

La bourse balance entre espoir et désespoir

Conclusions

Le retour des vacances, sacrées en Europe, a sonné un réveil sur le plan sanitaire. La pandémie a repris de plus belle et inquiète vivement les autorités sanitaires. Les nouvelles précautions remettent des entraves à la reprise naissante. La pandémie poursuit son envolée aux US avec son cortège de décès affichant les pires scores des pays développés qui risque de coûter la réélection de Trump. Les statistiques de morbidité montrent que ce sont les pays asiatiques qui ont le mieux fait face à la crise même si les statistiques chinoises sont peu crédibles. Les systèmes autoritaires et disciplinés asiatiques ont prouvé leur supériorité pour contrôler la crise. Pour 12 décès par million d'habitants au Japon, les US en affichent 616, en progression rapide. L'Allemagne en affiche 113 alors que la France est à 485, avec un système de santé plus onéreux que chez ses voisins. Pour le moment, la multiplication du nombre de cas n'est pas suivie proportionnellement pas les décès, en raison de plus de cas détestés et des meilleurs traitements.

La Bourse, dominée par Wall Street, navigue entre espoir et désespoir les yeux rivés sur l'évolution de la pandémie où les nouvelles alarmantes sont relayées en boucle par les médias, ponctuées par des bonnes nouvelles sur l'arrivée imminente des vaccins et de traitements. La bourse vient de faire une correction de 10% pour rebondir aussitôt sur des espoirs de vaccin. Malgré la crise Wall Street est nettement dans le vert de plus de 5% alors que les autres marchés sont dans le rouge sauf la Chine. Les Gafam en sont en bonne partie responsables alors que les secteurs financier et énergie sont dans le rouge vif. Le marché ne semble pas craindre une faillite du système financier car les banques centrales sont prêtes à déverser des trillions si c'était nécessaire. Le secteur immobilier, peu représenté à la bourse, est en forte chute s'agissant du retail, bureaux ou hôtels et peut entraîner de graves faillites.

La croissance mondiale continue de s'effriter passant de -3.85% à -4.27% avec des révisions en Europe, au Japon et en Inde. En revanche la Chine a revu sa croissance à +2%. Les prévisions pour 2021 de 5.2% sont fragiles, la Chine prévoit 7.9% ! ce qui inquiète les américains car le pays est en train de les rattraper en utilisant le même modèle de la technologie. D'où les velléités d'embargo des USA.

Sans surprise, les marchés continuent d'être soutenus par les banques centrales qui déversent des trillions de liquidités en rachetant la dette des Etats. Une première vague de soutien de 3 trillions a été financée par la Fed et la deuxième vague qui se dessine peut représenter 2 trillions. Le même schéma s'applique à la BCE. La dette publique du gouvernement fédéral n'a pas arrêté de gonfler pour atteindre 20.8 trillions\$, quasiment 100% du PIB, et avec la relance budgétaire devrait atteindre les 110%. Or la dette américaine est détenue à 34% par l'étranger et 35% directement par la Fed alors que le déficit commercial s'est creusé à 64 Mds par mois. Cela nous amène à confirmer notre recommandation de sous pondération du \$ et de détention d'or. La politique monétaire restera accommodante très longtemps y compris si l'inflation repassait les 2%.

Les données macro-économiques sont contrastées, avec des indice PMI plutôt bons, un marché automobile chinois à un niveau d'avant la crise, un retour à l'emploi de la moitié des travailleurs mis au chômage technique. On constate un léger retour de l'inflation aux US à 1.3% dû à l'alimentation ainsi que la hausse des matières premières. Les prévisions de profits sont restées inchangées avec 21% de baisse en 2020 et un rebond de 27% en 2021. Notre objectif de cours est quasi inchangé à 3448 points pour le S&P500, chiffre qui a été dépassé en Septembre. Une opportunité d'achat s'est présentée quand l'indice a baissé à 3237 points. Nous restons surpondérés depuis fin Mars où nous sommes entrés au cours de 2600 points.

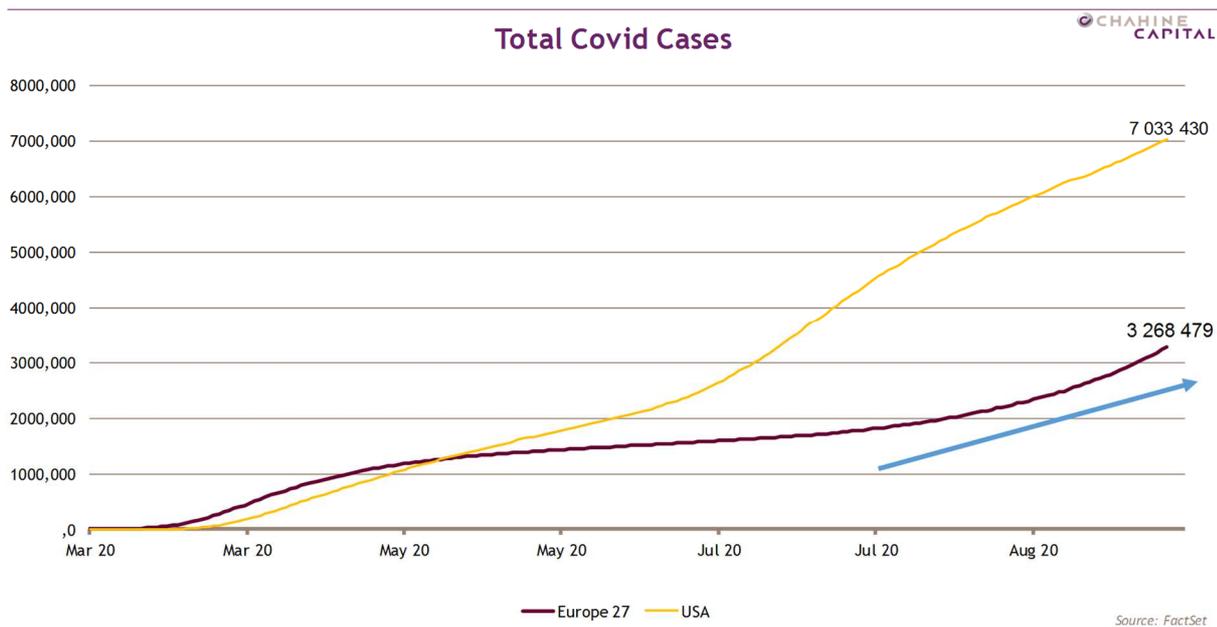
Jacques Chahine



Une deuxième vague du virus qui inquiète

Le retour des vacances, sacrées en Europe, a sonné un réveil sur le plan sanitaire. Alors que la courbe de contaminations était restée relativement maîtrisée en Juin/Juillet, l'accélération du nombre de cas inquiète vivement les autorités sanitaires. Du coup, les mesures de précautions se multiplient et les entraves à l'activité économique s'accumulent. Les jeunes se sentent moins concernés par le virus, car ils sont rarement gravement atteints. Mais ils ne réalisent pas qu'ils mettent en danger leurs aînés. Alors que la crise dure maintenant depuis 8 mois, rares sont les pays qui sont à même de tester leur population pour couper la chaîne de propagation. Les tests ne suffisent pas, il faut encore être organisé pour tracer les contacts. Ceux qui ont réussi le mieux sont les pays asiatiques très disciplinés et très bien organisés. Dans le cas extrême d'un pays communiste comme la Chine où la contestation n'a pas lieu, on peut tout exiger de la population et personne n'a d'objection à être suivi par le « big brother » pour couper la chaîne de contamination. On a vu en Europe l'échec patent des logiciels qui permettaient justement d'alerter sur le risque de contamination. Ces disciplines se retrouvent au Japon ou en Corée, pays qui ont minimisé l'impact humain de la crise.

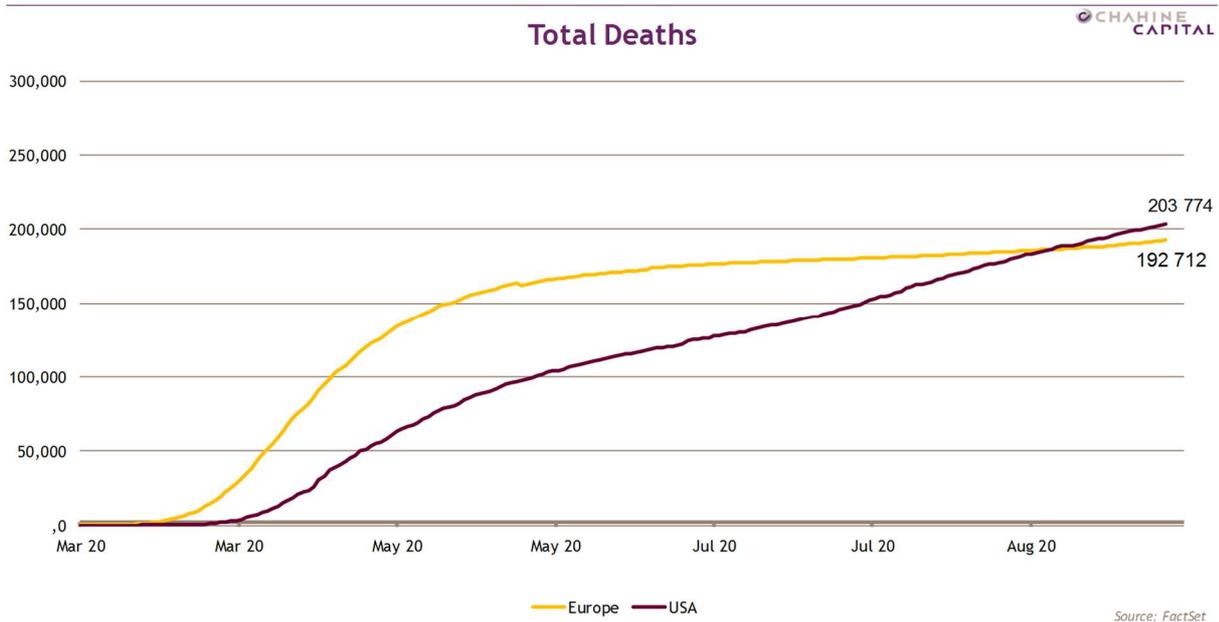
Envolée du virus aux US et reprise en Europe



