CHAHINE CAPITAL
Performance Engineering

25/4/2020

STRATEGY OVERVIEW

Vers un modus vivendi avec le Covid ?

Conclusions

Une grande lassitude commence à s'emparer des foules confinées depuis des semaines et des mois, mais heureusement un vent d'optimisme a soufflé suite aux annonces simultanées de plusieurs pays de procéder au déconfinement, même si c'est fait avec d'infinies précautions. Le Covid n'a pas hélas disparu, mais on a réussi à « aplatir la courbe » pour permettre au système de santé de faire face. On est toujours à la recherche de la molécule miracle qui permettrait de soigner le virus ou le vaccin qui permet d'immuniser la population. Hélas, ni l'un ni l'autre ne sont là. Les gouvernements se sont donc résignés à réexposer leur population au virus et naviguer à vue faute d'un outil statistique fiable. Un chiffre clé n'est toujours pas disponible, celui qui calcule le taux de mortalité par rapport aux personnes réellement infectées et non aux personnes TESTEES (IFR pour Infection Fatality Rate). Entre les deux il y a un facteur parfois de plus de 50. Une « tambouille » de recherches allant de la ville allemande de Gangelt au navire Diamond Princess donne une estimation entre 0.15% et 0.60%, loin des statistiques qui donnent 7% par rapport aux cas détectés. Si l'on estime à 60% le taux de personnes infectées au final, cela donnerait une mortalité comprise entre 54 000 et 108 000 décès pour la France, concentrés sur les personnes à risque. A moins qu'un remède n'intervienne entre temps. La Suède a choisi la méthode frontale en laissant ouverts bars et restaurants mais avec d'infinies précautions par ailleurs. Stockholm serait bientôt immunisé d'après les autorités. La gestion statistique va enfin trouver une réponse en Allemagne qui établit 3 panels représentatifs dont un national de 15 000 personnes tirées au hasard. Il devrait apporter beaucoup de réponses que les scientifiques et les politiques sont en train de chercher.

Le marché pense qu'on finira par faire face à la pandémie au vu des déconfinements. Il a rebondi de 27% du point bas pour le S&P500, rassuré par une avalanche de liquidités qui s'est déversée. L'indice Vix s'est fortement replié et la baisse est limitée à 11.7% cette année après une hausse de 31.5% en 2019. La zone Euro souffre plus en raison de la prévalence des banques et du pétrole. Sans surprise le secteur de la santé résiste le mieux avec le secteur IT. Les estimations du PIB pour 2020 commencent à émerger et c'est une chute entre 5 et 10% qui est attendue, la Chine se contentant de +2%. Il faut remonter à la grande dépression pour des corrections pareilles. On commence à voir le raz de marée du chômage aux US avec 26M de nouveaux chômeurs en quelques semaines. Ils sont pour le moment bien couverts, mais pour combien de temps ?

Le bilan des banques centrales explose à coup de trillions avec 2.5 trillions pour la Fed et tout le monde imprime des billets frénétiquement. La Fed s'est mise à acheter même des junk bonds pour réparer les marchés de crédits disloqués et la BCE fait de même. Les relances budgétaires sont faites un peu partout, mais la zone Euro n'a pas la même flexibilité que la Fed, les 19 membres n'ayant pas les mêmes intérêts. L'Italie est à bout de souffle d'émission de la dette qui est en bonne partie achetée par la BCE. Elle voudrait voir des Eurobonds. L'Europe a débloqué 540Mds€, et pour la première fois la Commission Européenne compte rentrer dans la danse à coup de trillions et non de Mds pour relancer l'économie. Un accord à ce sujet donnera un coup de fouet au marché. Et pour la première fois, tous les Etats sont amenés à utiliser l'aide directe aux populations.

Grâce aux parutions des résultats de T1, on commence à avoir une meilleure vue des profits 2020. Ils en sont à -18% pour le consensus que nous estimons plutôt à -34% et un rebond de 34% en 2021. Notre modèle de prévision estime le CAGR 8 ans à -0.2% entre deux hauts de cycle, ce qui est prudent. Notre objectif de cours est légèrement rehaussé à 3092 points et nous maintenons notre position de surpondération prise le mois dernier, avec une prudence à partir de 2940 points. L'objectif pour le MSCI Emu est de 112 points pour une clôture à 100.

Nous souhaitons à tous nos lecteurs une bonne santé et une rapide sortie de crise.

Jacques Chahine

Les déconfinements se font à tâtons

Une grande lassitude commence à s'emparer des foules confinées depuis des semaines et des mois, avec la prévalence d'un temps idyllique en cette saison avec les cerisiers en fleur. Un vent d'optimisme a soufflé suite aux annonces simultanées de plusieurs pays pour procéder au déconfinement de leur population, même si c'est fait avec d'infinies précautions. Aux Etats Unis, où Trump pense beaucoup plus à sa réélection qu'à sauver des vies humaines, plusieurs Etats ont lâché la bride même avant que le fameux plateau des infections ne soit atteint. Le Covid n'a pas hélas disparu, mais on a réussi à « aplatir la courbe » pour permettre au système de santé de faire face. Et en effet, les lits de réanimation se vident peu à peu, la mortalité est en baisse et le nombre de cas diminue jour après jour. Mais la bataille est loin d'être gagnée car le virus rode toujours. Singapour, donné en exemple de maitrise magistrale, a rechuté violemment comme une forêt où l'incendie couvait toujours.

On est toujours à la recherche de la molécule miracle qui permet de soigner le virus ou le vaccin qui permet d'immuniser la population. Hélas, ni l'un ni l'autre ne sont là. La Chloroquine supposée atténuer la maladie n'a pas prouvé ses effets face aux tests rigoureux et a été rejetée par la FDA américaine alors que Trump y voyait le médicament miracle. Ce dernier d'ailleurs conseillait de se rincer à l'eau de Javel… pour aseptiser les poumons. Une molécule prometteuse de Gilead n'a pas non plus fait ses preuves. La course pour chercher un traitement est intense. Plus de 500 essais cliniques sont en cours et 70 vaccins en développement dont 3 en cours d'essai sur les humains en Chine et US. Malheureusement, la planète ne peut pas rester confinée éternellement et les pays sont obligés de laisser leur population affronter le virus avec d'infinies précautions. Et malheureusement en navigant dans le brouillard des données approximatives de la pandémie.

Une gestion statistique catastrophique. L'Allemagne réagit

Nous continuons d'exprimer notre choc sur la gestion statistique de la crise et donc sa vraie connaissance. Un organisme comme l'OMS aurait dû il y a longtemps établir des guidelines précis pour suivre une épidémie de façon statistique et précise. Malheureusement il n'en est rien et nous entendons tous les soirs une litanie de nouvelles avec des statistiques qui nous font honte. Nous défions nos lecteurs de nous donner un chiffre précis sur le taux de mortalité de la population infectée par le virus. Ou même combien précisément d'infections, symptomatiques et asymptomatiques, sont enregistrées. Des bribes de données existent comme par exemple 21% de New Yorkais avaient des anticorps avec un échantillon « aléatoire » autour de supermarchés. A l'heure du déconfinement, on n'a aucune idée sur le taux de la population déjà exposée au virus.

Tout le monde admire la gestion de la crise en Allemagne, avec un nombre de tests très élevé et un système hospitalier bien équipé en respirateurs et qui a accueilli des étrangers. Pour accompagner le déconfinement, l'Allemagne a mis en ligne trois batteries d'études statistiques représentatives pour suivre la pandémie. 15 000 échantillons des prises de sang pour des tests d'immunité. Un deuxième échantillon de 2 000 prises de sang dans les régions les plus affectées et enfin un échantillon National REPRESENTATIF de 15 000 personnes pour analyser le taux d'immunité corrélé aux caractéristiques médicales, sociales et économiques des personnes. En plus, ce sera un panel qui sera revisité pour suivre l'évolution. Un participant au sondage décrit l'arrivée d'un étudiant en médecine accompagné d'un policier lui demandant sa participation au panel pour le tester via un prélèvement d'une goutte de sang et revenir pendant plusieurs mois. Nos lecteurs peuvent se référer aux liens ci-dessous du FT et NYT pour se rendre compte du sérieux de la démarche.

https://www.ft.com/content/fe211ec7-0ed4-4d36-9d83-14b639efb3ad

https://www.nytimes.com/2020/04/18/world/europe/with-broad-random-tests-for-antibodies-germany-seeks-path-out-of-lockdown.html

Ces échantillons représentatifs permettront de suivre l'évolution de l'épidémie, connaitre un taux de mortalité rapporté au total des personnes infectées, le taux des personnes immunisées et bien entendu toutes les analyses fines par région, âge, sexe, milieu socio-économique, antécédents médicaux… Ces statistiques permettront de décider comment gérer le déconfinement avec des risques mesurés.

