

Incroyable résilience des profits US

Conclusions

Alors que les médias passent en boucle les mauvaises nouvelles sur l'extension du Covid, Wall Street vole de record en record d'une façon qui dépasse l'imagination. Le NASDAQ de la technologie et biotechnologie pulvérise ses records et surperforme l'indice S&P 500 de 62% sur 15 ans avec une accélération depuis le Covid. La performance moyenne sur 30 ans ressort à 12% et représente le symbole de la transformation profonde de nos sociétés. La technologie a pénétré tous les secteurs et les a profondément transformés. Le secteur IT, qui est le moteur de ces transformations atteint un poids 28.2% contre 13.6% début 1997. Et il a permis de créer des géants dans d'autres secteurs tel qu'Amazon et Tesla en biens cycliques, Google, Facebook, Netflix dans la communication et encore des myriades d'autres entreprises basées sur la technologie. La première capitalisation mondiale en 1997 était... General Electric qui est aujourd'hui un nain en capitalisation dans un secteur industriel que les entrepreneurs négligent, préférant sous-traiter à l'étranger le cambouis. Même Boeing a montré son incapacité à maîtriser l'outil industriel. Le prochain enjeu est l'industrie automobile où Tesla a la prétention de devenir l'iPhone du secteur et risque de rafler la mise. Le président de Volkswagen déclare que le futur est dans le « software et la vente directe ». Avec ses 375Mds\$ de capitalisation Tesla s'implante à Berlin pour narguer l'automobile allemande et « magnanime » offre de partager sa technologie. On voit que le paysage économique s'est transformé substantiellement et le Covid n'a fait qu'accélérer cette transformation dans le e-commerce, le télétravail, la mobilité, la santé... Et ce sont les monopoles américains qui remportent la mise, l'Europe devant importer la quasi totalité de la technologie et se contenter de vendre massivement des produits à faible marge dans l'industrie ou l'automobile.

Dans un univers où les taux d'intérêt sont nuls ou négatifs, un havre de croissance est inestimable et le cours des GAFAM et plus généralement de la technologie dont Tesla fait partie n'a pas arrêté de monter vers les cieux. Des sociétés de niche dans la santé ont vu leur cours exploser. À l'inverse la crise a laminé le secteur financier, l'énergie et les biens cycliques. La structure de l'économie américaine a ainsi permis de faire face à la crise du Covid mieux que n'importe où ailleurs. Alors que la chute des profits aux US semble limitée à 19% pour 2020, elle est de 36% en Europe et même de 40% en zone Euro qui continue d'être revue en baisse. Alors que l'indice MSCI Monde est en hausse sur 2020, les marchés européens affichent un retard important, sauf les fonds Digital qui sont en hausse.

Les parutions du 2^{ème} trimestre ont montré une incroyable résilience et ont constitué une réelle surprise dépassant les attentes de 20%. La chute des profits sur 2020 est revue à 22% contre 24%. Cette chute des profits est concentrée dans des secteurs à faible P/E comme l'énergie, la finance ou le transport aérien. Les secteurs IT, la santé et les biens de consommation courante voient même leurs profits en hausse. Le rebond attendu pour 2021 est de 28% que nous estimons à 21%. Même si le P/E 2021 est à 20.8x, l'earnings yield ressort à 4.8% contre un emprunt 30 ans à 1.38% ! Mais ces prévisions peuvent s'effondrer si la crise du Covid persiste ou si une possible élection de Biden est mal accueillie.

La croissance mondiale devrait se contracter de 4.4% en 2020, contre 3.85% estimés en Juin, confirmant que le rebond après le confinement est plutôt poussif. Pour 2021, on prévoit une hausse de 5.4%, avec une grande incertitude en fonction de la maîtrise de la pandémie. L'Europe est la plus impactée par la crise en espérant que le plan de relance négocié puisse produire ses effets. Plusieurs indicateurs macro-économiques sont favorables comme le retour massif à l'emploi et des bons indices PMI. Mais la balance commerciale s'est fortement dégradée et avec la pléthore de \$ imprimés cela a entraîné la chute de la devise. Nous préconisons un allègement sur le \$ et maintenons notre opinion d'achat de fin Juin sur l'or.

Notre valorisation du marché a été rehaussée à 3452 points pour le S&P 500 suite à de meilleurs résultats et nous maintenons notre opinion de surpondération. En Europe, notre valorisation est pour un marché à son cours d'équilibre.

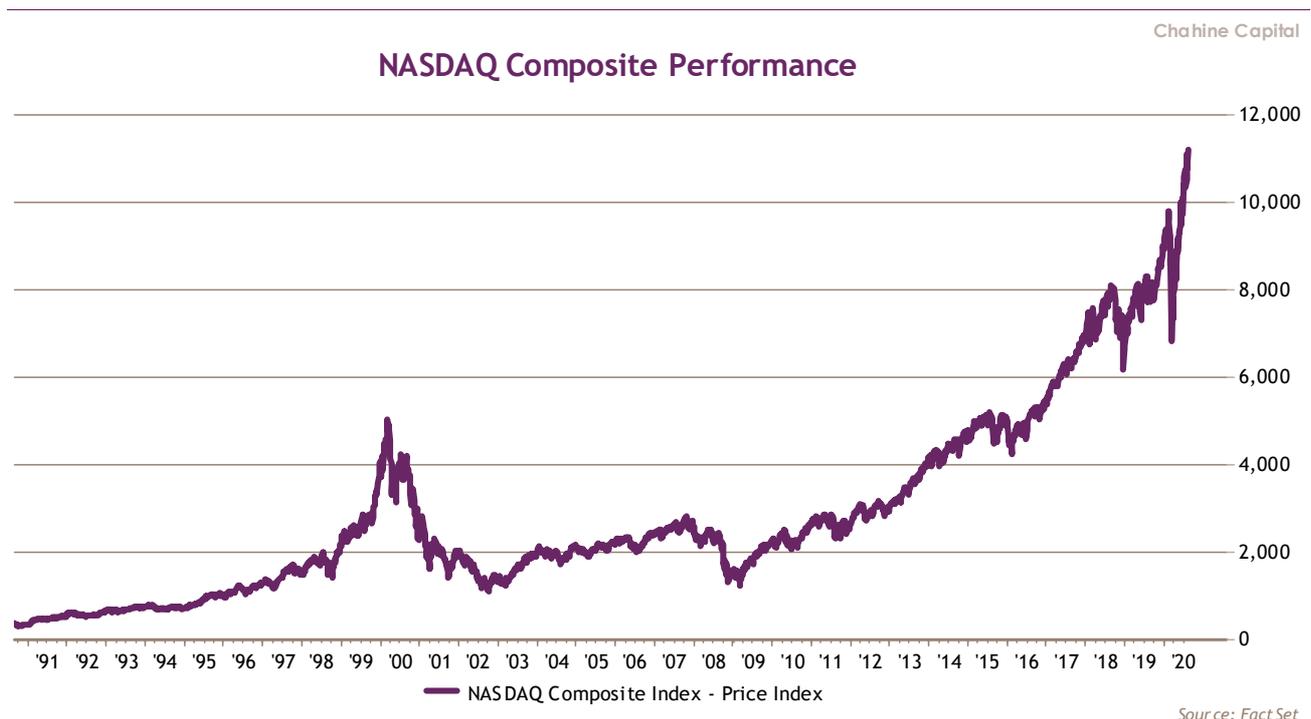
Jacques Chahine



Envolée sans précédent du NASDAQ et de la technologie

Alors que les médias passent en boucle les mauvaises nouvelles sur l'extension du Covid un peu partout, Wall Street vole de record en record d'une façon qui dépasse l'imagination du commun des mortels. L'indice S&P 500 a clôturé vendredi dernier à 3397 points dépassant son plus haut du 19 février à 3386 points. Ce qui est encore plus impressionnant, c'est l'ascension du NASDAQ de la technologie et biotechnologie qui bat tous les records clôturant à 11 312 points. L'emballement de l'indice après la correction due au Covid est impressionnant. L'indice a certes connu l'une des plus grosses bulles de l'histoire en 2000 en perdant 78% ! de sa valeur lors de son éclatement. Il a fallu 12 ans pour qu'il retrouve son plus haut de 5000 points et depuis il a plus que doublé. Les investisseurs qui s'extasiaient en 2000 sur l'avènement de l'Internet avaient raison, mais ils étaient tellement en avance sur le progrès de la technologie ! Il a fallu attendre l'arrivée à maturité de plusieurs technologies pour constater les bienfaits de l'ère Internet. Amazon existait déjà à l'époque de la bulle, mais c'était un simple libraire. Google en était à ses débuts avant d'éliminer tous ses concurrents. Apple existait mais l'iPhone n'est apparu qu'en 2007. Facebook est apparu en 2004. Seul Microsoft a maintenu son leadership sur toute la période et se bat avec Apple pour la première capitalisation mondiale. Début 1997, la première capitalisation mondiale était... General Electric qui se débat aujourd'hui pour sa survie.

Une performance moyenne annualisée de 12% sur 30 ans



L'automobile, prochaine cible de la technologie ?

