



Février 2022

La Chine face à de multiples vents contraires en 2022

Conclusions

En hausse de +8,1 % sur l'ensemble de l'année 2021, la croissance du PIB réel de la Chine a de quoi faire pâlir d'envie la quasi-totalité des pays industrialisés. Mais ce chiffre masque une réalité moins rose : la fin d'année a été marquée par un fort ralentissement, la croissance du 4^{ème} trimestre n'ayant atteint que +4 %, soit son niveau le plus faible depuis de très nombreuses décennies, hors période de Covid bien entendu. Faut-il s'en inquiéter ? Oui et non. À y regarder de plus près, cette fin d'année 2021 est plutôt conforme à la tendance de long terme de la croissance chinoise, en lente diminution depuis le début de la décennie passée et qui traduit l'inéluctable convergence de la croissance chinoise vers celles des autres grandes zones économiques. Pour autant, au-delà de cette problématique structurelle de baisse de la croissance potentielle, la Chine doit également faire face à de nombreux risques de court terme, plus conjoncturels mais qu'il convient de ne pas sous-estimer, à l'image de l'endettement du secteur privé (la crise des promoteurs immobiliers en est l'illustration parfaite), des tensions sociales qui parcourent désormais le pays ainsi mais aussi de la reprise en main brutale du pouvoir économique par le pouvoir politique.

La principale cause d'incertitude économique mondiale à l'heure actuelle réside dans la bulle d'endettement du secteur privé en Chine, qui, si elle explosait, serait susceptible de faire littéralement dérailler le pays et créer un effet domino à l'échelle mondiale. Il faut dire que les chiffres donnent le tournis : officiellement, l'endettement des entreprises chinoises s'élevait déjà à 139,1 % du PIB en 2020, mais le système de financement de l'économie demeurant opaque dans l'Empire du Milieu, il est probable que ce chiffre sous-estime la réalité ...

Sur le plan monétaire, l'année 2022 sera marquée par le découplage des politiques occidentales et chinoise. La Chine n'ayant aucun impératif de lutte contre l'inflation, au contraire des États-Unis ou même de la zone euro (même si une inflation durablement forte ne constitue toujours pas notre scénario central à l'heure actuelle pour la première économie mondiale), elle va donc privilégier le soutien de son économie domestique par des baisses de taux d'intérêt... soit l'exact opposé des États-Unis !

Les défis structurels de la Chine nous poussent encore à préférer les actifs occidentaux en 2022. Si la sous-

performance des indices asiatiques a été très marquée en 2021 (-35 % entre février et la fin décembre), elle devrait toutefois être moins intense en 2022, de nombreux facteurs négatifs ayant déjà été intégrés dans les cours. Mais le manque de visibilité nous incite à nouveau à préférer le couple rendement/risque des actifs occidentaux par rapport aux actifs chinois.

Même si la tendance de croissance bénéficiaire du T4 2021 est bien moindre qu'au cours des précédents trimestres, la saison de publication des résultats qui a commencé depuis la mi-janvier (un peu plus du tiers des sociétés du S&P 500 ont aujourd'hui publié) est très bien orientée. En effet, la progression des bénéfices du S&P 500 est attendue à +24,3 % pour le 4^{ème} trimestre (contre +21,4 % en fin d'année dernière lors de notre précédente publication). De plus, 78 % des sociétés qui ont publié ont surpris positivement (soit un peu plus que la moyenne au cours des 5 dernières années, à savoir 76 %). On notera tout de même que pour le moment, le consensus n'a été battu que de 4,0 % en agrégé alors qu'au cours des 5 dernières années, les entreprises le battaient en moyenne de 8,6 % ! Le rythme des révisions traduit donc pour la première fois depuis de nombreux trimestres un optimisme moins marqué.

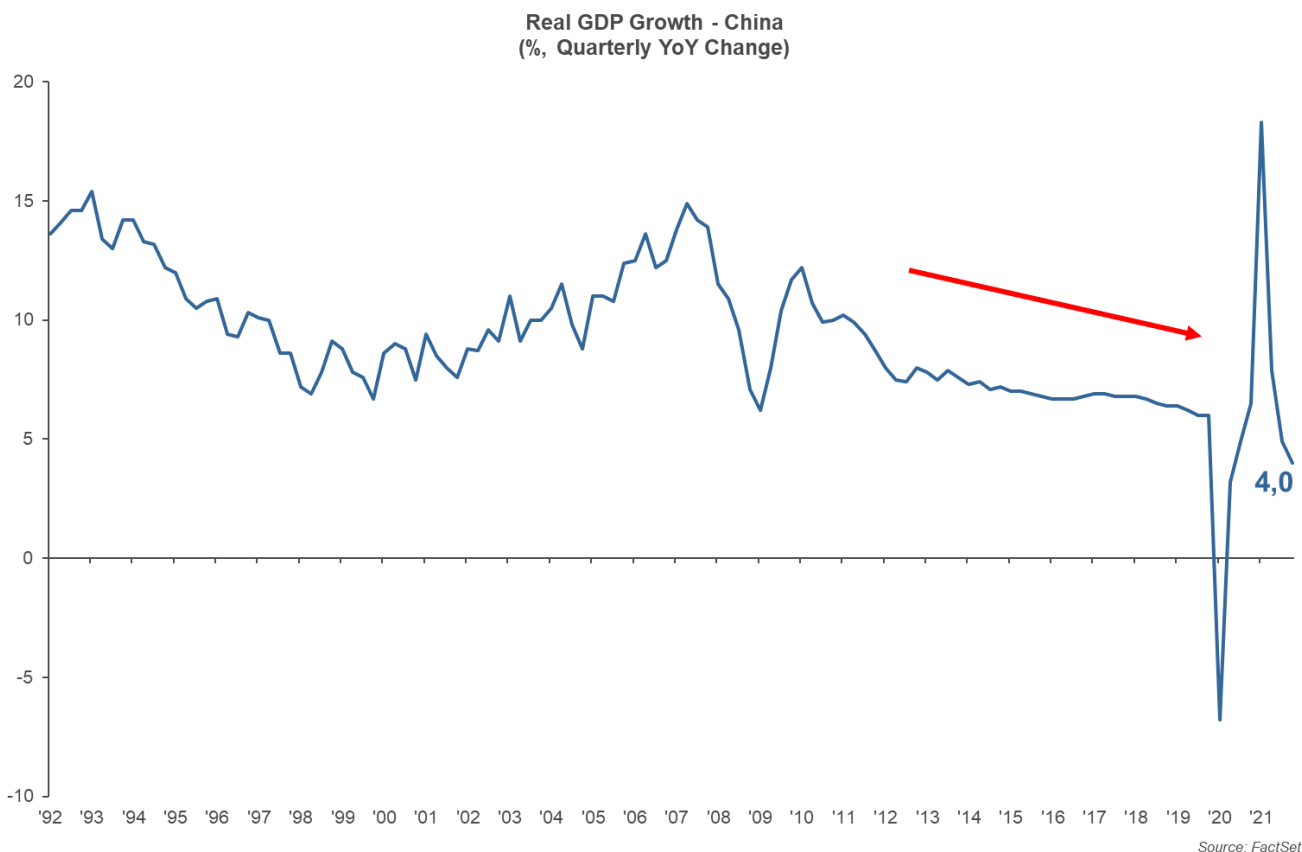
Notre modèle d'évaluation indique que les marchés actions américains semblent désormais légèrement sous-valorisés. Une hausse de l'ordre de 7/8 % est envisageable dans nos deux scénarios. Pour faire simple, les marchés actions américains pourraient réatteindre leurs précédents niveaux mais ne devraient pas reprendre une marche haussière durable (ils devraient osciller, faisant la part belle aux stratégies de stock-picking capables de générer de l'alpha). En zone euro, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui sous-cotées en fonction de l'évolution des taux (en cas de *slow recovery*, les taux tendront inévitablement vers 0). Le potentiel d'appréciation est légèrement plus élevé qu'aux États-Unis et est de l'ordre de +12 % à +15 % dans l'ensemble des scénarios envisagés. Nous continuons donc de surpondérer les actions européennes par rapport aux actions américaines.

Michaël Sellam

La dynamique de l'économie chinoise s'essouffle

En hausse de +8,1 % sur l'ensemble de l'année 2021, la croissance du PIB réel de la Chine a de quoi faire pâlir d'envie la quasi-totalité des pays industrialisés. Mais ce chiffre masque une réalité moins rose : la fin d'année a été marquée par un fort ralentissement, la croissance du 4^{ème} trimestre n'ayant atteint *que* +4 %, soit son niveau le plus faible depuis de très nombreuses décennies, hors période de Covid bien entendu (*cf.* graphique ci-dessous). Faut-il s'en inquiéter ? Oui et non. À y regarder de plus près, cette fin d'année 2021 est plutôt conforme à la tendance de long terme de la croissance chinoise, en lente diminution depuis le début de la décennie passée et qui traduit l'inéluctable convergence de la croissance chinoise vers celles des autres grandes zones économiques (États-Unis, zone euro), au regard du caractère de plus en plus « mature » (sous toutes ses formes) de son économie. Pour autant, au-delà de cette problématique structurelle de baisse de la croissance potentielle, la Chine doit également faire face à de nombreux risques de court terme, plus conjoncturels mais qu'il convient de ne pas sous-estimer, à l'image de l'endettement du secteur privé (la crise des promoteurs immobiliers en est l'illustration parfaite), des tensions sociales qui parcourent désormais le pays mais aussi de la reprise en main brutale du pouvoir économique par le pouvoir politique.

Depuis la fin des années 2000, la tendance (certes lente) de la croissance chinoise est plutôt au ralentissement



Le caillou dans la chaussure du moment : l'endettement privé

Comme nous l'évoquions dans la Lettre de janvier avec le risque de défaut des principaux promoteurs immobiliers chinois cotés (Evergrande, Kaisa, Shimao) et leur décrochage en bourse, la principale cause d'incertitude économique mondiale à l'heure actuelle réside dans la bulle d'endettement du secteur privé en Chine, qui, si elle explosait, serait susceptible de faire littéralement dérailler le pays et créer un effet domino à l'échelle mondiale.