Déconfinement avec espoir d'une faible mortalité

Ayant ralenti la propagation du virus, les autorités un peu partout se préparent donc à réexposer leur population au virus faute d'un vaccin en vue d'une immunisation. Plusieurs chiffres circulent sur le taux de mortalité par rapport aux personnes infectées faits au « pifomètre ». Ce ratio est appelé IFR (Infection Fatality Rate) qui faute d'un échantillon représentatif fait l'objet de l'utilisation d'expériences faites de bric et de broc allant du navire de croisière Diamond Princess, à la ville allemande Gangelt fortement infectée ou une étude californienne de Santa Clara. Les chiffres disponibles, à prendre avec des grosses pincettes, s'étalent entre 0.16% à 0.60%, ce dernier provenant du Diamond Princess atypique avec une population très âgée. Ces chiffres sont beaucoup plus rassurants que ceux qu'on assène sur la mortalité par rapport aux cas détectés, 7% au niveau mondial, chiffre qui ne signifie rien tant les divergences de comptage sont disparates aussi bien au niveau des cas détectés qu'au niveau des décès comptabilisés. On a vu par exemple la bulle quand la France a ajouté les décès dans les EHPAD. A NYC, entre le 11 Mars et le 16 avril, le nombre de décès non liés au Covid était de 9 447 alors qu'en temps normal ce nombre était de 5 400. Et il en est de même un peu partout. Toutes ces anomalies signifient que le nombre de cas de Covid est 20 à 50 fois les chiffres officiels et par conséquent l'infection est dans la plupart des cas bénigne ou asymptomatique.

Les stratégies de déconfinement actuelles consistent à prendre le risque d'exposer une population à faible risque au virus afin d'obtenir un niveau d'immunité de plus en plus élevé. Par exemple, atteindre un niveau d'exposition de 50 ou 60% contre une estimation « pifométrique » de 20% actuellement. En retenant un IFR de 0.15% pour 60% de la population, cela donne une mortalité de 0.09% de la population, soit 54 000 décès pour 60 Millions d'habitants ou le double si l'IFR est de 0.30%. Le nombre officiel de décès en France dû à la pandémie est de 22 600 au moment où nous rédigeons cette lettre. Ces estimations sont en l'absence d'un vaccin ou d'un traitement. Ce type de mortalité aurait été atteint avec ou sans confinement, mais la progression aurait été ingérable par le système de santé. L'Angleterre a essayé d'adopter la stratégie du « herd immunity » mais a vite reculé devant l'ampleur rapide des dégâts. Un pays, la Suèd,e a osé aller jusqu'au bout de l'exercice. Pas de mesures de confinement généralisées, commerces ouverts et … restaurants et cafés ouverts. Ci-dessous une image idyllique récente du pays. Le nombre de décès pour 1M d'habitants est inférieur à celui de la France avec 217 contre 346. C'est supérieur à l'Allemagne avec 70, mais il reste à mesurer si la Suède est plus avancée dans le taux d'immunité. Les responsables pensent que 20% de la population de Stockholm est immune et qu'on atteindra le taux important de 60% dans quelques semaines. La relative forte mortalité constatée est due à l'introduction du virus dans les maisons de retraite. Mais les suédois sont un peuple discipliné et les mesures de sécurité ont été prises spontanément, avec un intense télétravail. Les écoles primaires et secondaires sont restées ouvertes alors que les cours dans les universités se font on line. L'approche est que le confinement des gens ne fonctionnera pas éternellement et tôt ou tard les gens devront sortir. C'est l'approche de beaucoup d'états américains, à la différence que la population est loin d'avoir le civisme des suédois.

La stratégie de l'immunité collective trouve ses limites avec une pierre jetée dans la mare par l'OMS qui affirme « Nous n'avons pas de preuves qu'une exposition au Covid empêche une rechute ». Mais ils n'ont pas non plus la preuve du contraire… et on continue hélas de spéculer avec les incertitudes « statistiques » qu'un panel représentatif aurait pu apporter par des milliers de réponses.

Apéritif sous le soleil printanier de Stockholm le 20 Avril

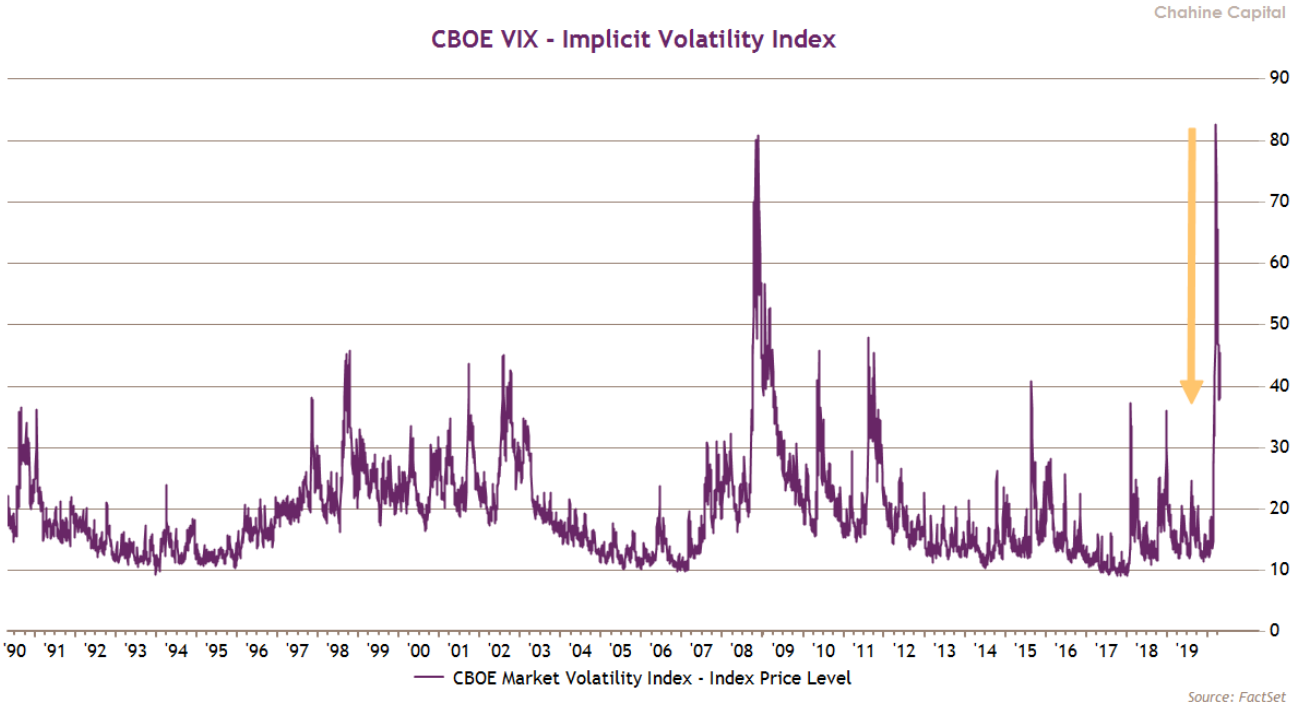
On constate hélas combien à ce stade de la pandémie nous avons beaucoup plus de questions que de réponses et que les politiques doivent naviguer à vue. Si l'on ne peut pas reprocher à la médecine d'avoir une réponse à tout, la disposition d'un outil statistique digne de ce nom manque cruellement pour guider l'action politique et sanitaire. Nous en concluons que nous entrons dans une période de tâtonnements avec des allers retours inévitables jusqu'à ce que certaines stratégies de déconfinement aient fait leur preuve ou qu'un médicament miracle ou vaccin voit le jour.

Le marché américain a rebondi de 27% du point bas

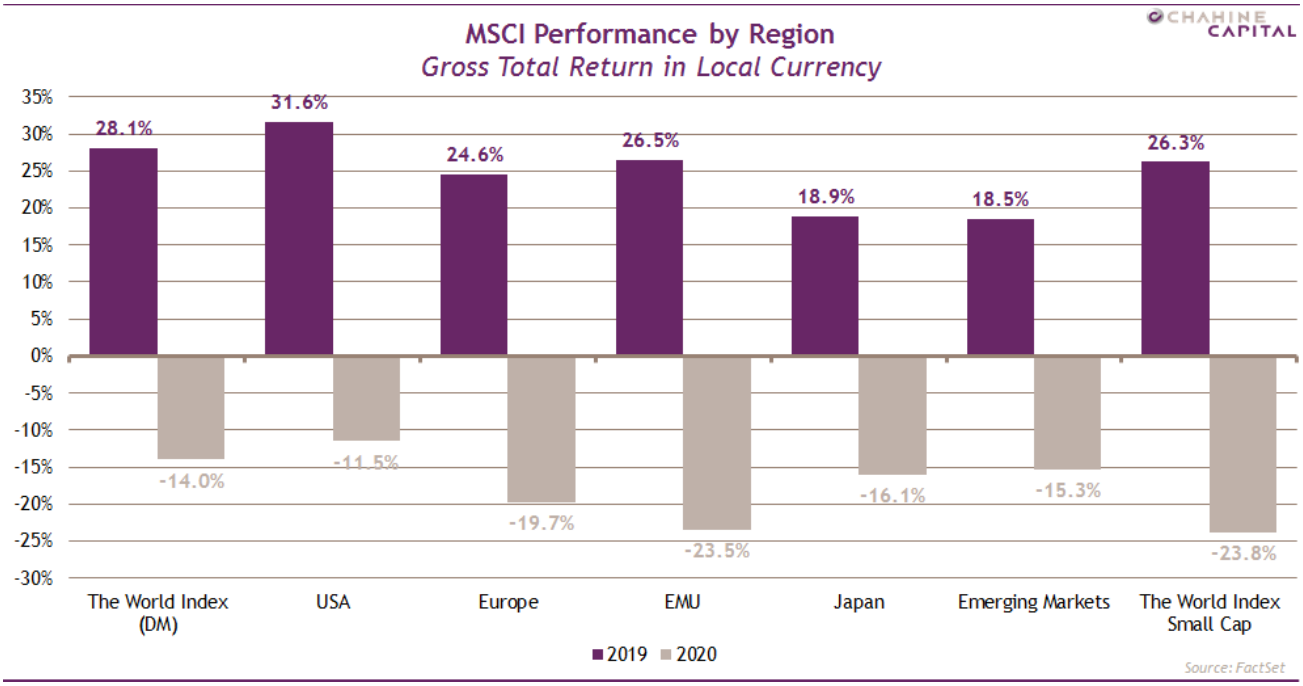
Les marchés financiers se sont remarquablement redressés avec les nouvelles du déconfinement un peu partout et pensent qu'une reprise de l'activité va se confirmer par étape, avec le scénario de l'immunité que nous avons décrit « au pire », ou avec un traitement ou un vaccin au mieux. L'indice Vix de la frayeur, qui avait battu son record historique tous temps, a reflué en quelques jours passant d'un paroxysme de 83% à un plus bas récent de 36%, soit un écart type journalier de 2.5%. Le marché a rebondi de 27% de son plus bas et n'est plus qu'à 15% de son point haut avec le S&P 500 clôturant à 2 837 points vendredi dernier. Jamais un krach n'a été aussi rapide et le rebond également. Depuis le début de l'année, l'indice est en baisse de 11.7% après une année 2019 à 31.5% (Total Return). Ces énormes girations montrent la difficulté de faire un market timing sauf à procéder à quelques ajustements de portefeuilles dans des circonstances exceptionnelles. Nous avions allégé notre portefeuille en Septembre 2018 à un plus haut de l'époque et nous sommes retournés à partir d'un indice 2650 le mois dernier. Mais c'étaient des ajustements raisonnables de l'ordre d'une exposition de 5% en plus ou en moins.