Mais la situation aux Etats Unis est encore plus préoccupante qu'en Europe où le nombre de cas ne cesse d'augmenter et atteint plus du double de l'Union Européenne pour une population bien inférieure. La crise du Covid a révélé un état sanitaire préoccupant qui était connu. Une médecine de pointe pour les très riches et pas de médecine pour les pauvres. L'espérance de vie d'un américain est de 78 ans contre 83 en Europe. Le taux de prévalence du diabète est de 10.7% associé souvent à l'obésité, contre la moitié en Europe. Le Covid a du coup fait beaucoup plus de ravages aux Etats Unis par rapport à d'autres pays développés. Le nombre de décès a dépassé les 200.000 et s'accroît en ce moment de 800 décès par jour, soit environ 10% de mortalité normale. Ces chiffres, qui font honte à Mr Trump, sont contestés via des calculs alambiqués qui montreraient que l'excès de mortalité est bien supérieur en Europe qu'aux US. Il n'en reste pas moins que le franchissement du seuil des 200.000 décès affichés en long et en large par les médias pourrait bien coûter la réélection du candidat Trump.

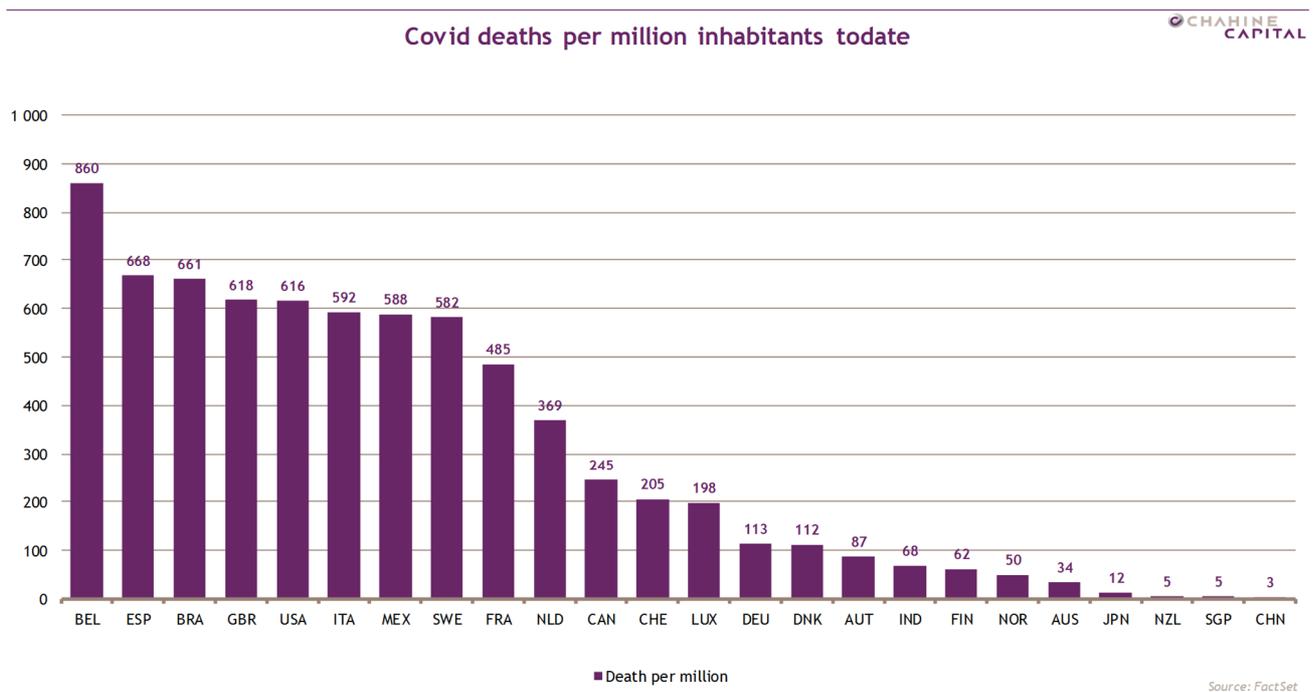


La mortalité n'a pas suivi l'envolée des cas en Europe



Une des raisons pourrait être la détection de beaucoup de cas bénins ou asymptomatiques grâce à la multiplication récente des tests. Certains aimeraient croire que le virus est devenu un peu moins virulent.

Des énormes écarts dans le taux de mortalité





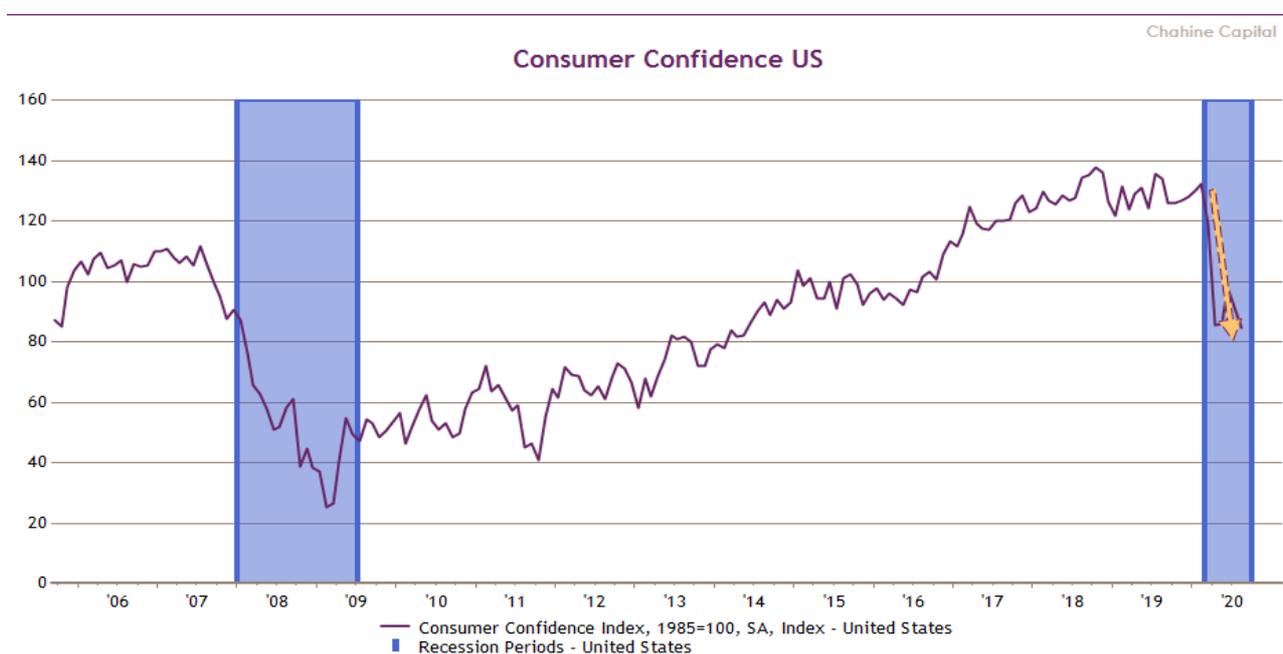
Des statistiques un peu cafouilleuses montrent la Belgique en premier pour le taux de mortalité par million d'habitant, le pays devant être plus proche des chiffres français ou néerlandais. Le pays le plus atteint est l'Espagne suivie du Brésil où la courbe est encore en pleine ascension. Il est suivi des US, dont la courbe est similaire et toujours en ascension. La Grande Bretagne a les mêmes chiffres que les US, mais la courbe de mortalité est bien plus ralentie qu'au plus haut de la crise. La France n'occupe malheureusement pas une place glorieuse, pour un pays qui se targue d'avoir un système de santé de premier ordre. La vérité est que ce système de santé est bien plus coûteux que celui de ses voisins européens, comme l'Allemagne, pour des performances médiocres révélées par la crise. Dans les pays exemplaires, on trouve l'Allemagne et les pays nordiques à l'exception de la Suède qui a mené une politique de non confinement qui a coûté cher aux personnes âgées. Mais l'expérience du pays est suivie avec beaucoup d'intérêt avec sa stratégie d'immunité collective avec une reprise modérée des cas à la rentrée. Le bilan économique est par contre très favorable.

Dans les pays menteurs où les dirigeants devraient être bannis de la communauté internationale se trouve la Chine qui déclare 3 cas seulement par million d'habitants alors que le comptage des urnes funéraires à Wuhan montrait 10 fois plus de décès. Mais il faut reconnaître que la discipline et le sacrifice des libertés individuelles a permis de mieux maîtriser la propagation du virus et le pays maintient une croissance positive cette année. Beaucoup plus crédibles sont le Japon, la Corée, Singapour qui ont admirablement géré la crise. La Nouvelle Zélande et l'Australie font également partie des bons élèves.

