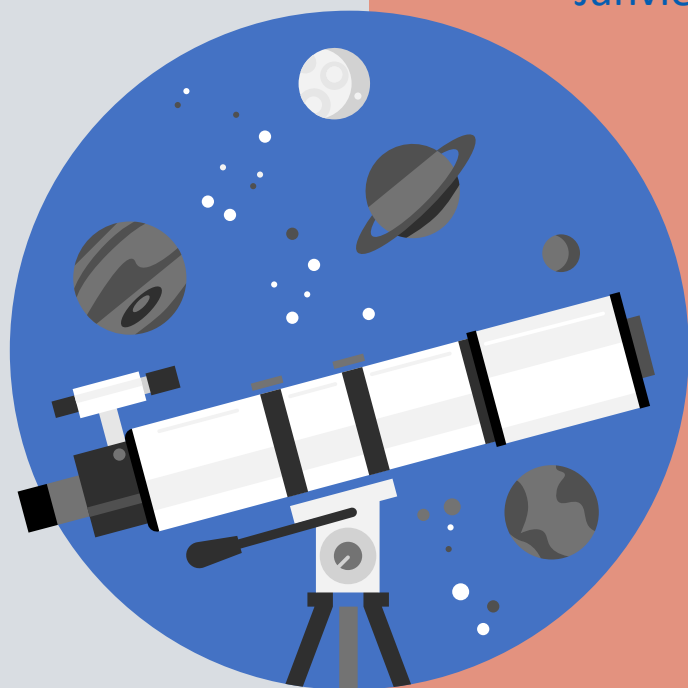




M A R I G N Y
CAPITAL

OUTLOOK 2022

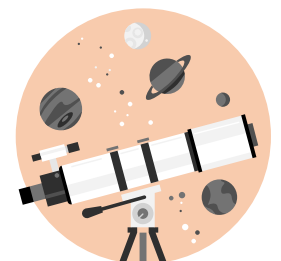
Janvier 2022



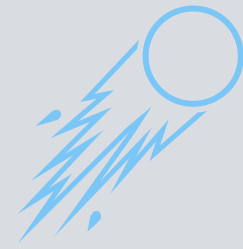
Outlook 2022 en 10 graphiques

et quelques *bullet points* ...

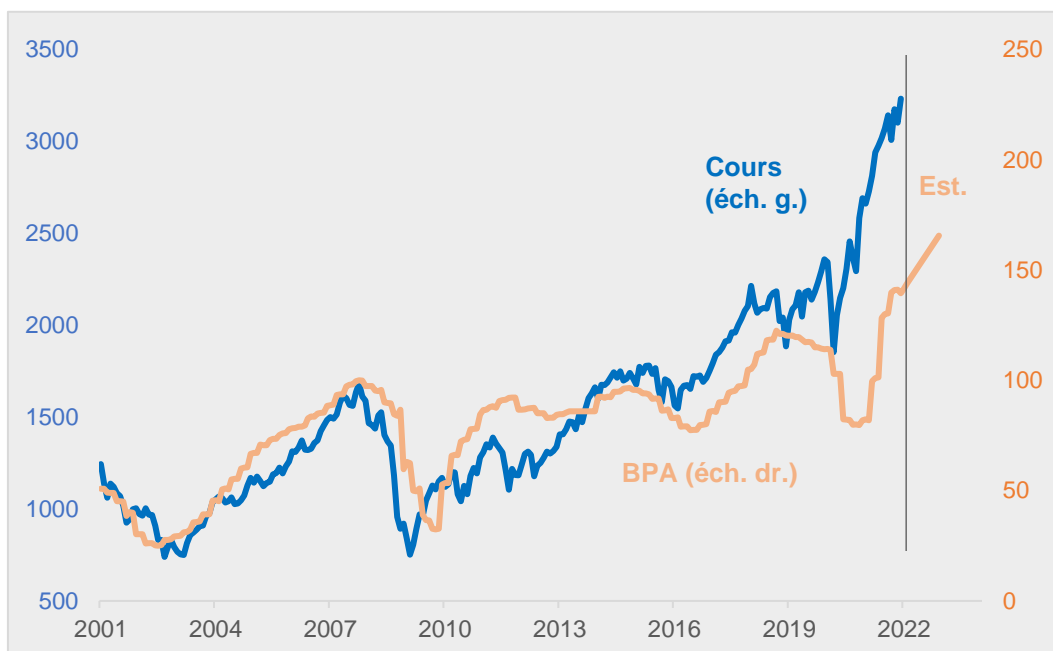
- 1 DES PROFITS TOUJOURS PLUS HAUTS ET PEU DE RISQUE À CE NIVEAU LÀ
- 2 L'ANNÉE SERA MACRO POUR L'ALLOCATION D'ACTIFS
- 3 ON VA POUVOIR TESTER À NOUVEAU LA THÉORIE DES LIQUIDITÉS : EST-CE QUE LE FAIT D'EN RETIRER CHANGE LE RÉGIME DE VALORISATION DES ACTIONS ET DES OBLIGATIONS?
- 4 UN NOUVEAU SUPER-CYCLE POUR LES MINIÈRES ?
- 5 LA FIN DU LEADERSHIP DES ACTIONS AMÉRICAINES
- 6 EST-CE QUE LES TAUX D'INTÉRÊT PEUVENT MONTER ? LESQUELS ?
- 7 QUEL EST LE RISQUE POUR LES MARCHÉS ACTIONS ?
- 8 QUELS SONT LES THÈMES À PRIVILÉGIER ?
- 9 LE MARCHÉ CHINOIS
- 10 UNE ANNÉE 2022 PROBABLEMENT COUPÉE EN DEUX



