

Faut-il trouver refuge dans l'or ?

Conclusions

Le Covid continue de narguer la planète et sévit dès qu'on relâche la bride. Les marchés financiers sont plus influencés par son évolution que par les politiques monétaires. Entre un déconfinement réussi en Europe et un échec patent aux US, la bourse hésite. Les chances de réélection de Donald Trump se sont réduites par la légèreté de sa gestion de la crise et la rentrée sera dominée par le Covid et les élections présidentielles où le candidat Biden est jugé peu favorable à la Bourse.

La crise a révélé la domination de l'économie digitale et son accélération. Le secteur IT pèse 27.7%, et en y ajoutant le secteur Communications Services où se trouvent Google et Facebook, on est à 38.4%. L'emploi dans le secteur de l'information n'est que de 2.6M sur une population active de 152M. Les pertes d'emploi ont été limitées. Le secteur des Loisirs Hôtellerie Restauration a perdu 7 millions d'emplois sur un total de 19 millions et son poids dans la capitalisation est passé de 1.9% à 1.5%. Les faillites se sont accélérées dans le commerce de détail mettant en difficulté les centres commerciaux et les sociétés immobilières qui les exploitent. Les petits exploitants pétroliers tombent les uns après les autres, laissant des dettes conséquentes derrière elles. Les exploitants fragiles dans l'hôtellerie ont obtenu des moratoires mais si la crise persiste, les faillites et les créances douteuses vont accélérer. Le secteur financier a fondu avec la crise, ne représentant que 10.2% de la capitalisation contre 22.6% en 2006. Mais le pire a été évité grâce à la Fed qui a injecté des liquidités partout et a un programme de 750Mds pour acheter de la dette privée, parfois junk. Les spreads de taux sont revenus à la normale pour les crédits de qualité, mais restent tendus pour les crédits risqués. Le secteur IT et la Santé n'ont pas souffert de la crise et ont retrouvé leur plus haut. Des hausses de plus de 100% sont enregistrées pour des bio technologiques en quête de vaccin ou une IT DocuSign qui a permis les signatures électroniques durant la crise. Le cours de Tesla s'est envolé de 129%, justifiant ce que nous appelions un ordinateur sur 4 roues. Le commerce en ligne poursuit son ascension. Grâce au poids de l'économie digitale, la bourse a rattrapé une bonne partie de ses pertes et n'est qu'à 10% de son plus haut, avec des divergences énormes par secteur entre le digital et le réel.

Les injections de liquidité vont certainement se poursuivre ; la Fed a injecté en quelques semaines autant de liquidités que sur 6 ans pour la crise de 2008. Jusque-là, personne n'a trouvé à redire sur cette injection de monnaie, tant qu'il y a la CONFIANCE. L'inflation n'a pas surgi car la demande est atone et l'argent a gonflé l'épargne. Les opportunités d'investissements sont limitées compte tenu du risque environnant et de l'absence de projets viables. Les obligations d'Etat sont à des taux nuls, voire négatifs et les obligations corporate ont un faible rendement quand elles sont AAA. Le marché actions est profond mais les mêmes actifs valent de plus en plus cher. Si les banques centrales continuent d'inonder les marchés de « papier », elles ne peuvent pas IMPRIMER de l'OR qui a surperformé toutes les classes d'actifs sur 20 ans, surperformant le S&P 500 depuis la crise de 2018 après avoir été misérable entre 2011 et 2018. Il reste cependant encore loin de ses plus hauts relatifs des années de crise de 2008. Même si nous prenons le train un peu tard, nous recommandons une exposition OR à travers du physique, papier ou les mines tant que les taux sont quasi nuls.

La croissance mondiale 2020 est prévue en baisse de 3.9%, de 7.6% en zone Euro et pire pour les pays du Sud dont la France. Les US sont à -5% et l'Asie reste en croissance et résiste mieux que l'OCDE. Les prévisions de profits restent stables et notre modèle anticipe -26% cette année suivi de 14% en 2021 pour le S&P500. Le marché se paie 18.6 x les résultats de 2021. Notre valorisation du S&P 500 reste assez stable à 2935 points pour une clôture à 3009 avec un CAGR à -0.1%. Nous maintenons notre opinion de surpondérer et nous avons en vue de nous renforcer si l'indice corrige en dessous des 2900 points via une vente de call qui peut rapporter 70 points.

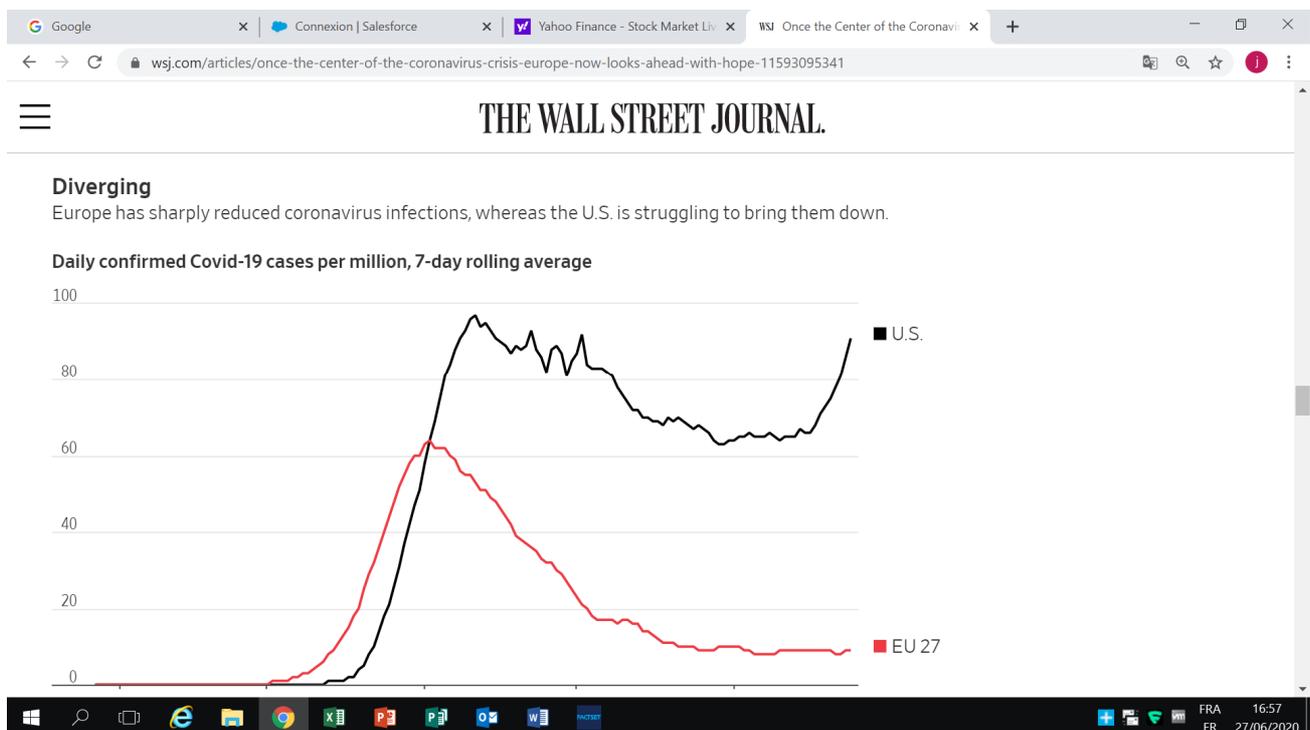
Jacques Chahine



La mauvaise gestion de la pandémie aux US inquiète Wall Street

Le monde est devenu de plus en plus incertain avec une crise qui n'a pas d'égal dans l'histoire et ce n'est pas un superlatif. Le Covid n'arrête pas de narguer la planète et sévit dès qu'on relâche la bride. L'actualité est ponctuée par les bonnes nouvelles de déconfinements réussis et des angoisses d'une seconde vague. Les Etats Unis, la première économie mondiale, donne des soucis par une gestion désordonnée de la crise où la légèreté du président Trump a été mise à nu. Cela risque de lui coûter sa réélection qui était quasi assurée avant la crise. Ses encouragements aux États de s'ouvrir très rapidement et sans précaution a entraîné une flambée de nouveaux cas obligeant plusieurs États à revenir en arrière, aggravant la situation économique du pays. Le graphique ci-dessous illustre l'écart entre l'Europe et les US avec le nombre de cas recensés par jour et pour 1 million d'habitants. Depuis le 24 juin, la tendance s'est même accélérée.

Nombre de cas confirmés pour 1 million d'habitants



Les espoirs sont focalisés sur un vaccin efficace alors qu'une dizaine sont déjà en phase de test avec des technologies différentes. Mais, comme pour la grippe, le vaccin pourrait s'avérer modérément efficace et de courte durée. Ce qui est plus concret, ce sont les progrès dans le traitement de l'infection et des infrastructures dorénavant prêtes à mieux gérer une deuxième vague. Le taux de mortalité a baissé de ce fait. Dans le pire des cas, il faudra peut-être vivre avec ce virus comme on vit avec la grippe, le confinement généralisé ayant déjà détruit en bonne partie l'économie.