La bourse au gré des nouvelles sur la pandémie

La Bourse, dominée par Wall Street, a les yeux rivés sur l'évolution de la pandémie aux US et les nouvelles alarmantes qui viennent, où chaque Etat essaie de faire face à la crise. Les écoles et les universités restent le plus souvent fermées avec un enseignement à distance qui commence à désespérer les étudiants mis en congé depuis mi-mars. Les restaurants et les bars sont fermés, puis réouverts et ainsi de suite, et les clients ne se bousculent pas. Les hôtels de tourisme fonctionnent dans des longs week-ends fériés et sont vides le reste du temps. Les week-ends comme le Labor Day sont suivis d'une poussée de Covid. Cette activité économique hectique affecte le moral des consommateurs qui est au plus bas depuis le début de la crise.

Confiance du consommateur au plus bas de la crise



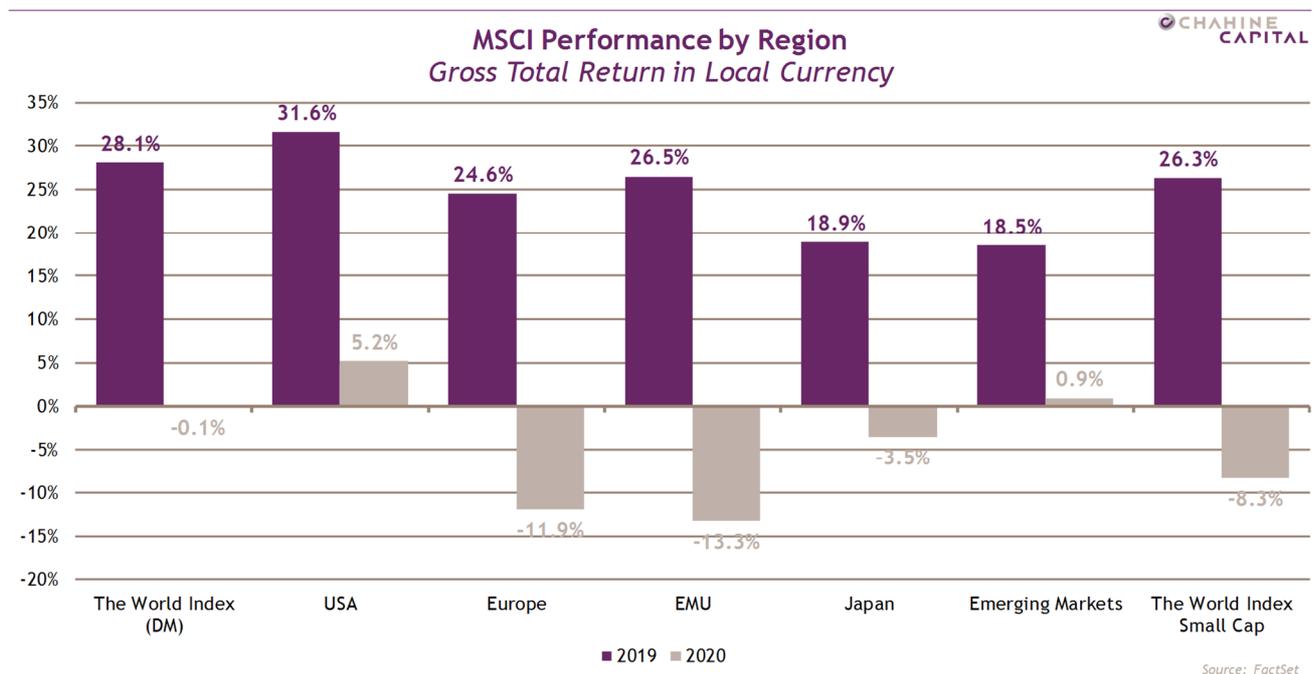


Il est toujours aussi difficile de se faire tester dans le pays et des grosses lacunes apparaissent. Dernièrement, les réactifs manquaient ainsi que d'autres composants limitant le nombre de tests. Ces couacs ne se produisent pas dans des pays comme la Chine, le Japon ou l'Allemagne. Les tests instantanés ne sont toujours pas au rendez-vous.

Entre pessimisme et espoir d'un vaccin

Ce paysage déprime par moment Wall Street qui voit les perspectives économiques obscurcies par la poursuite de la pandémie et les restrictions engendrées par le Covid. D'un autre côté, l'espoir d'un vaccin proche et de traitements sur lesquels tous les laboratoires travaillent d'arrache-pied redonne le moral. Ainsi la Bourse balance entre espoir et désespoir, l'indice S&P 500 ayant fait une correction de 10% en quelques jours et le Nasdaq de 12% avant de rebondir face à des énormes liquidités en attente d'acheter à bon compte. Malgré cette récente correction, le marché américain affiche une hausse de 5.2% sur l'année incluant les dividendes et surperforme tous les autres marchés. Seuls les pays émergents sont dans le vert grâce aux pays asiatiques où la crise est moins aigüe. L'indice MSCI China est en hausse de 13% en \$.

Le marché américain surperforme tous les pays

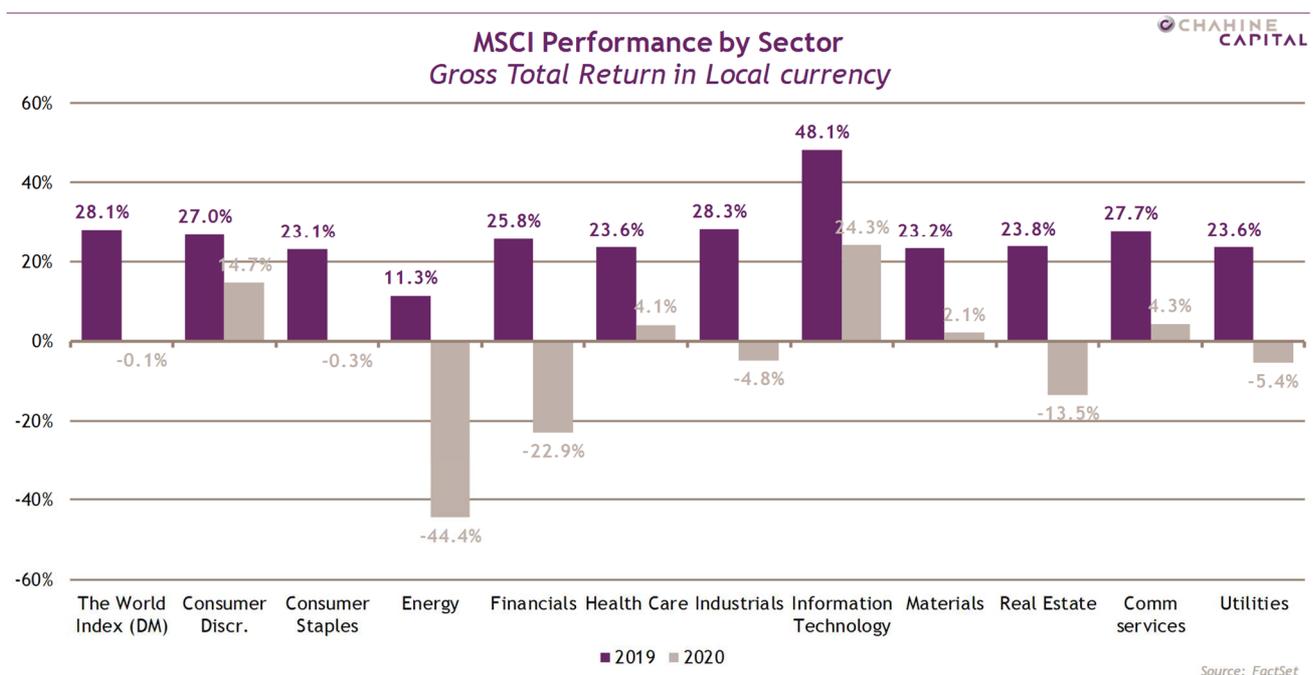


Par secteur, les performances mondiales reflètent surtout le poids du marché américain. On trouve en tête le secteur IT avec Apple et Microsoft, les biens de consommation cycliques avec Amazon et Tesla, le secteur de la communication avec Google, Facebook et Netflix, le secteur de la santé qui est évidemment très sollicité par la crise. Le secteur le plus fortement impacté est l'énergie avec la baisse du prix du baril, suite à la forte chute de la consommation de pétrole avec le quasi arrêt du transport aérien et le fort ralentissement de l'activité économique. Le secteur financier est la deuxième victime avec la montée des provisions pour risques et des taux d'intérêt négatifs. La chute du secteur est de 23% aux US et 35% en Europe, faisant craindre le risque de faillite de certaines banques. Le cours de l'indice des banques euro-



péennes a touché un plus bas en dessous de la crise financière de 2008. Le géant anglais HSBC est également fortement touché par la crise et ses activités en Chine. Le marché reste persuadé que les banques centrales ne seront pas à un trillion près s'il fallait renflouer les banques en raison de la crise. Dans la foulée du secteur financier, l'immobilier coté affiche une baisse de 13%, mais ce chiffre ne représente pas la réalité du secteur, car beaucoup de valeurs ne sont pas dans l'indice mondial. Le géant du secteur Simon Properties, leader des centres commerciaux est en baisse de 57%, Vornado Reit qui possède un énorme parc de bureaux et de commerces à NY notamment est en baisse de 50%. En supposant qu'une telle compagnie a un effet de levier de 70%, la valeur de la propriété serait en chute de 15%. Les commerçants, étranglés par la crise, ne trouvent pas d'autres solutions que de déposer le bilan pour renégocier leurs loyers.