DES PROFITS TOUJOURS PLUS HAUTS ET PEU DE RISQUE À CE NIVEAU LÀ



MSCI World : Cours et Bénéfices par Action Réalisés



Source : Bloomberg

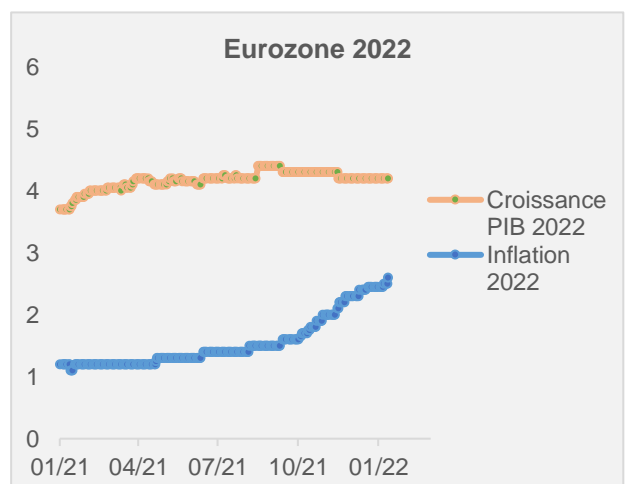
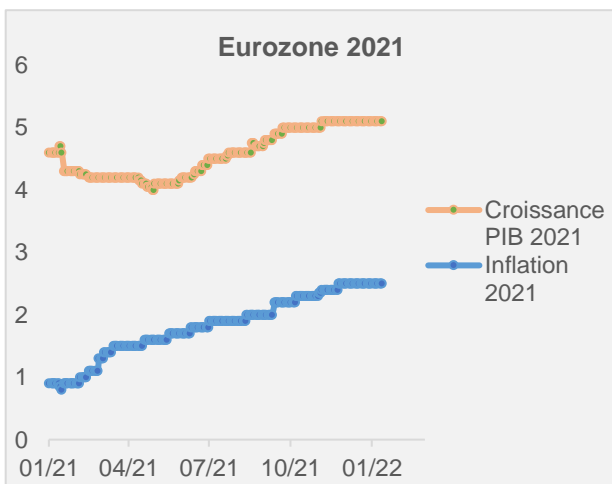
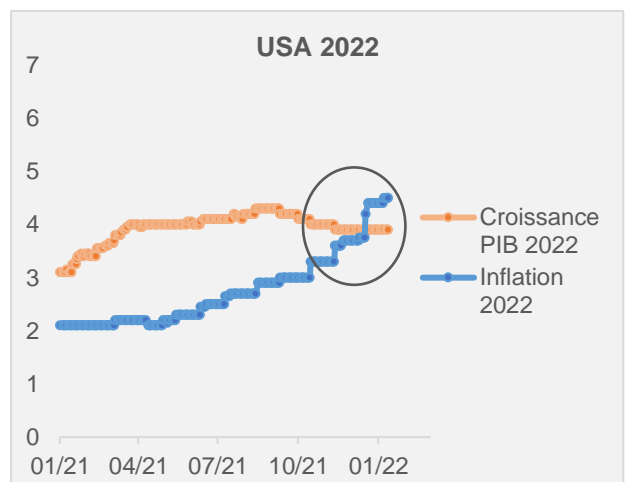
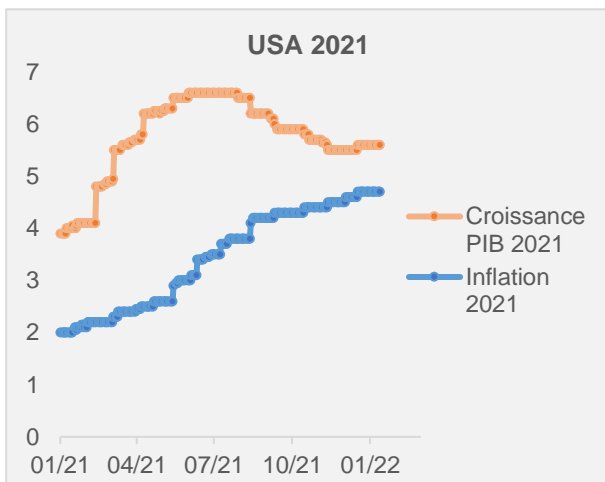
- › La prospérité économique se diffuse, l'environnement reste très favorable pour les entreprises.
- › L'inflation plus élevée traduit une capacité à augmenter les prix auprès des clients sans effet négatif sur le volume.
- › Il y aura peu de surprises à ce niveau-là car la tendance économique est lourde.