L'économie digitale accélère sa domination

L'indice phare américain S&P 500 fait des allers retours au rythme des bonnes et mauvaises nouvelles sur l'évolution du Covid et son impact sur l'économie. Depuis notre dernière lettre à une clôture de 3044

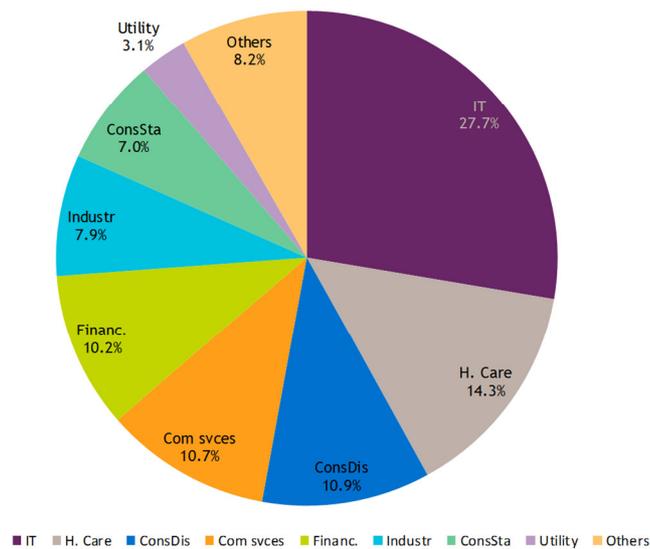


points, on termine le mois à 3009 points en raison de l'accélération du nombre de cas aux US et de quelques foyers d'infection en Europe. Pourtant, les banques centrales continuent à maintenir des guichets ouverts illimités et des taux d'intérêt nuls ou négatifs. Les investisseurs commencent à s'inquiéter un peu de l'économie réelle alors que les actifs ont été inflatés par la masse d'argent qui s'est soudainement déversée. La crise a mis en évidence la dichotomie entre l'économie virtuelle et l'économie réelle, celle qui pourvoit le plus d'emplois. Le secteur IT n'arrête pas de gonfler en bourse, bien qu'on y ait détaché des valeurs comme Google ou Facebook qui sont classées en « Communication Services ». Si l'on ajoute ces deux secteurs, cela représente 38.4% de la capitalisation, dont 27.7% pour le IT. Les deux secteurs combinés emploient 2.6M de personnes sur une population active de 152M avant la crise. Le secteur de l'Information, au sens du marché de l'emploi, recouvre l'informatique, la presse, le spectacle et les télécom. Même cette industrie a perdu 300.000 emplois concentrés dans les spectacles et la partie purement informatique occupe à tout casser 700.000 personnes.

Effondrement de l'économie réelle en faveur de l'économie virtuelle

Sectors weights in S&P 500

CHAHINE
CAPITAL



Source: FactSet

Disparition des emplois dans l'économie réelle

	May-20	Apr-20	Mar-20	Feb-20	Jan-20
Total nonfarm	132 912	130 403	151 090	152 463	152 212
Total private	111 732	108 638	128 362	129 718	129 498
Goods-producing	19 382	18 713	21 086	21 205	21 149
Mining & logging	632	652	706	714	712
Construction	7 043	6 579	7 574	7 639	7 593
Manufacturing	11 707	11 482	12 806	12 852	12 844
Private service-providing	92 350	89 925	107 276	108 513	108 349
Trade, transportation & utilities	24 866	24 498	27 723	27 830	27 832
Information	2 578	2 616	2 888	2 894	2 894
Financial activities	8 596	8 563	8 827	8 845	8 823
Professional & business services	19 394	19 267	21 456	21 550	21 523
Education & health services	22 242	21 818	24 408	24 586	24 534
Leisure & hospitality	9 824	8 585	16 124	16 867	16 808
Other services	4 850	4 578	5 850	5 941	5 935
Government	21 180	21 765	22 728	22 745	22 714



L'hécatombe dans l'économie réelle

A l'opposé, le secteur des Loisirs Hôtellerie Restauration a perdu 7 millions d'emplois sur une perte totale de 19 millions et son poids dans la capitalisation est passé de 1.9% à 1.5%, alors qu'il représentait 7.5% de la population active. Un autre secteur impacté est le commerce de détail non alimentaire et notamment l'habillement qui a vu la moitié des emplois disparaître. Le secteur était déjà bien malade avant la crise et les faillites n'ont fait que s'accélérer depuis, entraînant dans leur sillage des fermetures dans les centres commerciaux qui ont généré une crise sévère dans l'immobilier.

Le secteur financier a fondu avec la crise et représente 10.2% de la capitalisation, alors qu'il était à 12.6% avant la crise. Pour mémoire, le secteur pesait 22.6% fin 2006 ! Il faut ajouter le secteur immobilier qui représente 3% de la capitalisation qui avec la finance emploie 8.8M de salariés. Sa valeur ajoutée reste énorme, mais n'est plus ce qu'elle était dans les années 2000. Et le plus dur reste à venir pour ce secteur car les faillites sont en train de se propager comme un feu de forêt. Par exemple, dans le secteur de l'hôtellerie, les banquiers ont tous accepté un moratoire de 3 mois sur le paiement des crédits, mais les hôtels restent encore désespérément vides et les débiteurs fragiles seront obligés de remettre les clés aux banquiers, à moins que la Fed n'intervienne énergiquement avec des prêts garantis par l'État qui serviront à payer les banques. Les « servicers » en charge de collecter les crédits packagés sous forme d'obligations (CMBS, Commercial Mortgage Backed Securities) sont plus virulents que les banquiers et se montrent inflexibles ; ils n'hésiteront pas à saisir les propriétés.

Les faillites sont retentissantes dans le commerce de détail et notamment dans le textile. Citons quelques icônes comme J.C. Penney, Neiman Marcus, J.Crew, Ann Taylor... Zara va fermer 1200 magasins aux US et accentue sa conversion vers le digital qui va passer de 14% à 25% en 2022. Les faillites américaines se font sous le chapitre 11 qui a le mérite de conserver les branches saines de l'entreprise qui rebondit alors souvent en meilleure santé.

Le secteur « autres » dans notre graphique camembert incluent les produits de base et l'énergie. Ce secteur, autrefois une star qui capitalisait 10.4% fin 2006, n'est plus qu'à 2.8% et une myriade de petits producteurs sont en faillite avec des dettes qui ne valent plus rien. Dans les quasi faillites avec des cours en baisse de plus de 80%, on retrouve essentiellement l'énergie et la faillite retentissante de Hertz. Ce dernier a quelques dizaines de Mds de créances sous forme d'ABS (Asset Backed Securities) garanties sur sa flotte de 500.000 véhicules, et parmi les créanciers Deutsche Bank est sur le coup. Chesapeake est le pionnier du pétrole de schiste, mais a 10Mds\$ de dettes et a perdu 9Mds en Q1 pour dépréciation d'actifs. Des dizaines de plus petits producteurs sont en faillite et sont très endettés. La Fed est intervenue en achetant toutes sortes de dettes privées, à travers les ETF et se prépare à faire des achats en direct.

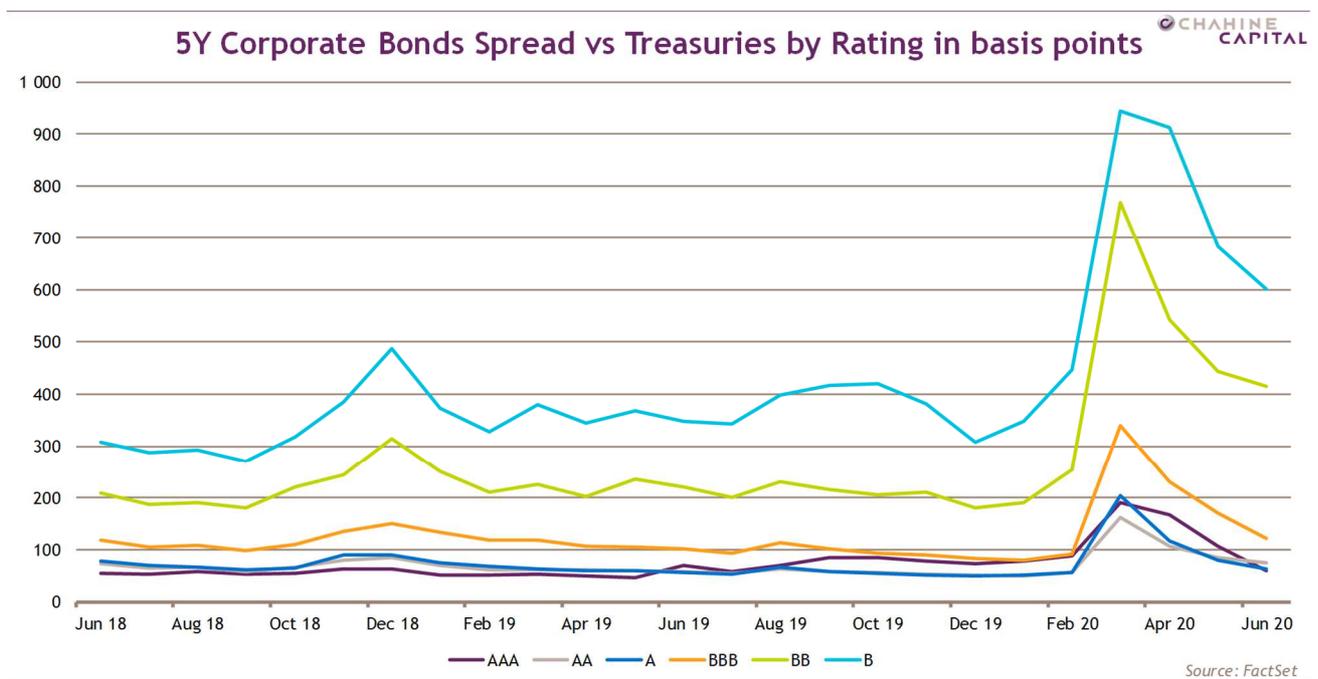
	Sector	Price	Company Market Cap.	% Change YTD
Chesapeake Energy Corporation	Energy	11.85	116	-92.8%
Hertz Global Holdings, Inc.	Industrials	1.49	212	-90.5%
Tellurian Inc.	Energy	1.05	281	-85.6%
Whiting Petroleum Corporation	Energy	1.26	115	-82.8%
CorEnergy Infrastructure Trust, In Real Estate		8.74	119	-80.5%
Centennial Resource Development Energy		0.92	255	-80.1%