Des performances sectorielles très contrastées



Croissance mondiale revue en baisse

La croissance mondiale continue de s'effriter pour cette année, passant de -3.85% à -4.27%, en raison notamment de la dégradation en Europe, en Inde et au Japon. En revanche la Chine a revu sa croissance à la hausse à +2% contre 1.3% il y a deux mois, ce qui permet à ce pays de prendre le rôle de locomotive à la place des US. Les économistes prévoient toujours une baisse de 5% dans ce pays, alors que la zone Euro voit son économie chuter de 8%. Ces chiffres sont encore sujet à de grandes incertitudes car cela dépend de l'évolution de la pandémie où certains pays peuvent être amenés à confiner à nouveau ou à prendre des mesures drastiques qui vont impacter l'économie. La reprise en 2021 a également été revue à la baisse et dépend de l'arrivée d'un vaccin. Les plans de relance en Europe et aux US n'auront d'effet que si un certain retour à la normale a lieu. La Chine prévoit une hausse de 7.9% et cela ne paraît pas impossible grâce à leur maîtrise de la pandémie et à une économie dirigée où le Parti décide des investissements. C'est cette croissance rapide qui inquiète les Etats Unis car elle repose de plus en plus sur la technologie où le pays a de l'avance dans certains secteurs comme les télécoms et l'Intelligence Artificielle. Du coup, Trump veut empêcher le pays de devenir autonome dans le domaine des micro processeurs à travers des embar-

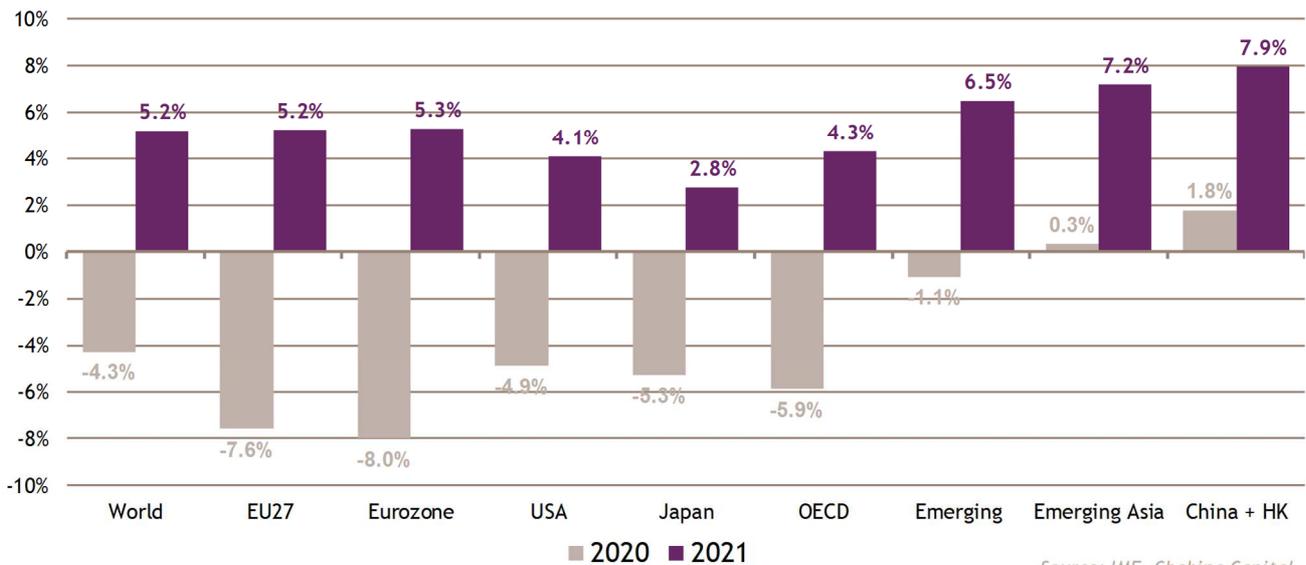


gos, allant jusqu'à bloquer la vente de machines de pointe fabriquées par le néerlandais ASML. Mais les Chinois, malins, contourneront l'embargo en achetant les machines par un autre intermédiaire.

Des prévisions incertaines dépendant de l'évolution du virus

2020-21 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE CAPITAL



Source: IMF, Chahine Capital

Quelle limite pour les déficits ?

Sans surprise, les marchés continuent d'être soutenus par les politiques monétaires des banques centrales qui continuent de déverser des trillions de liquidités en rachetant la dette des Etats directement ou indirectement. Une première vague de 3 trillions de \$ aux US a servi au plan de sauvetage de l'économie consistant à compenser tous les effets de la crise : paiement du chômage, distribution de chèques aux familles, prêts ou aides aux entreprises notamment dans le secteur des loisirs et du transport, soutien et subventions au système de santé... De tels plans ont été pratiqués de façon similaire un peu partout et notamment en Europe où la France a été particulièrement généreuse. La BCE a imprimé 2 trillions € à cet effet via le rachat de dettes des gouvernements essentiellement et de dettes privées.

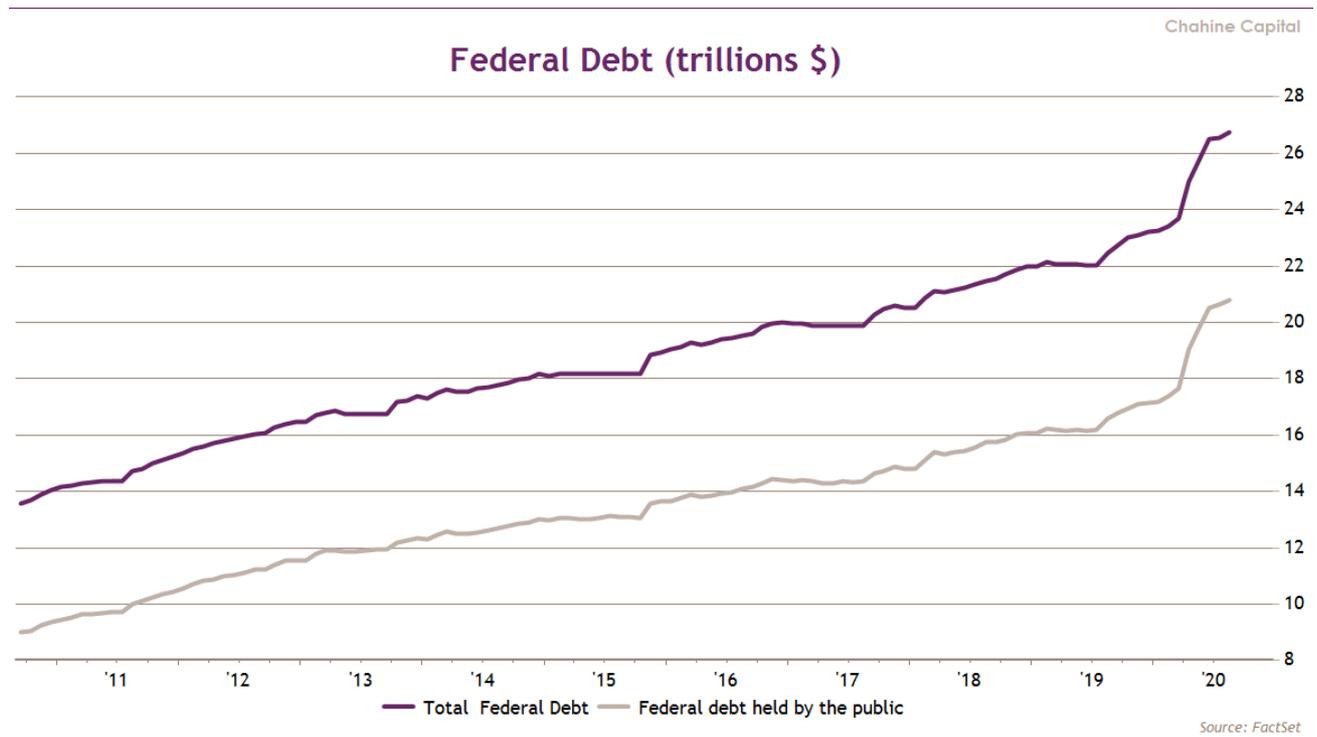
Plusieurs aides viennent à échéance aux Etats Unis et les deux partis ne sont pas d'accord sur l'ampleur du plan de relance. Les Démocrates ont présenté un budget de relance de 2.4 trillions que les Républicains rejettent comme trop généreux. Quant à lui le Président de la Fed réclame une forte relance budgétaire car il juge qu'autrement l'économie sera en danger. Du côté de l'Europe, un package commun de relance a été approuvé pour la première fois d'un montant de 750 Mds €. Il finance partiellement les plans de relance faits par chaque pays, tels les 100 Mds€ prévus par la France. L'Allemagne a mobilisé 1 trillion € au total pour faire face à la crise.