La zone Euro souffre le plus en raison de la surpondération du secteur financier toujours fragile et l'effondrement du prix du baril. L'immobilier est également fragilisé. Rapporté en $, la baisse se chiffre à 26% cette année. Avec une meilleure gestion de l'épidémie, les pays asiatiques et le Japon résistent mieux que la zone Euro.

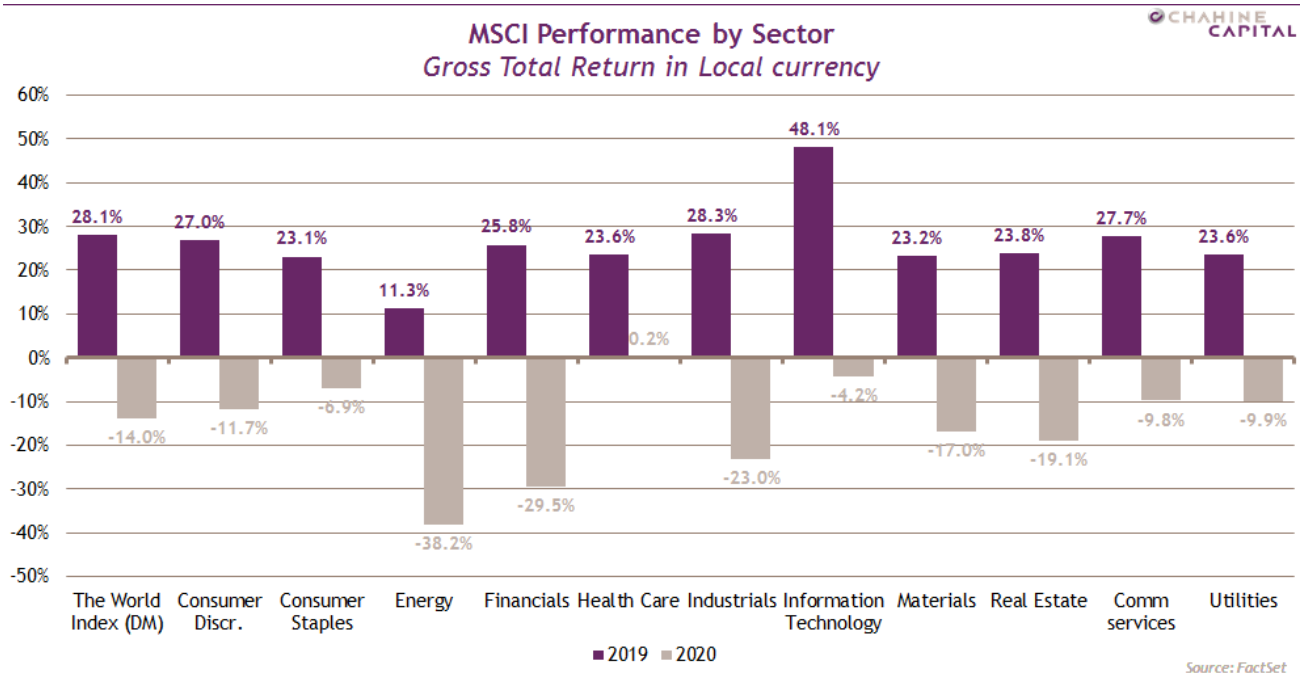
Retour au calme et effondrement de la volatilité



Correction réduite aux US, les Small Cap souffrent



Très bonne tenue de la santé et l'IT, l'énergie a sombré



Sans surprise, le secteur de la santé est épargné et a du mal à faire face à la demande. A cette occasion, la planète s'est aperçue de sa dépendance face à la Chine pour la fabrication des médicaments, dont notamment les matières premières qui entrent dans la fabrication des molécules comme le paracétamol. Une grande partie de la fabrication se fait en Inde. Le rapatriement de ces fabrications ne fera pas de doute après la crise. Le secteur IT est resté relativement à l'abri représentant à lui seul 25% de la capitalisation de l'indice américain. Amazon s'envole grâce à ses livraisons et sa division cloud, tandis que Netflix divertit les gens dans leur confinement. Microsoft « cartonne », son business model du cloud et sa suite de logiciels étant totalement adaptés à la situation. Même Apple résiste bien à la crise avec une baisse de seulement 3.4%. On trouve des vedettes dans la santé comme Regeneron en hausse de 50% ou Gilead en hausse de 25%, toutes les deux des biotechs activement à la recherche de traitements pour le Covid. Les produits de consommation courante se tiennent bien car avec l'alimentation et la distribution, ce sont les rares choses que les gens continuent de consommer.

Baisses historiques du PIB entre 5 et 10% en 2020

Il est encore difficile de faire des prévisions de croissance économique pour 2020 et les espoirs à mettre pour 2021. Cela suppose de faire un scénario très spécifique de sortie de la pandémie et le retour graduel aux activités. Les consensus macro-économiques de Bloomberg et FactSet sont tous les deux des tambouilles mélangeant des économistes chevronnés et des néophytes ce qui donne des moyennes bancales. Le FMI a pour une fois été plus rapide que les consensus et publié ses prévisions, qui ne peuvent qu'être indicatives. Nous les donnons pour les principaux pays. Les Etats Unis baisseraient de 5.9% en 2020 avec un rebond de 4.7% en 2021. Avec cette baisse en 2020, il faut remonter à la grande dépression de 1929 ou 1946 pour avoir des baisses plus élevées. La forte crise de 2008 n'a entrainé qu'une correction de 2.5%. En Europe, la correction s'étale entre -9.1% pour l'Italie, -7.2% pour la France et -7% pour l'Allemagne.

Edouard Philippe a annoncé -8% et on sait que les prévisions du gouvernement sont plutôt optimistes. Un scénario d'aggravation de la crise avec rechute mettrait le PIB américain à -8%.

Les pays asiatiques seraient un peu mieux lotis car ils ont mieux maitrisé la pandémie. Le FMI attend un fort rebond en 2021, mais rien n'est moins sûr quand tout le monde pense que le secteur voyages loisirs sera encore en crise cette année.

Une récession encore plus grave qu'en 2008 (source FMI)

Real GDP growth (Annual percent change)	2019	2020	2021
Italy	0.3	-9.1	4.8
Spain	2.0	-8.0	4.3
France	1.3	-7.2	4.5
Germany	0.6	-7.0	5.2
Australia	1.8	-6.7	6.1
Thailand	2.4	-6.7	6.1
United Kingdom	1.4	-6.5	4.0
Canada	1.6	-6.2	4.2
United States	2.3	-5.9	4.7
Brazil	1.1	-5.3	2.9
Japan	0.7	-5.2	3.0
Taiwan Province of China	2.7	-4.0	3.5
Singapore	0.7	-3.5	3.0
Korea, Republic of	2.0	-1.2	3.4
Indonesia	5.0	0.5	8.2
China, People's Republic of	6.1	1.2	9.2
India	4.2	1.9	7.4