Il faut dire que les chiffres donnent le tournis : officiellement, l'endettement des entreprises chinoises s'élevait déjà à 139,1 % du PIB en 2020, mais le système de financement de l'économie demeurant opaque dans l'Empire du Milieu, il est probable que ce chiffre sous-estime la réalité ... À titre de comparaison, l'endettement du secteur privé n'atteint que 51,1 % aux Etats-Unis ou 64,7 % en zone euro. Malheureusement, cette « face émergée de l'iceberg » de la dette privée chinoise continue de faire planer une menace mortelle sur le *recovery* au niveau global, à l'image de la crise des Subprimes des années 2008-2009, si celle-ci n'est pas maîtrisée par les autorités. Dans ce contexte, même si le pouvoir en place a démontré au cours des 20 dernières années une grande habileté pour piloter son économie, la situation actuelle reste périlleuse et source de stress pour les investisseurs internationaux.

Le défi colossal qui va tout changer : le vieillissement chinois

Pour bien prendre la mesure du problème démographique chinois et de l'inquiétude que cela génère pour les autorités du pays, il faut prendre conscience des ordres de grandeurs. Le ratio qui exprime le mieux le virage actuel sur ce plan est sans conteste le ratio de dépendance¹. Comme on le constate sur le graphique ci-dessous, la dynamique est en train de s'inverser totalement : après avoir été littéralement porté par ce qu'on appelle le « dividende démographique » (baisse du nombre de personnes à charge vs. nombre de personnes en âge de travailler), phénomène extrêmement porteur en termes de croissance, le pays doit désormais s'adapter à l'inversion de cette tendance, avec une hausse rapide et continue rendant caduque le modèle de croissance ayant servi au pays pour assurer la première phase de son développement. La seconde économie mondiale va ainsi devoir s'adapter si elle souhaite désormais poursuivre son ascension, qui sera dans ce contexte plus chaotique et incertaine que par le passé.

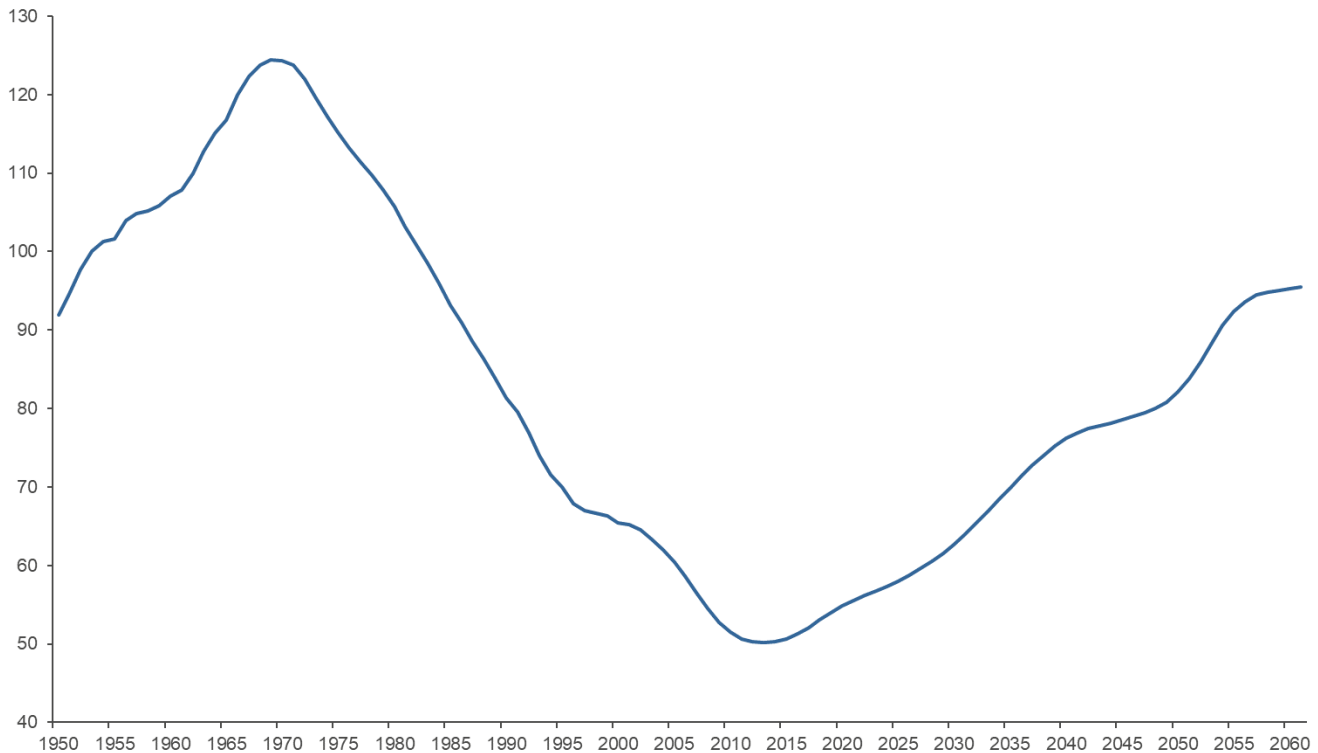
Dans le détail, tous les indicateurs passent au rouge : le nombre de séniors va littéralement exploser, les plus de 65 ans atteignant les 250 millions de personnes en 2030, le quart de la population en 2040 et même le tiers en 2060. Relativement à la population en âge de travailler qui va quant à elle se réduire, les chiffres sont encore plus impressionnants : on dénombre pour 100 personnes en âge de travailler, 27 personnes de plus de 65 ans en 2030, 42 personnes en 2040 et même 58 en 2060 !

À la lumière de ces chiffres et lorsqu'on sait que le pays n'a pas suffisamment anticipé ce véritable tsunami (infrastructures insuffisantes, manque de profondeur du système de retraite par répartition, manque de provisionnements, etc.), on comprend mieux la teneur du discours de Xi Jinping depuis l'été, qui martèle désormais la nécessité de mieux partager la valeur ajoutée dans le pays, au profit de tous les Chinois et non plus d'une classe d'hyper-riches formée depuis 20 ans. Le gouvernement n'a en effet pas d'autres choix que de donner des gages de sa volonté de défendre le plus grand nombre, dans un contexte où le pays aura du mal à générer suffisamment de croissance à l'avenir pour assurer la stabilité sociale. Nous devrions ainsi voir le pays entrer dans un ère d'intenses réformes sociales, en particulier sur le plan fiscal, dans les mois et années à venir, dont le contenu sera déterminant pour l'évolution des actifs financiers et immobiliers du pays.

¹ Rapport entre les personnes à charge (moins de 20 ans et plus de 65 ans) et les personnes en âge de travailler (entre 20 et 65 ans)

En Chine, l'évolution du taux de dépendance (jeunes et seniors à la charge des actifs) implique des réformes sociales de grande ampleur

Dependency ratio - China
((Under 20 + 65 and over) / 20-64) * 100



Source: FactSet

Face à tant d'incertitudes, l'épargne restera élevée en Chine, au moins dans un premier temps

Avec le vieillissement de la population chinoise, il aurait normalement fallu s'attendre à une baisse globale de l'épargne du pays... Pourtant, celle-ci reste très élevée : en 2021, l'épargne brute de la nation s'élève à 44,6 % du PIB chinois. Ce constat n'est pas nécessairement négatif pour deux raisons. Premièrement, cette épargne prépare généralement assez bien l'avenir économique du pays : l'investissement productif est lui-même très élevé, à 42,9 % du PIB en 2020. Deuxièmement, ce sont donc les dépenses de consommation qui sont surtout négativement impactées : en décembre 2021, les ventes de détails se limitent ainsi à une faible hausse de +1,7 % (en glissement annuel). Ici, il faut comprendre que, bien que se réclamant du communisme, le modèle social chinois est somme toute assez peu protecteur des ménages qui ont parfois la charge de plusieurs générations (parents et enfants) et ont donc tendance à sur-épargner pour des motifs de précaution, en particulier pour préparer sa retraite au regard du manque de provisions pour alimenter un régime de retraite digne de ce nom... Dans un contexte de concurrence exacerbée dans le pays, héritage d'une décennie d'investissements excessifs, cette prudence exagérée des ménages chinois selon les standards internationaux agit comme une couverture contre l'inflation.

Le cas de la Chine doit nous rappeler une chose : en temps de grande incertitude économique, le rôle macroéconomique de l'épargne se trouve souvent modifié. Les Émergents peuvent actuellement en témoigner ! Ceux qui disposaient, avant la Covid, d'une épargne suffisante ont pu financer des politiques anti-crisis sans trop de conséquences négatives. Le Vietnam, par exemple, disposait en 2020 d'une épargne brute s'élevant à 25,4 % de son PIB, le pays a logiquement bien géré la crise sanitaire et il pourra bénéficier d'une croissance +7,3 % cette année (Consensus FactSet).