Dans ce contexte, il faut s'attendre à une deuxième vague d'envolée des bilans des banques centrales, qui deviennent de plus en plus les principaux détenteurs des dettes des Etats. La dette du gouvernement fédéral n'a pas arrêté de gonfler et le trend s'est accentué avec la crise. La dette détenue par le public atteint 20.8 trillions \$ à laquelle il faut ajouter la dette auprès d'organismes gouvernementaux comme les cotisa-

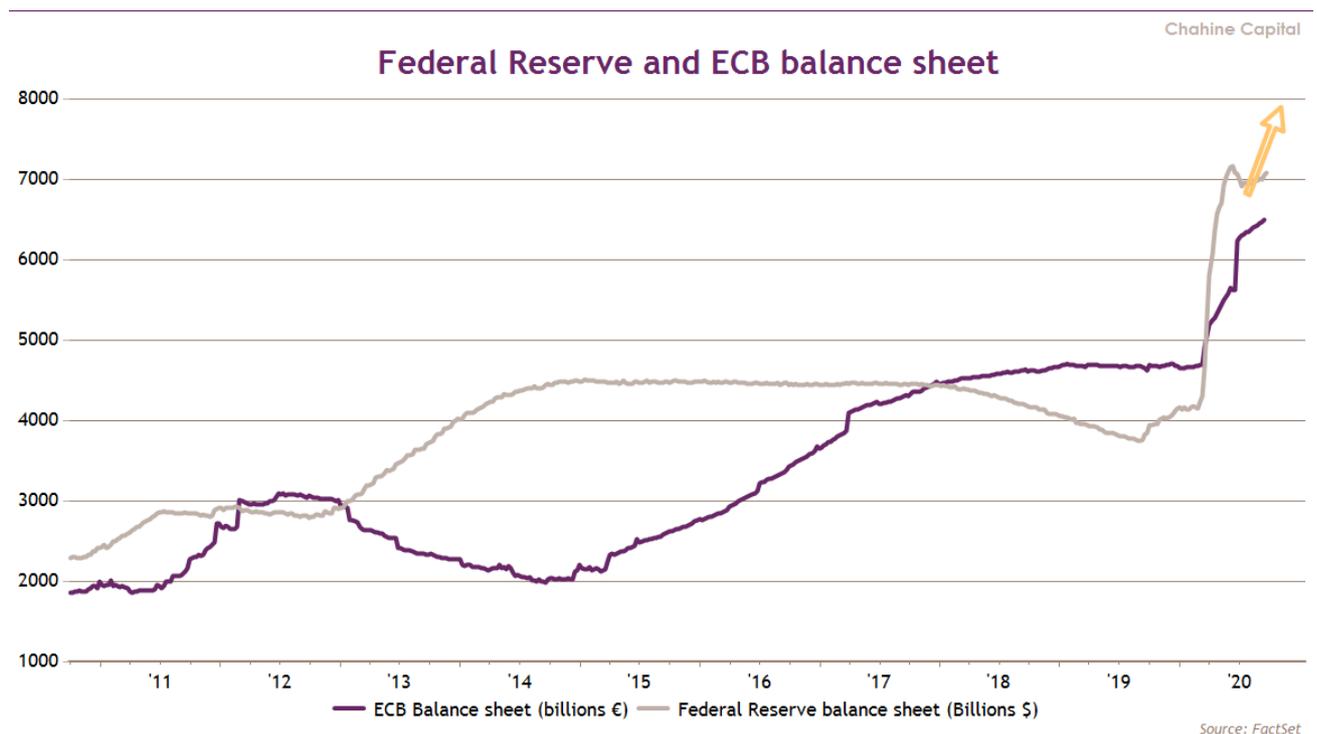


tions vieilles des assurés (système de capitalisation). Au total cela représente 26.75 trillions. Ainsi, la dette publique atteint déjà 97% du PIB 2019 et déjà plus de 100% si l'on retient la contraction du PIB 2020. Si on retient 2 T\$ de nouvelle relance budgétaire, le déficit pourrait approcher les 110% en 2021.

Envolée de la dette de la Fed...



... financée quasi exclusivement par la banque centrale





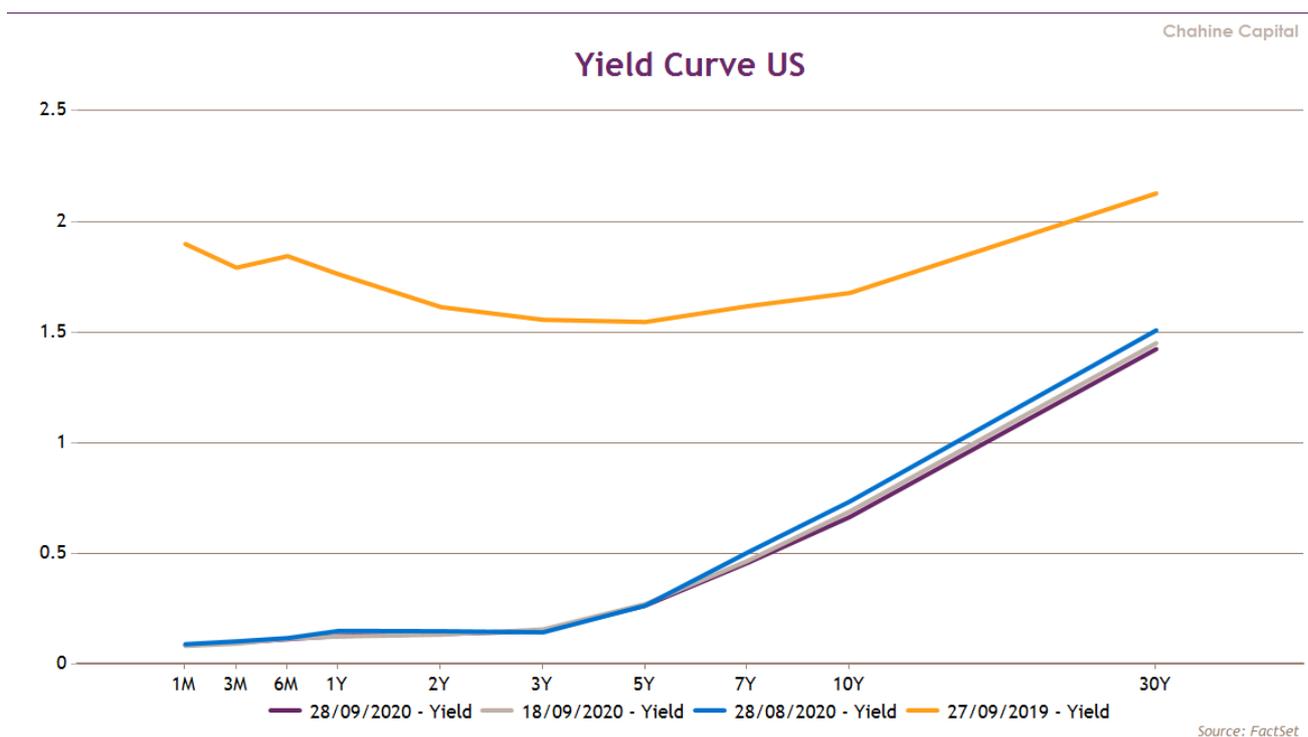
Etranger et banques centrales gros détenteurs de la dette US

La détention de la dette publique américaine a fortement évolué avec la crise. Entre Décembre et Juillet, elle a augmenté de 3.48 T\$, sur lesquels la Fed a absorbé la grande majorité avec 2.79 T\$. Le public américain a pris 0.45 T\$ et l'étranger 0.24 T\$. La dette détenue par les non-résidents est en général perçue comme dangereuse, sauf sur le \$ qui reste la monnaie de réserve. La détention par les non-résidents a atteint 34%, en baisse en %, mais en hausse à 7.1 T\$. Une partie de cette dette est néanmoins détenue par des américains puisque l'on trouve une énorme détention en Irlande, Suisse, Luxembourg, paradis fiscaux pour les multinationales américaines. On trouve également la Grande Bretagne dans ce cas. Les plus gros détenteurs étrangers sont le Japon avec 1293 Mds et la Chine avec 1073 Mds. Par contraste, si l'on prend la dette japonaise, elle est quasi exclusivement locale dont 70% par la BOJ. Les Etats Unis ont vu leur balance commerciale se dégrader avec la crise. De 40 à 50 Mds de déficit par mois, le déficit a atteint un plus haut de 64 Mds en Juillet. Si les non-résidents n'ont pas envie de garder ces déficits en \$, la sanction sera la baisse du \$ et une inflation importée. Et dans un cas extrême, on peut assister à une défiance devant tant de billets imprimés et assister à un refuge dans l'or. Nous maintenons notre position d'allègement sur le \$ et de détention d'or en profitant de la récente correction.

Des taux bas pour très longtemps

La Fed a confirmé sa politique monétaire de taux zéro pour très longtemps et au moins jusqu'en 2023 et va accepter une inflation qui dépasse les 2%. C'est un élément important de soutien des marchés financiers, au point de risquer de créer une bulle quand beaucoup de classes d'actifs n'offrent plus de rentabilité comme les obligations (sauf à prendre des risques excessifs) ou l'immobilier qui fait face à un commerce de détail en faillite, à des hôtels fermés ou à des bureaux vides.