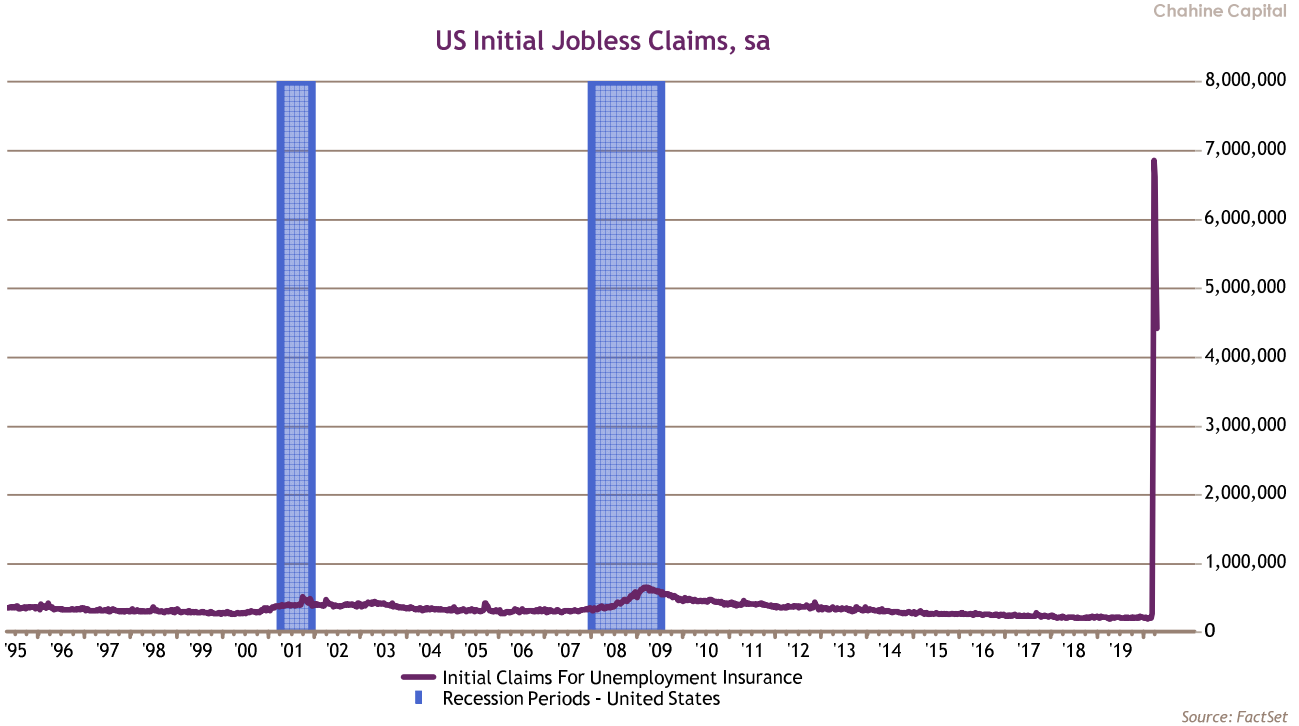
Le chômage s'envole en Amérique

Il est inutile de rapporter les divers indicateurs macro-économiques, comme les PMI récents qui sans surprise sont au plancher. Il faut juste remarquer que les indices manufacturiers résistent mieux que les services, ne serait-ce que pour nourrir et couvrir les besoins élémentaires de la population. Les statistiques du chômage à paraitre vont être exécrables, car contrairement à l'Europe sociale, l'Amérique fait des licenciements secs quand il le faut. 700 000 emplois ont été perdus en Mars qui est le début ; en revanche on a enregistré depuis le 20 Mars 26.5 millions de nouveaux chômeurs ! Du jamais vu de mémoire d'économiste. Heureusement, Oncle Sam a ouvert grands les tiroirs-caisses en augmentant sérieusement l'indemnité de chômage et sa durée.

Malgré une masse monétaire en forte expansion, l'inflation a récemment reculé sous l'effet du prix de l'énergie en pleine déroute et d'un début de contraction de la demande. Le CPI est tombé à 1.5% et 2% hors énergie et alimentation. Nous trouvons « magique » qu'avec une telle injection monétaire, l'inflation reste contenue. Difficile de prévoir où ira cette inflation après la crise ; en revanchela pression sur les produits de base pourrait se faire sentir.

Des chiffres jamais vus dans l'histoire

Chahine Capital



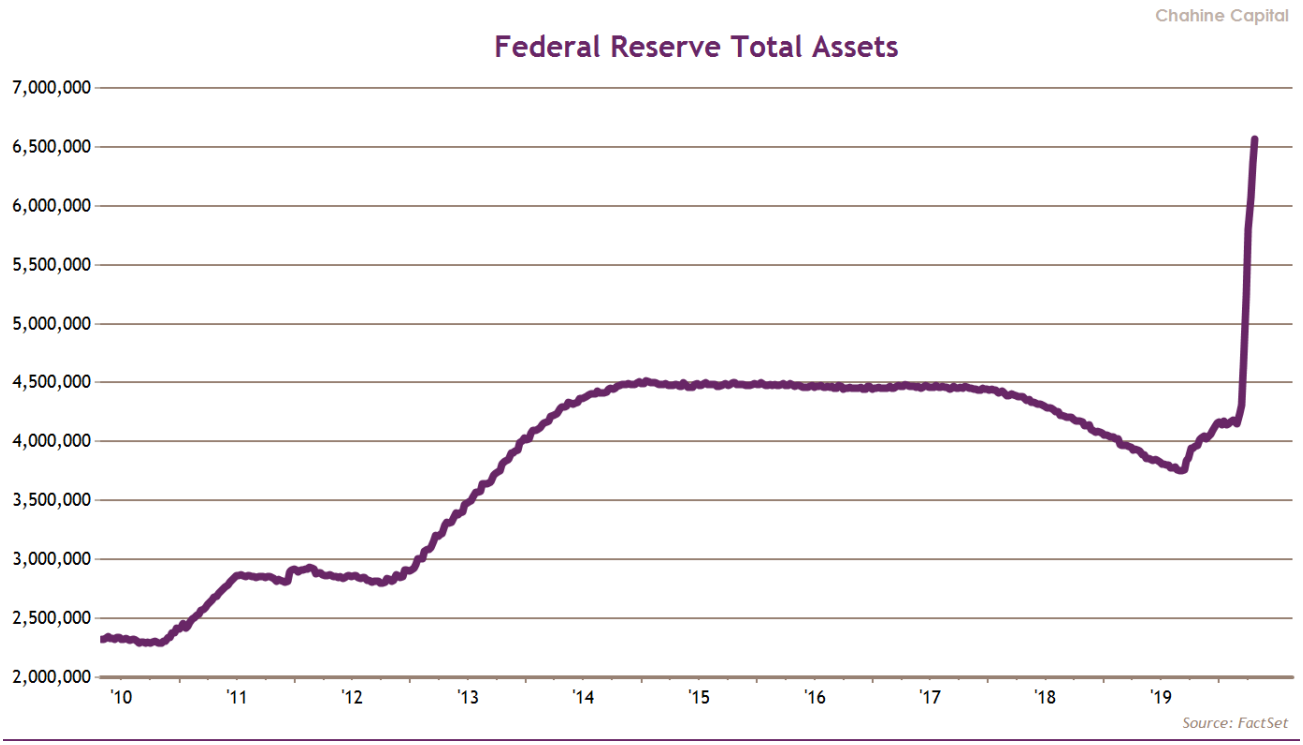
Source: FactSet

L'helicopter money au secours des économies

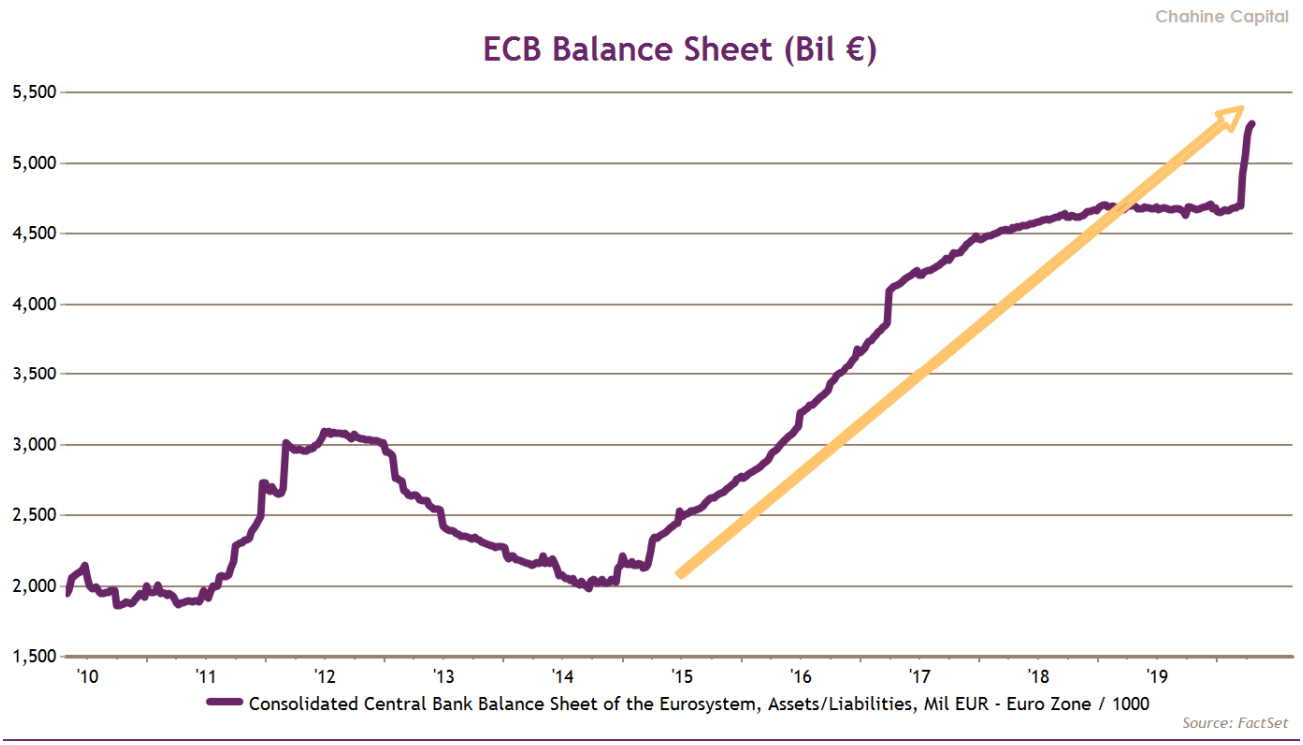
Le combat économique contre le Coronavirus est violent, partout dans le monde. On a découvert enfin les vertus de l'helicopter money aux Etats Unis où particuliers comme entreprises reçoivent des chèques. Des relances budgétaires sont faites partout à coup de trillions de $, dont les gouvernements n'ont pas le premier centime en poche. C'est bien sûr l'emprunt qui va financer ces plans comme les 110 Mds € prévus en France. Le privé ne pourra jamais absorber la masse gigantesque des plans de soutien de chaque pays de l'Eurozone, et ce sera le rôle de la BCE d'être le prêteur de dernier recours avec ses achats massifs des dettes qui n'ont jamais cessé avec le programme Q/E. En quelques semaines, la BCE a imprimé 600 Mds € via le rachat d'obligations déjà émises ou de la dette corporate. Les Etats Unis ont moins de scrupule, car leur banque n'a pas 20 Etats sur le dos qui contestent son action. Elle vient d'imprimer 2 400 Mds $ et la machine tourne à plein régime. C'est cet argent qui a servi à financer les divers plans d'aide à l'économie dont les 2 000 Mds votés par la Chambre et le Sénat. L'impression des € aura un jour ses limites car ils doivent servir en partie à assurer les importations nécessaires pour la zone. Or toutes ces importations se font en $ hors zone Euro et on a vu l'Euro tanguer à 1.08$. Tout dépendra de la balance commerciale de la zone, dont l'excédent est assuré essentiellement par l'Allemagne. La Banque du Japon n'a pas eu à accélérer son augmentation du bilan qui est déjà fort massif avec 610 trillions de yen (5.7T$). L'impression des billets va se poursuivre à un rythme soutenu car la crise est loin d'être terminée. La zone Euro fait face à un énorme challenge entre les pays riches du Nord et les pays du Sud. L'Italie refait surface avec son énorme dette qu'elle est obligée de creuser encore pour financer ses plans de soutien et de relance. L'Espagne et d'autres pays du Sud sont dans le même cas. La France aimerait bien ne pas creuser encore sa dette. Un premier paquet de soutien de 540 Mds € a été acté via le MES (240 Mds), la BEI (200 Mds) et la commission (100 Mds). Il est destiné à financer les allocations chômage et les garanties de crédit. La commission, qui est normalement sans ressources financières, compte rentrer dans la bataille de la relance avec des trillions et non des Mds. Mais l'origine des fonds et le type de financement font encore débat, les