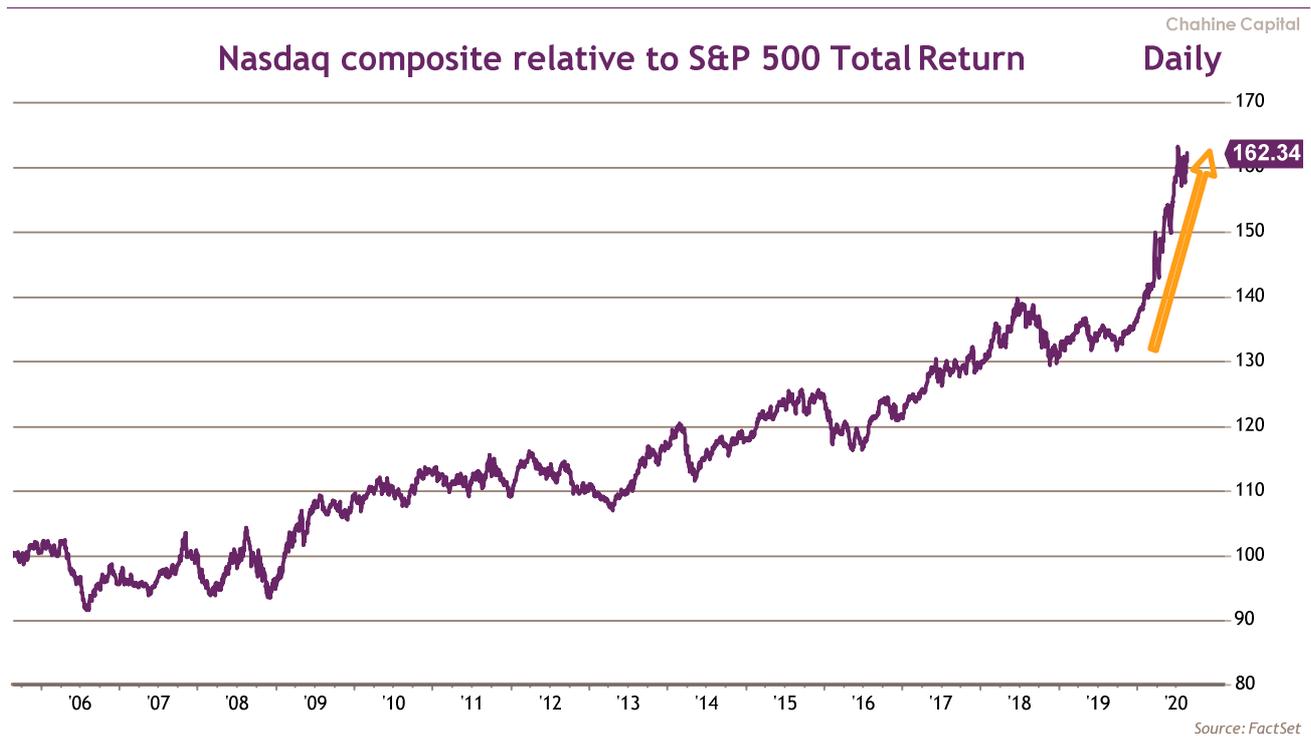
Une vedette surgie de nulle part n'est même pas encore incluse dans le vénérable indice S&P 500. Il s'agit de Tesla dont la capitalisation boursière de 384Mds\$ la place en 9^{ème} position des plus grosses sociétés cotées. Si le marché n'a pas perdu la raison avec cette valorisation, cela annonce la prochaine transformation de l'industrie automobile en ordinateurs à 4 roues. D'un peu moins de 500K véhicules vendus en 2020, les analystes prévoient 930K en 2022. Et le marché ne croit pas que l'industrie traditionnelle pourra rat-



traper Tesla qui a le culot d'ouvrir une usine à Berlin. Volkswagen se débat furieusement pour combler son retard dans la partie technologique et embauche à tour de bras. Le PDG déclare: « The big differentiator in the future will be software, direct customer contact, the car becoming an internet device”.

On voit que le paysage économique s'est transformé substantiellement et le Covid n'a fait qu'accélérer furieusement les tendances déjà à l'œuvre. Cette accélération se voit dans le cours relatif du NASDAQ par rapport au S&P 500.

Forte accélération de la technologie avec le Covid



Les exemples de décollage de sociétés profitant du Covid sont impressionnant. Citons évidemment le secteur de la santé avec des cours multipliés par plus de 20 pour les sociétés de vaccin, de diagnostic ou tout ce qui peut aider dans la lutte contre le Covid. À part cette évidence, on trouvera par exemple une société de e-commerce dont le cours est multiplié par 16 depuis le début de l'année, le fameux Zoom qui devient le pape des téléconférences en multipliant son cours par 3 avec une capi à 81Mds, Tesla qui multiplie son cours par 4 et toutes les valeurs qui tournent autour du véhicule électrique, une nouvelle société dans le cloud qui multiplie son cours par 3, plusieurs sociétés dans l'Intelligence Artificielle, DocuSign qui perce dans la signature électronique devenue indispensable à l'ère du Covid etc. Ces exemples sont des sociétés de niche qui étaient dans l'air du temps. Mais il est apparu que les sociétés monstres du Net ont profité énormément de la crise. Amazon cela va sans dire, Microsoft avec le télétravail et sa division cloud, les réseaux sociaux qui ont distrait des gens occupés à ne rien faire, Apple qui a surpris avec une demande encore vive de ses produits grâce au travail à domicile, Walmart qui a profité du confinement, Netflix qui a distrait la planète et les exemples sont innombrables. Google n'a progressé que de 18%... car son activité est concentrée dans la publicité en berne, mais le marché lui pardonne.



Transformations accélérées avec le Covid

Dans un univers où les taux d'intérêt sont nuls ou négatifs, un havre de croissance est inestimable et le cours des GAFAM et plus généralement de la technologie dont Tesla fait partie n'a pas arrêté de monter vers les cieux. Des habitudes prises durant le Covid vont perdurer bien après, à commencer par le télétravail qui s'est fait de manière remarquable. On a découvert qu'on n'avait pas forcément besoin de se déplacer à tout bout de champ et que les téléconférences étaient suffisantes dans beaucoup de cas. Des assemblées générales ont pu être tenues à distance, approuvées par des signatures électroniques. Des accords juridiques se sont signés à distance plus facilement sans avoir à courir pour rechercher les signatures individuelles. On a constaté qu'on pouvait acheter pratiquement tout via Internet, y inclus l'épicerie qui était le maillon faible. Une bonne partie de ces pratiques va subsister après l'ère du Covid qui aura ainsi accéléré une mutation largement entamée de l'économie. L'illustration de ces changements est saisissante dans le graphique ci-dessous qui montre l'évolution des poids sectoriels dans la capitalisation boursière sur 14 ans.

Il révèle l'explosion du poids de l'informatique dans la capitalisation boursière passant de 13.6% à 28.2% aujourd'hui et ce chiffre est sous-estimé. En effet, une bonne partie de sociétés cotées qui reposent sur la technologie ont été classées ailleurs, à commencer par Amazon classée aujourd'hui avec la consommation cyclique. De même un secteur entier a vu le jour sous le nom de « Communication Services » dans lequel on trouve Google, Facebook et Netflix, ainsi que le moribond secteur des télécoms qui représentait 6.3% des 10.4% de la capi de Janvier 1997. Dans les biens de consommation cycliques, en dehors d'Amazon, on trouvera le site de réservation on line Booking.com et dans le futur Tesla qui n'a pas encore rejoint l'indice. Les grands perdants sont les secteurs de la vieille économie à commencer par la finance qui caracolait en tête avec 16% de la capi et qui est aujourd'hui réduite à 9.6%. Les biens de consommation courante ne représentent plus que 7% et l'énergie a fondu passant de 7.9% à 2.4%. La mutation du secteur des biens de consommation cycliques est remarquable puisque son poids augmente globalement. À côté des faillites retentissantes du commerce de détail, Amazon continue de rafler la mise et représente 4.9% ! du poids de l'indice sur les 11.4% du secteur. L'automobile ne représente qu'une poussière du secteur mais retrouvera des couleurs si Tesla rejoint l'indice avec ses 380Mds de capi contre les 62Mds pour Ford et GM combinés. L'histoire de Tesla n'est pas sans rappeler celle de l'iPhone qui a raflé la mise aux Nokia pour les télécoms, aux Sony pour l'infotainment et la photographie... Le marché semble croire que Tesla mettra à genoux le monde de l'automobile traditionnelle qui a mis 120 ans de labeur pour arriver à son stade actuel.