L'intervention massive de la Fed a évité le pire

Les actions énergiques de la Fed et du gouvernement ont permis jusque-là de rassurer les marchés et d'éviter une crise financière majeure. Les marchés de crédit ont continué de se détendre et comme le montre le graphique ci-dessous les spreads se sont passablement rétrécis d'autant plus que le crédit avait un meilleur rating. Ainsi, les crédits avec un rating AAA, AA ou A sont revenus à leur niveau d'avant la crise. Mais les crédits classés en B restent encore tendus, les junk bonds affichant un spread de 600bps après un plus haut de 900. Il faut savoir que la Fed a mis de côté 750Mds pour intervenir en cas de nouvelle tension.

Retour vers au calme vers le marché de crédit



Nous avons passé en revue tous les secteurs en difficulté, où le pire peut encore arriver. Le contraste est saisissant avec un pan de l'économie où les cours se sont envolés. Nous avons illustré ce contraste dans le tableau ci-dessous en listant les sociétés de plus de 1Mds\$ de capitalisation et en affichant les plus fortes baisses sur l'année et les plus fortes hausses. Cela va de baisses de 60% à plus de 70%. Les meilleures hausses sont entre 100% et 1800% ! Sans surprise, les laboratoires engagés dans les vaccins et traitements du Covid s'envolent. Moderna, le favori pour le vaccin qui a vu sa capitalisation multipliée par plus de 2, atteint 23.8Mds\$ et même 32Mds au plus haut, alors qu'il a zéro de Chiffre d'affaires mais juste la promesse d'un vaccin efficace. Beaucoup de manipulations financières semblent avoir eu lieu autour de l'homme d'affaires Armeno Libanais Afeyan et beaucoup de critiques sur le succès d'une technologie qui n'a jamais fait encore ses preuves. A part la santé, les stars sont dans l'IT comme DocuSign (dont nous sommes client) qui permet enfin une signature électronique sécurisée et reconnue. Dans l'industrie automobile en pleine déroute, on trouve Tesla en hausse de 129% et une capitalisation ahurissante de 178Mds\$. Le titre est maintenant coté comme « un ordinateur sur 4 roues » et suivi plus par les analystes informatiques qu'automobile. Son avance sur la conduite autonome et l'innovation le rend comparable à l'Apple de l'automobile. Les valeurs cycliques comme Wayfair sont des Amazon spécialisées. Le tableau ci-dessous illustre le contraste entre l'économie réelle et l'économie digitale.



Contraste saisissant entre l'économie réelle et l'économie digitale.

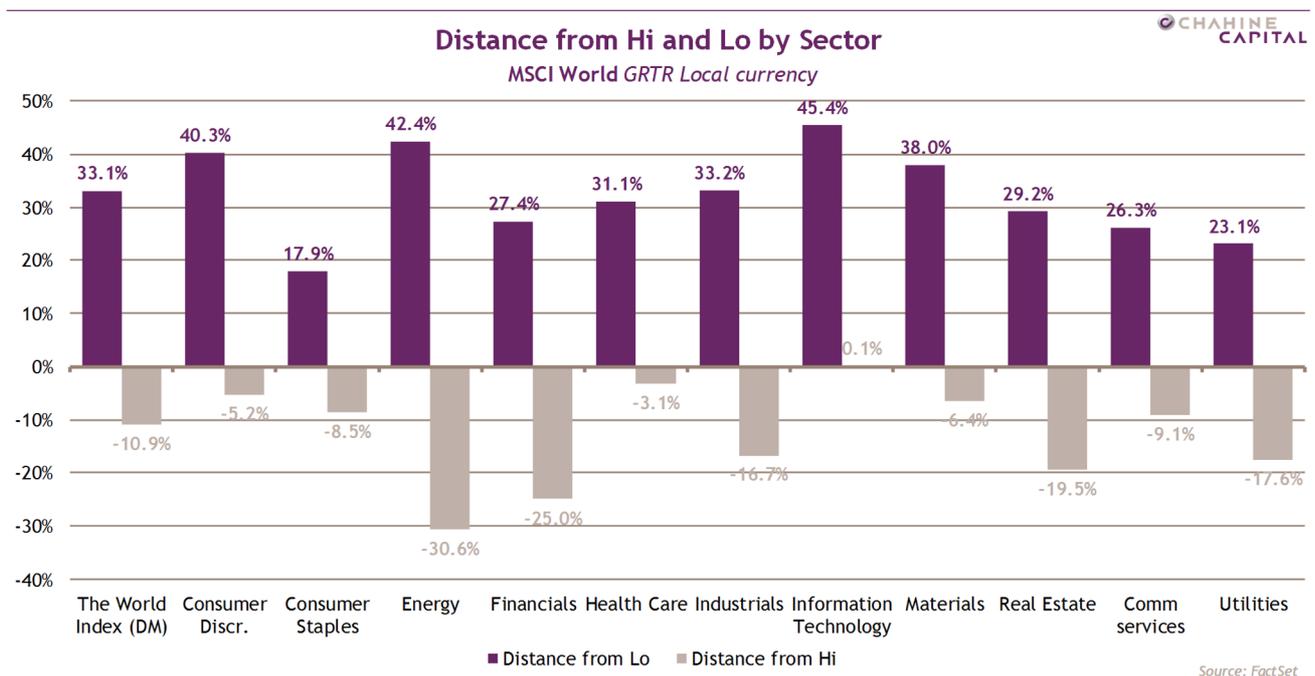
	Sector	Price	Company Market Cap.	% Change YTD
Transocean Ltd.	Energy	1.78	1 094	-74.1%
Norwegian Cruise Line Holdings Lt	Consumer Discretionary	15.28	3 917	-73.8%
Service Properties Trust	Real Estate	6.58	1 083	-73.0%
ChampionX Corporation	Energy	9.35	1 918	-72.3%
Macerich Company	Real Estate	8.05	1 869	-70.1%
MFA Financial, Inc.	Financials	2.30	1 042	-69.9%
PBF Energy, Inc. Class A	Energy	9.57	1 148	-69.5%
Spirit AeroSystems Holdings, Inc.	Industrials	22.32	2 356	-69.4%
Carnival Corporation	Consumer Discretionary	15.78	9 463	-69.0%
Cinemark Holdings, Inc.	Communication Services	11.39	1 339	-66.4%
Sabre Corp.	Information Technology	7.57	2 086	-66.3%
Two Harbors Investment Corp.	Financials	5.08	1 390	-65.3%
Royal Caribbean Cruises Ltd.	Consumer Discretionary	46.41	9 718	-65.2%
Macy's Inc	Consumer Discretionary	6.02	1 864	-64.6%
Nordstrom, Inc.	Consumer Discretionary	14.69	2 307	-64.1%
Noble Energy, Inc.	Energy	9.11	4 370	-63.3%
Ryman Hospitality Properties, Inc.	Real Estate	31.81	1 749	-63.3%
Park Hotels & Resorts, Inc.	Real Estate	9.50	2 238	-63.3%
Kohl's Corporation	Consumer Discretionary	18.77	2 961	-63.2%
Coty Inc. Class A	Consumer Staples	4.18	3 190	-62.8%
United Airlines Holdings, Inc.	Industrials	32.89	9 552	-62.7%
Capri Holdings Limited	Consumer Discretionary	14.37	2 146	-62.3%
Alliance Data Systems Corporation	Information Technology	42.87	2 042	-61.8%
Howard Hughes Corporation	Real Estate	50.42	2 770	-60.2%
Novavax, Inc.	Health Care	77.39	4 485	1844.5%
Inovio Pharmaceuticals, Inc.	Health Care	29.98	4 740	808.5%
Mersana Therapeutics, Inc.	Health Care	22.38	1 498	290.6%
BioXcel Therapeutics, Inc.	Health Care	55.60	1 124	280.6%
Moderna, Inc.	Health Care	61.28	23 827	213.3%
Vir Biotechnology, Inc.	Health Care	38.83	4 578	208.8%
Livongo Health, Inc.	Health Care	74.99	7 335	199.2%
Quidel Corporation	Health Care	221.00	9 282	194.5%
MacroGenics, Inc.	Health Care	27.99	1 375	157.3%
DocuSign, Inc.	Information Technology	177.58	32 588	139.6%
Translate Bio, Inc.	Health Care	19.48	1 280	139.3%
Bill.com Holdings, Inc.	Information Technology	89.74	7 056	135.8%
Etsy, Inc.	Consumer Discretionary	102.54	12 169	131.5%
Teladoc Health, Inc.	Health Care	193.26	14 389	130.8%
Tesla Inc	Consumer Discretionary	959.74	178 008	129.4%
Zscaler, Inc.	Information Technology	106.00	13 835	128.0%
Arcus Biosciences, Inc.	Health Care	22.76	1 298	125.3%
Twilio, Inc. Class A	Information Technology	221.15	30 973	125.0%
Cytokinetics, Incorporated	Health Care	23.77	1 414	124.0%
Wayfair, Inc. Class A	Consumer Discretionary	201.94	19 111	123.5%
Stamps.com Inc.	Consumer Discretionary	185.81	3 175	122.5%
Plug Power Inc.	Industrials	6.83	2 215	116.1%
Smith & Wesson Brands, Inc.	Consumer Discretionary	19.41	1 078	109.2%
Kiniksa Pharmaceuticals Ltd. Class	Health Care	23.03	1 387	108.2%
Simulations Plus, Inc.	Health Care	58.50	1 039	101.2%
Green Dot Corporation Class A	Financials	46.20	2 448	98.3%