pays du Sud préférant voir des Eurobonds et des subventions plutôt que du crédit encore. Souhaitons que l'Europe sorte renforcée après cette crise, avec des citoyens qui constatent son utilité.

Une avalanche sans précédent de liquidités

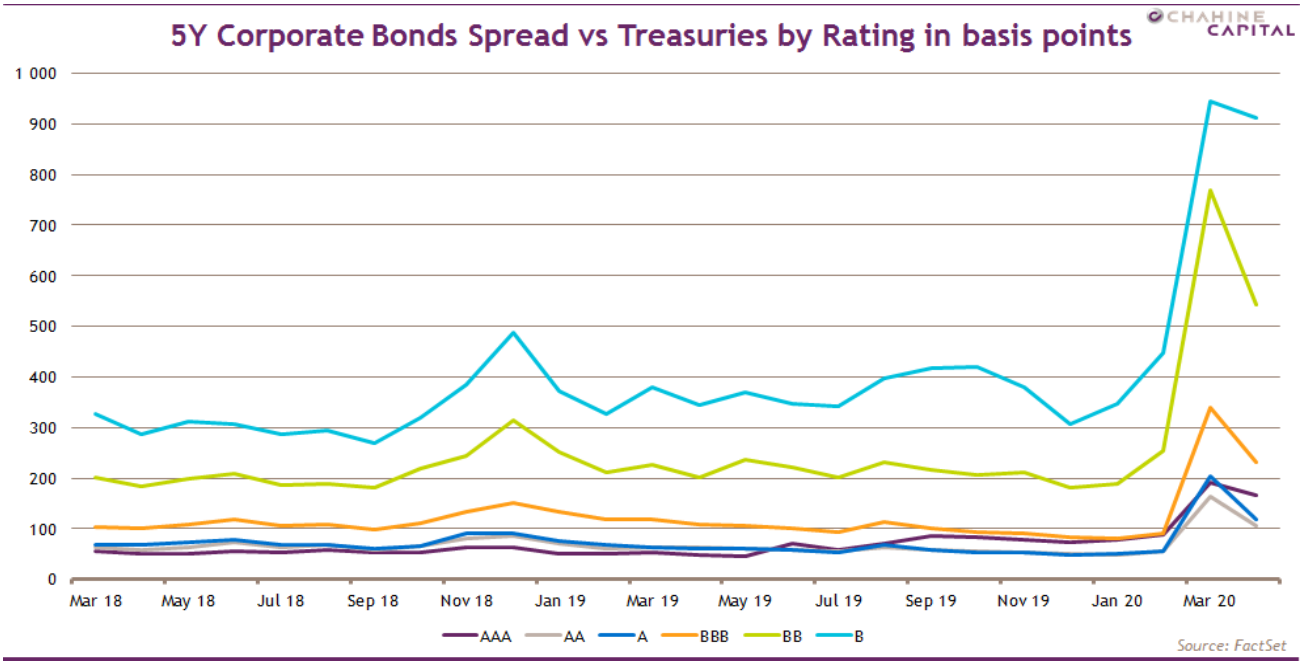


La BCE a imprimé moins de billets que la Fed … pour le moment



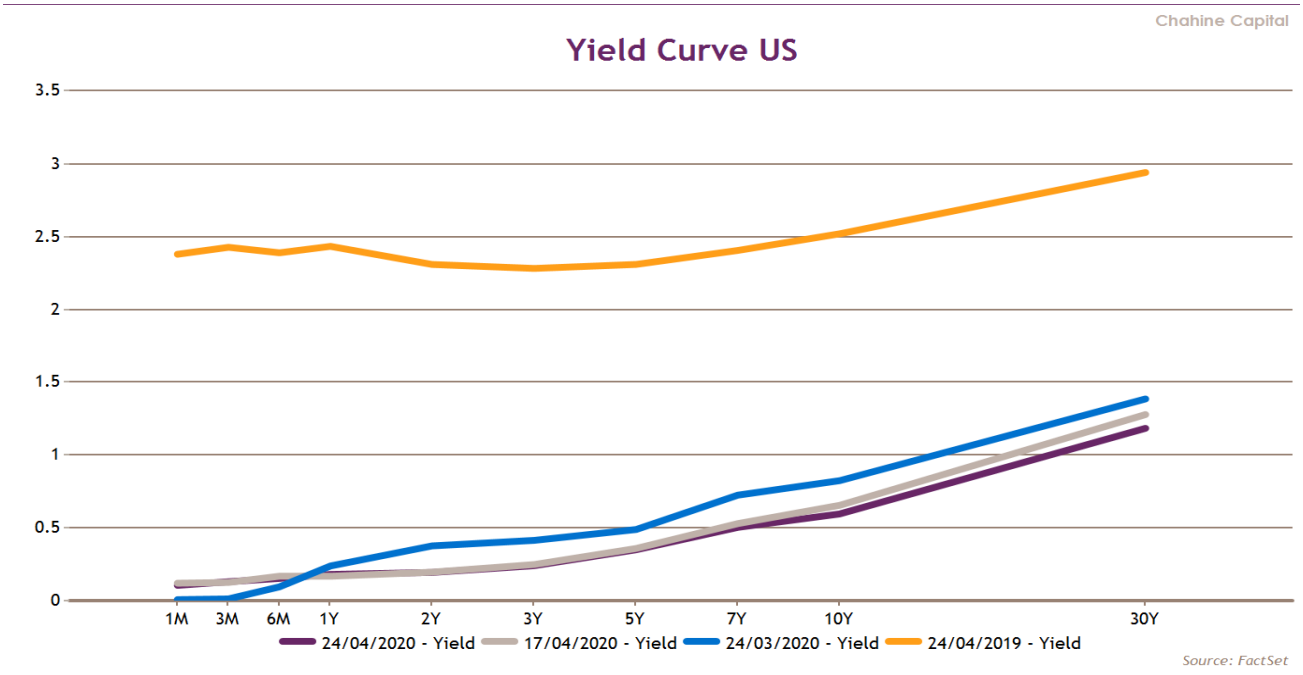
Non seulement les banques centrales impriment des billets, mais elles sont devenues flexibles quant à leurs achats d'actifs. Les marchés de taux disloqués par la crise ont retrouvé de la couleur après l'annonce par la Fed qu'elle achèterait des obligations à haut rendement et des ETF. Les spreads ont fortement baissé, sauf sur les junk bonds. La BCE a également relâché ses critères en achetant de la dette grecque et prévoit des achats d'obligations à haut rendement.

Vers un retour au calme sur les marchés de taux



Signalons enfin que la courbe des taux américaine reste très basse et a encore baissé sur le mois notamment sur les échéances longues. Elle s'aplatit un peu plus, signe qui indique que nous allons rester pendant longtemps avec des taux à zéro.

