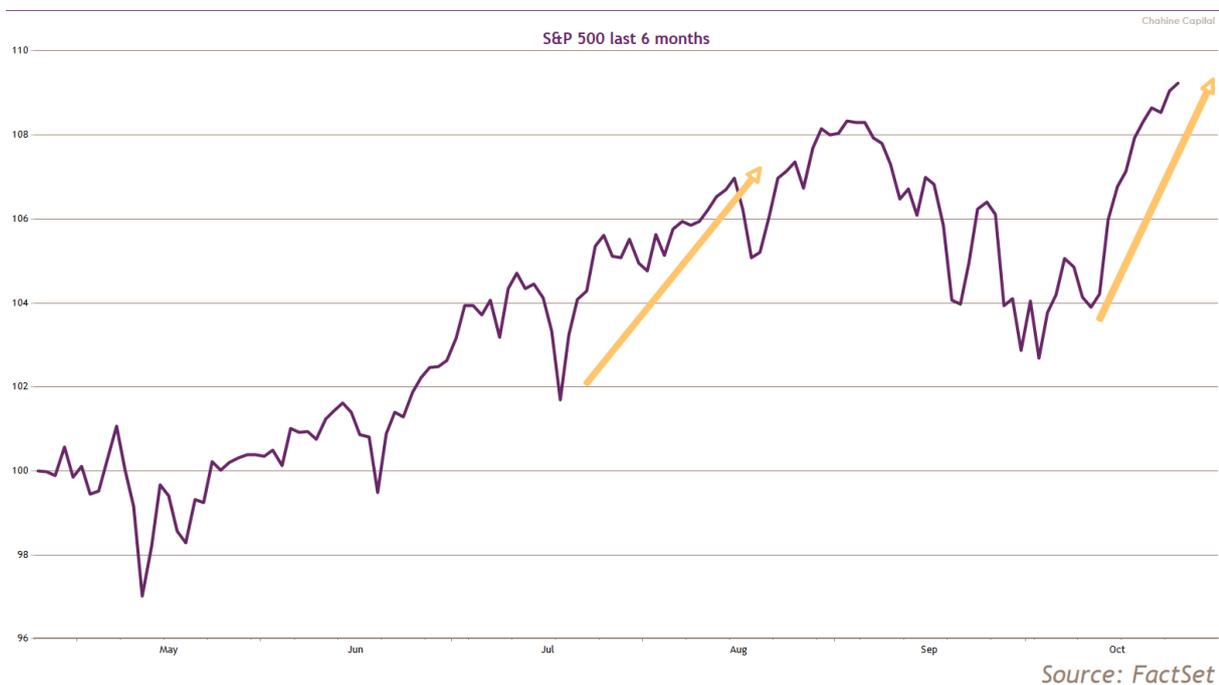
<sup>1</sup> Variation du cours boursier calculée entre +2 jours et -2 jours par rapport à la date de publication des résultats de l'entreprise.



## Les investisseurs continuent de saluer les surprises positives, mais sanctionnent plus les déceptions



## Les deux dernières saisons de publications ont été l'un des facteurs de la bonne tenue des marchés actions outre-Atlantique