Les taux bas seront là pour longtemps





Bons indices PMI et marché automobile chinois robuste

Les données macroéconomiques ont du mal à dégager une tendance claire, sinon qu'à court terme le rebond semble s'essouffler comme le montre la révision de la croissance du PIB à la baisse. Aux Etats Unis l'inflation a rebondi de son plus bas de 0.5% à 1.3% sous l'effet du renchérissement de l'alimentation contrebalancé par une forte baisse de l'énergie. Plusieurs ruptures de chaînes d'approvisionnement dans l'alimentation ont été constatées. En zone Euro, la baisse de l'inflation est due à la baisse des produits pétroliers. Aucune rupture d'approvisionnement n'a été signalée dans la zone Euro. L'indice CRB des matières premières a également rebondi sous l'effet d'achat de métaux par la Chine.

Rebond de l'inflation aux US

Chahine Capital

Comparison CPI Eurozone vs CPI US



Source: FactSet

L'emploi américain a rebondi de son plus bas avec une perte de 22M entre Février et Avril. Il a récupéré la moitié vers fin Août, avec une cadence plus ralentie. Les nouvelles inscriptions au chômage ont reflué mais restent à des niveaux élevés, 4 fois plus importantes qu'avant la crise. Mais les employeurs ont relâché les cordons de la bourse en augmentant le salaire horaire pour compenser les risques pris dans plusieurs secteurs. L'activité dans l'immobilier reste bonne, plusieurs ménages ont pris la décision de vivre en maison individuelle plutôt que confinés en appartement. Les prix dans le résidentiel poursuivent une légère hausse. Les indices PMI manufacturiers se sont bien redressés des deux côtés de l'Atlantique mais l'indice des services a reculé en Europe en Septembre alors qu'il reste bien orienté aux Etats Unis.

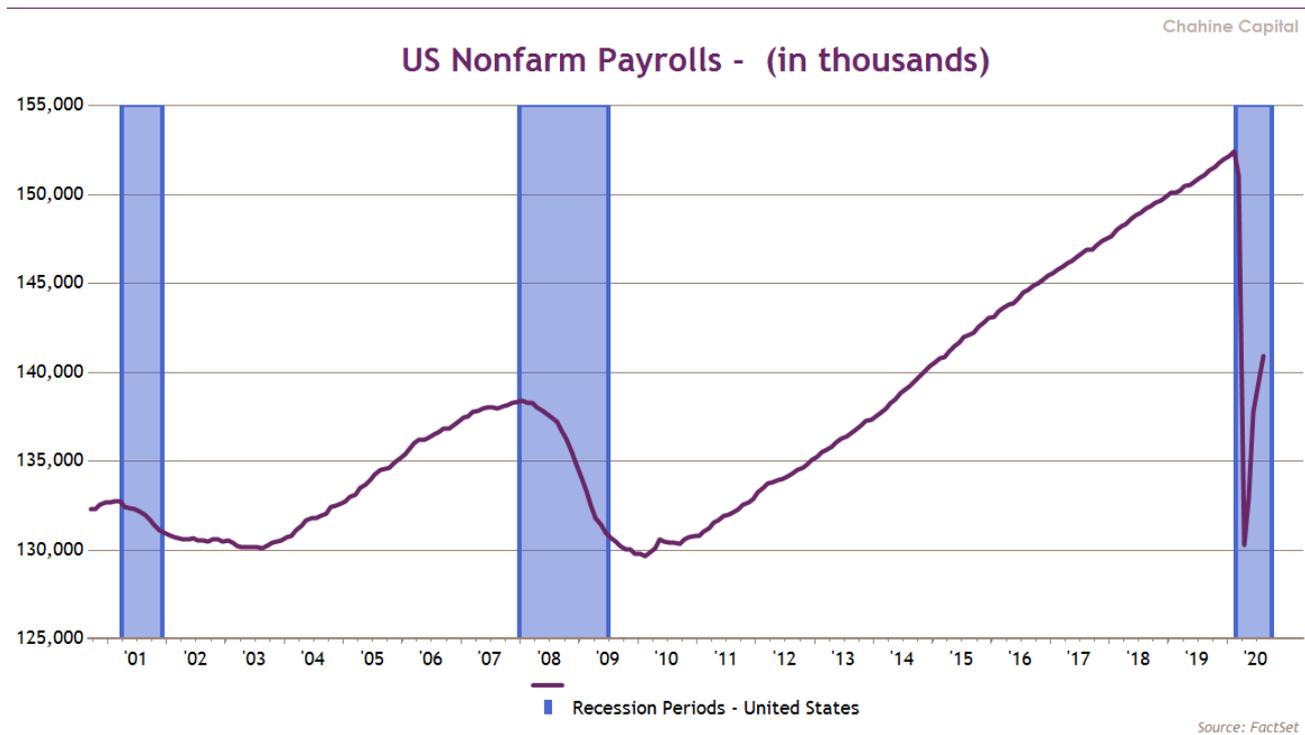
Le marché automobile mondial est très contrasté. Alors que la Chine a retrouvé un rythme de livraison de 23M d'automobiles/an d'avant la crise, l'Europe est remontée à 12M contre 15M et les Etats Unis sont à 15.5M contre 18 avant la crise. Le marché chinois reste donc le seul d'une grande ampleur qui est prometteur et les constructeurs se battent féroce avec le véhicule électrique en plein essor.

La Bourse reste sensible à la guerre commerciale qui fait rage entre les Etats Unis et la Chine et peut bouleverser tous les bons indicateurs économiques. Les embargos suivent l'un après l'autre et des sociétés



comme Tik Tok sont interdites de séjour. Ce n'est que justice quand on voit tous les GAFAM américains interdits de séjour en Chine. Il reste aux Chinois l'arme Apple et le secteur automobile. Une entrée en guerre dans ces secteurs ne laisserait pas la Bourse indemne.

La moitié des emplois a été récupérée



Une grande stabilité dans les prévisions de profits

Les prévisions des profits sont restées très stables depuis 1 mois, après avoir été revues à la hausse le mois précédent. Il faudra attendre les prochaines parutions de T3 pour voir si des nouvelles tendances vont se dégager. Le consensus table sur une baisse de 21% des profits en 2020, que nous retenons. Le rebond de 27.4% en 2021 ne paraît pas réaliste et notre modèle retient 21.1%. La baisse attendue aux prochaines publications de T3 est de 22.7% après la chute sévère de 33% en T2. Les performances 2020 sont très contrastées avec des sociétés qui s'effondrent et celles qui cartonnent. Dans les bons scores, on trouve les Gafam qui affichent des Mds de \$ de profits supplémentaires en 2020 comme Amazon, Facebook, Apple et Microsoft. On trouve également des grands labos dans cette catégorie. Dans les profits qui s'effondrent ou qui affichent d'énormes pertes on a les banques qui effacent tous les profits habituels de dizaines de Mds\$, les compagnies aériennes en perte de dizaines de Mds\$ et les pétrolières qui sont en perte. Tout le secteur des loisirs comme les croisiéristes sont dans le rouge vif. On constate que les profits perdus sont dans des secteurs à faible P/E et les profits gagnés dans les secteurs à fort P/E, ce qui fait que le marché a globalement bien résisté. C'est le règne des valeurs de croissance et la chute des value stocks. 175 valeurs du S&P500 ont dépassé les cours les plus haut d'avant la crise.

Les prévisions des profits pour 2021 sont pour un rebond des secteurs les plus impactés, mais rien n'est moins sûr. Le rebond du secteur financier par exemple n'est pas certain car on ne mesure pas encore l'ampleur de la crise sur l'économie et le portefeuille de crédits. Certes, les banques ont fait des belles provisions cette année, mais beaucoup de créanciers sont maintenus en vie artificielle avec les prêts du gouvernement ou des accommodements temporaires. Si la crise persiste, l'immobilier pourrait créer énor-

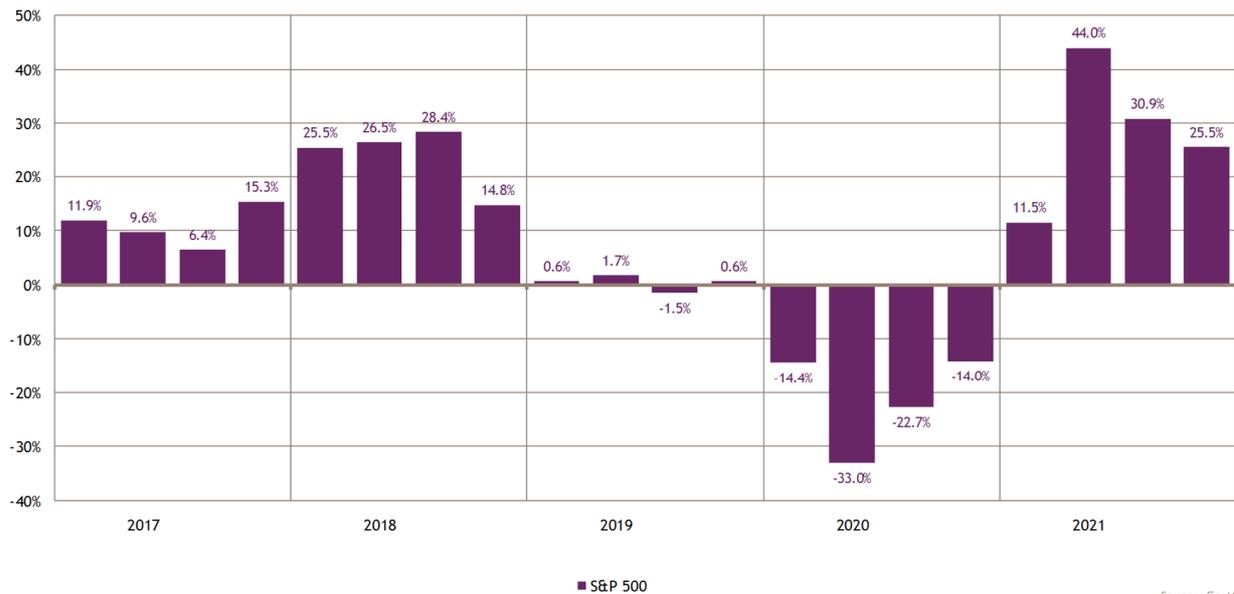


mément de problèmes. C'est d'ailleurs un des rares secteurs où les analystes ne voient pas de rattrapage dans les profits.