La santé de la bourse étonne dans ce climat

Les performances boursières sont étonnantes dans la conjoncture actuelle qui a devant elle la récession la plus grave depuis la grande dépression de 1929. La chute des cours de 35% a été vertigineuse et très rapide mais le rebond l'a été presque autant. Au niveau mondial, on n'est qu'à 11% du plus haut atteint le 19 février, le marché ayant rebondi de 33% de son point bas. Se moquant de la crise, le secteur IT a déjà dépassé son précédent plus haut et le Nasdaq l'a déjà fait depuis début juin et franchi la barre des 10.000 points. Le secteur de la santé suit de très près et est proche de son plus haut. Les secteurs de l'énergie, de la finance et de l'immobilier sont encore loin du rattrapage. Pourtant les profits vont baisser de 22% cette année selon le consensus, et de 26% selon notre modèle. L'explication réside dans l'abondance de liquidités qui ne savent quoi faire et se jettent sur les valeurs qui ont la visibilité, ce qui explique la flambée du secteur digital. Avec les banques centrales prêtes à intervenir à tout moment, un sentiment d'impunité semble saisir les investisseurs. Mais est ce que les banques centrales pourront sauver toutes les sociétés en difficulté et renflouer tous les débiteurs ? A-t-on idée de quelle quantité d'argent il faudra imprimer pour faire face à une seconde vague du virus ou soutenir indéfiniment le chômage et les entreprises ?

Le marché veut croire à une rapide reprise



Lors de la crise financière de 2008, la Fed avait augmenté son bilan de 1 à 4.5 trillions \$ en 6 ans. Là, en quelques semaines il est passé de 4 à 7.5 trillions, et l'avalanche va continuer. Le même phénomène se produit en Europe et au Japon, avec une moindre intensité néanmoins. Jusque-là, personne n'a trouvé à redire à cette injection de monnaie, tant qu'il y a la CONFIANCE. En temps normal, la planche à billet réveille l'inflation comme le montre le Venezuela ou l'Argentine, car pour importer des biens et services ce papier ne vaut rien. De même, si l'Angleterre est amenée à importer plus qu'elle n'exporte avec des désordres dans le Brexit, la Livre va en pâtir. Mais actuellement, il n'y a aucun signe d'inflation dans les pays développés, au contraire les indices de prix se sont effondrés.

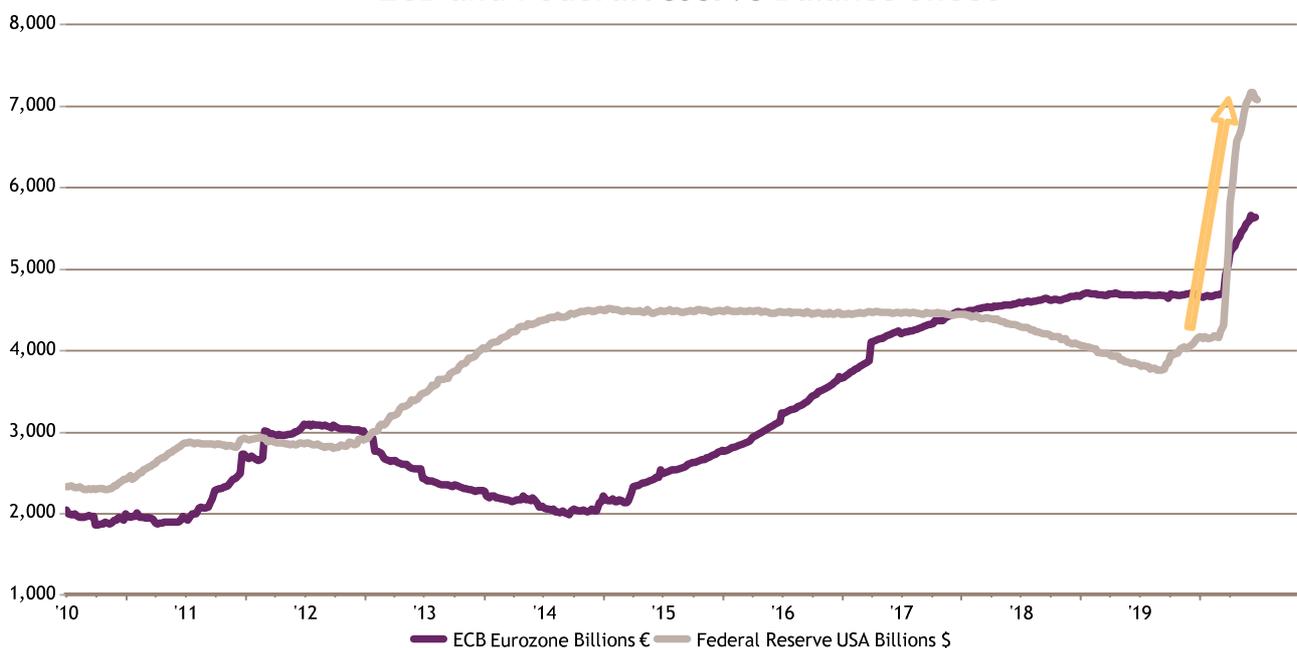


La demande du consommateur a été fortement réduite par la crise et les ménages ont plutôt eu tendance à gonfler leur épargne grâce à un revenu inchangé et des dépenses réduites au strict minimum durant le confinement. De 7%, le taux d'épargne a atteint 32% en Avril et recule depuis cette date. Pour le moment, on ne peut pas envisager, à court terme, d'inflation qui pourrait créer la défiance devant la monnaie. Mais au vu d'une montagne d'argent colossale, les opportunités d'investissements sont limitées compte tenu du risque environnant et de l'absence de projets viables.

L'inondation en liquidités devrait se poursuivre

Chahine Capital

ECB and Federal reserve Balance Sheet



Source: FactSet

Les banques centrales ne peuvent pas imprimer de l'OR

Les obligations d'Etat sont à des taux nuls, voire négatifs et les obligations corporate ont un faible rendement quand elles sont AAA. Le marché actions est évidemment très profond et les ultras riches ont leurs actifs souvent dans leur société ou à la bourse. Si demain l'un de nos lecteurs conseillait le placement d'un patrimoine de 100M, il n'est pas envisageable de placer tout en actions ou de rester entièrement liquide. Une allocation de 40% en actions, de l'immobilier à 40% et le reste en liquidités diverses et... en OR. En effet, le coût de portage ou d'un futur est quasi nul et dans la mer de liquidité qui nous entoure, un bien réel millénaire comme l'or a toute sa place. La monnaie est une affaire de CONFIANCE. Si demain l'inondation en liquidités se poursuit, elle ne peut pas indéfiniment gonfler la valeur des actifs existants. Il suffit de quelques leaders d'opinion pour suggérer l'achat d'un contrat d'assurance libellé en or. Nous ne sommes pas ce leader, mais nous pensons qu'une position en or entre 4 à 8% serait sage, sans avoir le regard fixé quotidiennement sur le métal jaune. D'autres plus malins que nous l'ont déjà fait puisque le prix de l'or n'arrête pas de monter depuis la crise de l'automne 2018. Sur 20 ans, l'or a battu l'indice S&P et bien entendu l'inflation. Mais cela est dû à un cycle ininterrompu depuis 2000 en accélération avec la crise financière de 2008. Il a perdu la faveur des investisseurs à partir de 2011 et a misérablement performé jusqu'à la crise de 2018. Depuis cette date, il a surperformé l'indice S&P500 de 36%. Si on fait une courbe