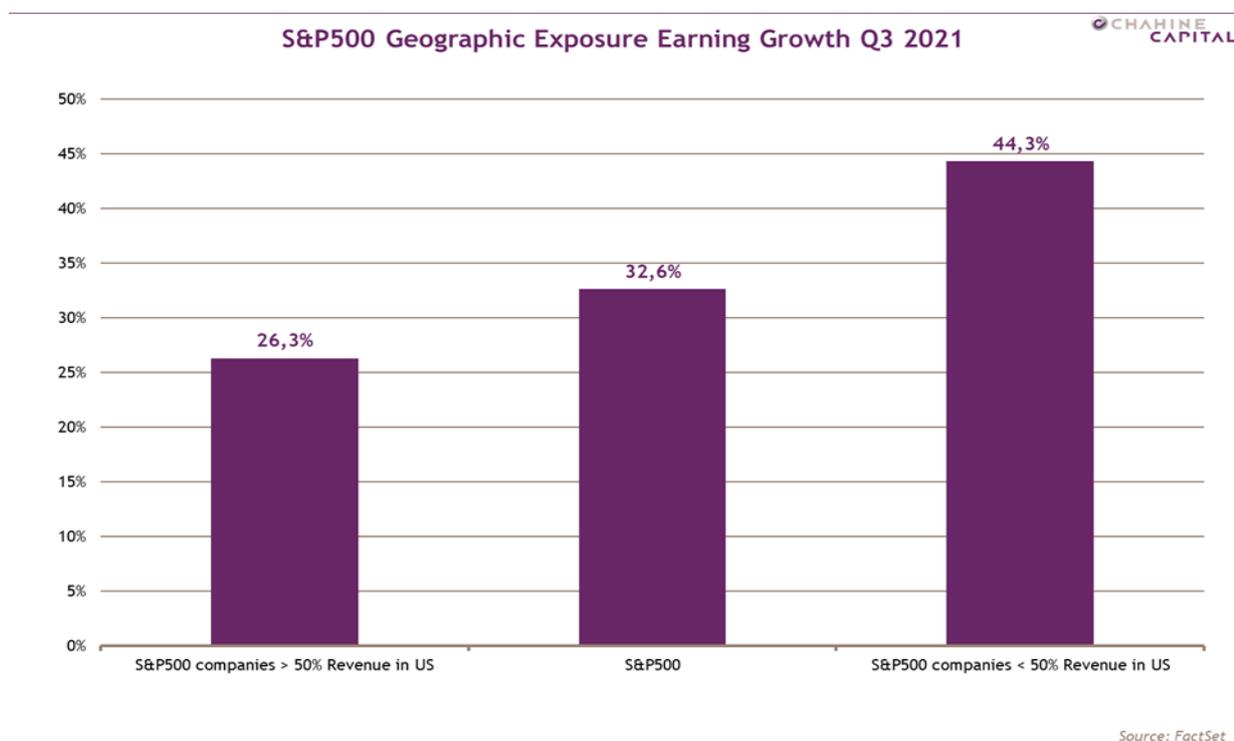


La sensibilité des cours boursiers à la microéconomie semble ainsi plus forte que par le passé, les investisseurs ayant besoin d'être rassurés dans un contexte de niveaux de valorisation tendus.

D'un point de vue plus fondamental, il est également intéressant de souligner que les entreprises du S&P 500 qui sont les plus globalisées sont celles qui affichent le plus net rebond de leurs bénéfices au T3. En effet, si l'on subdivise les sociétés composant l'indice large américain en 2 groupes avec d'un côté les sociétés qui réalisent plus de 50 % de leur chiffre d'affaires hors des Etats-Unis et de l'autre celles pour lequel le chiffre d'affaires est majoritairement réalisé sur le territoire américain, on s'aperçoit que le groupe des sociétés ayant une exposition internationale élevée affiche une croissance bénéficiaire de +44,3 % contre seulement +26,3 % pour le second groupe.

Il convient néanmoins de relativiser ce fort différentiel. En effet, si l'on enlève de l'échantillon les 4 plus gros contributeurs du groupe des sociétés qui réalisent plus de 50 % de leur chiffre d'affaires hors des Etats-Unis - à savoir Apple et Google du côté de la Tech et Exxon et Chevron du côté du secteur de l'énergie - les chiffres se normalisent et le +44,3 % se transforme en +29,9 %, soit un différentiel bien plus faible avec le reste de la cote... Dans ces conditions, les entreprises américaines affichent une dynamique relativement homogène, quelle que soit la typologie d'entreprises concernée.

## Les sociétés avec une exposition internationale élevée affichent de meilleurs résultats mais cela reste un trompe-l'œil