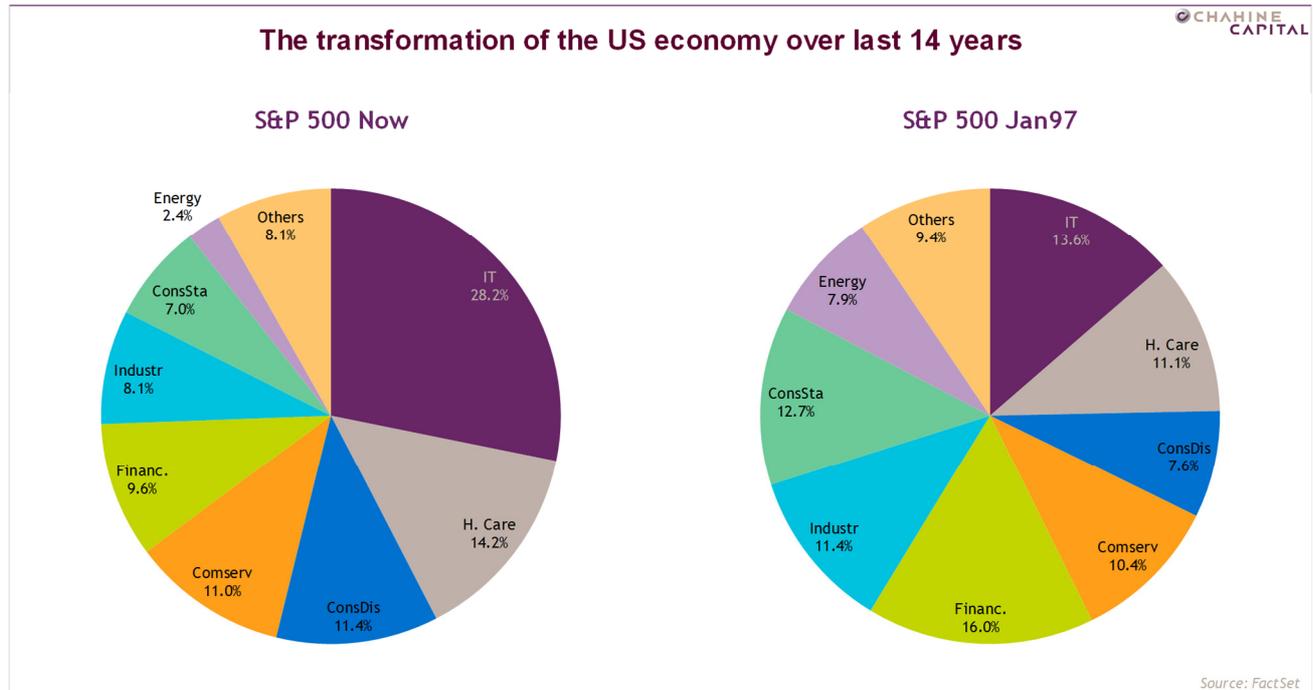
La crise que nous traversons a mis en avant l'importance du secteur de la santé qui est devenu le deuxième en importance après l'IT. Les grandes pharmas se sont phagocytées l'une l'autre pour devenir des monstres inefficaces. Heureusement, des nouveaux acteurs dans la biotechnologie sont apparus sur laquelle repose les nouvelles découvertes. Les gros se contentent de les avaler une fois qu'ils ont percé. Qui se rappelle de Wyeth, Schering-Plough, Warner-Lambert qui ont disparu de la scène sans compter les innombrables gros labo européens qui ont fusionné ? Avec le Covid on constate que les labos monstrueux doivent s'appuyer sur des innovateurs pour la recherche d'un vaccin ; en revanche ils sont champion pour cracher des milliards de doses une fois le vaccin trouvé.

Le secteur industriel a perdu un peu moins de 2% de son poids. Le géant GE de 1997 comptait pour 3.1% de la capi et ne représente plus que 0.2%. Après avoir été la vedette du secteur, Boeing est tombé en disgrâce. L'industrie n'attire pas vraiment les entrepreneurs américains avec son cambouis et ses marges étroites ; ils préfèrent sous-traiter souvent en Asie. C'est le cas de Apple qui assemble en Chine et de Tesla qui s'approvisionne en Corée, Chine, Japon pour ses batteries sous forme de joint-venture où on suppose qu'il détient un paquet de brevets. L'un des derniers qui a été déposé permettra aux nouvelles batteries de couvrir 1 000 000 miles ! Il n'en reste pas moins que cette incapacité des US à faire la production



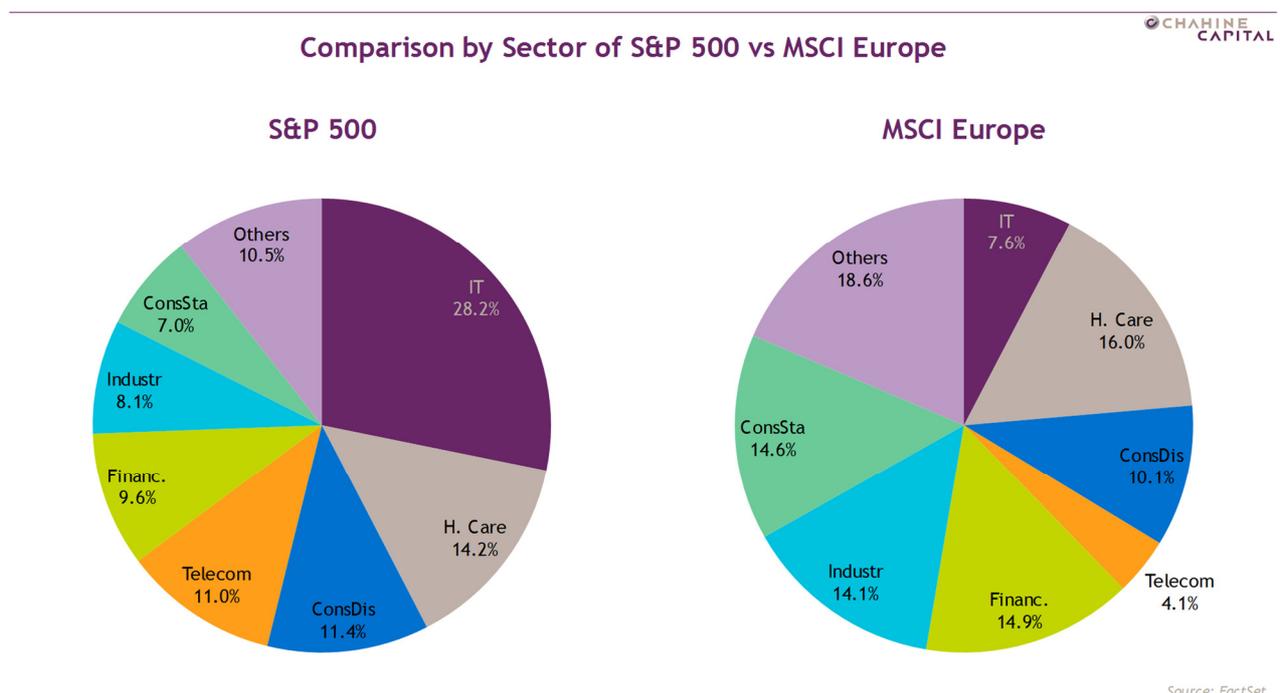
est une opportunité pour l'Asie et l'Europe pour créer les produits industriels de pointe qui sont le fleuron de l'Allemagne, de la Suisse et des pays nordiques.

Accélération historique de la mutation de l'économie



La structure de l'économie américaine a ainsi permis de faire face à la crise du Covid mieux que n'importe où ailleurs. Alors que la chute des profits aux US semble limitée à 19% pour 2020, elle est de 36% en Europe et même 40% en zone Euro qui continue d'être revue en baisse.

Les sociétés européennes sont plus exposées à la crise





La structure comparée des deux économies explique cet écart. En premier lieu, la quasi absence du secteur IT en Europe, avec deux leaders qui sont SAP, très spécialisé sur un créneau de comptabilité, et ASML qui fait plaisir car il est un leader dans les semi-conducteurs. Il fournit les machines pour fabriquer les microprocesseurs les plus en pointe et a suspendu la vente d'une machine avancée à la Chine sous la pression américaine. Dassault Systemes qui fait notre fierté ne capitalise que 46Mds\$, une fraction des trillions que capitalisent les grands groupes américains. Dans la santé qui est surpondérée en Europe, on ne trouve que des « Big Pharma » et très peu de biotechnologie. Dans les biens cycliques, aucun Amazon digne de ce nom, par contre et heureusement tout le luxe mondial est dedans. L'automobile européenne pèse encore s'agissant de marques allemandes de haut de gamme. Mais résisteront-elles à Tesla ? Dans le secteur de la communication trônent les opérateurs télécom dont l'avenir n'est pas de tout repos comme aux US. Aucun réseau social comme Facebook ou du streaming, comme Netflix qui a envahi l'Europe. Le secteur financier, traditionnellement boursouflé en Europe, a fondu avec la crise et reste toujours fragile. Le secteur industriel reste le fleuron de l'Europe, mais c'est un secteur à faible marge et sensible à la conjoncture. Airbus qui a devancé Boeing ne capitalise que 63Mds\$ et fait à peine des profits les bonnes années. Dans les biens de consommation courante, il faut reconnaître une supériorité à l'Europe avec le géant Nestlé ou L'Oréal. L'énergie qui est reléguée dans les autres secteurs est surreprésentée en Europe et donc accuse le coup plus sévèrement.

Ce tour d'horizon comparatif montre que la majorité des sociétés européennes et notamment la finance, l'énergie et l'automobile tirent les profits vers le bas et que peu de sociétés comme dans la santé arrivent à résister.