Un certain aplatissement de la courbe



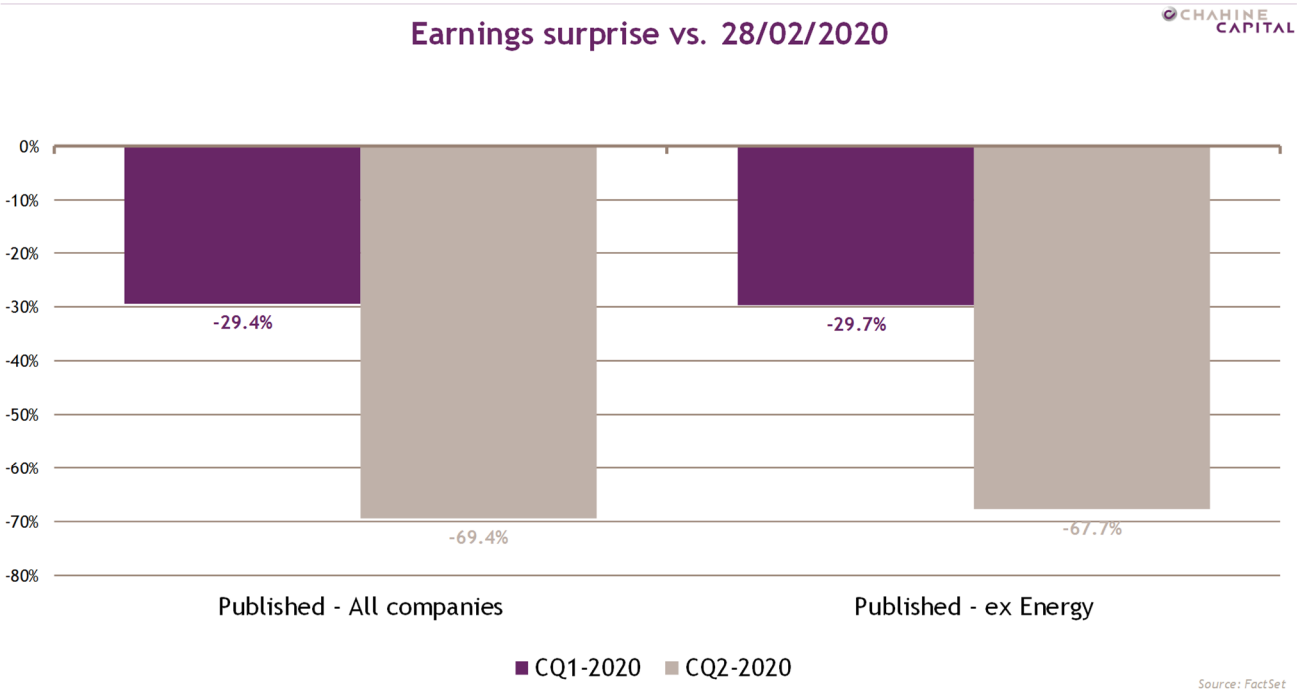
Ces avalanches monétaires ont finalement permis de soutenir les marchés financiers expliquant en bonne partie l'énorme rebond que l'on constaté.

Signalons enfin que l'or a toujours sa place dans une allocation dans cet environnement anxiogène où les rendements sont négatifs et qui est une assurance en cas de dislocation ultérieure des marchés.

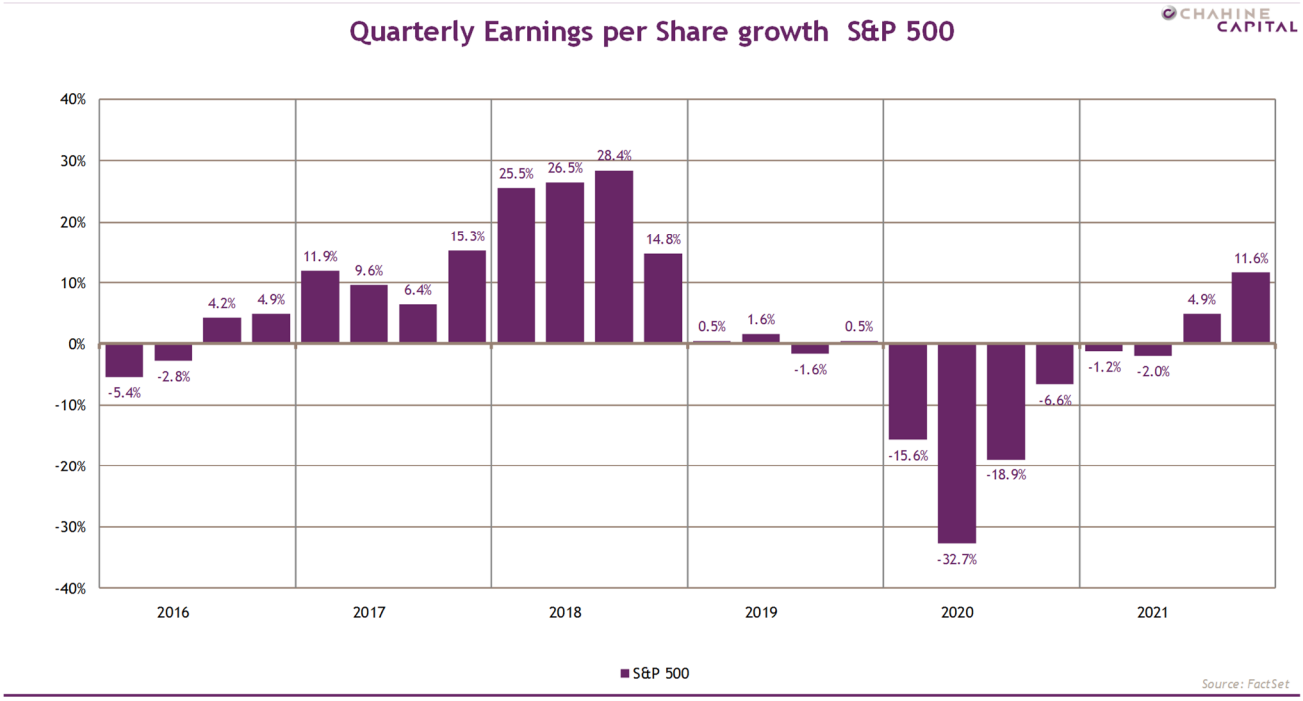
34% de baisse des profits en 2020 (estimation JCC)

Avec les parutions trimestrielles qui battent leur plein aux Etats Unis, nous avons enfin quelques chiffres concrets pour mesurer l'impact de la crise. 329 sociétés du Russell 3000 ont publié leurs résultats représentant 22.5% de la capitalisation boursière. Dans l'ensemble, ils ont affiché quasi 30% de moins de profits que ce qui était prévu en février pour T1. Mais les perspectives qu'ils ont données pour T2 sont un vrai effondrement : 70% de moins que ce qui était prévu. Les chiffres Hors Energie ne sont pas significatifs car les grands ténors n'ont pas encore publié leurs résultats. Au niveau du CA, c'est 1.2% de moins qu'attendu pour T1 et 14.3% pour T2. Dans les révisions monstrueuses sur T2 on trouve les financières comme JP Morgan avec 6mds de $ en moins sur T2 et plusieurs milliards de révisions pour ses collègues qui ont budgété un paquet de créances douteuses. Le croisiériste Carnival prévoit 863 M$ de CA contre 5 024 M$ attendus en T2. Les quelques rares bonnes nouvelles sont des sociétés de niche comme Netflix ou des grands groupes de distribution comme Costco et plusieurs sociétés dans la technologie.