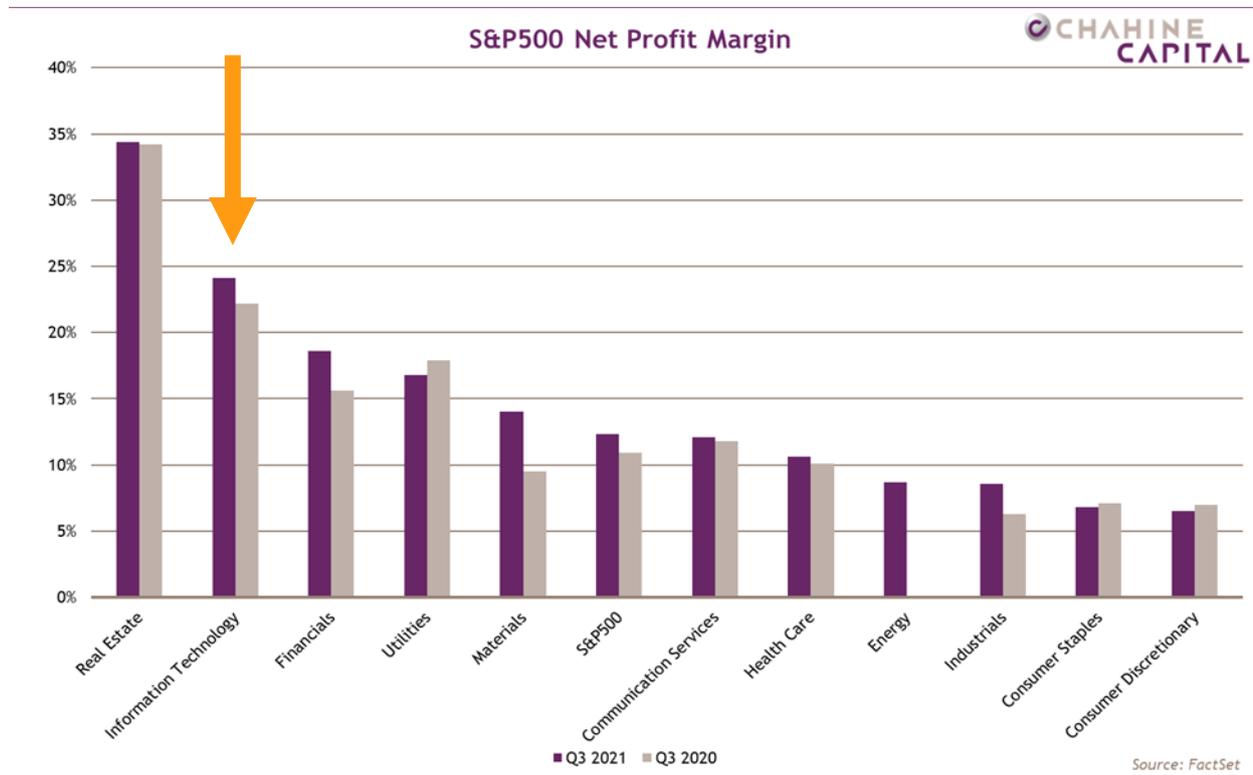


Comme nous le répétons depuis de nombreux mois, on soulignera également la toujours très bonne tenue du secteur de la Tech qui affiche le taux de marge le plus élevé de la cote (hors secteur immobilier) avec 24,1 % au T3 2021 contre 22,2 % un an plus tôt. Rappelons notre point de vue à leur sujet : les nombreux discours bearish (liés à une crainte d'une remontée des taux d'une part et à une régulation du secteur d'autre part) qui fleurissent depuis le début de l'année nous paraissent peu pertinents car trop précurseurs : tant que les règles du jeu les concernant n'auront pas évolué dans les faits, nous estimons soutenables les niveaux de



valorisation actuels, certes élevés, des acteurs du secteur, GAFAM en tête, d'autant plus dans un contexte de taux d'intérêt structurellement et durablement faibles (rappelons que J. Powell a clairement annoncé que les taux resteraient au plancher même durant le *tapering* qui devrait bientôt commencer).