L'indice MSCI Monde est revenu dans le vert pour 2020

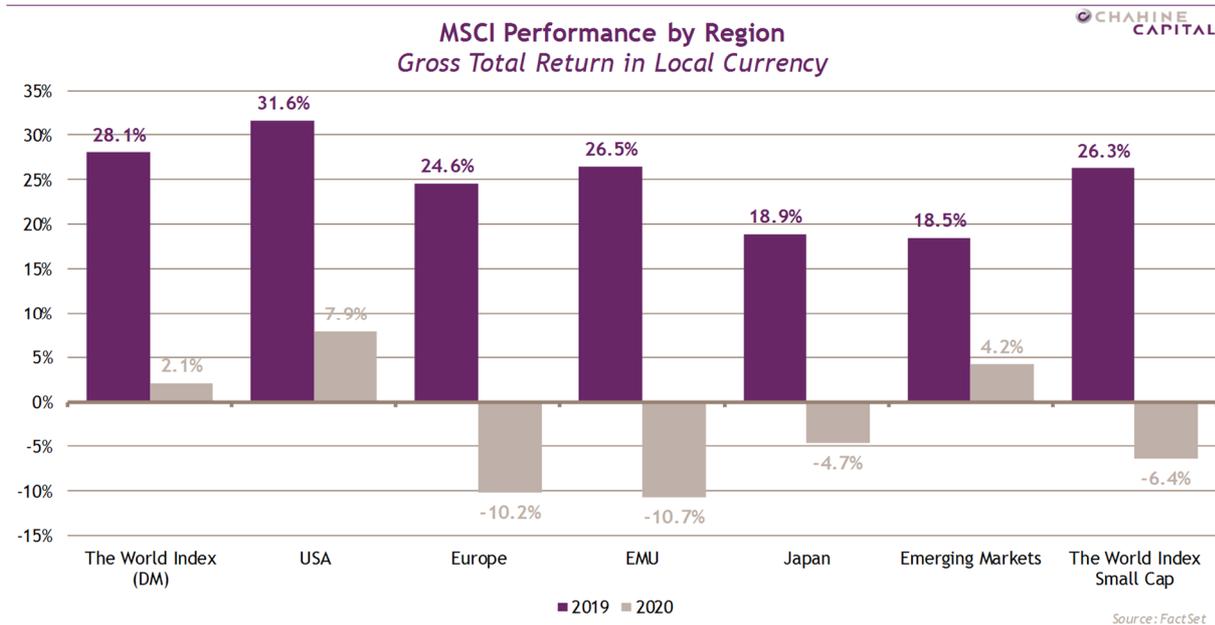
L'indice MSCI Monde est passé positif sur l'année avec une hausse de 2% grâce au poids du marché américain qui affiche 7.9% selon MSCI avec dividende brut réinvesti (6.5% pour le S&P 500). L'Europe est fortement dans le rouge avec une chute de plus de 10% pour les raisons expliquées plus haut, mais les fonds Digital sont en hausse entre 1% et 5%. Les pays émergents et notamment l'Asie ont comblé la baisse alors que le Japon affiche une baisse limitée à 5%.

Par secteur, l'IT cartonne avec une hausse moyenne de 27% répartie sur un très grand nombre de valeurs mais avec Apple à 78%, suivi de la consommation cyclique où la hausse est entièrement expliquée par Amazon et Tesla. Dans la communication, Facebook, Google et Netflix expliquent la hausse. La crise a profité à beaucoup de valeurs et notamment celles qui étaient les plus proches pour faire face à la pandémie. Les secteurs sinistrés sont l'énergie avec l'effondrement du prix du baril et la finance avec la montée des risques et les provisions pour y faire face. On trouve le secteur de l'immobilier coté avec une baisse limitée à 11% mais des chutes de plus de 50% pour Simon Properties (le roi des centres commerciaux) ou Unibail-Rodamco qui fait le même métier.

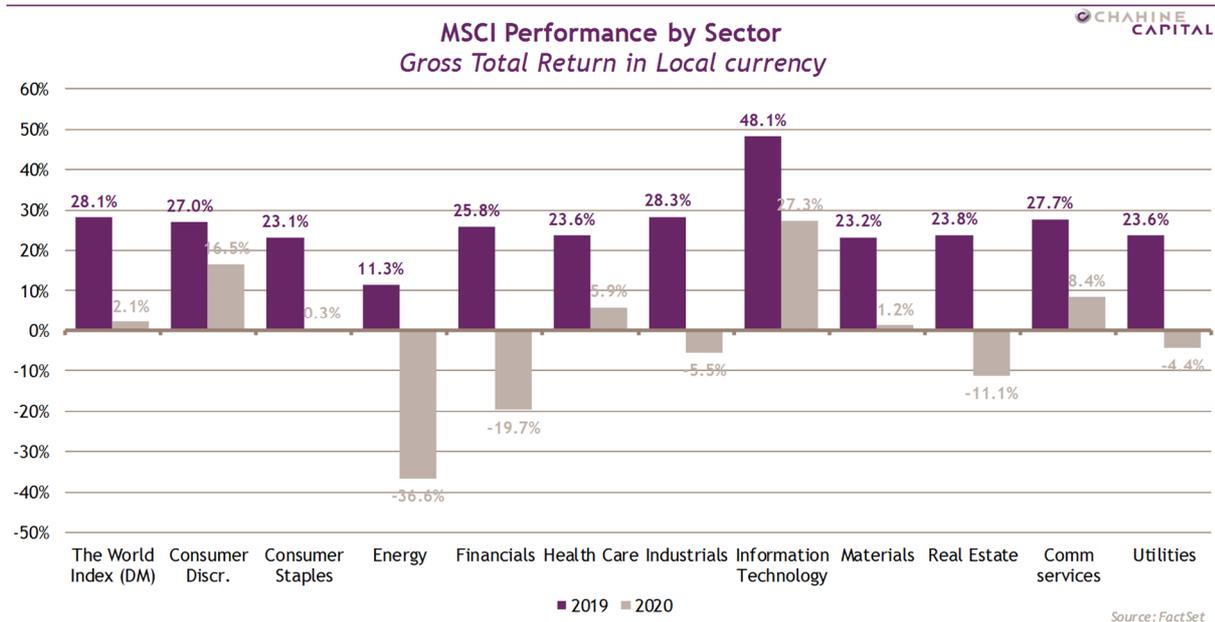
Il est difficile de croire que l'envolée de la technologie puisse se poursuivre à ce rythme, eu égard au ralentissement économique qui va amputer le pouvoir d'achat. Est-ce qu'il n'arrivera pas un jour où le marché des smart phones sera saturé et où l'innovation ralentira ? Ce n'est plus Apple qui développe des applications mais un éco système qui refuse de plus en plus d'être taxé de 30% par Apple. Et concernant la technologie, la bataille fait rage avec la Chine qui va rétorquer en bloquant certaines sociétés une fois son autonomie acquise. Windows a ainsi été menacé et si la situation se dégrade les ventes d'iPhones seront bannies en Chine. La taille du marché Chinois est supérieure à celui de l'Europe et des Amériques réunies et le pays travaille d'arrache-pied à acquérir son autonomie.



Les sociétés américaines moins exposées à la crise



La folle ascension du secteur IT



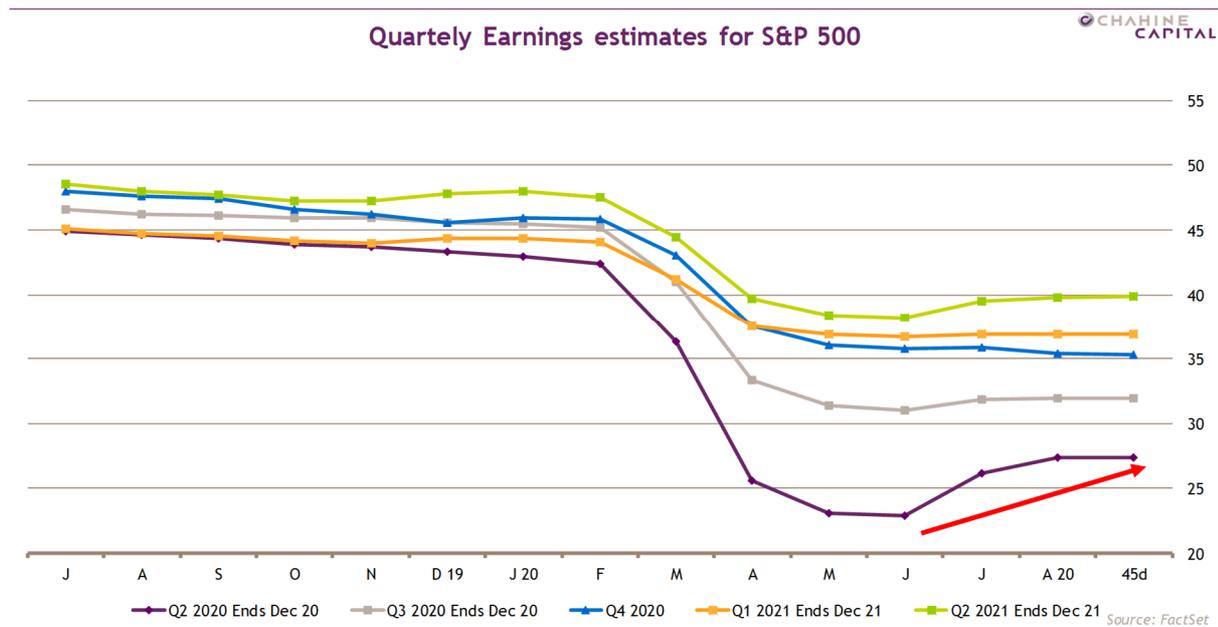
Résultats du 2^{ème} trimestre bien meilleurs qu'attendus

Les parutions du 2^{ème} trimestre ont montré une incroyable résilience et ont constitué une réelle surprise par rapport aux attentes qu'on avait fin juin pour un trimestre où toute l'économie était à l'arrêt un peu partout. Le consensus attendait 22.91 points retenu également dans notre modèle. Le résultat des parutions s'est établi 20% au-dessus à 27.39. Alors que nous pensions que les analystes étaient comme d'habitude trop optimistes pour les prochains trimestres, les parutions ont permis de relever quelque peu



les chiffres de T3 et maintenir ceux de T4. Globalement, le BNA de 2021 qui était de 123 points est revu à 127 points, alors que notre modèle était à 120.2. Nous pensons qu'une bonne partie de la hausse depuis juin se justifie par ces profits meilleurs qu'attendus. La baisse des profits en 2020 devrait être de 21.8% contre 24.2% précédemment pour le consensus dont nous retenons les chiffres dans notre modèle.