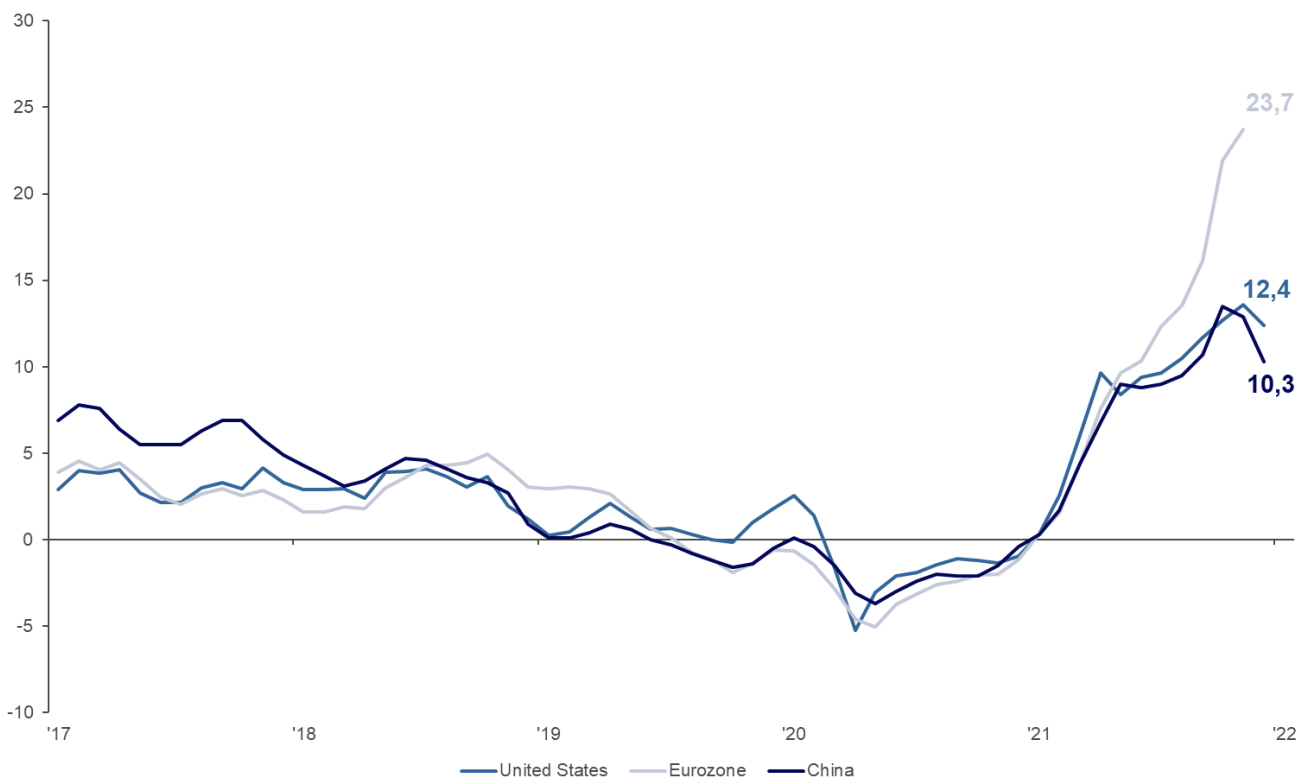
À l'opposé, des pays à l'épargne très basse comme l'Afrique-du-Sud (avec une épargne brute de la nation limitée à 16,4 % du PIB) ou encore le Brésil (épargne brute à 16,7 % du PIB), ont fortement subi la crise et ils connaissent des difficultés (endettement extérieur excessif, manque d'investissements, dégradation de la balance commerciale, etc.) dont les préjudices se feront ressentir à long terme... Pour 2022, le FMI limite ainsi ses prévisions de croissance à +2,2 % pour l'Afrique du Sud ainsi qu'à +1,5 % pour le Brésil.

L'inflation devrait continuer d'épargner la Chine

La stratégie « zéro Covid » des autorités chinoises aura finalement eu deux conséquences intéressantes. Initialement, cela a permis à la Chine de sortir rapidement des problèmes sanitaires et de remettre son appareil productif en marche avant les autres (sa demande a alors tiré vers le haut les prix des matières premières et des consommations intermédiaires). En même temps, les pouvoirs publics ont pu se concentrer sur autre chose que la pandémie, à savoir la sécurisation des chaînes d'approvisionnement et la stabilisation du prix des intrants. De la sorte, la Chine a pu échapper en grande partie à une inflation mondiale des prix à la production dont elle demeure pourtant la principale cause ! Les prix à la production (IPP) n'y augmentent ainsi que de +10,3 % en décembre (en variation annuelle), quand les États-Unis et la zone euro ont connu des hausses respectives de +12,4 % et de +23,7 %...

En 2021, l'inflation des prix à la production est restée plus contenue en Chine qu'ailleurs dans le monde

Producer Price Index (PPI) - United States vs Eurozone vs China (%)



Source: FactSet

La satisfaction des autorités chinoises n'est pas complètement imméritée car durant la crise pandémique (2020-2021), la Chine est parvenue à se couvrir contre l'inflation alimentaire, risque qu'elle subit pourtant de longue date. L'Occident n'a peut-être pas assez commenté ce résultat qui a fait changer l'économie chinoise de catégorie : à proprement parler elle n'a presque plus rien à voir avec une économie « émergente ». Petite rétrospective : en février 2020, l'inflation des prix alimentaires était de +21,9 %

(en variation annuelle) notamment en raison des prix très élevés de la viande de porc, conjonction d'une offre faible (épidémies porcines) et d'une forte demande (le porc étant la première source protéinique des Chinois).

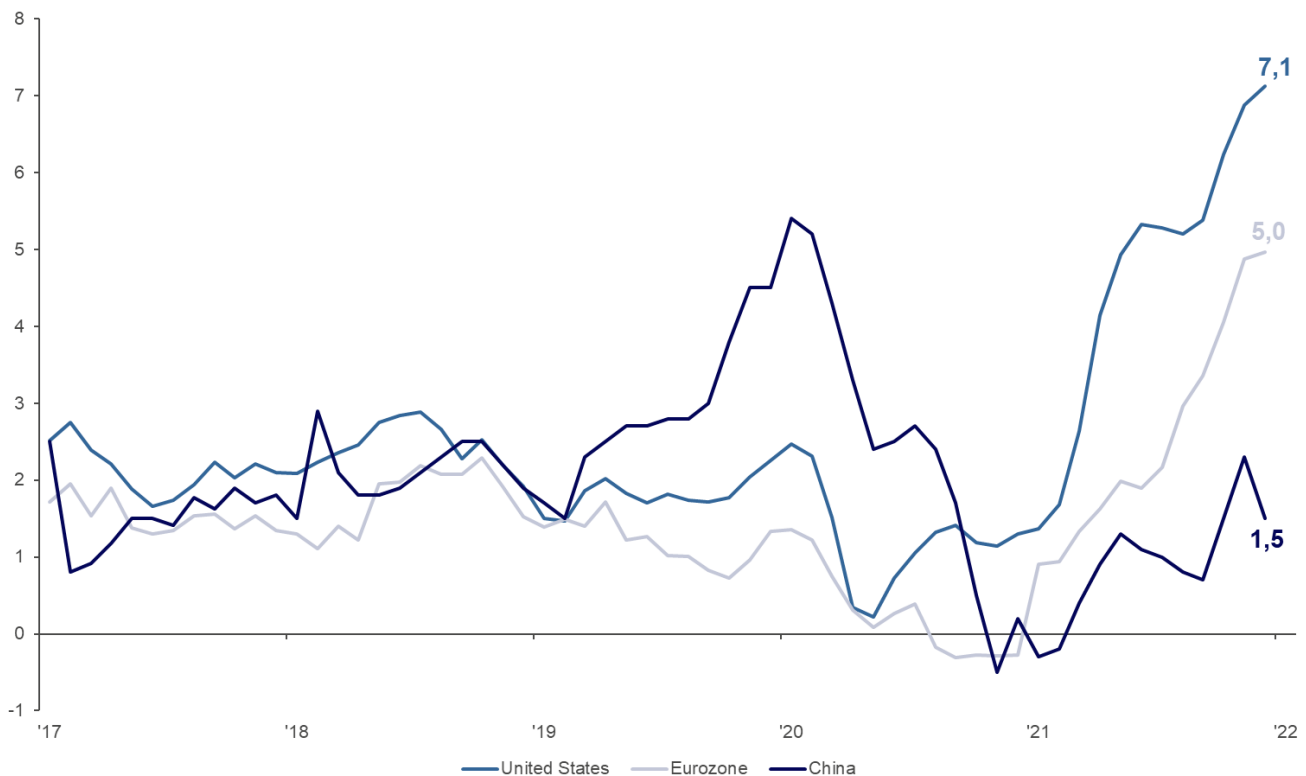


Les autorités chinoises ont alors construit, pour y remédier, d'immenses porcheries (certes au mépris le plus total du bien-être animal). Mais le résultat est là : en décembre 2021, l'inflation des prix alimentaires s'établit à -1,2 %... Il faut donc bien reconnaître qu'en matière d'inflation (prix des intrants, prix alimentaires), la gestion chinoise s'approche du sans-faute.

En raison de la faiblesse de la demande intérieure chinoise (évoquée plus haut) et d'un excès de concurrence, l'inflation des prix à la production n'a pas pu être transférée à la consommation sous peine pour les entreprises s'y risquant de perdre en parts de marché. De la sorte, l'IPC a augmenté en Chine de +1,5 % seulement en décembre 2021 sur un an (contre +7,1 % aux États-Unis et +4,9 % dans la zone euro). Selon les dires mêmes des pouvoirs publics chinois, l'inflation n'est pas un sujet en Chine. Cela laisse donc aux dirigeants du PCC une importante marge de manœuvre budgétaire et monétaire pour soutenir l'économie du pays, c'est-à-dire précisément la latitude dont ne disposent plus les économies occidentales...

L'inflation est loin d'être un problème en Chine !