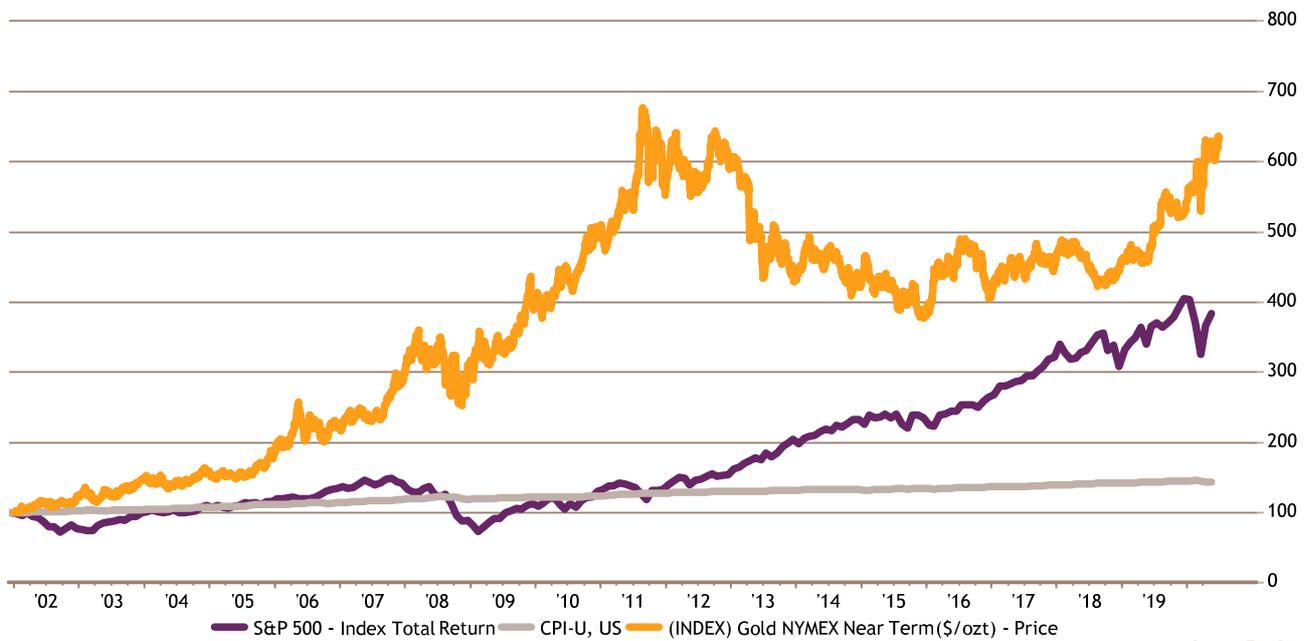


relative de l'or par rapport au S&P500, on voit un cycle de surperformance ahurissant, suivi d'un cycle de sous performance aussi ahurissant. Nous sommes actuellement sur un cycle de surperformance qui risque de se prolonger eu égard à la situation de grand risque environnante.

The « Gold Rush »

Chahine Capital

Gold price vs S&P 500 TR and CPI US (base 100)



Source: FactSet

L'or est encore loin des excès des années 2008-2012

CHAHINE CAPITAL

Gold Price relative to S&P500 Total Return



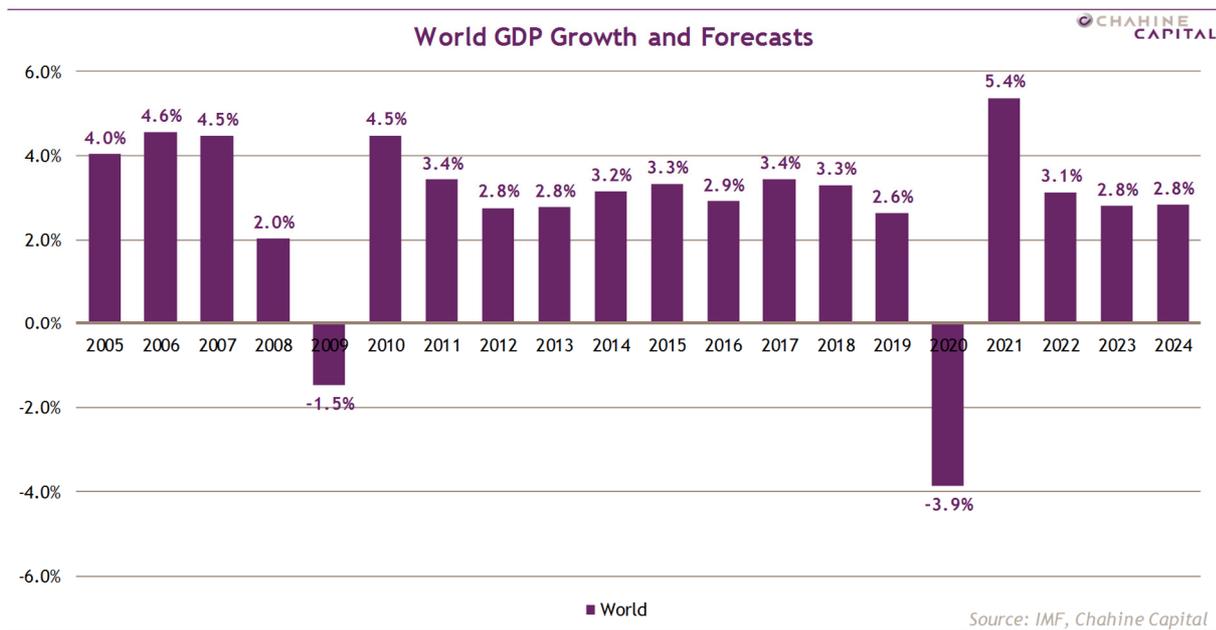
Source: FactSet



Croissance mondiale en baisse de 3.9% et en révision

Les prévisions de croissance mondiale pour 2020 commencent à s'affiner et font ressortir une chute de 3.9% en devises (et non en parité de pouvoir d'achat). Ce chiffre est à comparer à -3.2% le mois dernier. Les prévisions pour 2021 prévoient un fort rattrapage avec 5.4%, contre 4.7% le mois dernier. Nous ne pensons pas qu'il faille accorder trop de crédit à 2021, la nature humaine ayant tendance à voir en rose le futur lointain. 2019 était d'ailleurs une année où la croissance était des plus faibles sur la décennie.

Les prévisions 2020 sont encore susceptibles de baisser



La zone la plus touchée est l'Eurozone avec une chute vertigineuse du PIB de -7.6%, elle-même contrastée entre les pays du Nord et du Sud. L'Allemagne est à -6.3%, l'Autriche -4.85%, la Belgique -6.8%, le Danemark -4.85%, la Finlande -4.45%, l'Irlande -3.75%, le Luxembourg -4.3%, la Hollande -3.6%, la Norvège -4.9%, la Suède -4.05%, la Suisse -5.5%. La France fait malheureusement partie du club du Sud avec -8.5%, l'Italie -9.5%, l'Espagne -9.5% et le Portugal -6.5%. Les Etats Unis sont à -5% comme le Japon. L'Asie reste malgré tout dans le vert, avec la Chine à 1.9%. C'est 4 points de moins qu'avant la crise, mais bien mieux que les révisions des pays de l'OCDE.

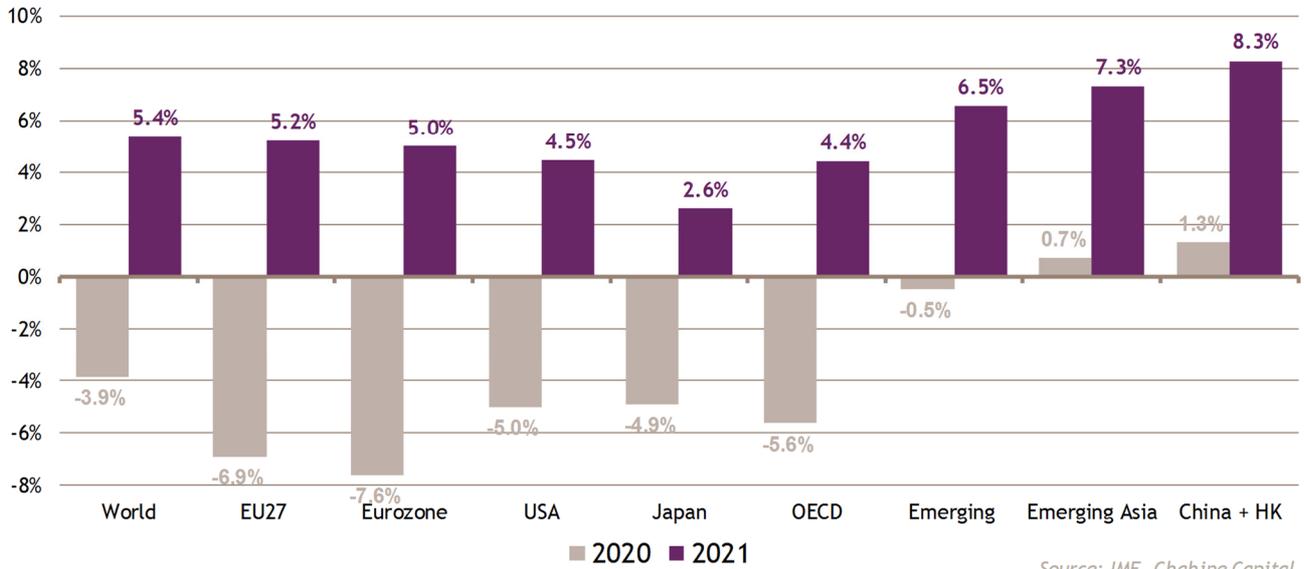
Les statistiques macro-économiques sont évidemment exécrables comme la confiance du consommateur au plus bas, ou l'arrêt de la construction. Mais on constate un peu partout le rebond en Mai notamment aux Etats Unis sur les indices PMI et en zone Euro mais à un niveau beaucoup plus bas. Du fait de l'hélicoptère money distribué par le gouvernement américain à tous les ménages, les salaires et les primes sont tous allés à la banque, en espérant qu'ils soient prochainement utilisés. La crise semble avoir permis une sensible augmentation des salaires horaires pour les gens qui n'étaient pas confinés.