Une incroyable résilience des profits



La baisse des profits reste néanmoins sévère, mais elle se concentre sur des secteurs à faible P/E traditionnellement, à savoir l'énergie qui affichera des pertes et la finance qui se contracte de 35%. 3 secteurs voient une hausse de leurs profits : les biens de consommation courante, la santé et l'IT. Dans les très grosses pertes, on trouve les compagnies aériennes qui prévoient en agrégat une perte de 23Mds\$, sans tenir compte de celles qui ne sont pas dans l'indice. Les croisiéristes voient également très rouge.

Les prévisions des deux premiers trimestres 2021 restent bien orientées selon le consensus qui attend une hausse de 28% pour l'année, ce qui mettrait les profits à leur niveau de 2019 haut de cycle. Nous restons plus prudents avec notre estimation de 21.6%. Le P/E 2021 avec ce rebond serait de 20.8x, un plus haut historique face à des taux historiquement les plus bas. L'earnings yield ressort à 4.8% face à l'emprunt à 30 ans de 1.38% !

La confiance dans les profits de 2021 reste relative et suppose que la crise du Covid est quelque part maîtrisée. Or il n'y a aucune certitude à ce sujet et personne ne sait comment nous allons vivre le restant de 2020 et l'année prochaine. Les espoirs d'un vaccin miracle sont grands, avec 200 projets en développement et une dizaine en phase avancée dont on devrait connaître l'efficacité avant la fin de l'année. Il reste également l'inconnue des élections présidentielles, les financiers espérant la réélection de Trump et les démocrates son élimination à tout prix. Une chose reste certaine des deux côtés : l'avalanche de liquidités qui va se poursuivre pour maintenir l'économie à flot. Mais on risque à un moment une indigestion face à la quantité de \$ en circulation qui a gonflé sans limite les sociétés bien portantes de Wall Street.

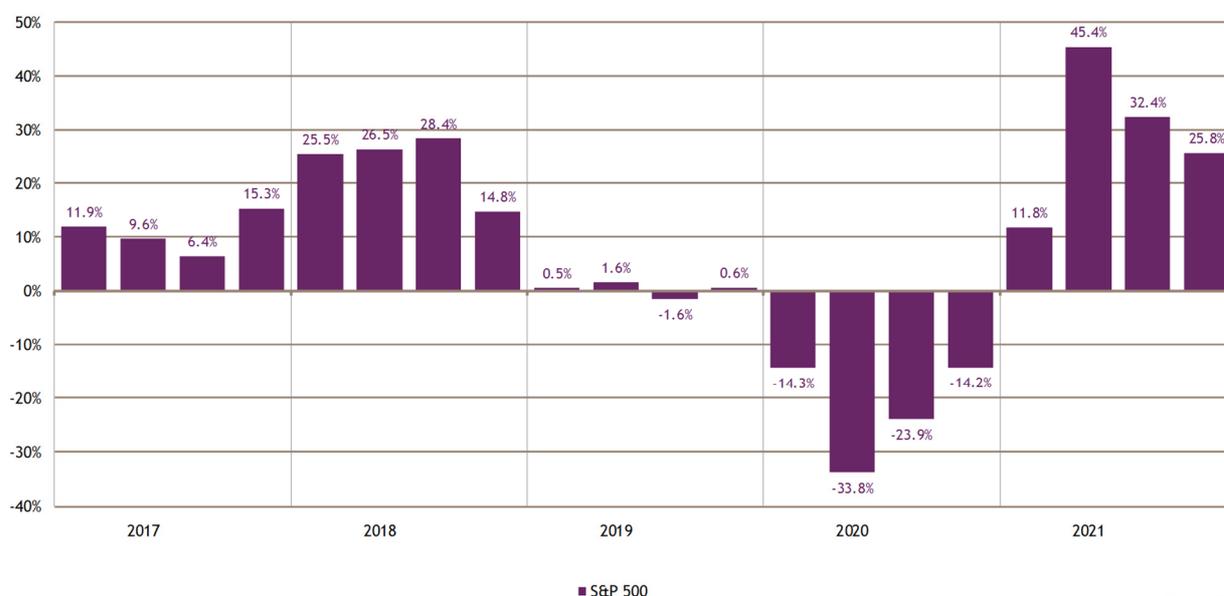


Des multiples de capitalisation élevés, face à des taux très bas

Data as of 21/08/20	Weight vs S&P 500	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
		2020	2019	2021	2020	2021	2020	2019	2021	2021	2020
S&P 500	100.0%	5.1%	28.8%	20.8 x	26.1 x	25.6%	-19.4%	0.1%	1.77%	1.7%	4.0%
S&P 500 ex Energy	97.7%	7.2%	30.0%	20.7 x	25.5 x	23.0%	-15.9%	1.9%	1.67%	1.4%	3.9%
Consumer Discr.	12.1%	23.1%	26.2%	31.7 x	53.8 x	69.6%	-42.3%	-1.2%	0.90%	6.3%	29.7%
Consumer Staples	7.6%	1.7%	24.0%	20.3 x	21.8 x	7.6%	0.6%	0.9%	2.85%	1.2%	1.5%
Energy	2.3%	-41.0%	7.6%	26.1 x		Recov	Loss	-30.5%	6.02%	20.7%	44.6%
Financials	9.2%	-21.2%	29.1%	12.7 x	16.6 x	31.1%	-34.6%	7.0%	2.52%	-0.6%	4.2%
Health Care	13.9%	4.6%	18.4%	15.9 x	17.7 x	11.6%	3.3%	7.5%	1.82%	2.3%	4.8%
Industrials	8.1%	-6.6%	26.6%	20.0 x	36.7 x	83.7%	-50.4%	-3.7%	1.86%	0.1%	-5.0%
IT	27.8%	28.4%	48.1%	25.6 x	29.1 x	13.8%	3.4%	1.1%	1.09%	1.8%	2.9%
Materials	2.5%	0.8%	22.5%	19.7 x	25.4 x	28.6%	-17.8%	-18.7%	2.21%	4.8%	4.9%
Real Estate	2.6%	-7.8%	24.8%	50.0 x	51.2 x	2.3%	-28.5%	-2.3%	3.11%	-4.8%	-0.5%
Comm Services	11.1%	10.3%	30.4%	21.6 x	25.7 x	19.3%	-10.1%	2.4%	1.15%	0.9%	2.9%
Utilities	2.8%	-8.5%	22.9%	17.8 x	18.8 x	5.5%	-0.7%	2.2%	3.53%	-1.8%	-1.3%

Les profits attendus en 2021 devraient retrouver le niveau de 2019

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500



Source: FactSet

Croissance mondiale en baisse record de 4.4%

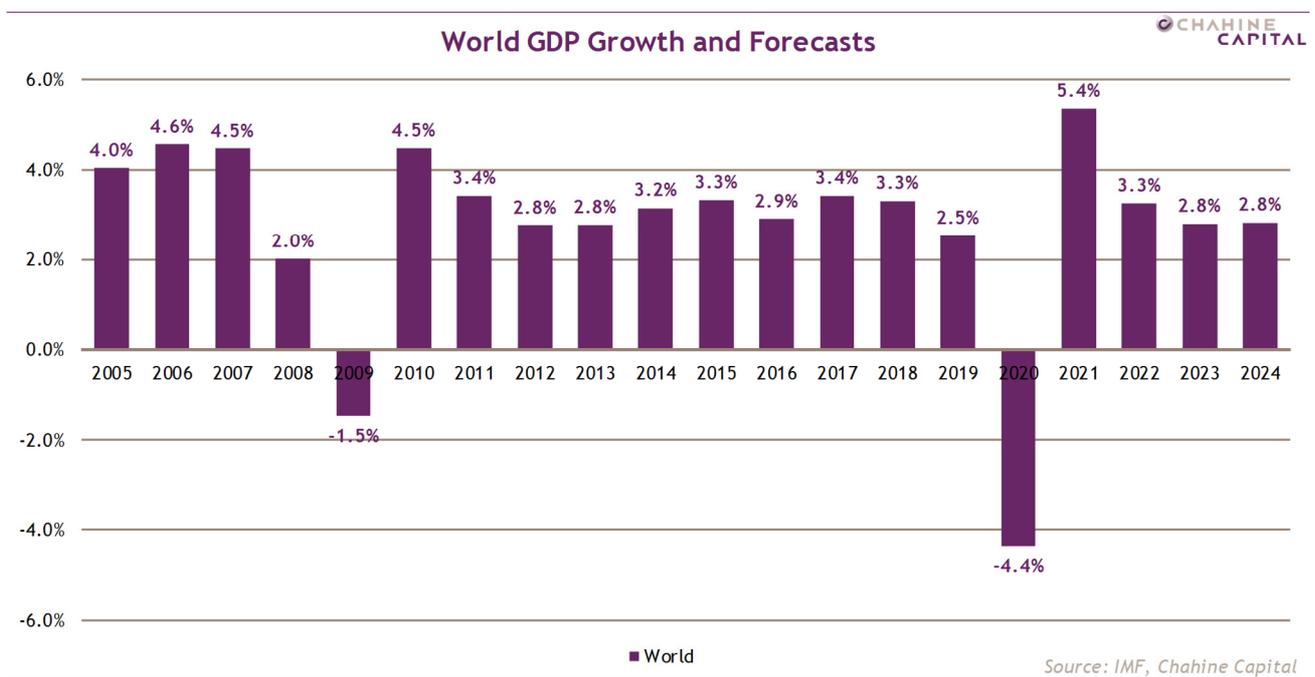
La croissance mondiale devrait se contracter de 4.4% en 2020, contre 3.85% estimés en juin, confirmant que le rebond après le confinement est plutôt poussif. Par comparaison, la contraction lors de la crise 2008-2009 était une correction d'environ 2% en 2008 par rapport à 2007 et une baisse de 1.5% en 2008. La



correction à cheval sur les deux années est estimée à 6%. Le rebond a été de 4.5% en 2010 et la croissance mondiale s'est maintenue autour des 3% après la crise.