Les profits devraient baisser de 23% au 3^{ème} trimestre

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE CAPITAL

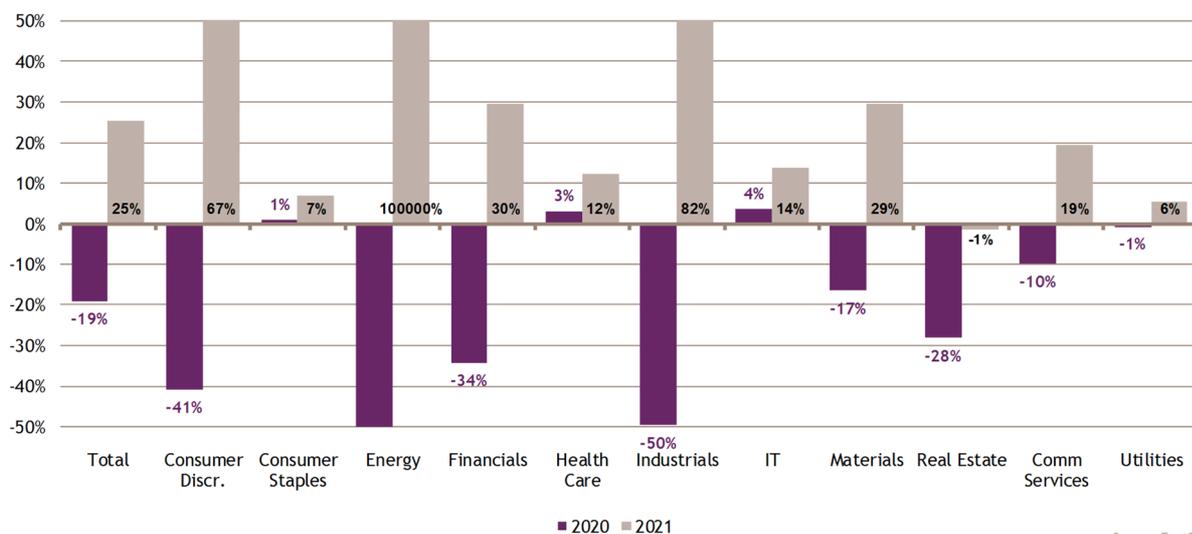


Source: FactSet

Un rebond pour 2021 incertain dépendant de la pandémie

Earnings growth by sector S&P 500

CHAHINE CAPITAL



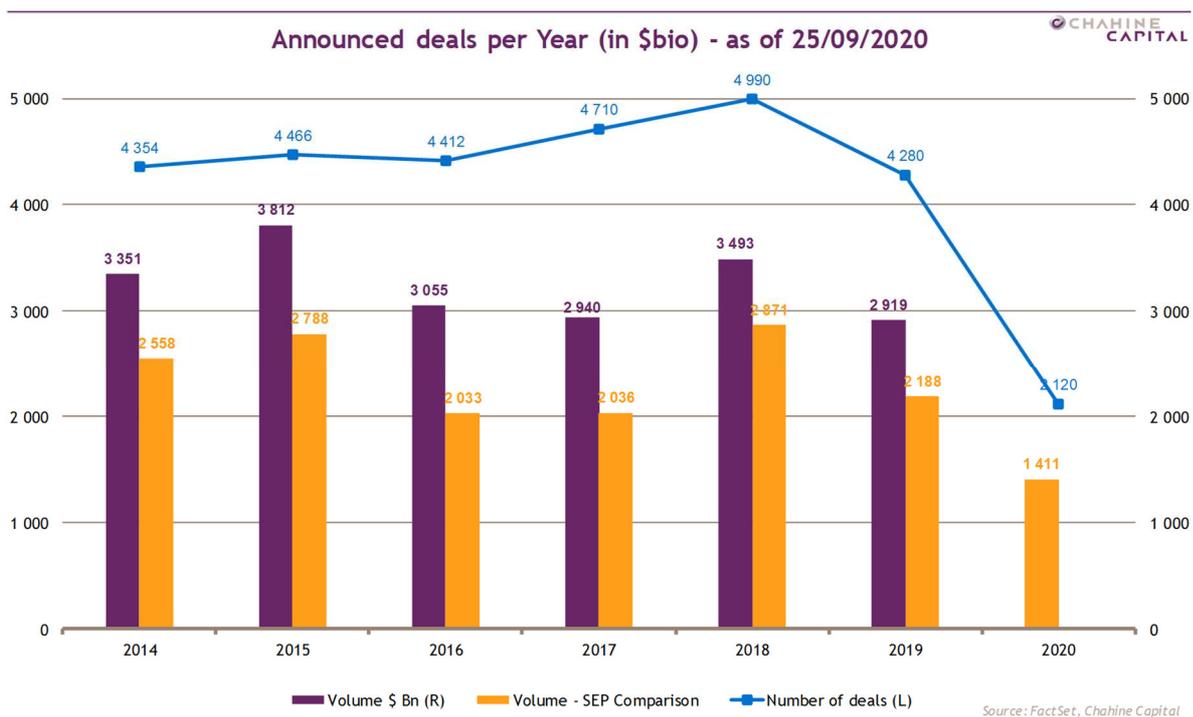
Source: FactSet



Forte baisse dans les fusions/acquisitions

L'activité de fusion acquisition est restée la plus faible de ces dernières années. La crise en est évidemment l'une cause, mais également les valorisations stratosphériques qui font peur. Le volume de deals annoncés est de 1400 Mds\$ à fin Septembre, en baisse de 1/3 par rapport à l'année dernière. Pas d'opérations gigantesques en cours, la plus grosse de 38 Mds\$ est la cession de Arm Holding à Nvidia par son actionnaire Softbank. Ainsi, un dernier joyau européen dans les micro processeurs va encore passer aux mains des américains.

Une baisse sensible de l'activité M&A



L'autre gros deal est celui forcé de Tik Tok dont le sort est toujours en discussion, les Chinois se battant comme des diables pour en garder le contrôle.

Au niveau du rachat des titres par les sociétés, l'activité a énormément baissé passant de 3.8% à 1.4% en rythme annuel entre T1 et T2. On se rappellera que les cours de bourse en T1 étaient en chute libre encourageant les rachats et les sociétés hésitent à racheter aux cours actuels, malgré l'existence du cash en abondance.

Valorisation des marchés

Une quasi stabilité des profits et des taux nous amène à avoir un objectif de cours de 3 448 points identique au mois précédent. Le marché a fait un plus haut de 3 581 points sur le mois avant d'entamer une correction qui l'a amené à un plus bas de 3 237, une occasion d'entrée en dessous de notre objectif de cours. Cette valorisation est basée sur des taux à 30 ans de 1.4% et un CAGR 8 ans à 5% en partant du point haut de 2019. Une déception sur les profits de T3 avec des révisions à la baisse remettraient en cause cet objectif. Le P/E 2021 est à 20.1x, en supposant que les profits rebondissent cette année comme prévu.



Un léger potentiel de hausse du marché

S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	1.00%	1.25%	1.40%	1.50%	1.75%
Deep recession: -22% in 2020, 3% in 2021 - CAGR 1.3%	2 888	2 690	2 583	2 515	2 359
Implied Scenario CAGR 3.9% over 8 years	3 635	3 383	3 247	3 161	2 962
Return to normal: -21% in 2020, 21% in 2021 - CAGR 5%	3 861	3 594	3 448	3 357	3 145
Current Index S&P 500	3 370				

Nous maintenons notre opinion de surpondérer introduite le 28 Mars au cours de 2 600 points. Avec la volatilité qui risque d'augmenter en période électorale, il y aura peut-être des occasions de rentrée pour les retardataires.

En zone Euro, le marché est loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant la crise et subit de plein fouet les baisses dues à sa composition sectorielle bourrée de financières, de pétrolières et de biens cycliques et très peu de valeurs de la nouvelle économie. Le dividende est élevé mais on a vu que les payeurs n'ont pas payé en raison de la crise faisant perdre des millions € à la SocGen qui arbitrait les dividendes futurs. Les profits 2020 sont presque divisés par 2 et le rebond 2021 n'est pas très robuste. Le P/E 2021 est de 15x, pour des taux 30 ans à 0.34% ! Les fonds Digital, qui sont largement dans le vert, trouvent leur bonheur dans des niches en dehors des secteurs affectés par la crise.