## Le business model de la Tech reste redoutable

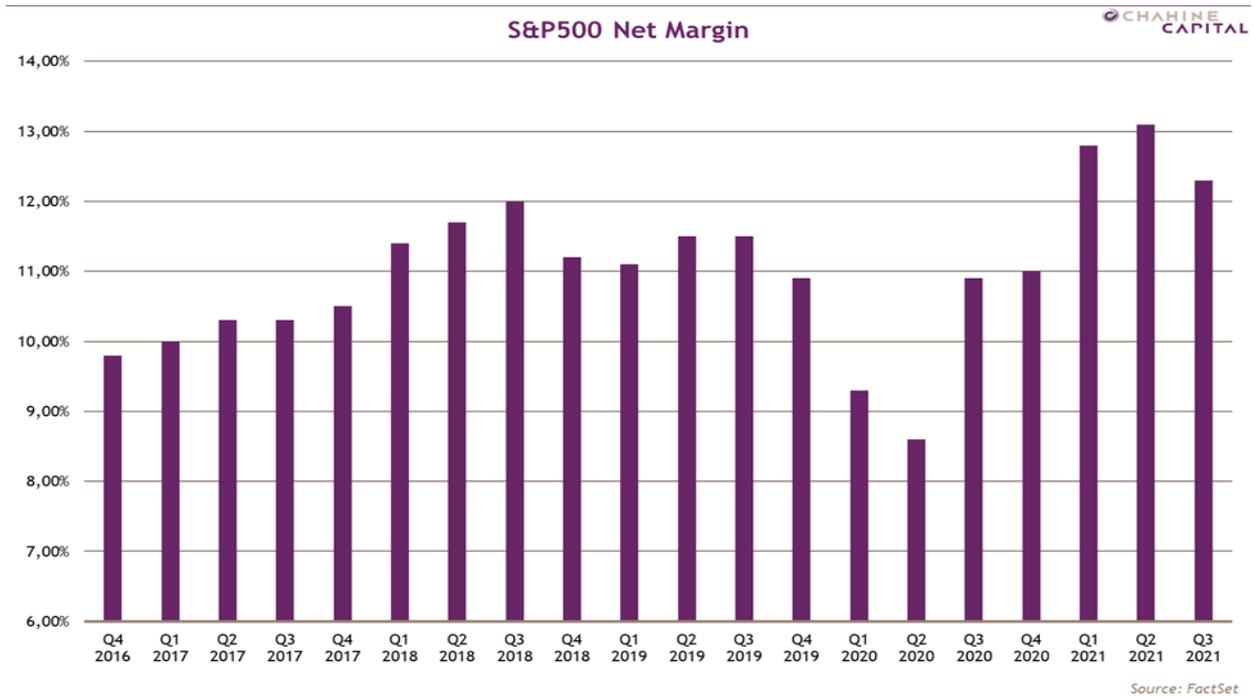


Globalement, les marges se stabilisent donc sur des niveaux records pour le S&P 500, les plus fortes hausses depuis l'année dernière étant évidemment à mettre au crédit du secteur de l'énergie et des matériaux qui ont été portés par l'appréciation du cours des matières premières. Les analystes tablent d'ailleurs sur une stabilisation des taux de marges sur des niveaux records au moins jusqu'à la mi-2022 avec des prévisions de respectivement 12,1 %, 12,5 % et 12,8 % pour le T4 2021, le T1 2022 et le T2 2022.