T2 pourrait être en perte, une fois les pétrolières incluses



Le consensus sera amené à d'autres révisions

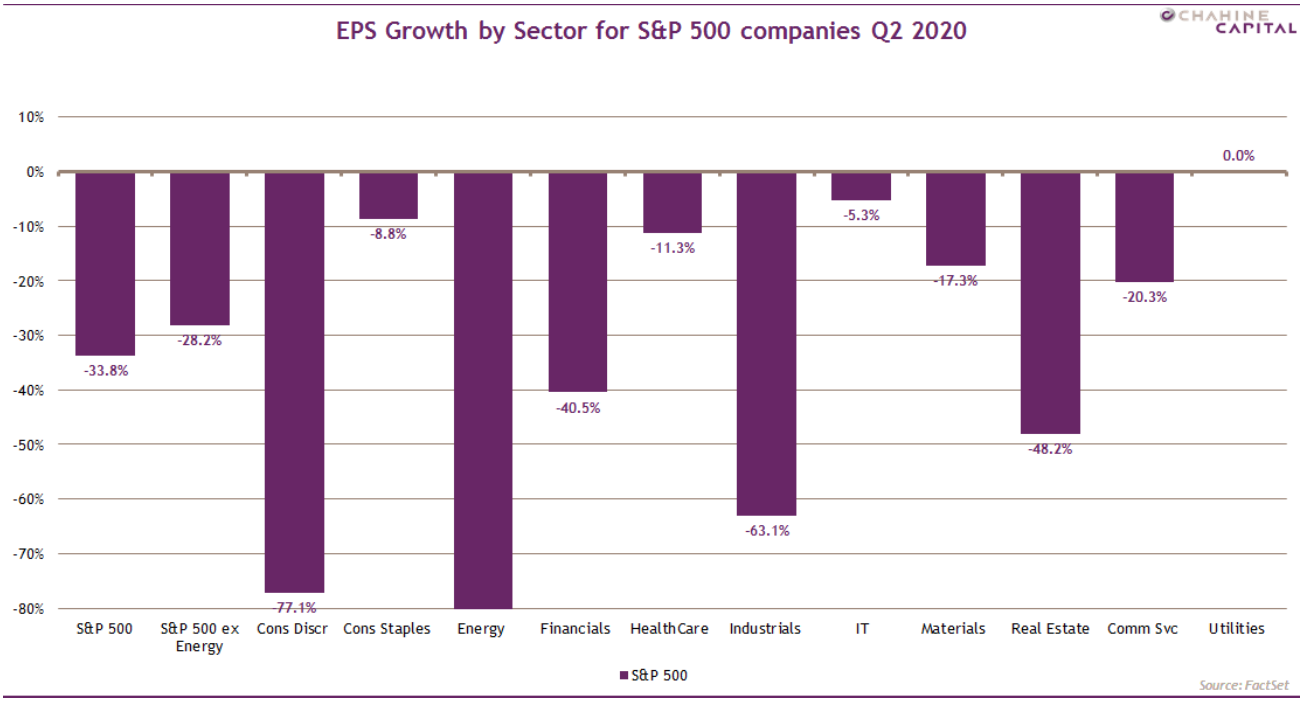


Les chiffres du consensus nous semblent encore optimistes sauf T2 mais qui doit être corrigé du biais des pétrolières. Nos propres estimations pour 2020 seraient de -19.4% pour T1, -48.6% pour T2, -46.2% pour T3 et -22.2% pour T4. L'ensemble de 2020 serait selon nos estimations Top Down en baisse de -34.4% contre -17.8% affiché par le consensus. Notre estimation à « chaud » le mois dernier et en l'absence de chiffres utilisables était pour une baisse de 21.3% des profits 2020. Rappelons que durant la crise financière de 2008, les profits avaient baissé de 28% sur année et 32% par rapport à leur point haut.

Pour 2021, le consensus prévoit un rebond de 26.2% et nous prévoyons un rebond de 34.4% sur une base 2020 beaucoup plus faible. Notre modèle estime un BNA de 144 points en 2021 vs. 169 points pour le consensus contre un haut de cycle en 2019 de 163 points. C'est sur ces hypothèses que nous avons chiffré le marché.

L'impact de la crise est très variable selon les secteurs si l'on analyse les révisions faites sur T2 qui sera le trimestre le plus impacté à ce stade de nos connaissances. Les sociétés pétrolières seront dans le rouge vif suivies du secteur des biens de consommation cycliques où l'on trouve tout le secteur restauration, voyage, loisirs, croisières, automobile et les divers commerces non alimentaires. Seul Amazon bat des records dans ce secteur. Le secteur industriel est partiellement à l'arrêt notamment avec Boeing et toutes les industries connexes. L'immobilier est également fortement impacté par les centres commerciaux à l'arrêt, les hôtels vides et les espaces bureaux incapables de payer les loyers. Le secteur financier se prépare à enregistrer les défaillances des entreprises et des particuliers mais semble mieux armé qu'en 2008. Le secteur IT reste remarquablement à l'abri.

Un torrent de révisions des résultats sur T2



Valorisation des marchés

Notre valorisation du marché américain reste en ligne avec celle du mois dernier, avec un objectif de cours « à moyen terme » de 3 092 points pour des taux à 30 ans à 1.20% contre 1.38% le mois dernier. Notre précédent objectif était de 3 030 points. La clôture de vendredi était à 2 837 points. Ce scénario suppose un retour à une « normale » dont personne ne connait le contour pour le moment.

Encore du potentiel de hausse

S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	0.75%	1.00%	**1.20%**	1.50%	2.00%
Deep recession: -38% in 2020, 14% in 2021 - CAGR -3.7%	**2 691**	**2 498**	2 360	2 177	1 922
Implied Scenario CAGR -2% over 8 years	3 179	2 956	**2 798**	2 587	2 293
Return to normal: -34% in 2020, 34% in 2021 - CAGR -0.2%	3 531	**3 274**	**3 092**	**2 849**	2 511
Current Index S&P 500			**2 837**		

Ce scénario table sur un CAGR 8 ans entre 2019 et 2027 de -0.2%, ce qui signifie une baisse des profits entre deux hauts de cycle. Cette valorisation est très positivement impactée par les taux longs de 1.20% qui laissent anticiper une économie molle sur de longues années. Pour la n^{ème} fois, le marché sera sauvé

par l'arrosage de liquidités, et par hélicoptère cette fois ci. Nous avons chiffré un scénario d'une profonde récession qui dure dans le temps avec extension à 2021. Les cours se situeraient entre 2 498 et 2 691 points compte tenu d'une baisse nouvelle des taux. Nous constatons également que les énormes liquidités qui se déversent sur l'économie ne font que gonfler la valeur des actifs financiers et ont du mal à ranimer l'économie réelle. Peut-être durant cette récession on finira par injecter de l'argent chez les ménages afin de sortir de la déflation.

Le mois dernier, nous étions passés de sous pondération à surpondération à partir d'un cours de 2 650 points accessible à nos lecteurs. Notre benchmark reste à 40% d'exposition et la surpondération sera atteinte mécaniquement par la hausse du marché. Nous maintenons cette position de surpondération en redevenant prudent à partir de 2 940 points où l'on stoppera les achats.

En zone Euro, le consensus 2020 a vite dégringolé à -27%, chiffre qui était notre estimation le mois dernier. Nous anticipons maintenant 50% de baisse des profits cette année. Les révisions sont colossales en tête desquelles Total passe de 11 Mds € de profits prévus cette année à 3 Mds €. Les révisions sont lourdes dans les banques, l'automobile, Airbus, Adidas, Siemens… Malheureusement, on craint que les chiffres définitifs ne soient encore plus exécrables, notamment si les banques commencent à tanguer et que les Etats viennent à leur secours, car elles sont plus fragiles qu'aux USA. Les rares secteurs qui résistent sont les pharmaceutiques, les produits de consommation courante, les télécoms grâce à l'envolée du télétravail. Nous avons prudemment estimé un rebond de 34% en 2021. Les taux sont toujours très bas et notre objectif de cours est à 112 points pour le MSCI Emu pour une clôture à 100 points.

Le marché européen dépendra d'un vigoureux plan de relance

MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.66%	1.00%	1.25%
Deep recession: -50% in 2020, 34% in 2021 - CAGR -9.7%	**109**	**101**	96	88	83
Implied Scenario: CAGR -10.1% over 8 years	114	106	**102**	93	88
Return to normal: -50% in 2020, 34% in 2021 - CAGR -7.7%	127	117	**112**	**102**	**95**
Current Index MSCI EMU			**100**		

Conclusions

Une grande lassitude commence à s'emparer des foules confinées depuis des semaines et des mois, mais heureusement un vent d'optimisme a soufflé suite aux annonces simultanées de plusieurs pays de procéder au déconfinement, même si c'est fait avec d'infinies précautions. Le Covid n'a pas hélas disparu, mais on a réussi à « aplatir la courbe » pour permettre au système de santé de faire face. On est toujours à la recherche de la molécule miracle qui permettrait de soigner le virus ou le vaccin qui permet d'immuniser la population. Hélas, ni l'un ni l'autre ne sont là. Les gouvernements se sont donc résignés à réexposer leur population au virus et naviguer à vue faute d'un outil statistique fiable. Un chiffre clé n'est toujours pas disponible, celui qui calcule le taux de mortalité par rapport aux personnes réellement infectées et non aux personnes TESTEES (IFR pour Infection Fatality Rate). Entre les deux il y a un facteur parfois de plus de 50. Une « tambouille » de recherches allant de la ville allemande de Gangelt au navire Diamond Princess donne une estimation entre 0.15% et 0.60%, loin des statistiques qui donnent 7% par rapport aux cas détectés. Si l'on estime à 60% le taux de personnes infectées au final, cela donnerait une mortalité comprise entre 54 000 et 108 000 décès pour la France, concentrés sur les personnes à risque. A moins qu'un remède n'intervienne entre temps. La Suède a choisi la méthode frontale en laissant ouverts bars et restaurants mais avec d'infinies précautions par ailleurs. Stockholm serait bientôt immunisé d'après les autorités. La gestion statistique va enfin trouver une réponse en Allemagne qui établit 3 panels représentatifs dont un national de 15 000 personnes tirées au hasard. Il devrait apporter beaucoup de réponses que les scientifiques et les politiques sont en train de chercher.

Le marché pense qu'on finira par faire face à la pandémie au vu des déconfinements. Il a rebondi de 27% du point bas pour le S&P500, rassuré par une avalanche de liquidités qui s'est déversée. L'indice Vix s'est fortement replié et la baisse est limitée à 11.7% cette année après une hausse de 31.5% en 2019. La zone Euro souffre plus en raison de la prévalence des banques et du pétrole. Sans surprise le secteur de la santé résiste le mieux avec le secteur IT. Les estimations du PIB pour 2020 commencent à émerger et c'est une chute entre 5 et 10% qui est attendue, la Chine se contentant de +2%. Il faut remonter à la grande dépression pour des corrections pareilles. On commence à voir le raz de marée du chômage aux US avec 26M de nouveaux chômeurs en quelques semaines. Ils sont pour le moment bien couverts, mais pour combien de temps ?