Consumer Price Index (CPI) - United States vs Eurozone vs China (%)



Source: FactSet

À contre-courant des préoccupations occidentales, la Chine continuera d'assouplir sa politique monétaire

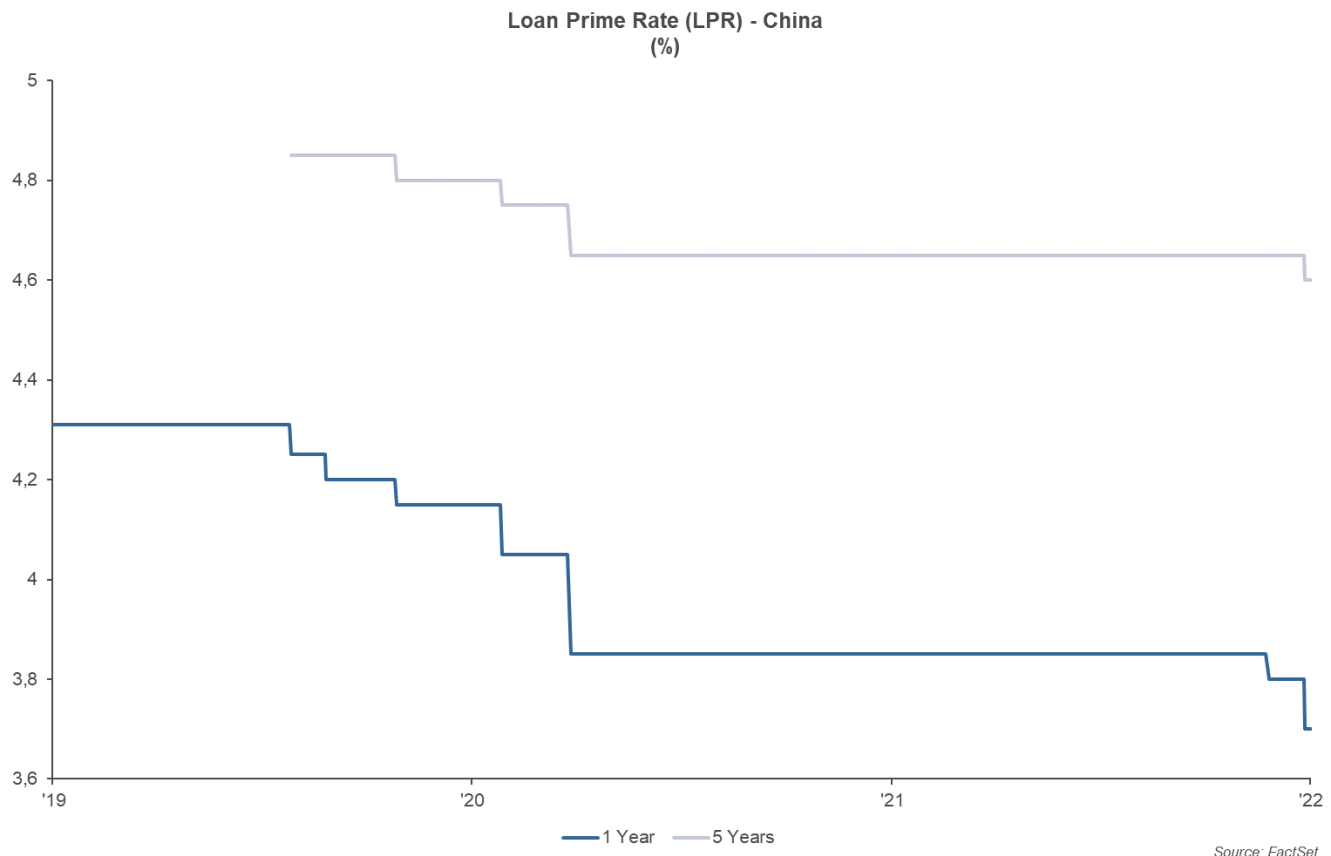
Sur le plan monétaire, l'année 2022 sera marquée par le découplage des politiques occidentales et chinoise. La Chine n'ayant aucun impératif de lutte contre l'inflation, au contraire des États-Unis ou même de la zone euro (même si une inflation durablement forte ne constitue toujours pas notre scénario central à l'heure actuelle pour la première économie mondiale), elle va donc privilégier le soutien de son économie domestique par des baisses de taux d'intérêt... soit l'exact opposé des États-Unis ! Il faut dire qu'elle dispose sur ce plan de plus de marges de manœuvre que ses homologues, ses taux étant bien plus élevés dès l'avant-crise du Covid afin de maîtriser la distribution de crédits jugée excessive (cf. graphique ci-dessous).

Il est intéressant de constater que la première baisse (débutée en décembre 2021) concerne les taux préférentiels de prêt (*Loan Prime Rate, LPR*). Ces taux constituent la référence (pour l'horizon de 1 an surtout) pour les établissements bancaires lors de l'octroi des prêts.



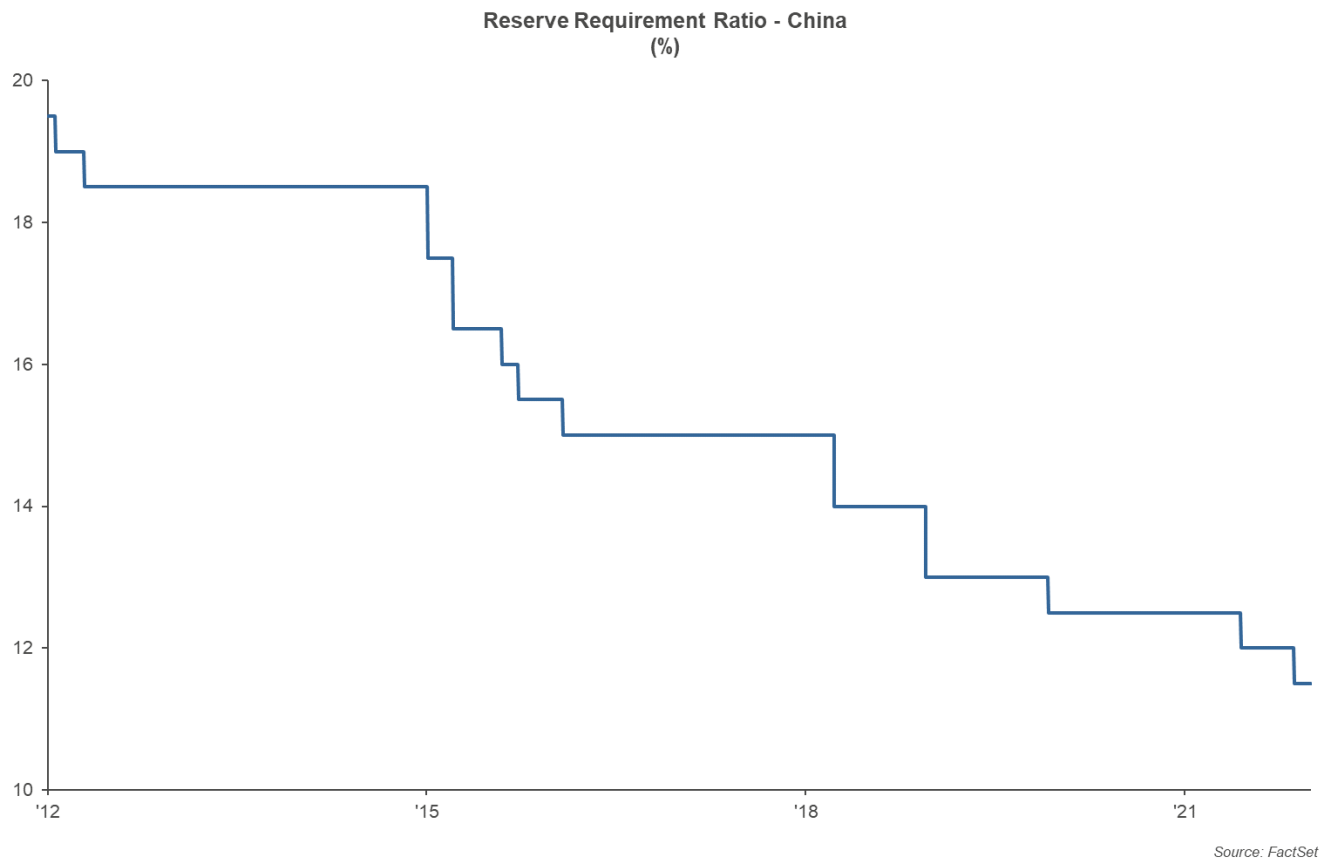
En pratique, ils sont fixés le 20 de chaque mois par le Centre national de financement interbancaire de Chine, à partir de données de marché. Les taux préférentiels chinois ont donc conjointement des caractéristiques de taux directeurs et de taux de marché. Les récents mouvements sont une bonne illustration du ralentissement en cours et de la nécessité pour les autorités de soutenir l'économie.

Ayant comme priorité le soutien de la demande intérieure, la Chine baisse ses taux de référence



Il faut ainsi noter, d'une part, que les baisses récentes interviennent alors que les taux d'intérêt préférentiels n'avaient pas bougé depuis le début de la crise de la Covid, les précédentes diminutions remontant à avril 2020 (cf. graphique ci-dessus). D'autre part, que ces baisses restent relativement contenues : le taux d'intérêt préférentiel à 1 an en a connu deux successives, l'une de 5 points de base en décembre (le nouveau taux était alors de 3,8 %), suivie d'une seconde de 10 points de base en janvier (portant le taux à 3,7 %). Et le mois de janvier aura aussi vu le taux à 5 ans diminuer de 5 points de base (désormais à 4,6 %). Dans une mesure qui reste toute relative, cela devrait permettre de stimuler la demande du pays... Mais la Chine pourrait bien mener, dès cette année, des politiques monétaires autrement plus proactives encore ! La baisse récente des réserves obligatoires (cf. graphique ci-dessus) donne une idée de la volonté du pouvoir en place de ne pas rester les bras ballants face à la situation.