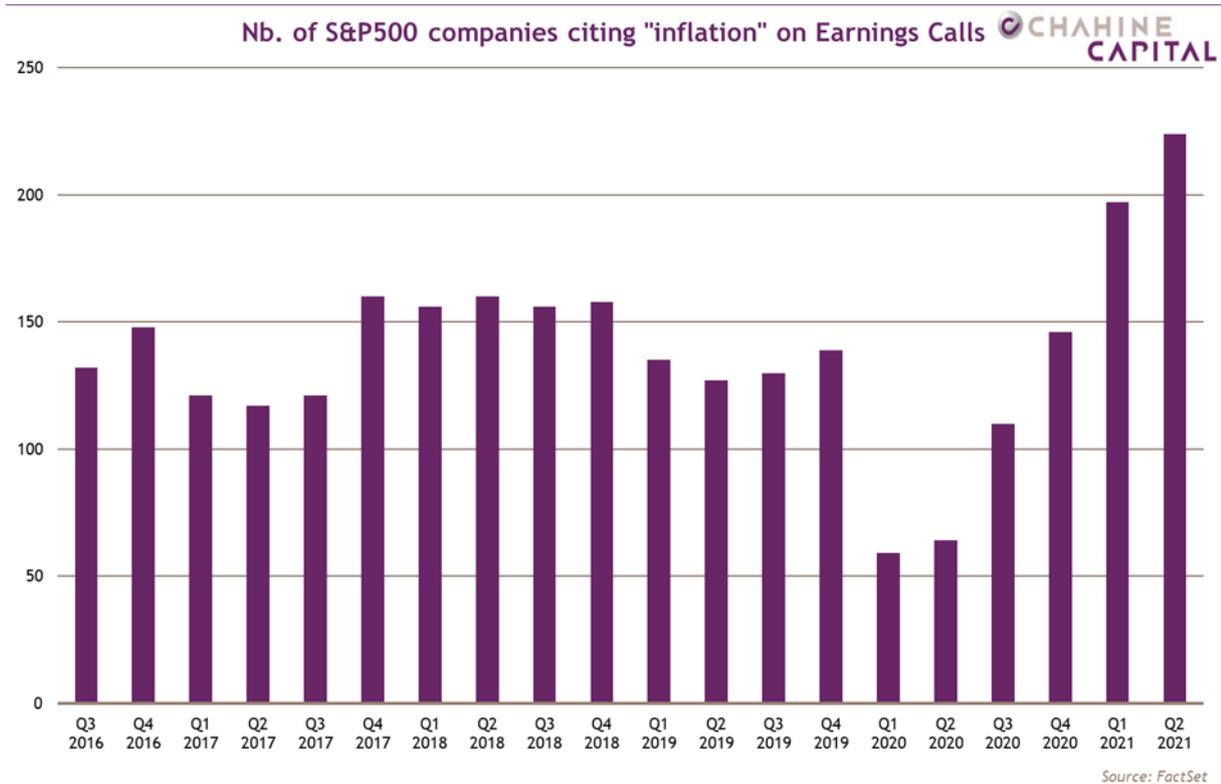
Nous estimons toutefois que ces prévisions sont aujourd'hui très (trop ?) ambitieuses, comme nous l'avons souligné le mois dernier, au regard de l'instabilité fiscale à venir et de l'inflation des coûts de production que subissent les entreprises américaines. Ces dernières ne sont d'ailleurs pas dupes : le nombre de sociétés du S&P 500 ayant évoqué le terme « inflation » lors de leurs annonces de résultats du T2 a atteint des niveaux records. En effet, près de la moitié des entreprises composant le S&P 500 - 224 pour être exact - ont cité le terme « inflation », soit le chiffre le plus élevé depuis 2010 selon FactSet (en utilisant la composition actuelle du S&P 500 comme échantillon de référence). Si les tensions sur les prix des matières premières perdurent outre mesure dans un timing où les effets de base positifs s'amenuisent, il deviendra alors probable d'observer pour la première fois depuis bien longtemps une série de révisions baissières avec des publications moins bonnes qu'attendues dès 2022... rendant alors difficilement soutenables les niveaux de valorisation actuels.



## Les marges se stabilisent sur des niveaux records



## L'inflation n'a jamais été aussi préoccupante pour les sociétés du S&P 500 depuis 2010





## Modèle d'évaluation : les révisions haussières en Europe continuent de rendre les marchés européens plus attractifs que leurs alter egos outre-Atlantique

Après leur reflux du mois de septembre (respectivement -5,2 % et -5,6 % de baisse pour le S&P 500 et l'Euro Stoxx 50), les indices boursiers américains et européens ont largement rebondi en octobre avec respectivement +6,9 % et +5,9 % permettant même aux indices américains d'atteindre de nouveaux plus hauts historiques. Les taux se sont de leur côté stabilisés aux Etats-Unis (les taux à 30 ans sont à 2,0 % au moment où nous écrivons ces lignes) et ont légèrement baissé sur le Vieux Continent (0,64 % contre 0,71 % le mois dernier).

Concernant les perspectives bénéficiaires, l'année 2021 continue d'être révisée à la hausse de part et de d'autre de l'Atlantique. Si nous estimons toujours que 2021 devrait être globalement aussi florissante qu'espérée par les analystes, il nous semble important de rappeler que les attentes en termes de croissance bénéficiaire nous paraissent beaucoup trop agressives pour les années à venir notamment aux Etats-Unis avec respectivement +7,9 % et +8,8 % en 2022 et 2023.

Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique toujours que les marchés européens sont plus attractifs que leurs alter egos outre-Atlantique. Avec les niveaux de taux actuels, les marchés américains pourraient connaître une légère consolidation (de l'ordre de -5 % à -6 %). Mais avec un léger reflux de ces premiers à 1,75 % les actions américaines semblent globalement au juste prix. Seul notre scénario intégrant le fait que les hausses de taxes impacteront à la baisse d'environ 5% les bénéfices futurs des sociétés américaines à partir de 2023 (ce qui ne semble pas être intégré dans les cours boursiers à l'heure actuelle) nous indique un potentiel restant de baisse plus importante de l'ordre de -12 % si les taux se stabilisent. Il nous semble donc toujours pertinent de recommander une prudence relative 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%	2,00%	2,25%	2,50%
Tax increase to 25% (approx. -5% impact on EPS) - CAGR 3.3%	4 604	4 310	4 046	3 808	3 593
Implied Scenario CAGR 5.2% over 8 years	5 240	4 901	4 596	4 322	4 075
Return to normal: 40% in 2021, 7.9% in 2022 - CAGR 4.2%	4 910	4 596	4 314	4 060	3 830
Current Index S&P 500	4 596				

La microéconomie est clairement en soutien en Europe, les résultats 2021 s'avérant même meilleurs qu'anticipés. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes offrent un potentiel de hausse d'environ 10 % - en particulier suite aux récentes révisions à la hausse des bénéfices - 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 2021*

	30 Years Gvt bonds				
	0,00%	0,50%	0,64%	1,00%	1,25%
Slow recovery: 62% in 2021, 4% in 2022	175	149	143	130	122
Implied Scenario: 62% in 2021, 5.2% in 2022	186	158	152	138	129
Return to normal: 62% in 2021, 5.2% in 2022	206	175	168	152	142
Current Index MSCI EMU	152				



## Conclusions

La pénurie de semi-conducteurs a récemment fait couler beaucoup d'encre... Il faut dire que l'envolée des prix observée pour la reprise « post-Covid » est sans précédent : entre le point bas du T4-2020 et le point haut du T1-2021, le prix d'une puce a augmenté de près de +230 % ! Et même si les prix ont commencé à plafonner, ils se maintiennent à des niveaux très élevés : ils étaient en août encore supérieurs de +11,5 % à ceux constatés au plus fort de la précédente flambée de 2014, ce qui donne à réfléchir sur la nature actuelle du marché !

Il est évident que ce sujet dépasse désormais l'économie pour devenir géopolitique. Étant donné que cette technologie va rester primordiale pour le maintien (ou l'accès) au *leadership* mondial, toutes les grandes zones économiques mondiales désirent préserver leur indépendance en garantissant leur filière d'approvisionnement. Les annonces pleuvent désormais en ce sens. Aux Etats-Unis, le plan d'investissement dans les infrastructures de 1 200 Mds \$ de Joe Biden (à l'heure actuelle toujours dans l'attente d'un vote définitif du Congrès) prévoit de consacrer 50 Mds \$ à la R&D sur les semi-conducteurs. De son côté, Ursula von der Leyen a également marqué, dans son « Discours sur l'état de l'Union 2021 » (prononcé le 15 septembre dernier), sa volonté d'affermir la souveraineté technologique de l'Union européenne, en annonçant un objectif de production d'environ 20 % des semi-conducteurs dans le monde d'ici 2030 (contre 10 % actuellement). Cependant, si l'intention des autorités de l'UE est fort louable, il faut garder à l'esprit que le marché européen demeure largement en-deçà de ses concurrents chinois et américain et qu'il fait, en plus, montre de bien peu de vitalité.

Même si une partie du retard technologique peut toujours être rattrapé, il est fort à parier que les Taïwanais et les Sud-Coréens, acteurs principaux du marché, vont continuer de dominer l'industrie des semi-conducteurs pour longtemps encore. Dans ce domaine, la recherche est non seulement ardue mais le processus industriel est lui-même très complexe, hautement robotisé et avec plusieurs centaines d'étapes successives de fabrication. Or, tous ces éléments ont plutôt tendance à placer les leaders du marché dans une situation de monopole technologique où il va être difficile de venir les challenger.