2

L'ANNÉE SERA MACRO POUR L'ALLOCATION D'ACTIFS

Evolution du consensus sur les prévisions de croissance et d'inflation pour 2021 et 2022 en Europe et aux Etats-Unis



Source : Bloomberg

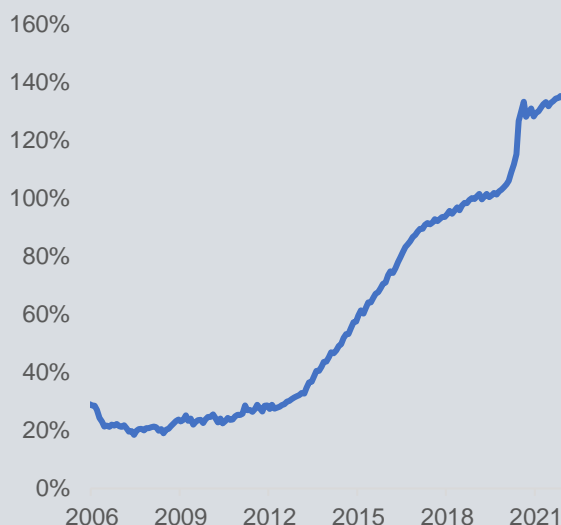
- › L'arbitrage croissance/inflation s'est fortement dégradé au S2 2021.
- › La situation reste bénigne en Europe mais aux Etats-Unis l'inflation qui était au départ d'origine microéconomique, pourrait changer de nature et devenir macroéconomique. Un tel scénario impliquerait un changement de politique économique.

ON VA POUVOIR TESTER A NOUVEAU LA THÉORIE DES LIQUIDITÉS : EST-CE QUE LE FAIT D'EN RETIRER CHANGE LE RÉGIME DE VALORISATION DES ACTIONS ET DES OBLIGATIONS?



- › Les politiques monétaires et budgétaires ont été très accommodantes, contribuant à créer un environnement favorable aux actions.
- › La force du cycle économique actuel implique un changement de politique qui sera nécessairement moins accommodant. Est-ce que les actions en pâtiront?
- › Beaucoup d'experts avancent que l'environnement macroéconomique est le premier facteur explicatif de la performance des actions. 2022 devrait tester cette hypothèse.
- › Si l'on prend le cas du Japon, on constate que malgré 10 années de soutien monétaire et budgétaire ininterrompu, la valorisation des actions japonaises n'a jamais vraiment changé.
- › En Europe le régime de valorisation a également peu évolué, et ce, malgré des taux d'intérêt négatifs.
- › La question qui concerne le rôle des facteurs microéconomiques mérite donc d'être posée. Et si la profitabilité des sociétés était le premier déterminant de leur performance boursière?

Taille du bilan de la Banque du Japon en % du PIB



PER à 12 mois du Topix



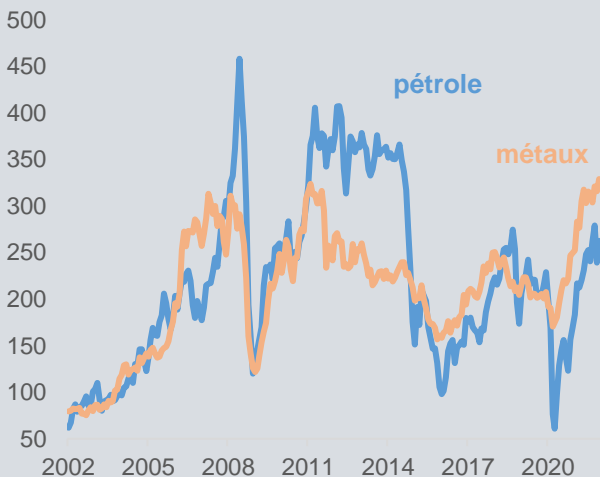
Source : Bloomberg, Marigny Capital

UN NOUVEAU SUPER-CYCLE POUR LES MINIÈRES ?