La Chine a abaissé en décembre le taux de réserves obligatoires de ses banques

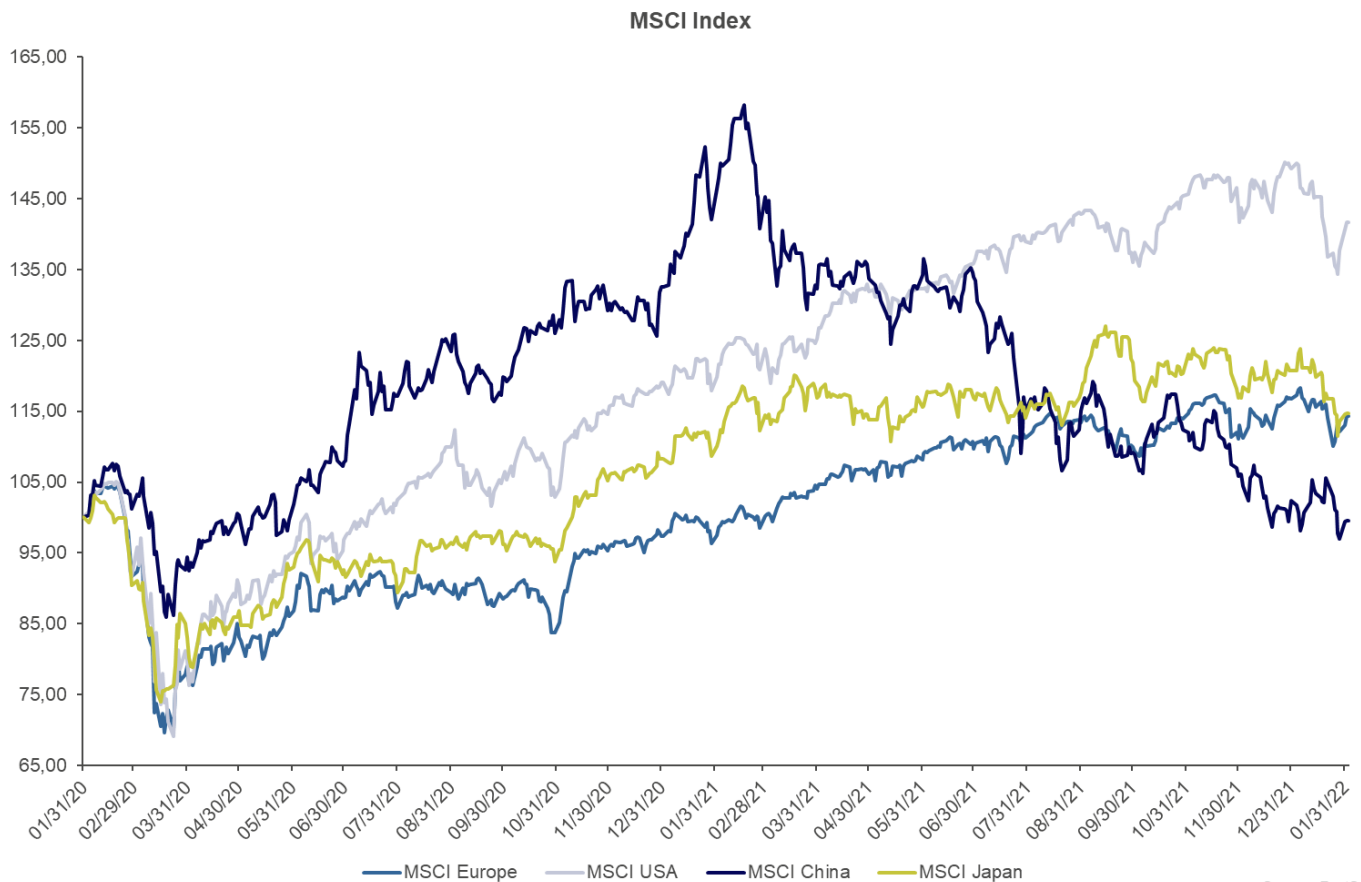


Une politique monétaire plus accommodante et des perspectives de croissance plus limitées auront certainement pour conséquence la dépréciation du Yuan, après une année 2021 marquée par sa forte appréciation (+10 % face à l'euro et +2,5 % face au dollar). Si cela advient, les exportations chinoises s'en trouveront sûrement renforcées. Mais attention, cette logique serait de nature à raviver une « guerre des monnaies » susceptible de fortement irriter les États-Unis. S'il faut donc bien s'attendre à une dépréciation du Yuan, nous pensons que la Chine n'abusera pas du levier monétaire pour autant, moins par altruisme que sous peine de voir se dégrader sa balance commerciale, surtout dans le contexte d'un prix du pétrole qui reste sur ses plus hauts et qu'elle paierait alors relativement plus cher.

Les défis conjoncturels et structurels de la Chine nous poussent encore à privilégier les actifs occidentaux en 2022

Les défis structurels de la Chine nous poussent encore à préférer les actifs occidentaux en 2022. Si la sous-performance des indices asiatiques a été très marquée en 2021 (-35 % entre février et la fin décembre), elle devrait toutefois être moins intense en 2022, de nombreux facteurs négatifs ayant déjà été intégrés dans les cours. Mais le manque de visibilité nous incite à nouveau à préférer le couple rendement/risque des actifs occidentaux par rapport aux actifs chinois.

Les actifs chinois connaissent une forte correction depuis le mois de février 2021

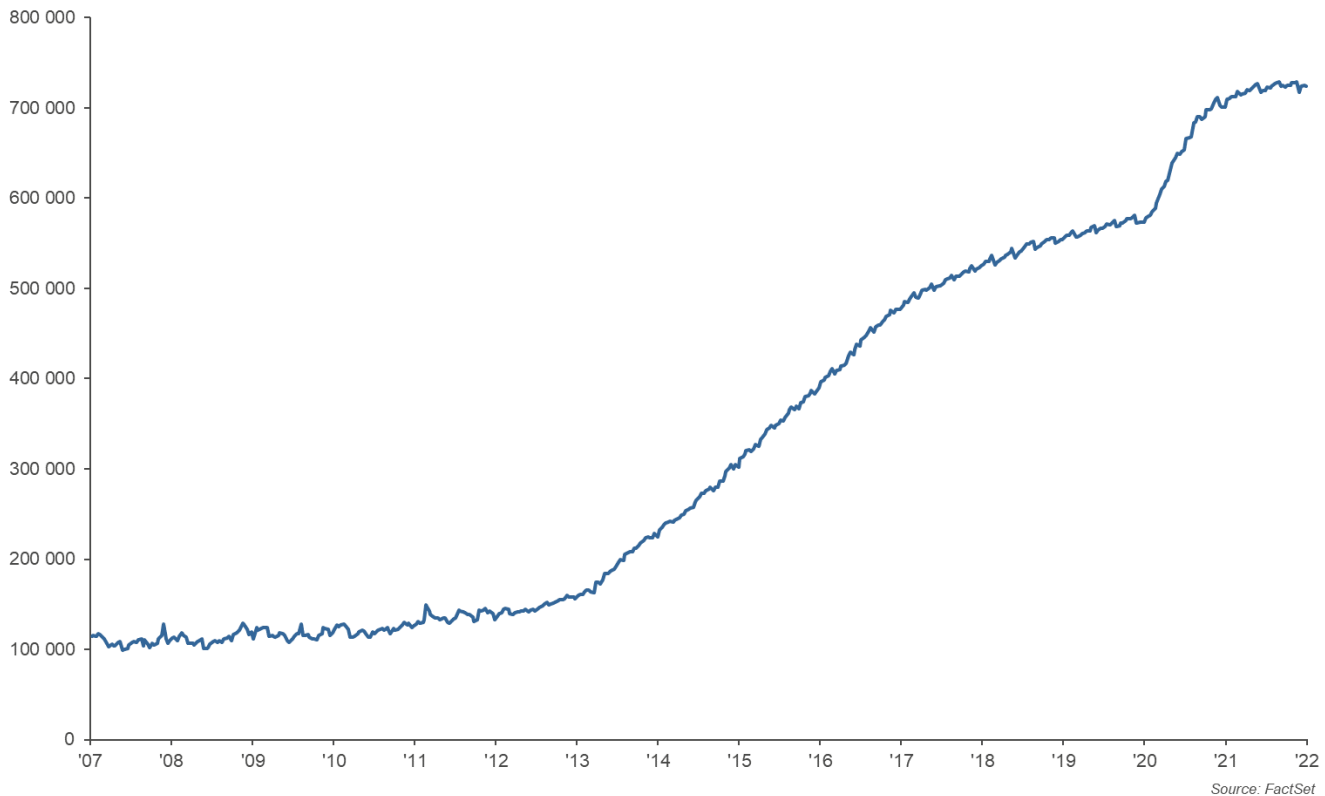


Face aux défis internes chinois, l'Asie s'organise en bloc

Au Japon, l'inflation demeure encore plus contenue qu'en Chine : en décembre 2021, l'inflation des prix à la consommation s'établit à +0,8 % sur un an (et l'inflation de long terme, à -1,3 %). Il faut en fait considérer que le Pays du Soleil Levant est davantage sujet (et depuis bien plus longtemps encore) aux pressions déflationnistes (le vieillissement de la population surtout) que la Chine découvre aujourd'hui. De la sorte, même si l'inflation finissait par légèrement y augmenter, les dirigeants de la Banque du Japon estiment très peu probable que la cible des 2 % soit atteinte dans l'année. Le pays, qui conduit des politiques monétaires extrêmement expansionnistes depuis 2012 (cf. graphique ci-dessous), va donc probablement continuer dans cette voie, au-delà même du mois de mars, date à laquelle les programmes d'urgence anti-Covid doivent prendre fin. Les deux géants économiques que sont la Chine et le Japon formeront alors un « bloc asiatique » au sein duquel les politiques monétaires accommodantes vont persister, c'est-à-dire en découplage avec celles des économies occidentales, remédiant ainsi en partie à leur problème de demande. Cela fait écho à un autre bloc, plus formel celui-ci, le RCEP (*Regional Comprehensive Economic Partnership*) qui mérite aussi toute notre attention en raison de son actualité.

Le Japon mène depuis très longtemps des politiques monétaires expansionnistes... ce qu'il va certainement continuer de faire !