La croissance en Asie moins révisée que pour l'OCDE

2020-21 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE CAPITAL

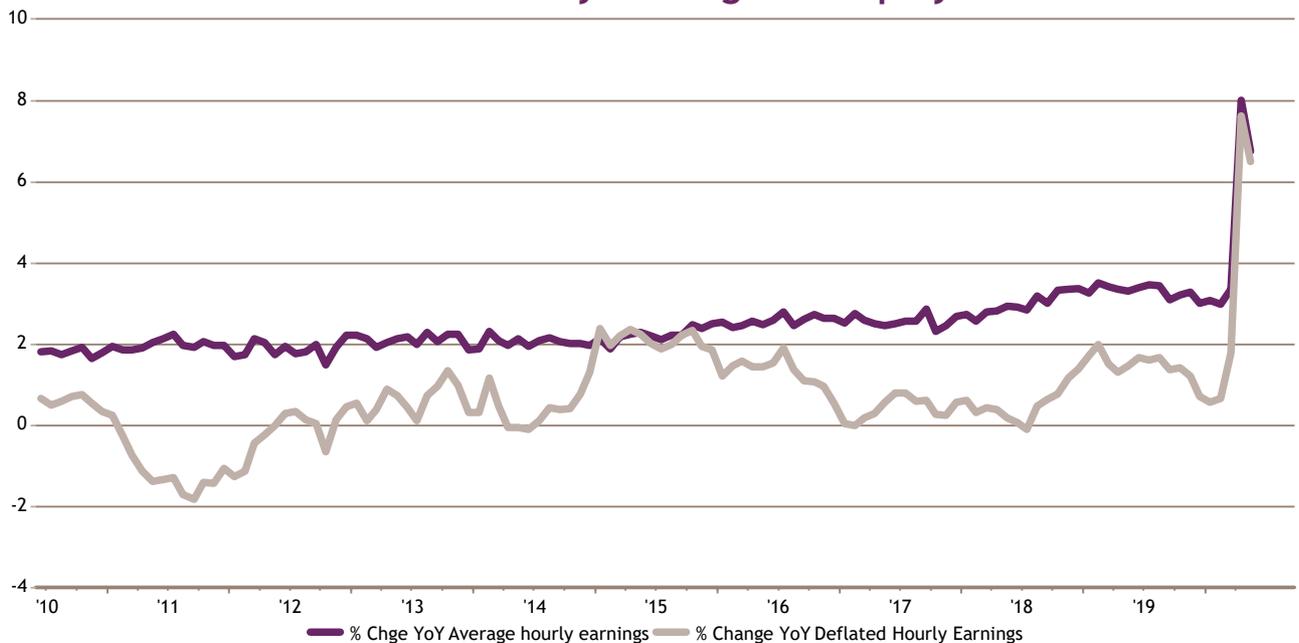


Source: IMF, Chahine Capital

Hausse des salaires des employés non confinés

Chahine Capital

Trend in Hourly earnings US employees



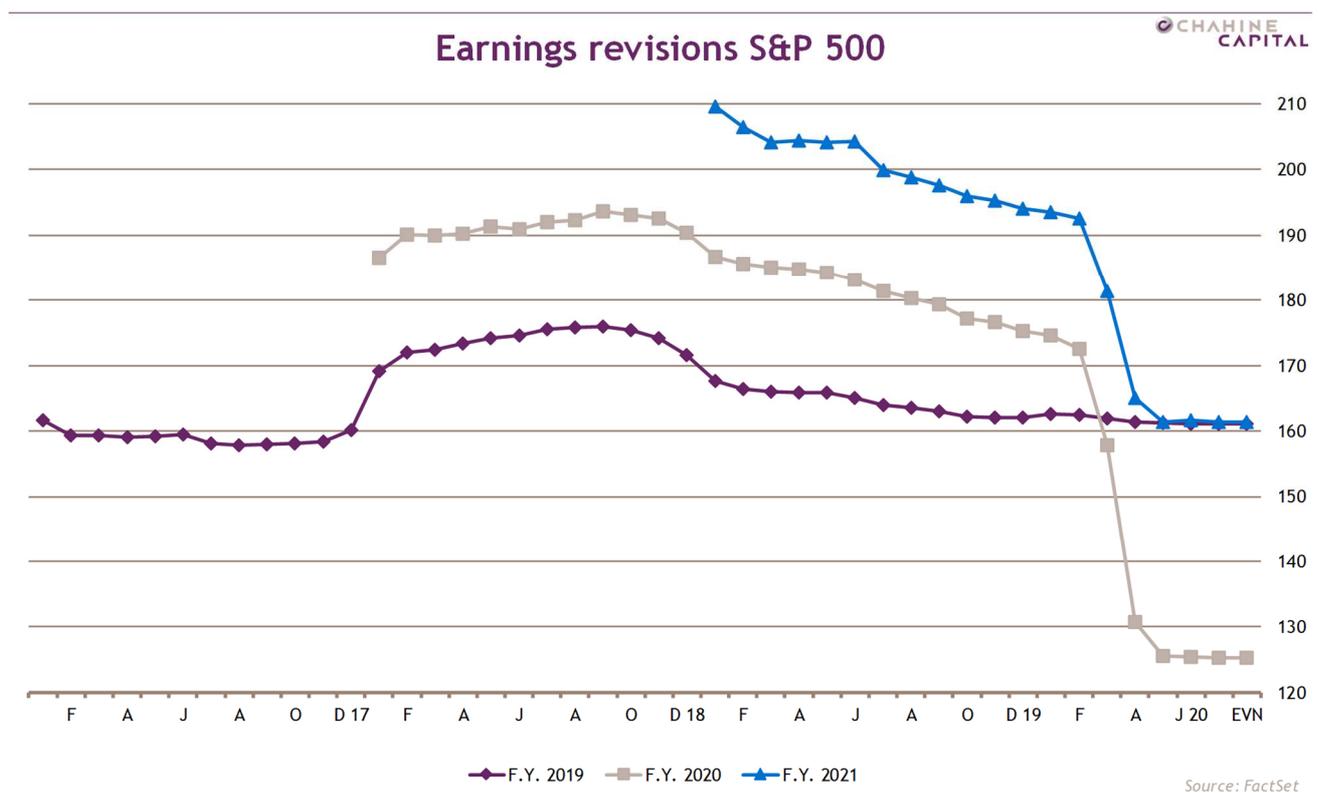
Source: FactSet



Maintien des profits sur un mois

Les analystes ont cadré rapidement les estimations de profits pour 2020 déjà fin Mai et n'ont pas effectué de révisions en Juin. Cela ne veut pas dire que les chiffres vont se stabiliser ; nous pensons que l'euphorie des marchés pèse sur les prévisions. Le consensus est à -24.2% que nous révisons légèrement à -26.3%. Pour 2021, les analystes voudraient revenir quasiment aux profits de 2019, ce qui paraît une hypothèse très optimiste. Notre estimation Top Down est un rebond de 14.4% contre 31% pour le consensus. Les secteurs qui résistent sont en ligne avec les cours, soit l'informatique en légère hausse, la santé et les biens de consommation courante en légère baisse. Les utilities, en légère baisse sur les profits corrigent substantiellement malgré un bon dividende. Le secteur en rouge vif est l'énergie, les biens cycliques et les industrielles. Dans les biens cycliques se trouve Amazon et quelques sociétés qui lui ressemblent, mais on trouve l'automobile et toute l'industrie des loisirs. Les financières sont en baisse de 37% et continuent d'être revues à la baisse agressivement car on risque d'avoir des surprises désagréables de ce côté.

Une baisse des profits de 24% en 2020



Les parutions à venir à partir de Juillet pour T2 vont être les plus mauvaises puisqu'elles couvrent le maximum de période de confinement. Le consensus attend -44% par rapport à l'an dernier, un chiffre normalement cadré par les guidances des sociétés. Mais elles-mêmes vont subir des surprises tellement la période est incertaine. Le marché a de toute façon intégré déjà toutes les mauvaises nouvelles et est plutôt guidé par l'évolution de la pandémie et son impact potentiel. Par exemple, un vaccin qui ferait ses preuves aura un impact magistral sur le marché. Le niveau des taux est tellement bas que les déceptions seront pardonnées. Le marché se paie 18.6 x les résultats de 2021 et le secteur IT est à 22.4x mais il possède encore un ressort de croissance de 15% en 2021 après un maintien des profits durant la crise. Le secteur de la