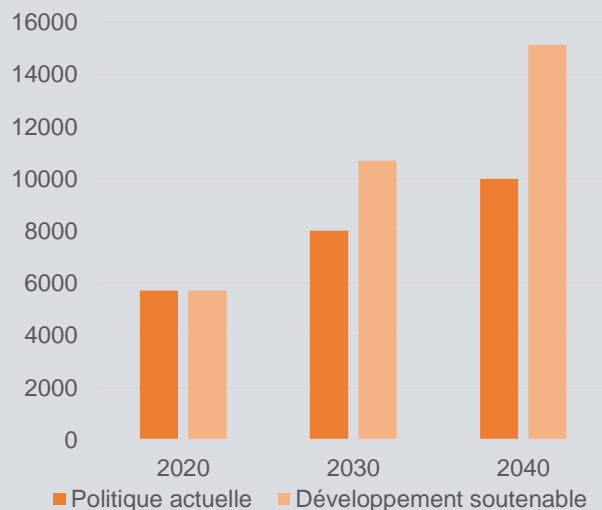


- › Les métaux ont bien résisté pendant la crise sanitaire. Après avoir baissé de seulement 20% au T1 2020, le rebond a été spectaculaire par la suite (indice du LME utilisé dans le graphique de gauche ci-dessous).
- › Ce changement de statut (une classe d'actifs qui devient moins risquée) reflète certainement le challenge posé par la transition énergétique. Alors que la demande actuelle de métaux est déjà soutenue, le risque dans les prévisions ne concerne qu'une révision à la hausse de celle-ci, et certainement pas une baisse.

Cours des matières premières
(base 100 = moyenne 2002-2004)



Demande mondiale de cuivre des producteurs d'énergie alternative en milliers de tonnes selon 2 scénarios*

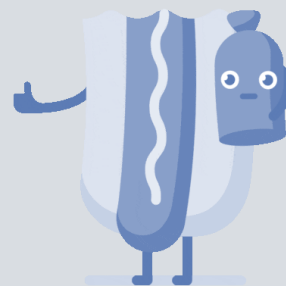


Source : IEA, Bloomberg, Marigny Capital

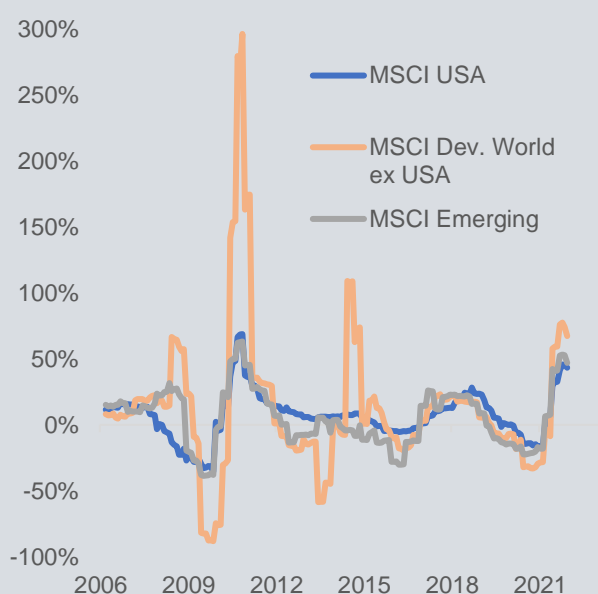
* Le scénario « politique actuelle » correspond aux politiques annoncées par les différents acteurs (gouvernements, entreprises).

* Le scénario SDS (*Sustainable Development Scenario*) est un scénario qui permet d'atteindre l'objectif d'un réchauffement climatique bien inférieur à 2°C d'ici 2100.