Central Bank Balance Sheet - Japan
(Bn ¥)



À l'issue de 10 années de négociations, le RCEP vient de voir le jour au 1^{er} janvier 2022. Cette nouvelle zone de libre-échange est désormais la plus vaste au monde. Pour rappel, le RCEP regroupe la Chine, le Japon, la Corée du Sud, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et les 10 pays d'Asie du Sud-Est qui étaient déjà présent dans l'ASEAN. L'accord supprime la quasi-totalité des taxes douanières (hormis pour les secteurs stratégiques) et la taille du marché est véritablement gigantesque ! Avant la crise de la Covid, l'ensemble de ces pays représentaient déjà le tiers de la population mondiale (environ 2,3 Mds d'habitants) ainsi que le tiers du PIB mondial (en 2019, près de 39,3 trilliards de dollars internationaux constants de 2005). Cela va permettre aux pays asiatiques de capitaliser sur leur bonne gestion de la crise sanitaire. De plus, cela donne à la Chine un nouvel avantage, non négligeable, dans la course au leadership mondial. La chose est d'autant plus vraie que les prévisions donnent une croissance du PIB réel des Émergents d'Asie de +5,8 % en 2022. Au bilan, la Chine sera donc très loin d'être isolée en 2022, comme dans les années à venir !

La saison de publication du T4 2021 a débuté et se déroule pour le moment sans anicroche

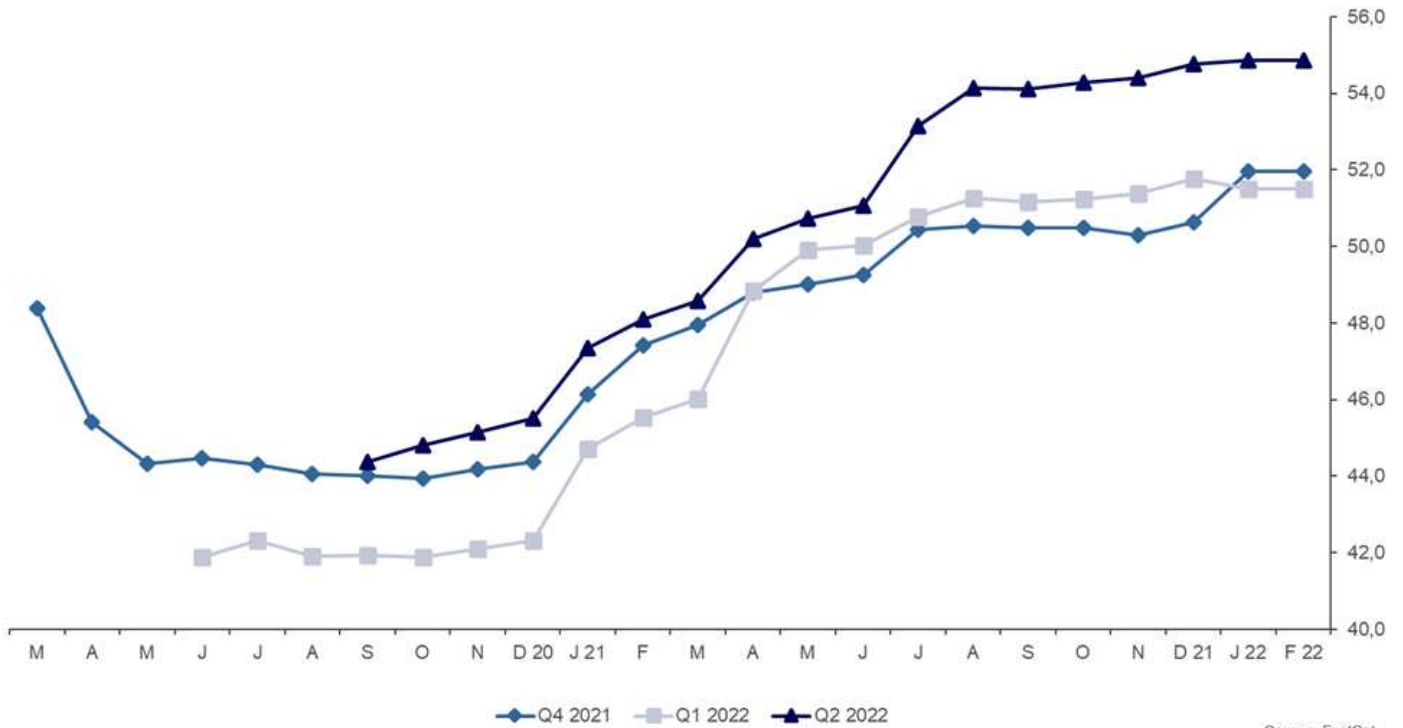
Même si la tendance de croissance bénéficiaire du T4 2021 est bien moindre qu'au cours des précédents trimestres, la saison de publication des résultats qui a commencé depuis la mi-janvier (un peu plus du tiers des sociétés du S&P 500 ont aujourd'hui publié) est très bien orientée.

En effet, la progression des bénéfices du S&P 500 est attendue à +24,3 % pour le 4^{ème} trimestre (contre +21,4 % en fin d'année dernière lors de notre précédente publication). De plus, 78 % des sociétés qui ont publié ont surpris positivement (soit un peu plus que la moyenne au cours des 5 dernières années, à savoir 76 %). On notera tout de même que pour le moment, le consensus n'a été battu que de 4,0 % en agrégé alors qu'au cours des 5 dernières années, les entreprises le battaient en moyenne de 8,6 % !

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).

Si le T4 2021 a été revu à la hausse, la dynamique des deux premiers trimestres de 2022 est restée flat

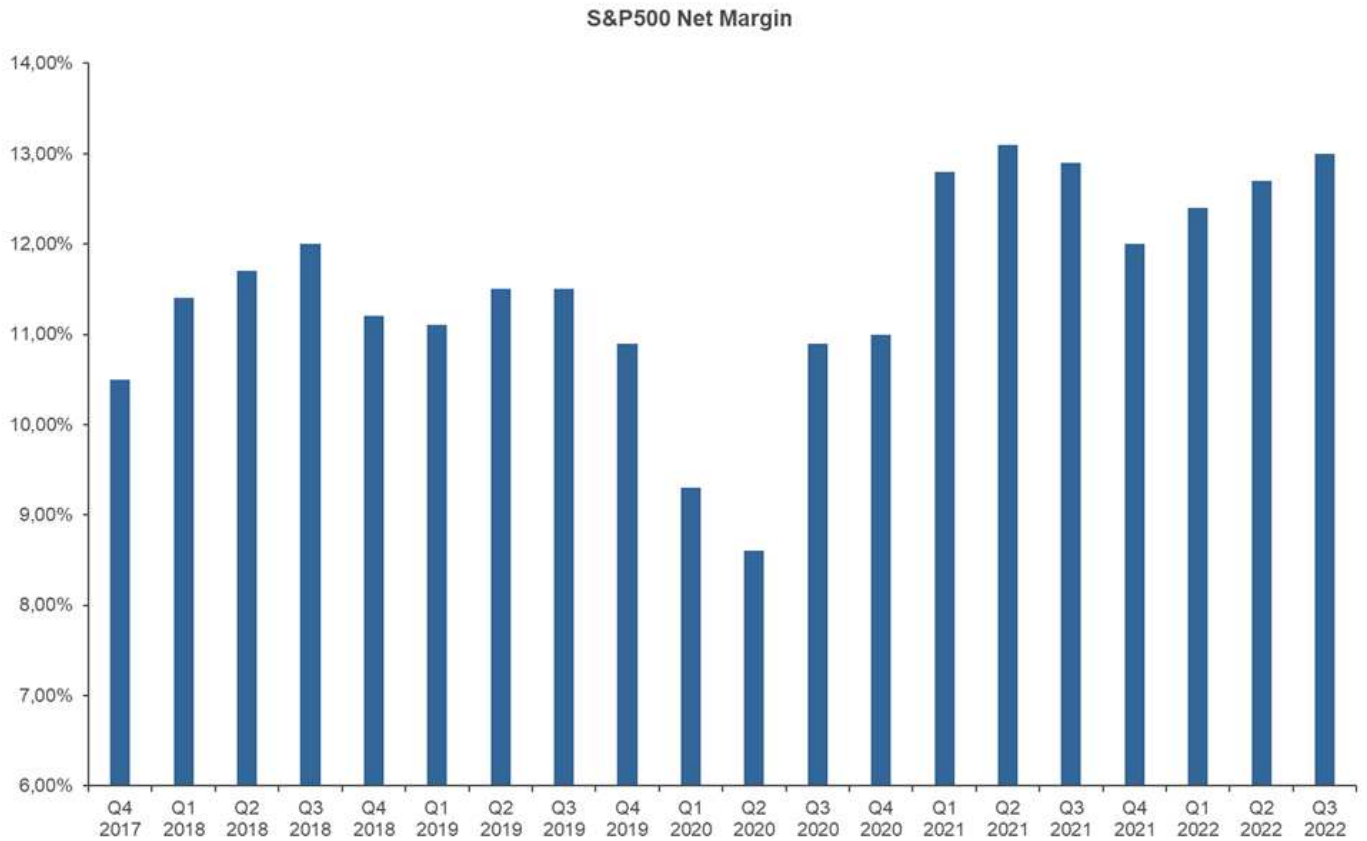
Estimates Quarterly EPS for S&P 500 (US) in USD as of 02/01/22



Source: FactSet

Si l'on s'intéresse aux marges des entreprises, la moyenne reste anticipée à 12,0 % pour le T4 2021 et ne semble donc pas être impactée par les nombreuses 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 effet, si les marges ont eu tendance à baisser depuis deux trimestres (13,1 % au T2 2021 et 12,9 % au T3 2021), on rappellera que les niveaux actuels restent des niveaux stratosphériques qui n'ont été que rarement atteints depuis 2008 (année à partir de laquelle FactSet a commencé à publier ces données). En effet, seul l'année 2018 affichait des marges aussi élevées (12,0 % au T3 2018), à la suite de la réforme fiscale menée par D. Trump.