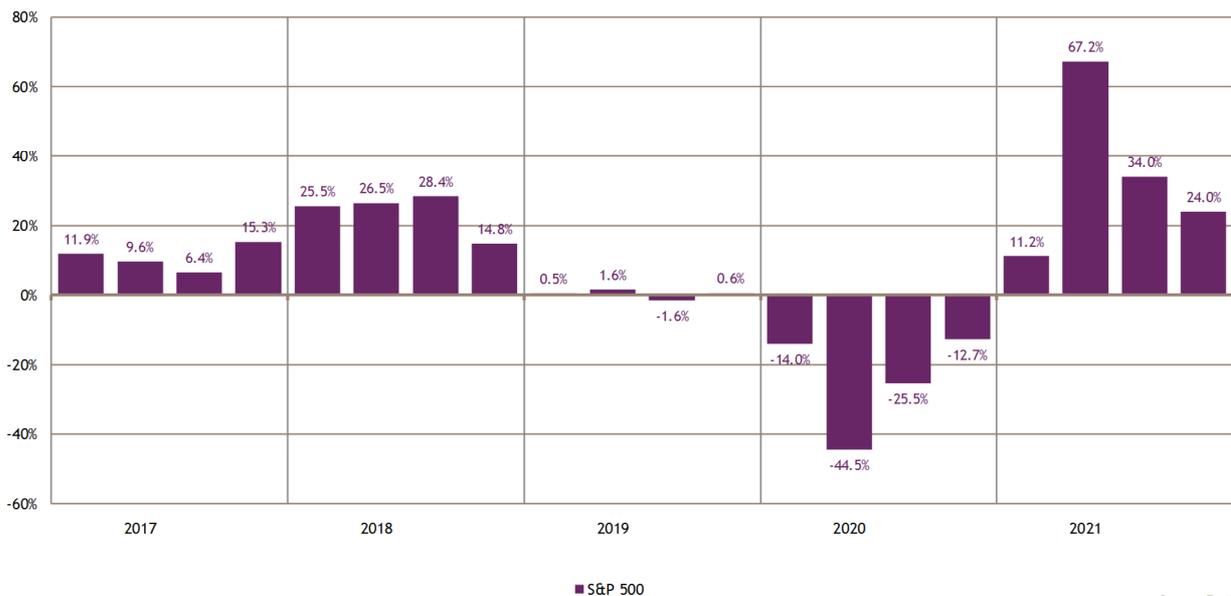


santé se paie moins cher à 14.6 x avec également 15% de croissance. La différence est que ce dernier secteur bénéficie d'un événement exceptionnel très favorable où toutes les bourses se sont déliées mais qui ne sera pas récurrent.

Le marché a déjà intégré les mauvais chiffres de 2020

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE
CAPITAL

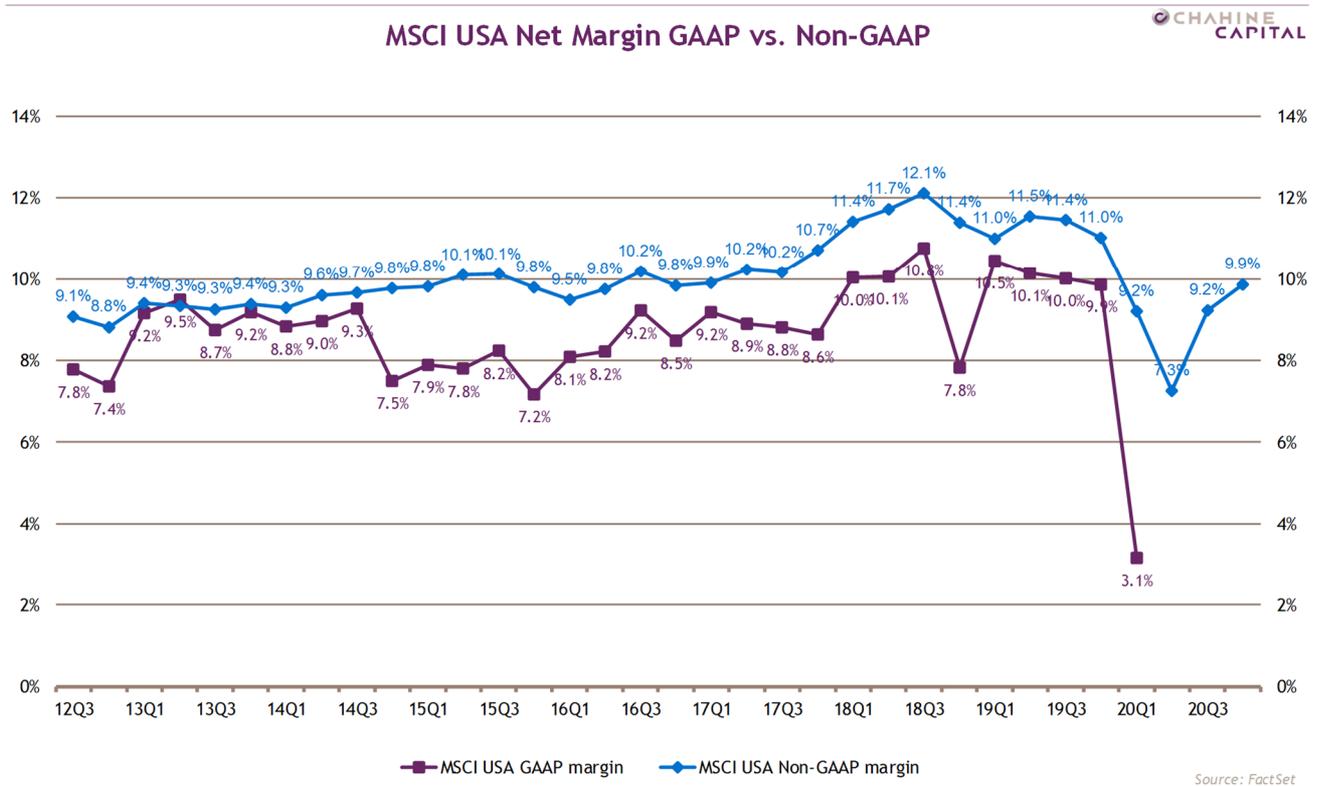


Valorisation des marchés

Notre valorisation du S&P 500 reste assez stable à 2935 points pour une clôture à 3009. Peu de modifications des paramètres par rapport au mois précédent ; nos prévisions 2020 sont légèrement meilleures et celles de 2021 légèrement moindres. Le CAGR qui sous-tend cette valorisation est stable à -0.1%, ce qui signifie que le modèle suppose que d'un haut de cycle en 2019 au prochain les profits seraient les mêmes. Mais il suppose que les taux de l'époque sont également les mêmes. Il est probable que ceux-ci soient plus élevés et la croissance plus robuste, l'un compensant l'autre. A quelques bps, les taux à 30 ans sont les mêmes à 1.42%. Nous avons eu accès aux chiffres comptables de T1 de toutes les sociétés du S&P500 qui permettent de comparer les marges GAAP et non GAAP, et on ne sera pas déçu par l'écart. Berkshire a annoncé 50Mds\$ de pertes selon les normes Gaap car c'est une holding et une société d'investissement. Elle est en profit selon son reporting non Gaap. Par ailleurs, une ribambelle de sociétés pétrolières a dû reconnaître selon les normes Gaap des dépréciations d'actifs colossales qui ne sont pas rapportées en non Gaap. Il est certain que les sociétés dans des temps difficiles essaient d'habiller la mariée pour montrer des chiffres attractifs, ce qui n'est pas interdit pas la législation si l'on réconcilie les deux mesures. Nous avons signalé à maintes reprises que les marges des sociétés américaines étaient au plus haut historique, néanmoins il faut reconnaître que l'économie digitale a pour vertu de laisser des marges colossales et aucun gendarme ne met de limite aux marges d'Apple ou de Google obtenues via un système de monopole.



Chute des marges Gaap pour cause de dépréciation d'actifs pétroliers



Nous maintenons notre opinion de surpondérer et nous avons en vue de nous renforcer si l'indice corrige en dessous des 2900 points. Mais les marchés restent risqués comme le montre l'indice Vix qui subit des éruptions régulièrement, raison pour laquelle nous évitons du trading. Une stratégie d'achat que nous avons considéré dans le cas où l'on veut renforcer sa position vers les 2900 est de vendre un put et encaisser 70 points. S'il est exercé, le prix de revient serait de 2830 même si le marché est à 2500 ! ce jour-là.

Position inchangée surpondérer

S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	1.00%	1.25%	1.42%	1.75%	2.00%
Deep recession: -28% in 2020, 11% in 2021 - CAGR -1.5%	2 956	2 754	2 629	2 414	2 271
Implied Scenario CAGR 0.1% over 8 years	3 458	3 226	3 084	2 837	2 672
Return to normal: -26% in 2020, 14% in 2021 - CAGR -0.1%	3 302	3 074	2 935	2 693	2 532
Current Index S&P 500	3 009				



En zone Euro, le consensus 2020 continue de se détériorer et a dégringolé à -36%. Nous retenons -40% et un rebond de 20% en 2021. Le marché dans sa globalité est un marché « value » à part quelques pépites dans le secteur du luxe. Les taux à 30 ans sur la moyenne zone Euro sont à 0.48% et les cours impliquent des baisses de profits dans le futur, ce qui est possible si l'économie ne se transforme pas en digitale. Malgré tout, le marché reste sous-évalué et notre objectif de cours est de 125 points pour une clôture à 114.

Encore un potentiel de hausse

MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.35%	0.48%	0.75%	1.00%
Deep recession: -50% in 2020, 34% in 2021 - CAGR -9.7%	109	106	102	94	88
Implied Scenario: CAGR -9.1% over 8 years	122	118	114	106	99
Return to normal: -40% in 2020, 20% in 2021 - CAGR -7%	135	131	125	116	108
Current Index MSCI EMU	114				



Conclusions

Le Covid continue de narguer la planète et sévit dès qu'on relâche la bride. Les marchés financiers sont plus influencés par son évolution que par les politiques monétaires. Entre un déconfinement réussi en Europe et un échec patent aux US, la bourse hésite. Les chances de réélection de Donald Trump se sont réduites par la légèreté de sa gestion de la crise et la rentrée sera dominée par le Covid et les élections présidentielles où le candidat Biden est jugé peu favorable à la Bourse.