Les deux dernières saisons de publications - marquées par de fortes révisions haussières et par des taux de surprises positives élevés - avaient constitué un facteur de soutien important pour les marchés actions outre-Atlantique, leur permettant ainsi de battre de nouveaux records historiques coup sur coup. La saison actuelle sera-t-elle du même acabit ? Pour le moment, tout le laisse à penser. En effet, les entreprises américaines affichent une résilience à toute épreuve. La saison des publications du troisième trimestre qui vient de commencer (23 % des sociétés du S&P500 ont actuellement publié) se déroule sans anicroche : les analystes prévoient aujourd'hui une hausse des bénéfices de +32,7 % au T3 (contre +27,5 % à la fin septembre). Ce troisième trimestre marque donc la troisième plus forte hausse observée depuis 2010 (après le T2 et le T1 2021 avec respectivement +92,4 % et +52,7 %), toujours alimentée par un puissant effet de base hérité de l'année passée. Comme depuis plusieurs trimestres, le nombre de sociétés qui battent le consensus atteint des niveaux records avec 84 % de surprises positives depuis le début de la saison de publications. En agrégé, les entreprises ont ainsi publié des résultats pour le moment 13,4 % plus élevés que les prévisions des analystes.

Notre modèle d'évaluation indique toujours que les marchés européens sont plus attractifs que leurs alter egos outre-Atlantique. Avec les niveaux de taux actuels, les marchés américains pourraient connaître une légère consolidation (de l'ordre de -5 % à -6 %). Mais avec un léger reflux de ces premiers à 1,75 % les actions américaines semblent globalement au juste prix. La microéconomie est clairement en soutien en Europe, les résultats 2021 s'avérant même meilleurs qu'anticipés. Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes offrent un potentiel de hausse d'environ 10 % - en particulier suite aux récentes révisions à la hausse des bénéfices - 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.