Le marché est à son prix

MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	0.15%	0.25%	0.34%	0.50%	0.75%
Deep recession: -46% in 2020, 12.5% in 2021 - CAGR -4.4%	97	94	91	87	81
Implied Scenario: CAGR -2.7% over 8 years	119	116	113	107	100
Return to normal: -43% in 2020, 19% in 2021 - CAGR -2.1%	121	117	114	109	101
Current Index MSCI EMU	113				



Conclusions

Le retour des vacances, sacrées en Europe, a sonné un réveil sur le plan sanitaire. La pandémie a repris de plus belle et inquiète vivement les autorités sanitaires. Les nouvelles précautions remettent des entraves à la reprise naissante. La pandémie poursuit son envolée aux US avec son cortège de décès affichant les pires scores des pays développés qui risque de coûter la réélection de Trump. Les statistiques de morbidité montrent que ce sont les pays asiatiques qui ont le mieux fait face à la crise même si les statistiques chinoises sont peu crédibles. Les systèmes autoritaires et disciplinés asiatiques ont prouvé leur supériorité pour contrôler la crise. Pour 12 décès par million d'habitants au Japon, les US en affichent 616, en progression rapide. L'Allemagne en affiche 113 alors que la France est à 485, avec un système de santé plus onéreux que chez ses voisins. Pour le moment, la multiplication du nombre de cas n'est pas suivie proportionnellement pas les décès, en raison de plus de cas dépistés et des meilleurs traitements.

La Bourse, dominée par Wall Street, navigue entre espoir et désespoir les yeux rivés sur l'évolution de la pandémie où les nouvelles alarmantes sont relayées en boucle par les médias, ponctuées par des bonnes nouvelles sur l'arrivée imminente des vaccins et de traitements. La bourse vient de faire une correction de 10% pour rebondir aussitôt sur des espoirs de vaccin. Malgré la crise, Wall Street est nettement dans le vert de plus de 5% alors que les autres marchés sont dans le rouge sauf la Chine. Les Gafam en sont en bonne partie responsables alors que les secteurs financier et énergie sont dans le rouge vif. Le marché ne semble pas craindre une faillite du système financier car les banques centrales sont prêtes à déverser des trillions si c'était nécessaire. Le secteur immobilier, peu représenté à la bourse, est en forte chute s'agissant du retail, bureaux ou hôtels et peut entraîner de graves faillites.

La croissance mondiale continue de s'effriter passant de -3.85% à -4.27% avec des révisions en Europe, au Japon et en Inde. En revanche la Chine a revu sa croissance à +2%. Les prévisions pour 2021 de 5.2% sont fragiles, la Chine prévoit 7.9% ! ce qui inquiète les américains car le pays est en train de les rattraper en utilisant le même modèle de la technologie. D'où les velléités d'embargo des USA.

Sans surprise, les marchés continuent d'être soutenus par les banques centrales qui déversent des trillions de liquidités en rachetant la dette des Etats. Une première vague de soutien de 3 trillions a été financée par la Fed et la deuxième vague qui se dessine peut représenter 2 trillions. Le même schéma s'applique à la BCE. La dette publique du gouvernement fédéral n'a pas arrêté de gonfler pour atteindre 20.8 trillions\$, quasiment 100% du PIB, et avec la relance budgétaire devrait atteindre les 110%. Or la dette américaine est détenue à 34% par l'étranger et 35% directement par la Fed alors que le déficit commercial s'est creusé à 64 Mds par mois. Cela nous amène à confirmer notre recommandation de sous pondération du \$ et de détention d'or. La politique monétaire restera accommodante très longtemps y compris si l'inflation repassait les 2%.

Les données macro-économiques sont contrastées, avec des indice PMI plutôt bons, un marché automobile chinois à un niveau d'avant la crise, un retour à l'emploi de la moitié des travailleurs mis au chômage technique. On constate un léger retour de l'inflation aux US à 1.3% dû à l'alimentation ainsi que la hausse des matières premières. Les prévisions de profits sont restées inchangées avec 21% de baisse en 2020 et un rebond de 27% en 2021. Notre objectif de cours est quasi inchangé à 3448 points pour le S&P500, chiffre qui a été dépassé en Septembre. Une opportunité d'achat s'est présentée quand l'indice a baissé à 3237 points. Nous restons surpondérés depuis fin Mars où nous sommes entrés au cours de 2600 points.

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Data as of 25/09/20	Weight vs		Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
	MSCI World		2020	2019	2021	2020	2021	2020	2019	2020	Fiscal 21	Fiscal 20
MSCI The World Index	100.0%		-1.40%	25.30%	18.7 x	23.8 x	27.2%	-22.6%	-1.6%	2.10%	-0.4%	-0.5%
MSCI USA	65.0%		3.71%	29.20%	20.8 x	25.5 x	22.8%	-17.9%	-0.2%	1.71%	0.7%	1.5%
MSCI Japan	8.2%		-5.80%	15.70%	16.6 x	22.3 x	34.3%	-20.4%	-28.5%	2.35%	-2.9%	-4.3%
MSCI EMU	12.5%		-15.19%	21.69%	15.0 x	22.3 x	48.6%	-40.6%	0.4%	2.88%	0.1%	-0.6%
MSCI Europe	22.3%		-15.52%	22.17%	15.3 x	21.1 x	38.4%	-37.2%	3.8%	2.98%	-0.6%	-2.6%
MSCI Europe ex Energy	21.4%		-13.07%	23.79%	15.5 x	20.6 x	32.8%	-32.7%	5.7%	2.82%	-0.5%	-1.5%
MSCI Austria	0.1%		-37.91%	13.38%	9.2 x	14.6 x	59.0%	-50.0%	-24.9%	3.58%	-0.7%	1.0%
MSCI Belgium	0.4%		-27.48%	19.37%	14.6 x	17.4 x	19.3%	-32.1%	11.0%	3.03%	-0.7%	7.9%
MSCI Denmark	0.9%		17.05%	28.95%	24.8 x	30.8 x	23.8%	-8.4%	-3.7%	1.44%	0.9%	0.7%
MSCI Finland	0.4%		1.72%	8.28%	17.5 x	20.6 x	17.9%	-13.7%	-0.8%	3.22%	0.6%	-0.9%
MSCI France	4.4%		-18.75%	26.10%	15.3 x	25.0 x	64.1%	-46.7%	4.7%	2.87%	-0.2%	-1.8%
MSCI Germany	3.4%		-8.50%	20.10%	14.4 x	21.1 x	46.7%	-31.9%	-4.7%	2.76%	0.4%	1.0%
MSCI Great-Britain	4.1%		-23.02%	11.37%	13.2 x	18.4 x	40.0%	-40.0%	-5.2%	3.62%	-0.5%	-6.3%
MSCI Ireland	0.1%		-5.01%	21.49%	30.5 x	67.7 x	122.3%	-69.7%	-22.5%	0.59%	1.2%	-25.0%
MSCI Italy	0.9%		-21.87%	25.49%	12.2 x	19.5 x	59.6%	-49.7%	-1.5%	3.82%	2.3%	0.9%
MSCI Netherlands	1.7%		-4.38%	26.85%	18.6 x	24.6 x	32.3%	-29.2%	-3.3%	2.13%	0.7%	-2.7%
MSCI Norway	0.3%		-14.12%	8.26%	13.6 x	18.9 x	38.1%	-26.1%	-10.8%	3.77%	3.0%	0.6%
MSCI Spain	1.0%		-31.17%	9.85%	13.1 x	17.9 x	36.1%	-52.1%	7.0%	3.89%	-3.1%	-2.5%
MSCI Sweden	1.2%		1.28%	25.01%	17.5 x	19.6 x	12.1%	-34.7%	66.5%	2.64%	1.4%	7.0%
MSCI Switzerland	3.3%		-3.93%	26.97%	17.8 x	20.8 x	16.7%	-10.9%	9.6%	2.89%	-0.6%	-2.0%
MSCI Europe Consumer Discretion	3.1%		-12.93%	30.01%	17.9 x	62.4 x	249.2%	-75.5%	-12.2%	1.13%	2.5%	0.6%
MSCI Europe Consumer Staples	3.3%		-7.65%	22.38%	18.3 x	20.1 x	10.0%	-11.2%	10.1%	2.94%	-1.6%	-1.4%
MSCI Europe Energy	0.9%		-49.89%	3.55%	11.3 x	63.1 x	457.6%	-89.3%	-14.7%	6.79%	-1.6%	-46.4%
MSCI Europe Financials	2.9%		-34.61%	17.31%	9.1 x	12.5 x	37.0%	-45.9%	15.1%	4.22%	-1.7%	-1.8%
MSCI Europe Health Care	3.3%		-1.25%	28.40%	16.6 x	18.4 x	10.8%	-1.8%	9.2%	2.70%	-1.7%	-1.9%
MSCI Europe Industrials	3.1%		-11.07%	32.02%	19.1 x	31.1 x	63.1%	-45.2%	4.9%	2.13%	-0.3%	-9.0%
MSCI Europe Information Technol	1.6%		3.85%	36.00%	24.5 x	30.0 x	22.6%	-13.0%	6.0%	0.98%	-0.4%	-0.7%
MSCI Europe Materials	1.6%		-7.20%	21.39%	16.0 x	20.7 x	29.3%	-19.1%	-13.2%	3.34%	6.2%	7.6%
MSCI Europe Real Estate	0.3%		-26.61%	18.93%	14.8 x	14.8 x	0.3%	-27.2%	-15.0%	4.40%	-3.1%	4.2%
MSCI Europe Communication Serv	1.0%		-24.25%	0.60%	13.2 x	14.7 x	12.0%	-23.5%	2.9%	4.64%	-4.6%	-1.9%
MSCI Europe Utilities	1.2%		-3.94%	24.29%	15.4 x	17.1 x	10.8%	-10.7%	23.7%	4.58%	-1.1%	-1.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 25/09/2020



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.