La crise a révélé la domination de l'économie digitale et son accélération. Le secteur IT pèse 27.7%, et en y ajoutant le secteur Communications Services où se trouvent Google et Facebook, on est à 38.4%. L'emploi dans le secteur de l'information n'est que de 2.6M sur une population active de 152M. Les pertes d'emploi ont été limitées. Le secteur des Loisirs Hôtellerie Restauration a perdu 7 millions d'emplois sur un total de 19 millions et son poids dans la capitalisation est passé de 1.9% à 1.5%. Les faillites se sont accélérées dans le commerce de détail mettant en difficulté les centres commerciaux et les sociétés immobilières qui les exploitent. Les petits exploitants pétroliers tombent les uns après les autres, laissant des dettes conséquentes derrière elles. Les exploitants fragiles dans l'hôtellerie ont obtenu des moratoires mais si la crise persiste, les faillites et les créances douteuses vont accélérer. Le secteur financier a fondu avec la crise, ne représentant que 10.2% de la capitalisation contre 22.6% en 2006. Mais le pire a été évité grâce à la Fed qui a injecté des liquidités partout et a un programme de 750Mds pour acheter de la dette privée, parfois junk. Les spreads de taux sont revenus à la normale pour les crédits de qualité, mais restent tendus pour les crédits risqués. Le secteur IT et la Santé n'ont pas souffert de la crise et ont retrouvé leur plus haut. Des hausses de plus de 100% sont enregistrées pour des bio technologiques en quête de vaccin ou une IT DocuSign qui a permis les signatures électroniques durant la crise. Le cours de Tesla s'est envolé de 129%, justifiant ce que nous appelions un ordinateur sur 4 roues. Le commerce en ligne poursuit son ascension. Grâce au poids de l'économie digitale, la bourse a rattrapé une bonne partie de ses pertes et n'est qu'à 10% de son plus haut, avec des divergences énormes par secteur entre le digital et le réel.

Les injections de liquidité vont certainement se poursuivre ; la Fed a injecté en quelques semaines autant de liquidités que sur 6 ans pour la crise de 2008. Jusque-là, personne n'a trouvé à redire sur cette injection de monnaie, tant qu'il y a la CONFIANCE. L'inflation n'a pas surgi car la demande est atone et l'argent a gonflé l'épargne. Les opportunités d'investissements sont limitées compte tenu du risque environnant et de l'absence de projets viables. Les obligations d'Etat sont à des taux nuls, voire négatifs et les obligations corporate ont un faible rendement quand elles sont AAA. Le marché actions est profond mais les mêmes actifs valent de plus en plus cher. Si les banques centrales continuent d'inonder les marchés de « papier », elles ne peuvent pas IMPRIMER de l'OR qui a surperformé toutes les classes d'actifs sur 20 ans, surperformant le S&P 500 depuis la crise de 2018 après avoir été misérable entre 2011 et 2018. Il reste cependant encore loin de ses plus hauts relatifs des années de crise de 2008. Même si nous prenons le train un peu tard, nous recommandons une exposition OR à travers du physique, papier ou les mines tant que les taux sont quasi nuls.

La croissance mondiale 2020 est prévue en baisse de 3.9%, de 7.6% en zone Euro et pire pour les pays du Sud dont la France. Les US sont à -5% et l'Asie reste en croissance et résiste mieux que l'OCDE. Les prévisions de profits restent stables et notre modèle anticipe -26% cette année suivi de 14% en 2021 pour le S&P500. Le marché se paie 18.6 x les résultats de 2021. Notre valorisation du S&P 500 reste assez stable à 2935 points pour une clôture à 3009 avec un CAGR à -0.1%. Nous maintenons notre opinion de surpondérer et nous avons en vue de nous renforcer si l'indice corrige en dessous des 2900 points via une vente de call qui peut rapporter 70 points.

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 26/06/2020 (in local currency)

Data as of 26/06/20	Weight vs MSCI World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2020	Revision vs M-2%	
		2020	2019	2021	2020	2021	2020	2019		Fiscal 21	Fiscal 20
MSCI The World Index	100.0%	-8.55%	25.30%	17.4 x	22.5 x	29.2%	-24.0%	-1.9%	2.29%	-3.4%	-7.0%
MSCI USA	63.4%	-5.92%	29.20%	19.0 x	24.3 x	28.0%	-21.4%	-0.7%	1.91%	-2.1%	-4.2%
MSCI Japan	8.5%	-8.36%	15.70%	15.1 x	19.7 x	30.5%	-13.8%	-27.7%	2.50%	-11.1%	-20.5%
MSCI EMU	13.1%	-14.15%	21.70%	14.7 x	20.9 x	41.9%	-35.8%	0.3%	2.94%	-4.9%	-11.4%
MSCI Europe	23.6%	-14.47%	22.17%	15.1 x	20.3 x	34.8%	-33.7%	3.6%	3.08%	-5.8%	-9.8%
MSCI Europe ex Energy	22.5%	-12.78%	23.79%	15.1 x	19.7 x	30.7%	-29.5%	5.5%	2.89%	-5.4%	-9.5%
MSCI Austria	0.1%	-31.73%	13.38%	9.8 x	15.7 x	61.1%	-48.9%	-25.2%	3.73%	-9.1%	-19.5%
MSCI Belgium	0.4%	-25.73%	19.37%	14.4 x	18.4 x	27.7%	-34.1%	10.9%	3.02%	-7.0%	-10.0%
MSCI Denmark	0.9%	8.48%	28.95%	23.0 x	30.0 x	30.4%	-12.7%	-4.2%	1.59%	0.6%	1.8%
MSCI Finland	0.4%	-4.51%	8.28%	16.6 x	19.7 x	19.0%	-15.5%	-0.7%	3.44%	-1.0%	-2.3%
MSCI France	4.8%	-16.31%	26.10%	15.3 x	21.7 x	41.6%	-36.7%	4.7%	2.90%	-4.5%	-10.9%
MSCI Germany	3.5%	-10.73%	20.10%	13.6 x	20.2 x	48.6%	-30.6%	-4.9%	2.85%	-3.6%	-10.2%
MSCI Great-Britain	4.7%	-18.64%	11.37%	13.6 x	18.0 x	32.2%	-34.9%	-5.4%	3.72%	-4.8%	-7.4%
MSCI Ireland	0.1%	-13.11%	21.49%	23.8 x	68.7 x	188.7%	-72.0%	-24.2%	0.67%	-23.8%	-65.5%
MSCI Italy	0.9%	-18.78%	25.49%	12.6 x	20.2 x	60.9%	-49.5%	-1.7%	4.35%	-8.3%	-20.3%
MSCI Netherlands	1.8%	-3.51%	26.85%	18.1 x	23.1 x	27.9%	-23.7%	-3.8%	2.20%	-3.1%	-4.7%
MSCI Norway	0.3%	-16.89%	8.26%	13.7 x	21.3 x	55.2%	-36.4%	-11.1%	4.06%	-6.2%	-3.9%
MSCI Spain	1.1%	-24.63%	9.85%	13.3 x	17.9 x	34.3%	-47.7%	7.0%	3.32%	-8.0%	-15.7%
MSCI Sweden	1.0%	-6.22%	25.01%	16.0 x	21.8 x	35.9%	-45.7%	67.2%	2.79%	-10.9%	-8.0%
MSCI Switzerland	3.4%	-5.78%	26.97%	17.1 x	19.9 x	16.2%	-8.8%	9.6%	3.06%	-1.4%	-3.4%
MSCI Europe Consumer Discretion	3.1%	-18.61%	30.01%	16.5 x	41.6 x	152.8%	-65.9%	-11.7%	1.22%	-10.3%	-37.0%
MSCI Europe Consumer Staples	3.5%	-6.75%	22.38%	17.8 x	19.8 x	11.0%	-8.7%	9.9%	2.94%	-4.0%	-4.4%
MSCI Europe Energy	1.1%	-37.99%	3.55%	14.3 x	46.8 x	226.4%	-82.2%	-14.8%	6.93%	-11.2%	-22.8%
MSCI Europe Financials	3.4%	-28.08%	17.31%	9.7 x	13.4 x	37.3%	-44.6%	15.1%	4.05%	-7.9%	-12.8%
MSCI Europe Health Care	3.6%	2.01%	28.40%	16.4 x	18.3 x	11.3%	2.0%	9.3%	2.68%	-1.7%	-1.8%
MSCI Europe Industrials	3.1%	-15.85%	32.02%	17.6 x	25.6 x	45.2%	-37.0%	4.8%	2.35%	-6.0%	-11.7%
MSCI Europe Information Technol	1.6%	1.20%	36.00%	21.7 x	28.3 x	30.2%	-9.1%	5.0%	1.02%	-1.8%	-3.0%
MSCI Europe Materials	1.6%	-12.58%	21.39%	16.1 x	21.0 x	30.5%	-25.3%	-12.9%	3.57%	-3.3%	-6.8%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-23.57%	18.93%	14.6 x	16.3 x	11.8%	-30.8%	-15.6%	4.30%	-7.4%	-7.8%
MSCI Europe Communication Serv	1.1%	-19.04%	0.60%	12.8 x	15.0 x	17.7%	-19.3%	2.4%	4.43%	-7.0%	-9.9%
MSCI Europe Utilities	1.3%	-2.87%	24.29%	15.2 x	16.9 x	11.0%	-9.2%	24.0%	4.59%	-1.6%	-3.9%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 26/06/2020



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, ACCURACY, 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 POSSIBILITY 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.