Pour 2021, le consensus macro-économique prévoit une hausse de 5.4%, soit un à peu près un retour au niveau de 2019. Si cela se réalise, la correction aura été de courte durée et moins violente qu'en 2008. Mais cela suppose un *modus vivendi* avec le Covid qui permettrait le retour à une vie plus normale et une reprise des échanges mondiaux. Le secteur des loisirs, très important dans plusieurs pays, ne demande qu'à revivre car c'est la seule chose où les ménages dépensent sans compter. Beaucoup d'argent est à l'affût justement pour racheter des hôtels dont les propriétaires sont défaillants.

Le rebond en 2021 est plein d'incertitudes



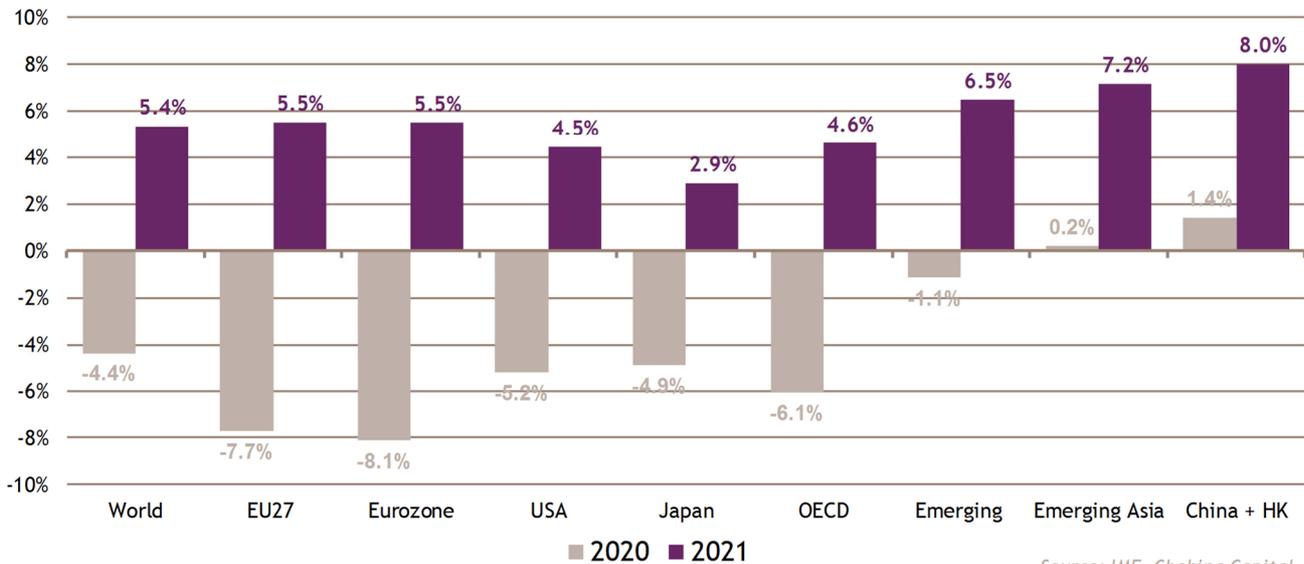
Par zone géographique, l'Eurozone tient le record de la baisse avec -8.1% et les pays du Sud sont à -10% et au-delà dont la France. Le Royaume-Uni subit également une forte contraction de 9.4% à laquelle il faudra ajouter les souffrances du Brexit. Les pays Nordiques se tiennent mieux avec une baisse limitée à 5%. Les États-Unis, malgré l'ampleur du Covid, prévoient une chute de 5.2% contre 4.9% il y a deux mois. La Chine affiche une hausse de 1.5% alors que Hong Kong voit une contraction de 5%.

Le rattrapage de 2021 est de 5.4% avec la Chine à +8%. La zone Euro qui affiche une forte reprise dépendra du plan de relance et de son succès tout aussi bien que de l'évolution du Covid. Les États-Unis sont prévus de croître de 4.5% l'année prochaine. Nous pensons ces prévisions sont faites dans un scénario de retour à une vie plus normale.



Un fort rebond attendu en 2021 si le Covid est maîtrisé

2020-21 GDP Growth Forecast of major Geographic zones



Quelques bons indicateurs macro-économiques

La crise du Covid est loin d'être maîtrisée aux US, comme le montre le graphique ci-dessous. Le nombre de décès dépasse celui de tous les pays et la courbe reste encore exponentielle. Les pays où la crise sévit encore fortement incluent le Brésil, Mexique et l'Inde. Partout un combat acharné est mené pour éviter une deuxième flambée. Le déni de cette crise par Donald Trump risque de lui coûter sa réélection. Malgré toutes ses rodomontades, le plus puissant pays du monde n'arrive pas à faire suffisamment de tests pour contrôler la propagation. Trump joue contre la montre pour mettre en avant un vaccin avant la date des élections.

Après avoir perdu 21M d'emplois d'un coup au mois d'avril, les réembauches se sont accélérées et 9M de chômeurs sont retournés à leur occupation. Pour une fois, Uncle Sam a été généreux avec les chômeurs en ajoutant 600\$ par semaine à leurs maigres indemnités, ce qui pour certains constituait une substantielle hausse de salaire. Hélas, cette manne a trouvé sa fin en juillet et les deux partis n'arrivent pas à s'entendre sur une extension. Les salariés au travail ont eu droit à des bonus car la hausse du salaire horaire a atteint 8% pour revenir à 4%. Même dans le secteur du loisir/hospitalité où la moitié des emplois a été perdue de 16 à 8M, l'emploi est revenu à 12M. Nous n'avons pas des statistiques équivalentes pour la France, mais nous pensons qu'on est loin de ce retour massif compte tenu de la prise en charge des salaires par l'État.

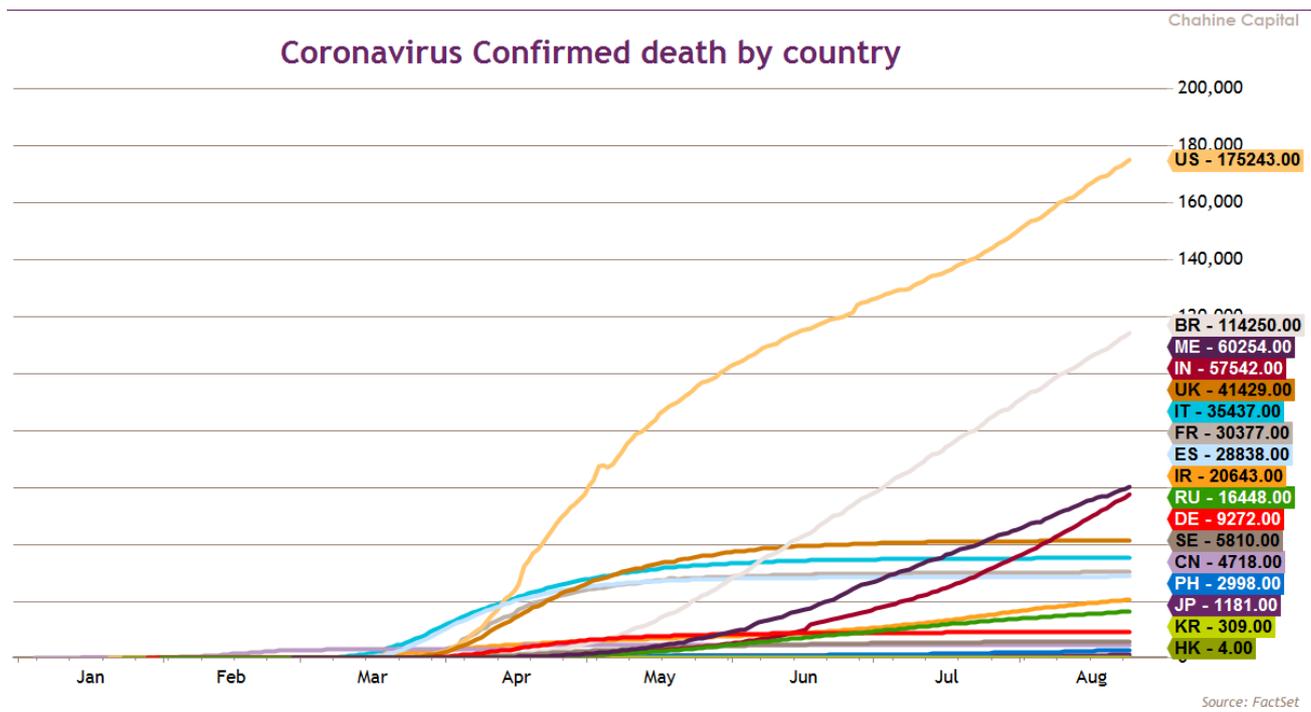
Après avoir fortement chuté, la confiance des consommateurs américains s'est reprise quelque peu mais on constatera qu'elle n'a pas atteint le niveau d'effolement observé lors de la crise de 2008. Les consommateurs restent encore prudents et au mois de juin, leurs dépenses étaient encore en baisse de 5% sur 1 an.

La balance commerciale américaine s'est dégradée avec la crise, passant d'un déficit de 35Mds\$ à plus de 50Mds, ce qui a permis d'acquérir plus de \$ aux pays tiers. Avec la pléthore de \$ imprimés par la Fed, cela a entraîné une correction du \$ vis-à-vis de l'Euro notamment.