*Michaël Sellam*



# STRATEGY OVERVIEW

## Main ratios for markets and sectors as of 29/10/2021 (in local currency)

Data as of 10/29/21	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
<b>World - Developed</b>	<b>100,0%</b>	<b>13,08%</b>	<b>15,04%</b>	<b>18,2 x</b>	<b>20,2 x</b>	<b>10,80%</b>	<b>63,88%</b>	<b>-19,09%</b>	<b>1,84%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,3%</b>
United States	56,6%	20,18%	20,22%	22,2 x	24,6 x	10,99%	60,13%	-15,61%	1,28%	0,6%	1,6%
Japan	7,4%	-0,27%	11,46%	14,9 x	16,9 x	12,92%	32,80%	-8,89%	2,06%	-1,7%	-1,8%
Eurozone	10,8%	11,55%	8,66%	16,1 x	17,6 x	9,68%	95,62%	-38,92%	2,55%	1,3%	0,9%
Europe	20,0%	12,27%	7,19%	16,1 x	17,5 x	8,94%	84,80%	-35,66%	2,74%	2,0%	2,0%
Austria	0,2%	24,37%	-3,26%	11,1 x	11,9 x	7,20%	103,56%	-41,33%	3,23%	5,2%	5,7%
Belgium	0,4%	5,84%	-2,41%	19,2 x	20,6 x	7,78%	29,61%	-25,07%	2,52%	-4,3%	-1,3%
Denmark	0,8%	13,56%	40,90%	22,8 x	23,3 x	2,50%	62,63%	-7,16%	1,75%	7,2%	1,2%
Finland	0,4%	4,99%	27,09%	18,5 x	19,3 x	4,31%	36,20%	-13,69%	2,82%	-0,3%	2,2%
France	3,6%	16,53%	6,34%	17,4 x	20,3 x	16,27%	166,05%	-55,00%	2,36%	2,6%	-0,1%
Germany	2,8%	5,55%	13,28%	14,4 x	15,5 x	7,66%	72,80%	-20,06%	2,68%	1,0%	1,3%
United Kingdom	4,0%	11,51%	-8,98%	13,3 x	14,5 x	9,23%	93,43%	-39,94%	3,61%	1,7%	2,2%
Ireland	0,1%	16,63%	11,11%	19,9 x	29,1 x	46,73%	4498,09%	-105,07%	1,19%	-0,3%	1,4%
Italy	0,9%	14,49%	1,91%	12,2 x	14,0 x	15,21%	67,46%	-41,54%	3,64%	1,7%	2,1%
Netherlands	1,4%	17,82%	21,86%	20,7 x	21,6 x	4,08%	90,06%	-27,12%	1,49%	-0,1%	1,3%
Norway	0,5%	18,05%	5,88%	14,7 x	16,3 x	11,10%	230,20%	-55,06%	3,16%	13,7%	8,3%
Spain	0,8%	3,96%	-4,61%	14,9 x	14,1 x	-5,00%	94,88%	-42,71%	3,47%	1,0%	0,5%
Sweden	1,5%	20,45%	31,77%	20,7 x	20,2 x	-2,54%	92,55%	-38,43%	2,50%	3,2%	5,9%
Switzerland	2,5%	10,96%	10,73%	19,1 x	21,4 x	12,08%	21,47%	-7,91%	2,48%	1,5%	4,2%
Europe / Commercial Services	0,6%	9,96%	3,13%	21,7 x	25,9 x	19,10%	61,50%	-29,26%	1,79%	1,1%	1,6%
Europe / Communications	0,5%	0,65%	-3,23%	14,0 x	11,7 x	-16,45%	4,81%	4,86%	4,66%	-0,5%	-11,0%
Europe / Consumer Durables	0,9%	20,37%	18,46%	9,2 x	10,0 x	8,96%	280,72%	-58,41%	3,42%	2,7%	0,8%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%	9,42%	8,89%	22,9 x	25,7 x	12,41%	26,89%	-21,01%	2,05%	1,2%	1,3%
Europe / Consumer Services	0,4%	12,50%	-1,65%	23,3 x	150,9 x	566,60%	145,18%	-122,49%	1,33%	-5,3%	-22,2%
Europe / Distribution Services	0,2%	17,77%	22,70%	20,9 x	22,1 x	6,07%	58,51%	-15,06%	1,95%	-0,6%	8,7%
Europe / Electronic Technology	0,8%	16,32%	8,85%	21,1 x	25,8 x	22,34%	172,29%	-51,15%	1,09%	2,2%	2,0%
Europe / Energy Minerals	0,7%	25,28%	-27,63%	8,6 x	9,6 x	11,00%	13789,74%	-92,11%	4,54%	13,7%	7,9%
Europe / Finance	3,7%	17,38%	-5,87%	11,8 x	11,9 x	0,72%	71,79%	-34,64%	3,95%	1,6%	4,2%
Europe / Health Services	0,2%	13,16%	12,06%	22,3 x	22,9 x	2,91%	20,55%	-0,81%	1,52%	0,2%	-0,3%
Europe / Health Technology	2,3%	13,81%	8,87%	20,6 x	23,3 x	13,27%	11,83%	-0,94%	2,09%	1,1%	0,6%
Europe / Industrial Services	0,3%	7,41%	-9,31%	15,1 x	20,1 x	33,72%	74,92%	-51,28%	2,92%	-0,7%	-1,1%
Europe / Miscellaneous	0,0%	29,76%	33,67%	12,9 x	10,5 x	-21,42%	142,77%	-81,20%	3,06%	0,2%	0,0%
Europe / Non-Energy Minerals	0,6%	11,47%	17,23%	8,4 x	7,0 x	-17,04%	115,05%	27,68%	6,80%	0,0%	1,4%
Europe / Process Industries	0,8%	7,25%	17,61%	18,5 x	19,0 x	2,61%	52,37%	-13,98%	2,57%	1,5%	2,3%
Europe / Producer Manufacturin	1,8%	18,47%	31,52%	22,4 x	27,2 x	21,11%	84,31%	-32,22%	1,69%	-1,6%	1,5%
Europe / Retail Trade	0,5%	-0,53%	21,69%	21,8 x	27,2 x	24,55%	81,20%	-24,63%	2,08%	-0,7%	2,6%
Europe / Technology Services	1,1%	4,58%	23,86%	27,9 x	32,1 x	15,19%	30,25%	-5,83%	0,72%	0,8%	3,1%
Europe / Transportation	0,6%	20,31%	3,88%	14,8 x	30,9 x	108,87%	146,59%	-255,23%	2,82%	9,6%	5,3%
Europe / Utilities	0,9%	-5,25%	24,35%	16,0 x	17,1 x	7,25%	19,50%	-17,21%	3,90%	2,6%	0,2%



## 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](mailto:info@chahinecapital.com).