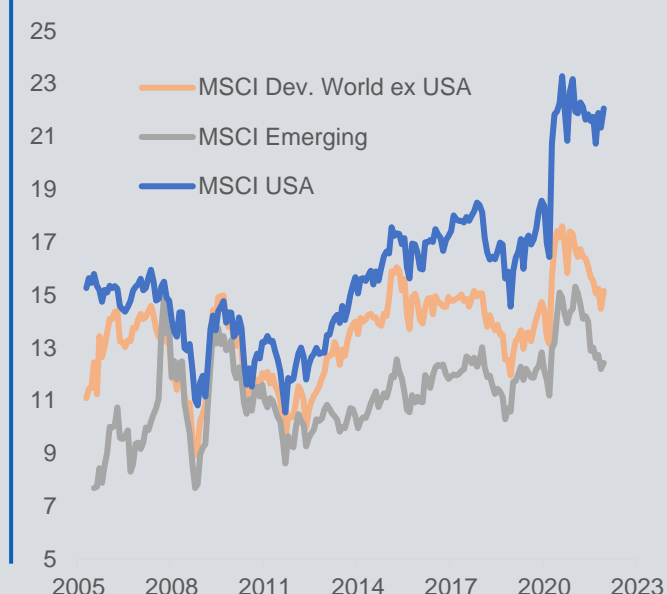
LA FIN DU LEADERSHIP AMÉRICAIN



Croissance réalisée des profits



P/E prospectif des indices actions



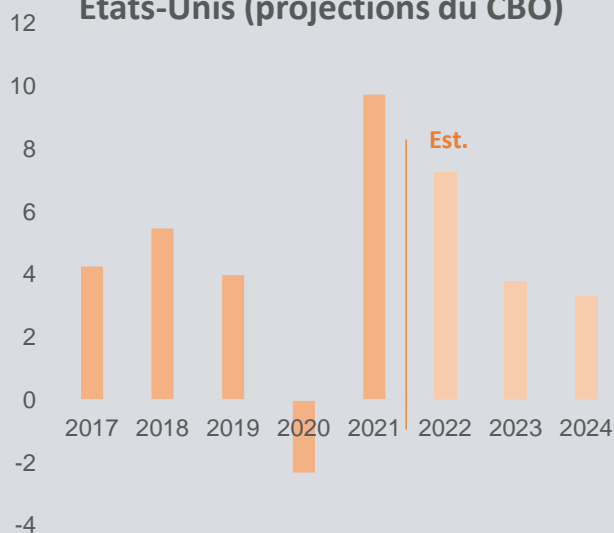
Source : Bloomberg, Marigny Capital

- › Les indices américains n'ont cessé de surperformer depuis plus de 10 ans mais 2022 pourrait être une année de rupture.
- › Cette surperformance a été alimentée en partie par une hausse des valorisations or cette tendance à la revalorisation relative s'épuise.
- › La dynamique des profits a été assez similaire lorsque l'on compare l'indice américain avec les autres indices des pays développés et cette situation persistera en 2022.
- › Le monde émergent paraît attractif car en décalage: le rattrapage des profits sera encore fort en 2022 (+18% attendu par le consensus des analystes).

EST-CE QUE LES TAUX D'INTÉRÊT PEUVENT MONTER ? LESQUELS ?

- › La hausse des taux est une étape naturelle dans un scénario de sortie de crise et de retour à la normale.
- › La hausse des taux est donc avant tout un signe de robustesse économique et de confiance dans l'avenir.
- › La crise sanitaire a accentué l'endettement public. Le niveau plus élevé d'inflation devrait faciliter le désendettement mais parce qu'il faudra du temps, les taux ne pourront pas remonter trop fortement. Les banques centrales vont s'assurer que les Etats continuent de se (re)financer à bas coût.
- › La courbe américaine a commencé à s'aplatir (*bear flattening*) et ce mouvement devrait se poursuivre en 2022. La situation européenne est différente car l'*output gap** reste ici très négatif. Le scénario de pentification reste pour la zone euro bien plus probable.

Croissance nominale du PIB aux Etats-Unis (projections du CBO)



Taux à 2, 10 et 30 ans aux Etats-Unis



Source : Bloomberg, Marigny Capital

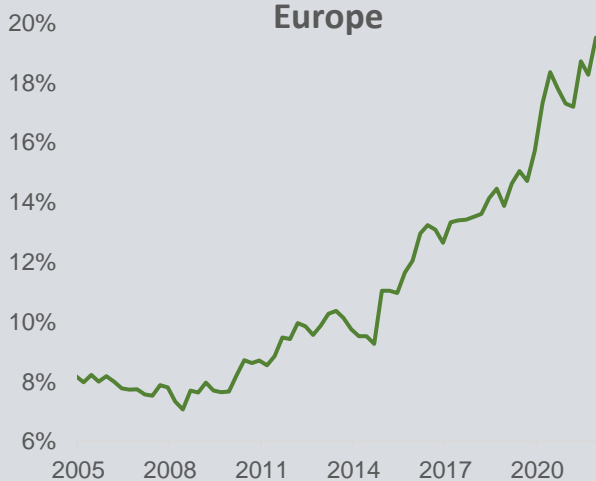
* Écart entre le niveau de PIB actuel et sa tendance. Voir page 11