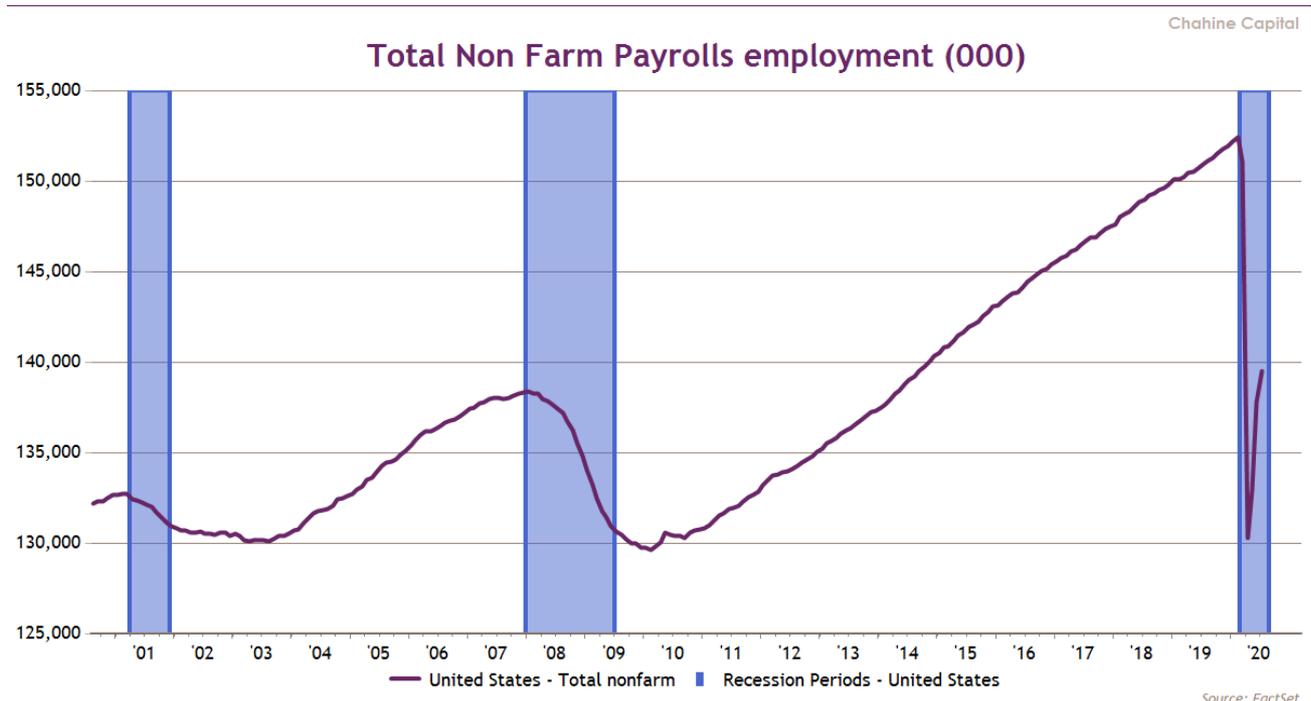


La sortie du confinement a relancé fortement l'immobilier ancien et nouveau, beaucoup de ménages voulant dorénavant habiter en maison pour éviter le confinement en appartement et avoir plus de facilité pour le télétravail. Le prix de l'immobilier résidentiel a poursuivi sa hausse.