Les marges des entreprises restent historiquement élevées malgré les problématiques actuelles



Source: FactSet

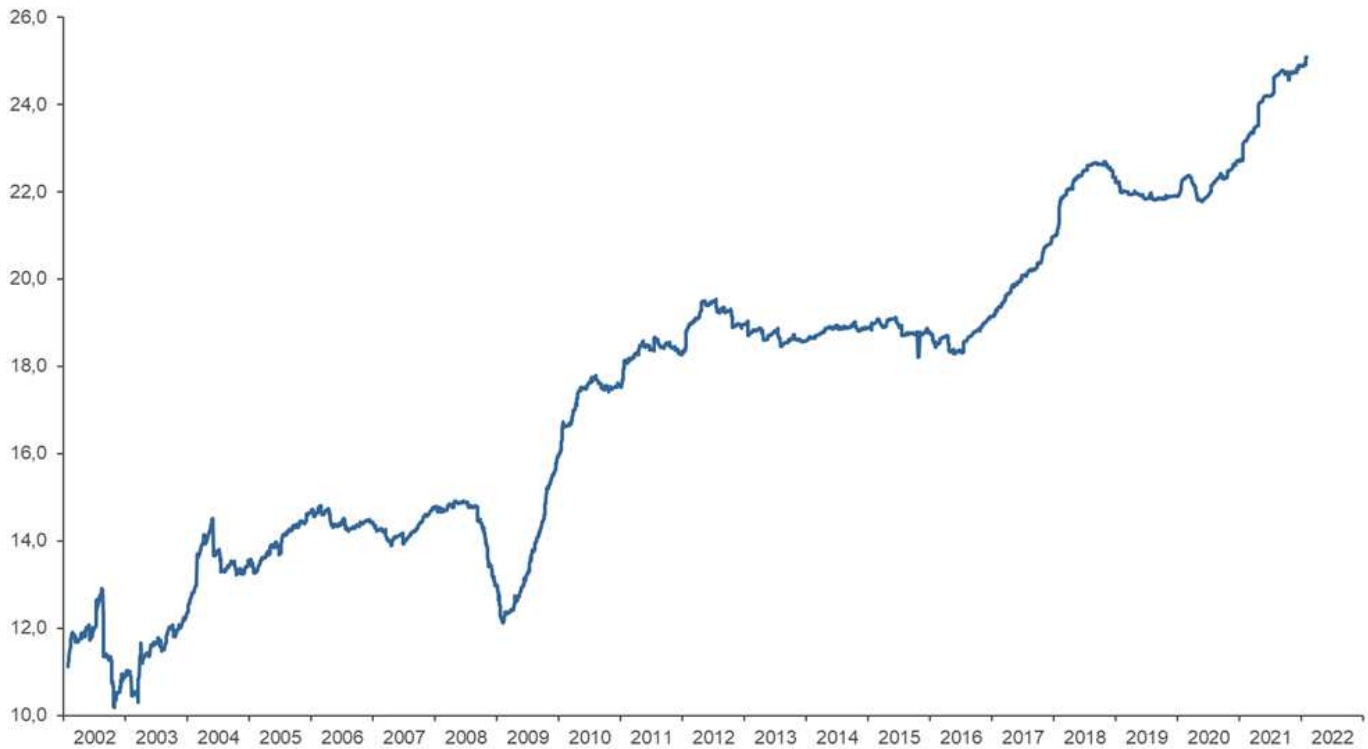
Seul le secteur de l'immobilier voit ses marges réellement impactées, notamment avec l'augmentation importante du coût des matériaux. Mais les niveaux de marges du secteur sont tellement élevés (34,0 % au T4 2021 contre 34,7 % au T4 2020) que cela reste anecdotique !

De son côté le secteur de la technologie continue d'afficher des niveaux de marge qui n'en finissent plus de monter et il nous semble toujours important de rappeler qu'il nous apparaît trop tôt pour être *bearish* sur ce secteur. Le seul facteur qui peut selon nous faire baisser les cours des valeurs technologiques sur le long terme serait une ingérence de l'Etat afin de réguler le secteur (comme ce que l'on a pu observer en Chine en 2021). Et pour le moment, même si certaines voix se font entendre sur le sujet aux Etats-Unis, il semble peu probable que cela se produise maintenant surtout au vu du poids des valeurs technos dans les indices boursiers américains.



Le secteur de la technologie se porte toujours à merveille

S&P500 Information Technology Sector - Net Margin

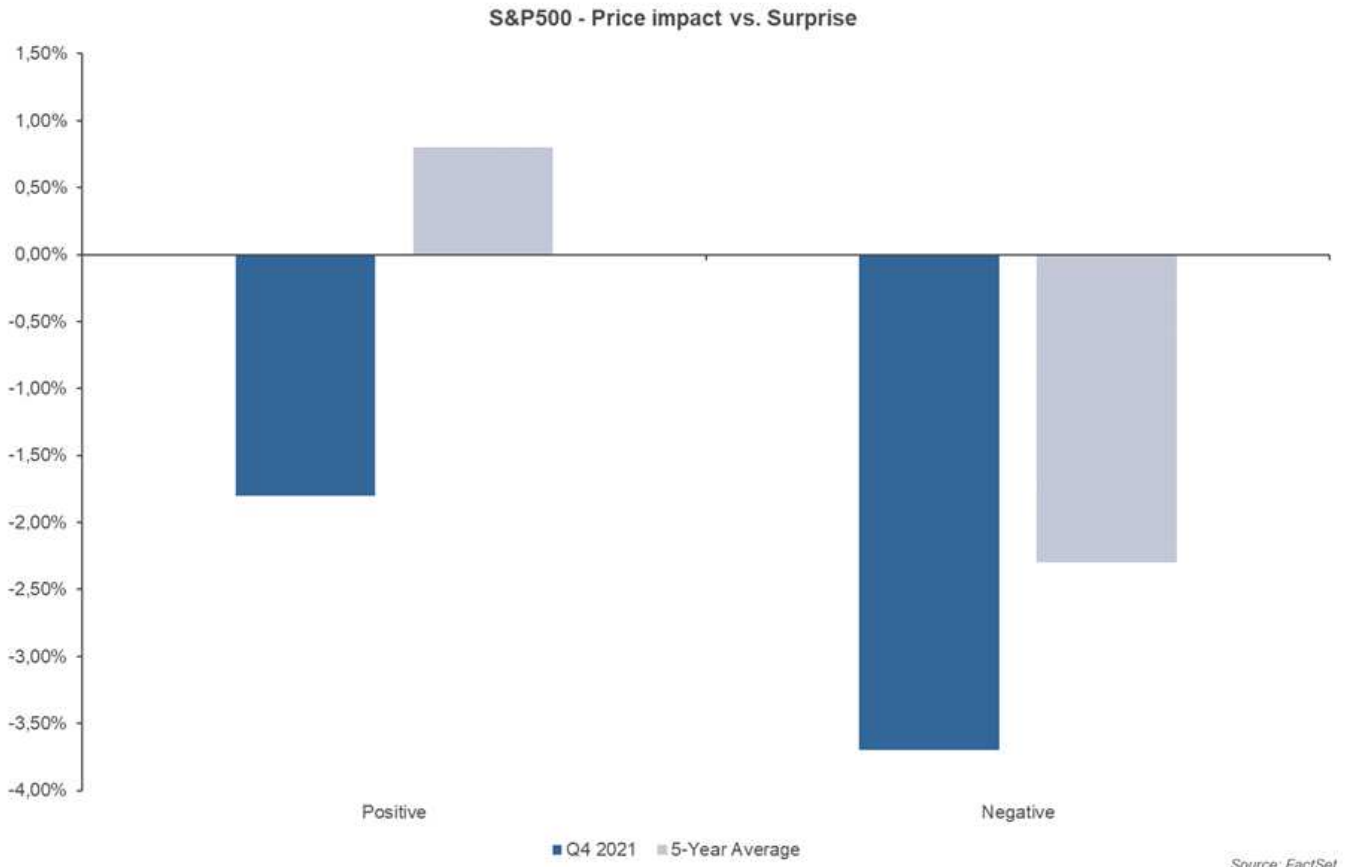


Source: FactSet

Si l'on s'intéresse à l'impact des publications sur le cours des titres, même les entreprises ayant publié des résultats supérieurs aux attentes ont vu leurs cours de bourses baisser, ce qui n'était pas arrivé depuis de nombreux trimestres ! Ceci fait suite au changement de ton de Jerome Powell. En effet, le président de la banque centrale américaine n'a pas exclu une hausse d'un demi-point des taux directeurs de l'institution monétaire dès le mois de mars. Jerome Powell se trouve aujourd'hui entre le marteau et l'enclume, obligé d'augmenter les taux pour contrer une inflation galopante tout en ne resserrant pas trop les brides de la politique monétaire pour ne pas effrayer les investisseurs ni entraver une croissance plus fragile qu'il n'y paraît. Il nous paraît cependant important de préciser que nous estimons qu'elle ne pourra pas aller beaucoup plus loin que des taux directeurs autour de 1 % - ce qui nous permet d'envisager une stabilisation des taux longs autour de 2 % - soit un niveau correspondant encore à une politique monétaire largement accommodante.

Cependant, il est important de noter que les bons élèves (affichant des bénéfices supérieurs aux attentes) ont été moins impactés à la baisse que les mauvais élèves qui se sont vu fortement pénalisés : les titres affichant des surprises positives n'ont en effet baissé que de -1,8 % (contre +0,8 % en moyenne au cours des 5 dernières années) quand les surprises négatives ont impacté le cours de bourse de -4,0 %.

Dans un contexte de durcissement de la politique monétaire aux Etats-Unis, même les bons élèves ont été pénalisés



2021 : une année historique, 2022 : vers une normalisation ?