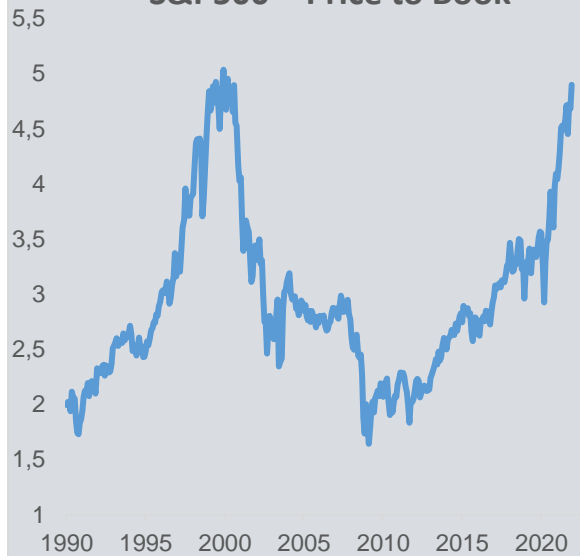
QUEL EST LE RISQUE POUR LES MARCHÉS ACTIONS ?

- › Le risque macro aux Etats-Unis est double et complètement opposé: 1) une surchauffe qui pousserait les autorités monétaires à « la faute » ou 2) un ralentissement en fin d'année beaucoup plus prononcé qu'escompté. Ces deux scénarios ont une probabilité de réalisation assez faible.
- › Pour les marchés financiers, le positionnement extrême des investisseurs combiné à des valorisations historiquement élevées pourraient faire de 2022 une année boursière négative.
- › Enfin notons que la rotation thématique qui favorise les secteurs en retard au détriment des thématiques de croissance semble être négativement corrélée avec la performance globale des indices. La poursuite de cette rotation thématique est donc un facteur de risque pour l'allocation d'actifs.

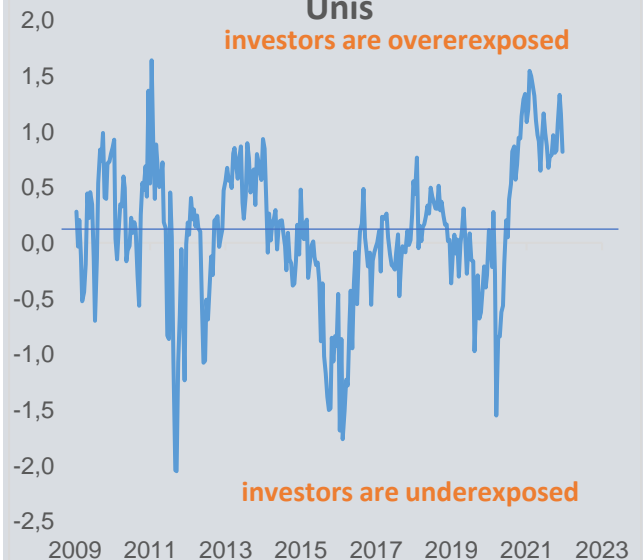
Poids de la tech et des biens de consommation en Europe



S&P500 – Price to Book



Indicateur de positionnement aux Etats-Unis



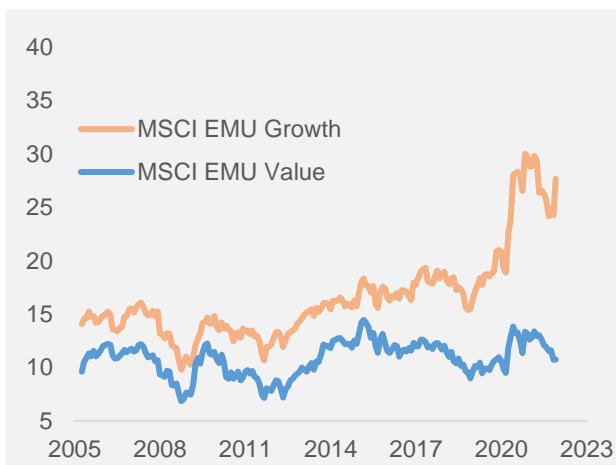
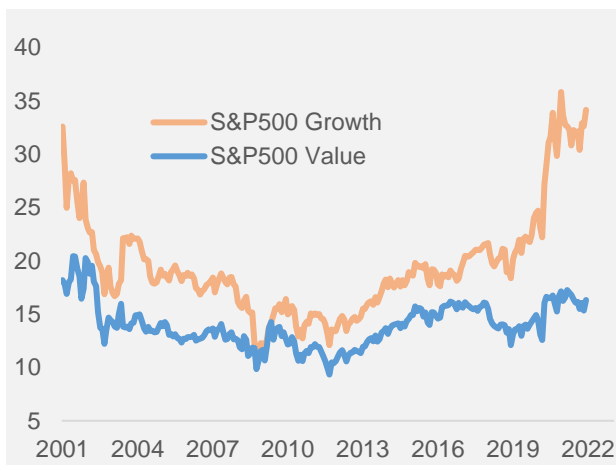
Source : Bloomberg, Marigny