Le bilan des banques centrales explose à coup de trillions avec 2.5 trillions pour la Fed et tout le monde imprime des billets frénétiquement. La Fed s'est mise à acheter même des junk bonds pour réparer les marchés de crédits disloqués et la BCE fait de même. Les relances budgétaires sont faites un peu partout, mais la zone Euro n'a pas la même flexibilité que la Fed, les 19 membres n'ayant pas les mêmes intérêts. L'Italie est à bout de souffle d'émission de la dette qui est en bonne partie achetée par la BCE. Elle voudrait voir des Eurobonds. L'Europe a débloqué 540Mds€, et pour la première fois la Commission Européenne compte rentrer dans la danse à coup de trillions et non de Mds pour relancer l'économie. Un accord à ce sujet donnera un coup de fouet au marché. Et pour la première fois, tous les Etats sont amenés à utiliser l'aide directe aux populations.

Grâce aux parutions des résultats de T1, on commence à avoir une meilleure vue des profits 2020. Ils en sont à -18% pour le consensus que nous estimons plutôt à -34% et un rebond de 34% en 2021. Notre modèle de prévision estime le CAGR 8 ans à -0.2% entre deux hauts de cycle, ce qui est prudent. Notre objectif de cours est légèrement rehaussé à 3092 points et nous maintenons notre position de surpondération prise le mois dernier, avec une prudence à partir de 2940 points. L'objectif pour le MSCI Emu est de 112 points pour une clôture à 100.

Nous souhaitons à tous nos lecteurs une bonne santé et une rapide sortie de crise.

Jacques Chahine

STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 24/4/2020 (in local currency)

Data as of 24/04/20	Weight vs MSCI World	Perf 2020	Perf 2019	Weighted P/E 2021	Weighted P/E 2020	% Wted EPS Chge 2021	% Wted EPS Chge 2020	% Wted EPS Chge 2019	Div Yield 2020	Revision vs M-2% Fiscal 21	Revision vs M-2% Fiscal 20
MSCI The World Index	**100.0%**	**-15.76%**	**25.30%**	**15.3 x**	**18.8 x**	**22.7%**	**-17.1%**	**-0.8%**	**2.64%**	**-13.4%**	**-21.8%**
MSCI USA	64.6%	-12.10%	29.20%	17.1 x	21.2 x	23.5%	-15.6%	-0.6%	2.10%	-12.8%	-20.9%
MSCI Japan	8.3%	-17.70%	15.70%	11.9 x	13.8 x	16.0%	0.6%	-19.9%	2.97%	-9.0%	-13.8%
MSCI EMU	12.2%	-23.92%	21.70%	12.2 x	15.7 x	28.9%	-24.1%	0.1%	3.73%	-17.2%	-29.1%
MSCI Europe	22.7%	-21.00%	22.17%	12.9 x	16.3 x	26.2%	-23.6%	3.6%	3.92%	-15.8%	-27.1%
MSCI Europe ex Energy	21.5%	-19.80%	23.79%	12.9 x	15.8 x	22.4%	-19.3%	5.5%	3.59%	-13.1%	-22.6%
MSCI Austria	0.1%	-37.05%	13.38%	8.0 x	10.7 x	33.4%	-31.2%	-24.9%	5.12%	-25.4%	-39.1%
MSCI Belgium	0.4%	-32.98%	19.36%	12.0 x	14.7 x	22.5%	-25.2%	10.7%	3.96%	-15.3%	-25.2%
MSCI Denmark	0.9%	0.70%	28.95%	21.5 x	27.3 x	26.8%	-10.8%	-4.0%	1.79%	-6.9%	-15.3%
MSCI Finland	0.4%	-15.62%	8.28%	14.1 x	16.8 x	18.8%	-12.2%	-0.6%	4.06%	-7.5%	-13.3%
MSCI France	4.5%	-25.11%	26.10%	12.9 x	16.7 x	29.3%	-26.4%	4.8%	3.59%	-18.9%	-31.4%
MSCI Germany	3.2%	-22.22%	20.09%	11.3 x	15.0 x	33.6%	-19.0%	-4.5%	3.43%	-12.8%	-26.1%
MSCI Great-Britain	4.7%	-23.92%	11.37%	11.9 x	14.9 x	26.0%	-26.6%	-5.4%	5.21%	-16.9%	-29.2%
MSCI Ireland	0.1%	-22.66%	21.49%	15.6 x	20.0 x	27.8%	-14.7%	-23.8%	1.22%	-16.5%	-28.0%
MSCI Italy	0.8%	-29.59%	25.49%	9.8 x	12.5 x	26.9%	-30.2%	-0.1%	5.93%	-25.5%	-36.2%
MSCI Netherlands	1.6%	-14.92%	26.85%	15.1 x	18.9 x	25.8%	-13.8%	-8.3%	2.74%	-11.1%	-20.0%
MSCI Norway	0.3%	-19.32%	8.26%	12.3 x	18.2 x	48.4%	-28.1%	-11.1%	5.72%	-18.5%	-37.7%
MSCI Spain	1.0%	-31.01%	9.85%	10.9 x	13.5 x	23.2%	-36.4%	7.2%	5.08%	-25.5%	-36.7%
MSCI Sweden	0.9%	-14.71%	25.01%	12.9 x	18.1 x	40.0%	-41.1%	68.7%	3.20%	-3.7%	-27.0%
MSCI Switzerland	3.5%	-8.55%	26.97%	16.3 x	18.4 x	12.9%	-4.5%	9.9%	3.27%	-8.0%	-11.7%
MSCI Europe Consumer Discretion	2.8%	-27.07%	30.01%	12.8 x	20.5 x	60.3%	-38.7%	-10.6%	2.31%	-22.1%	-45.6%
MSCI Europe Consumer Staples	3.6%	-9.15%	22.38%	16.6 x	18.3 x	10.0%	-3.5%	9.5%	3.26%	-6.3%	-8.6%
MSCI Europe Energy	1.2%	-37.66%	3.55%	12.2 x	31.9 x	161.5%	-73.8%	-14.8%	9.91%	-44.4%	-76.3%
MSCI Europe Financials	3.1%	-36.24%	17.31%	7.8 x	9.8 x	25.1%	-32.2%	14.0%	5.84%	-18.7%	-31.1%
MSCI Europe Health Care	3.7%	1.83%	28.40%	16.1 x	17.9 x	11.2%	3.7%	9.4%	2.76%	-1.7%	-2.1%
MSCI Europe Industrials	2.8%	-27.60%	32.02%	14.0 x	18.6 x	32.8%	-26.5%	6.7%	3.08%	-17.3%	-31.1%
MSCI Europe Information Technol	1.5%	-11.14%	36.00%	18.3 x	23.4 x	27.9%	-3.4%	4.9%	1.29%	-8.6%	-16.4%
MSCI Europe Materials	1.5%	-22.15%	21.39%	13.7 x	17.2 x	25.4%	-19.4%	-12.4%	4.10%	-16.0%	-26.9%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-28.44%	18.93%	12.8 x	13.4 x	4.6%	-15.2%	-21.4%	5.21%	-7.8%	-10.0%
MSCI Europe Communication Serv	1.1%	-24.08%	0.60%	10.9 x	12.6 x	15.0%	-10.9%	3.8%	5.18%	-7.8%	-10.0%
MSCI Europe Utilities	1.2%	-14.37%	24.29%	13.1 x	14.2 x	7.8%	-4.2%	23.7%	5.46%	-5.2%	-6.9%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 24/04/2020

Disclaimer

We do not warrant, endorse or guarantee the completeness, accuracy, integrity, or timeliness of the information provided in this publication. You must evaluate, and bear all risks associated with, the use of any information provided here, including any reliance on the accuracy, completeness, safety or usefulness of such information. This information is published solely for information purposes, and is not to be construed as financial or other advice or as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. Any information expressed herein on this date is subject to change without notice. Any opinions or assertions contained in this information do not represent the opinions or beliefs of the publisher. The publisher or one or more of its employees or writers may have a position in any of the securities discussed herein.

THE INFORMATION PROVIDED TO YOU HEREUNDER IS PROVIDED "AS IS," AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, J.CHAHINE CAPITAL AND ITS AFFILIATES, BUSINESS ASSOCIATES AND SUPPLIERS DISCLAIM ALL WARRANTIES WITH RESPECT TO THE SAME, EXPRESS, IMPLIED AND STATUTORY, INCLUDING WITHOUT LIMITATION ANY IMPLIED WARRANTIES OF MERCHANTABILITY, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE, ACCURANCY, COMPLETENESS, AND NONINFRINGEMENT. TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW,NEITHER DIGITAL ANALYTICS NOR ITS AFFILIATES,NOR THEIR RESPECTIVE OFFICERS, MEMBERS DIRECTORS, PARTNERS, BUSINESS ASSOCIATES OR SUPPLIERS WILL BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, INCIDENTAL, SPECIAL, CONSEQUENTIAL OR PUNITIVE DAMAGES, INCLUDING WITHOUT LIMITATION DAMAGES FOR LOST PROFITS OR REVENUES, GOODWILL, WORK STOPPAGE, SECURITY BREACHES, VIRUSES, COMPUTER FAILURE OR MALFUNCTION, USE, DATA OR OTHER INTANGIBLE LOSSES OR COMMERCIAL DAMAGES, EVEN IF ANY OF SUCH PERSON IS ADVISED OF THE POSSIBLILITY OF SUCH LOSSES, ARISING UNDER OR IN CONNECTION WITH THE INFORMATION PROVIDED HEREIN OR ANY OTHER SUBJECT MATTER HEREOF.

The contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of the Luxemburg and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of Chahine Companies. To obtain reproduction consent, e-mail ***info@chahinecapital.com***.