Comme évoqué le mois précédent, l'année 2021 restera dans les annales. En effet, les estimations de croissance bénéficiaires pour le S&P 500 sur l'année ont encore augmenté avec les révisions à la hausse du T4 et l'année pourrait se terminer sur une croissance bénéficiaire de +45,5 % (contre +45,1 % attendus le mois dernier) ! 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) !

Mais les nombreuses 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 pourraient changer la donne en 2022. En effet, à périmètre constant, il ne faut pas s'attendre à connaître des publications de résultats aussi étincelantes qu'en 2021. 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 +9,5 % (contre +9,3 % le mois dernier) et une croissance du chiffre d'affaires de +7,9 % (contre +7,5 % le mois dernier). 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. Cet effet de base positif observé en 2021 va donc disparaître en 2022 et ainsi pénaliser « artificiellement » les résultats du secteur.



Modèle d'évaluation : les actions américaines redeviennent attractives après la baisse récente des indices, quand les marchés européens le sont toujours

Les indices boursiers américains ont largement reflué en janvier avec une baisse qui est allée jusqu'à -9,1 % pour le S&P 500 et jusqu'à -14,7 % pour le Nasdaq (en clôture du 27 janvier pour les deux indices). Le récent changement de ton de Jerome Powell a fait remonter les taux, le 10 ans est remonté jusqu'à 1,86 % quand le 30 ans américain a atteint 2,18 % à la mi du mois, ce qui a jeté un froid sur les marchés actions et encore plus sur les valeurs du secteur de la technologie.

Dans ces conditions, notre modèle d'évaluation indique que les marchés actions américains semblent désormais légèrement sous-valorisés. Une hausse de l'ordre de 7/8 % est envisageable dans nos deux scénarios. Pour faire simple, les marchés actions américains pourraient réatteindre leurs précédents niveaux mais ne devraient pas reprendre une marche haussière durable (ils devraient osciller, faisant la part belle aux stratégies de stock-picking capables de générer de l'alpha).

S&P 500 - Valuation end 2022 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2021

	30 Years Gvt bonds				
	1,50%	1,75%	2,08%	2,25%	2,50%
Tax increase to 25% (approx. -5% impact on EPS) - CAGR 3.6%	4 917	4 611	4 254	4 088	3 864
Implied Scenario CAGR 4.6% over 8 years	5 141	4 814	4 432	4 255	4 015
Return to normal: 8.4% in 2022, 10.2% in 2023 - CAGR 5.1%	5 504	5 160	4 759	4 573	4 321
Current Index S&P 500			4 432		

En zone euro, notre modèle d'évaluation nous indique que les actions européennes sont aujourd'hui sous-cotées en fonction de l'évolution des taux (en cas de *slow recovery*, les taux tendront inévitablement vers 0). Le potentiel d'appréciation est légèrement plus élevé qu'aux Etats-Unis et est de l'ordre de +12 % à +15 % 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%	0,78%	1,00%	1,25%
Slow recovery: 3.8% in 2022, 2.5% in 2023	186	158	146	138	129
Implied Scenario	187	159	147	139	130
Return to normal: 3.8% in 2022	212	180	166	156	147
Current Index MSCI EMU			147		



Main ratios for markets and sectors as of 02/02/2022 (in local currency)



Data as of
02/02/22

	Weight vs World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2021	Revision vs M-2%	
		2021	2020	2022	2021	2022	2021	2020		Fiscal 22	Fiscal 21
World - Developed	100,0%	13,18%	15,04%	17,4 x	19,4 x	11,91%	65,20%	-19,13%	1,9%	0,3%	0,3%
United States	56,5%	21,64%	20,22%	21,1 x	23,7 x	12,59%	60,71%	-15,59%	1,3%	0,4%	0,6%
Japan	7,3%	-2,20%	11,46%	13,6 x	15,4 x	13,46%	36,22%	-8,93%	2,2%	1,0%	0,7%
Eurozone	10,8%	11,04%	8,66%	15,2 x	16,8 x	10,26%	100,72%	-38,95%	2,6%	-0,3%	1,0%
Europe	20,2%	12,88%	7,19%	15,3 x	16,7 x	10,63%	91,64%	-35,72%	2,8%	0,2%	1,1%
Austria	0,2%	25,54%	-3,26%	10,7 x	11,4 x	7,43%	120,57%	-41,34%	3,4%	2,1%	2,4%
Belgium	0,4%	5,03%	-2,41%	19,0 x	20,6 x	8,39%	28,63%	-25,61%	2,5%	1,2%	2,7%
Denmark	0,7%	13,23%	40,90%	18,9 x	20,6 x	9,10%	66,74%	-7,16%	2,1%	4,2%	0,6%
Finland	0,4%	5,66%	27,09%	17,6 x	18,0 x	2,70%	42,15%	-13,69%	3,0%	-0,2%	1,6%
France	3,7%	19,06%	6,34%	17,1 x	19,8 x	16,24%	175,01%	-55,00%	2,4%	-1,2%	0,6%
Germany	2,8%	4,34%	13,28%	13,4 x	14,4 x	7,66%	79,76%	-20,05%	2,8%	0,1%	0,5%
United Kingdom	4,2%	12,03%	-8,98%	13,1 x	14,4 x	10,62%	103,13%	-40,12%	3,5%	0,8%	-2,2%
Ireland	0,1%	12,86%	11,11%	19,5 x	27,5 x	41,06%	5289,34%	-105,07%	1,3%	-4,7%	-4,2%
Italy	0,9%	13,37%	1,91%	11,7 x	13,3 x	14,20%	76,01%	-41,54%	3,6%	2,9%	0,2%
Netherlands	1,3%	14,28%	21,86%	18,3 x	19,1 x	4,55%	92,33%	-27,12%	1,6%	-2,2%	4,8%
Norway	0,5%	14,05%	5,88%	13,5 x	16,3 x	20,42%	214,72%	-55,06%	3,3%	4,9%	-0,8%
Spain	0,8%	-0,49%	-4,61%	14,2 x	13,3 x	-5,94%	100,43%	-42,81%	3,5%	-1,8%	-0,8%
Sweden	1,4%	21,33%	31,77%	18,9 x	16,5 x	8,49%	132,78%	-38,43%	2,5%	-0,5%	16,5%
Switzerland	2,6%	17,46%	10,73%	18,9 x	21,2 x	11,76%	22,54%	-7,91%	2,5%	-0,9%	2,3%
Europe / Commercial Services	0,5%	9,58%	3,13%	20,2 x	23,9 x	18,55%	63,54%	-29,26%	1,9%	-0,6%	-0,8%
Europe / Communications	0,5%	0,96%	-3,23%	15,0 x	12,3 x	-18,28%	3,87%	4,86%	4,5%	-1,7%	-0,5%
Europe / Consumer Durables	0,9%	21,32%	18,46%	9,0 x	9,7 x	7,94%	287,63%	-58,41%	3,5%	0,2%	0,5%
Europe / Consumer Non-Durable	3,2%	13,18%	8,89%	22,6 x	25,3 x	12,02%	28,90%	-21,01%	2,1%	0,2%	0,9%
Europe / Consumer Services	0,4%	4,84%	-1,65%	23,6 x	365,8 x	1583,68%	115,41%	-122,49%	1,5%	-1,9%	1,6%
Europe / Distribution Services	0,2%	20,56%	22,70%	19,8 x	21,3 x	7,66%	57,54%	-15,04%	2,0%	1,0%	-0,9%
Europe / Electronic Technology	1,1%	15,23%	8,85%	23,1 x	28,0 x	21,23%	147,93%	-51,15%	1,0%	0,9%	1,9%
Europe / Energy Minerals	0,8%	21,06%	-27,63%	8,2 x	10,0 x	21,08%	4412,05%	-92,11%	4,1%	6,0%	-0,4%
Europe / Finance	3,8%	15,23%	-5,87%	11,6 x	11,4 x	2,78%	83,49%	-34,84%	3,8%	0,3%	2,0%
Europe / Health Services	0,2%	20,45%	12,06%	21,0 x	21,5 x	2,50%	21,24%	-0,81%	1,6%	0,0%	-0,4%
Europe / Health Technology	2,2%	15,32%	8,87%	19,5 x	21,8 x	11,52%	12,15%	-0,95%	2,2%	-1,0%	6,1%
Europe / Industrial Services	0,3%	6,82%	-9,31%	15,1 x	19,8 x	30,67%	75,61%	-51,28%	3,0%	1,1%	-0,3%
Europe / Miscellaneous	0,0%	35,07%	33,67%	13,0 x	9,9 x	-23,76%	147,88%	-81,20%	3,0%	-0,6%	5,7%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	13,30%	17,23%	8,2 x	7,0 x	-14,02%	134,97%	27,68%	6,2%	1,9%	-0,3%
Europe / Process Industries	0,8%	9,77%	17,61%	17,6 x	18,7 x	6,12%	54,57%	-13,98%	2,6%	1,1%	0,7%
Europe / Producer Manufacturin	1,4%	21,04%	31,52%	19,4 x	23,4 x	20,62%	85,56%	-32,22%	2,1%	-2,0%	-1,8%
Europe / Retail Trade	0,5%	-1,51%	21,69%	20,7 x	24,9 x	20,40%	86,91%	-24,55%	2,2%	0,0%	0,3%
Europe / Technology Services	1,0%	2,33%	23,86%	25,9 x	29,5 x	13,77%	28,35%	-5,82%	0,8%	-2,6%	1,6%
Europe / Transportation	0,6%	26,29%	3,88%	12,1 x	25,0 x	106,41%	157,15%	-255,23%	3,1%	4,5%	2,4%
Europe / Utilities	0,9%	-4,61%	24,35%	15,8 x	16,6 x	5,38%	20,93%	-17,21%	4,0%	-9,4%	-1,2%



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.

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.