8

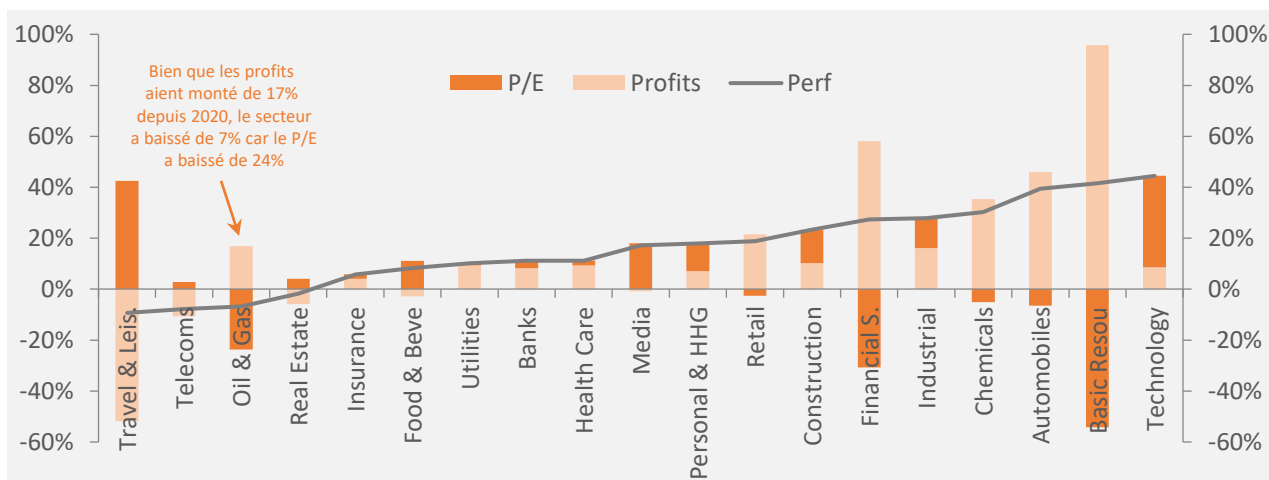
QUELS SONT LES THÈMES À PRIVILÉGIER ?

PER prospectif à 12 mois



Source : Bloomberg, Marigny Capital

Décomposition de la performance depuis janvier 2020 Univers du Stoxx Europe 600



Source : Bloomberg, Marigny Capital

- Il n'est pas trop tard pour se laisser porter par la tendance actuelle qui favorise les secteurs décotés. L'assurance, l'automobile, les minières ou encore le secteur bancaire sont des secteurs attractifs, au moins pour la première partie de l'année.



Rentabilité des Fonds Propres (RoE) : MSCI China et MSCI World



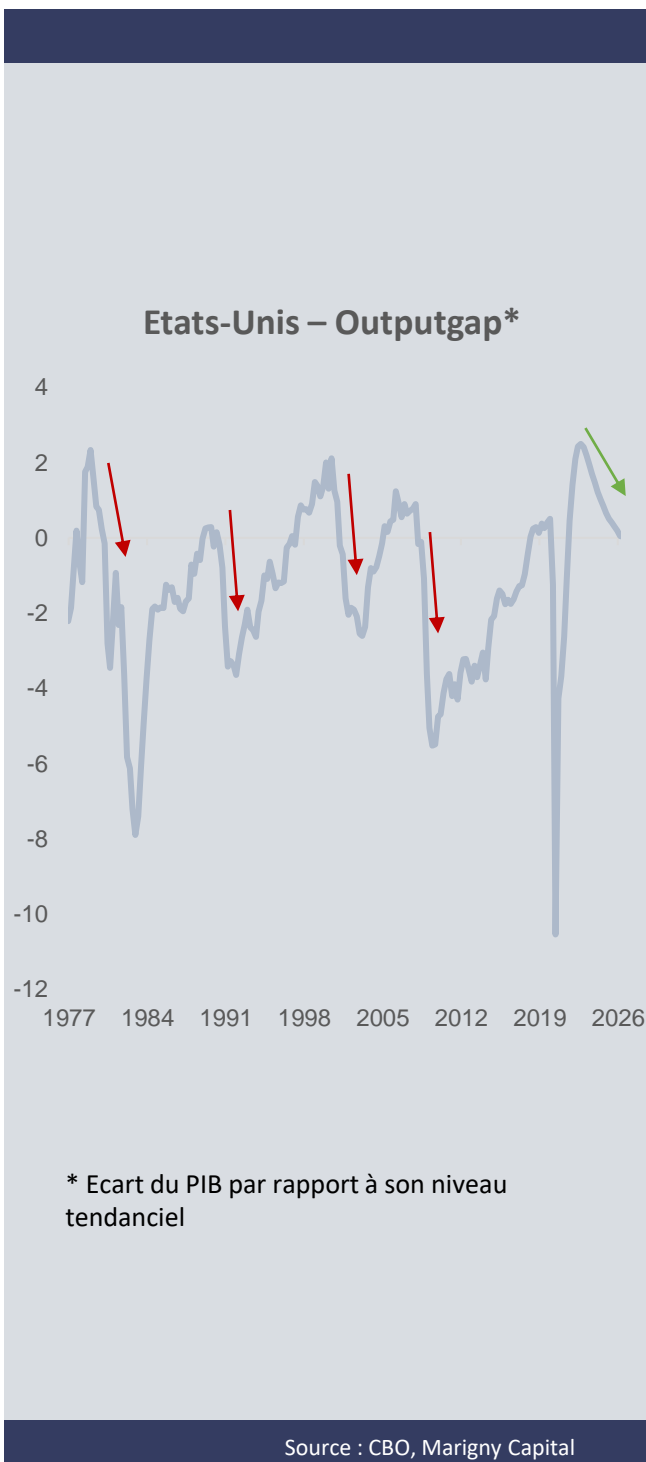
Source : Bloomberg

- › Les actions chinoises représentent une énigme. Comment expliquer que les sociétés chinoises n'aient pas profité de toutes ces années où la croissance économique a été la plus forte au monde?
- › La réalité est que leur capacité à monétiser ce surplus de croissance de PIB en surplus de croissance de profits a été très faible et il n'est pas certain que cela change en 2022.
- › Toutefois, les actions chinoises ont souffert récemment d'une prime de risque politique liée à l'interventionnisme d'état. Bien qu'il y ait également peu de chance que cette ingérence disparaisse, le risque actions chinois paraît désormais mieux rémunéré.

UNE ANNÉE 2022 PROBABLEMENT COUPÉE EN DEUX ?



- › Ce début d'année 2022 est peu clivant pour les investisseurs. Le consensus est fort autour d'un cycle économique particulièrement robuste.
- › Bien que l'inflation soit un souci aux Etats-Unis, les investisseurs restent focalisés sur l'idée qu'un resserrement monétaire un peu plus fort qu'escompté en viendra à bout.
- › Cette incertitude ne nous paraît pas suffisamment importante pour pressuriser longuement et durement les marchés actions.
- › L'incertitude la plus grande concerne selon nous la deuxième partie de l'année (et 2023) quand la croissance économique ralentira. Les économistes attendent un ralentissement vers les 2,5% aux Etats-Unis et 2,0% en zone euro.
- › Ces chiffres nous semblent très à risque. L'histoire économique nous apprend qu'après des périodes de forte croissance, la décélération est violente.
- › Un scénario de « contrecoup » économique, post période de rattrapage post-covid ne peut être exclu.





Un contenu rédigé par Tristan Abet, Stratégiste Cross Asset chez Marigny Capital

Diplômé de différents Masters en finance et en économie appliquée Tristan a commencé sa carrière en banque privée (BIL, Barclays WM) avant de rejoindre le sell-side en tant que stratéliste actions (CA Cheuvreux) puis stratéliste dérivés (Louis Capital Markets). Avant de rejoindre Marigny Capital, Tristan était gérant du hedge fund global macro de Candriam.



Marigny capital est une société spécialisée dans la conception, la sélection et le courtage de solutions d'investissement sur mesure, de tous types et sur toute classe d'actifs.