La crise non maîtrisée risque de coûter les élections à Trump

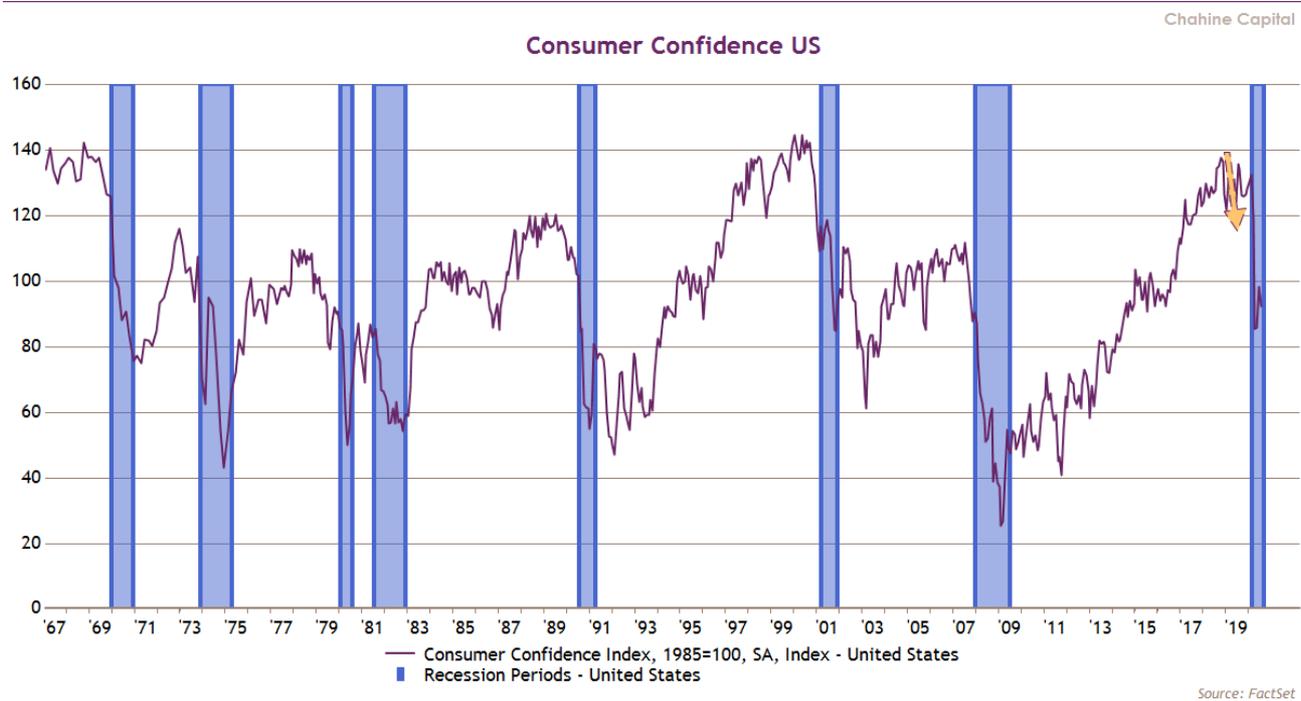


Un retour partiel rapide vers l'emploi





La confiance des consommateurs a légèrement rebondi

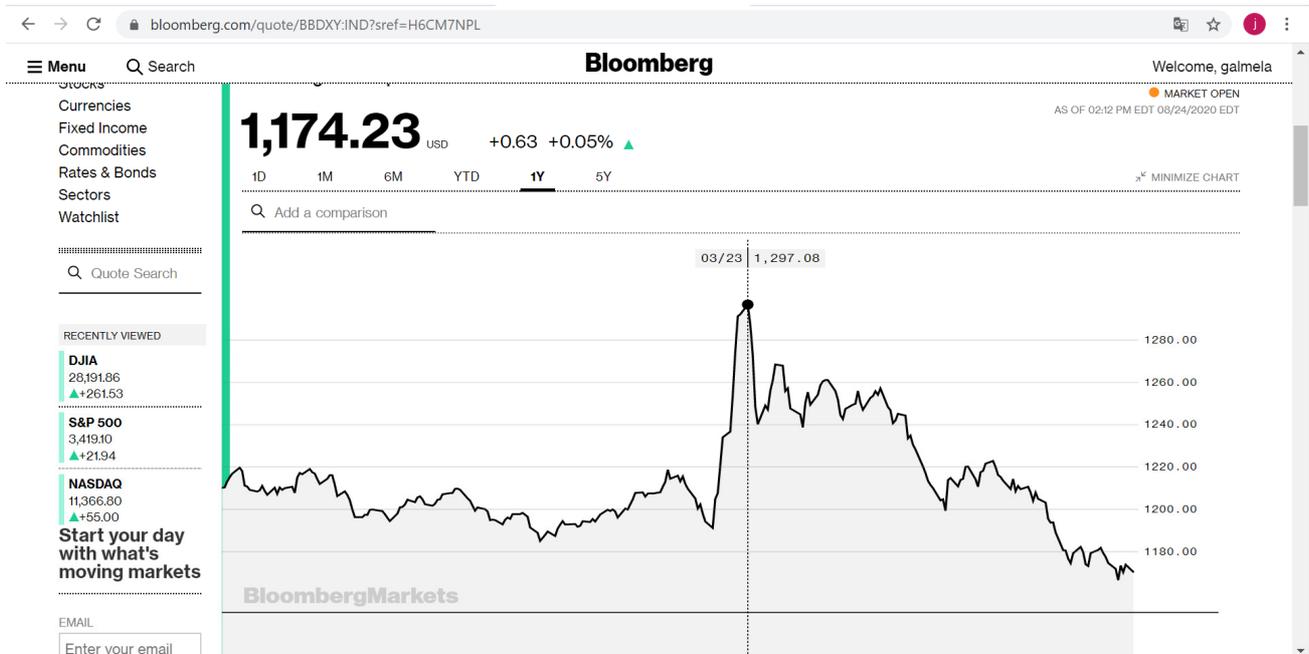


Une pluie de \$

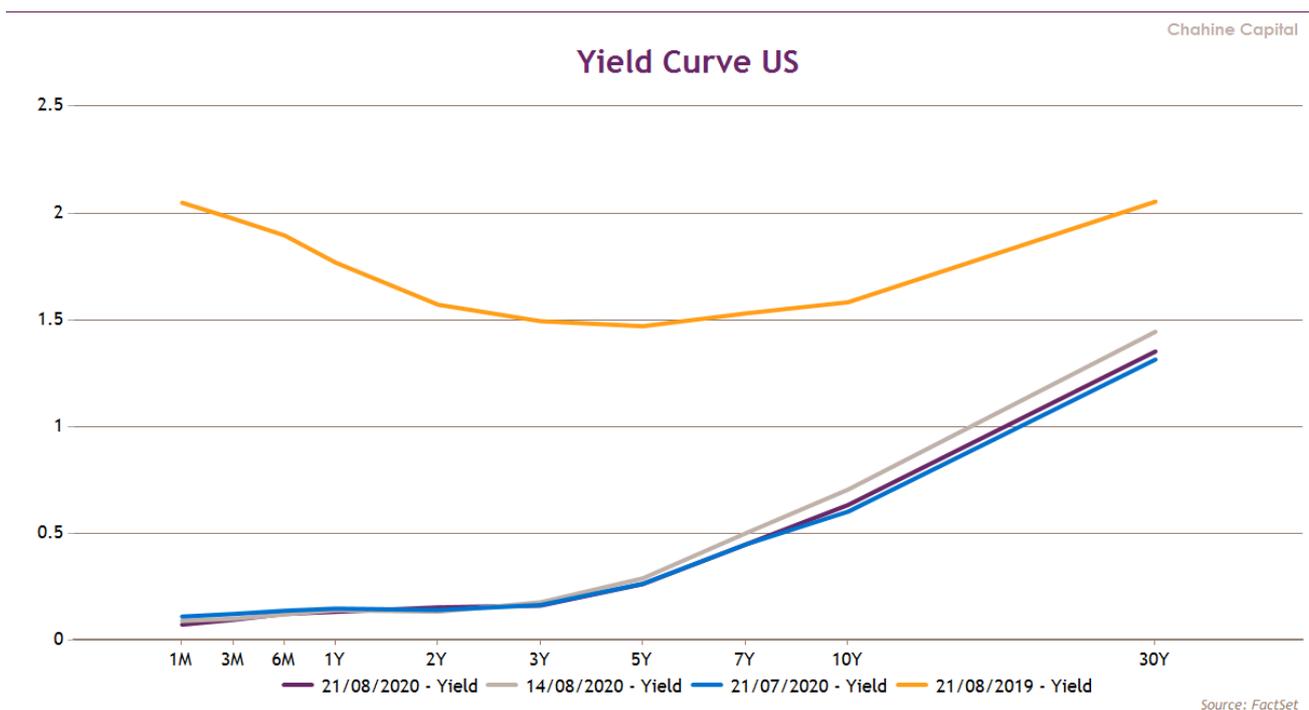
Les indicateurs les plus récents comme les indice PMI et ISM ont montré un fort rebond de l'activité notamment manufacturière aux US aussi bien que dans la zone euro, signe d'un retour à une certaine normalité. Mais le meilleur soutien des marchés est resté sans conteste la permanence de taux très bas et même négatifs en Europe. La courbe des taux américaine est pentue, mais à un niveau tellement bas ! que le 30 ans s'est effondré à 1.38%, signe que le marché n'attend pas de sitôt une quelconque hausse des taux de la Fed. Parallèlement, la Fed continue de financer les largesses du gouvernement pour soutenir l'économie et son bilan a atteint le record historique de 7 trillions en augmentant de 3 trillions en quelques mois, alors qu'il a fallu des années pour arriver à 4 trillions. Le profil est le même en zone euro, Japon ou Royaume-Uni. La dette du gouvernement fédéral atteint 26.5 trillions\$ pour un PIB 2020 estimé à 20 trillions. Et Dieu sait où elle sera fin 2021. La théorie moderne est que la dette peut aller très loin sans impacter l'économie, en prenant l'exemple du Japon qui en est à plus de 200% de dette/PIB. Sauf qu'on oublie de mentionner que la balance commerciale japonaise est excédentaire contrairement à celle des US qui sont des consommateurs bon enfant. L'excès de \$ qui va circuler à l'extérieur va inmanquablement créer une correction sur la devise qui si elle n'est pas maîtrisée pourrait entraîner une crise de confiance monumentale sur le \$. C'est l'une des raisons pour laquelle on voit déjà le \$ se déprécier comme le montre l'index du \$ relatif à un panier de devises. Après avoir servi de valeur refuge au début de la crise, l'indice est passé d'un plus haut de 1297 points à 1174. Nous recommandons aux cours actuel de diminuer quelque peu l'exposition \$ des portefeuilles. Par exemple, en achetant des futures sur S&P au lieu d'un tracker, on n'est exposé qu'à la variation des marges.



L'abondance des \$ entraîne une correction

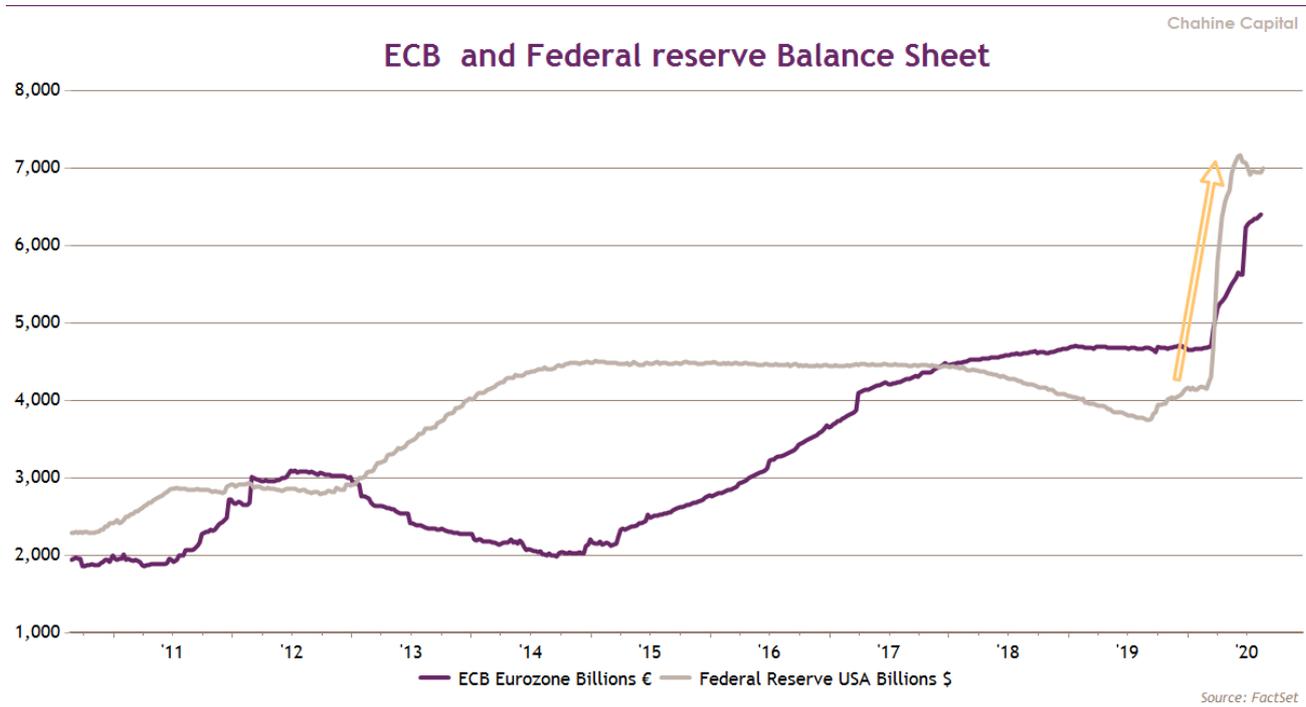


La courbe des taux est bien pentue, mais des taux très bas





L'impression des billets est loin d'être terminée par la Fed



Dans le cas d'une victoire des démocrates, Joe Biden sera soit obligé de relever les taxes pour redistribuer à son électorat, soit laisser filer encore plus le déficit, ce contre quoi il affirme être. Mais Nancy Pelosi n'a pas bronché pour approuver les trillions de \$ de déficit pour parer à la crise. Lever des taxes en 2021 alors que le pays sort d'une profonde récession est un pari dangereux. Le déficit continuera selon nous à se creuser et la Fed continuera à le financer.

Eu égard à cet environnement de cash abondant, nous avons préconisé l'achat de l'or dans notre lettre de fin juin quand il était à 1774\$ l'once. Il a dépassé les 2000\$ et vaut actuellement 1940\$ que l'on peut toujours acheter si ce n'est pas fait. Notre devise « La Fed peut imprimer des billets, mais pas de l'OR ». Si on ne veut pas d'exposition au \$, on peut acheter des futures sur le Comex où on s'expose uniquement aux marges.

Valorisation des marchés

Notre valorisation du mois a été fortement impactée par des résultats meilleurs que prévus dans un environnement de taux resté relativement stable. Par ailleurs, à partir de juillet notre modèle a retenu comme année de base 2020 pour la projection du CAGR à 8 ans. Or 2020 est un bas de cycle et cela augmente mécaniquement le CAGR. Nous avons retenu le consensus 2020 d'une baisse de 22%, notre estimation de 21.6% pour 2021 contre un consensus à 28% et un retour à une croissance normalisée de 8% en 2022. Cela donne un CAGR de 5.1% et un cours objectif de 3452 points pour une clôture à 3397 et des taux à 30 ans quasi stables à 1.38%.



Les bons résultats de T2 relèvent nos estimations

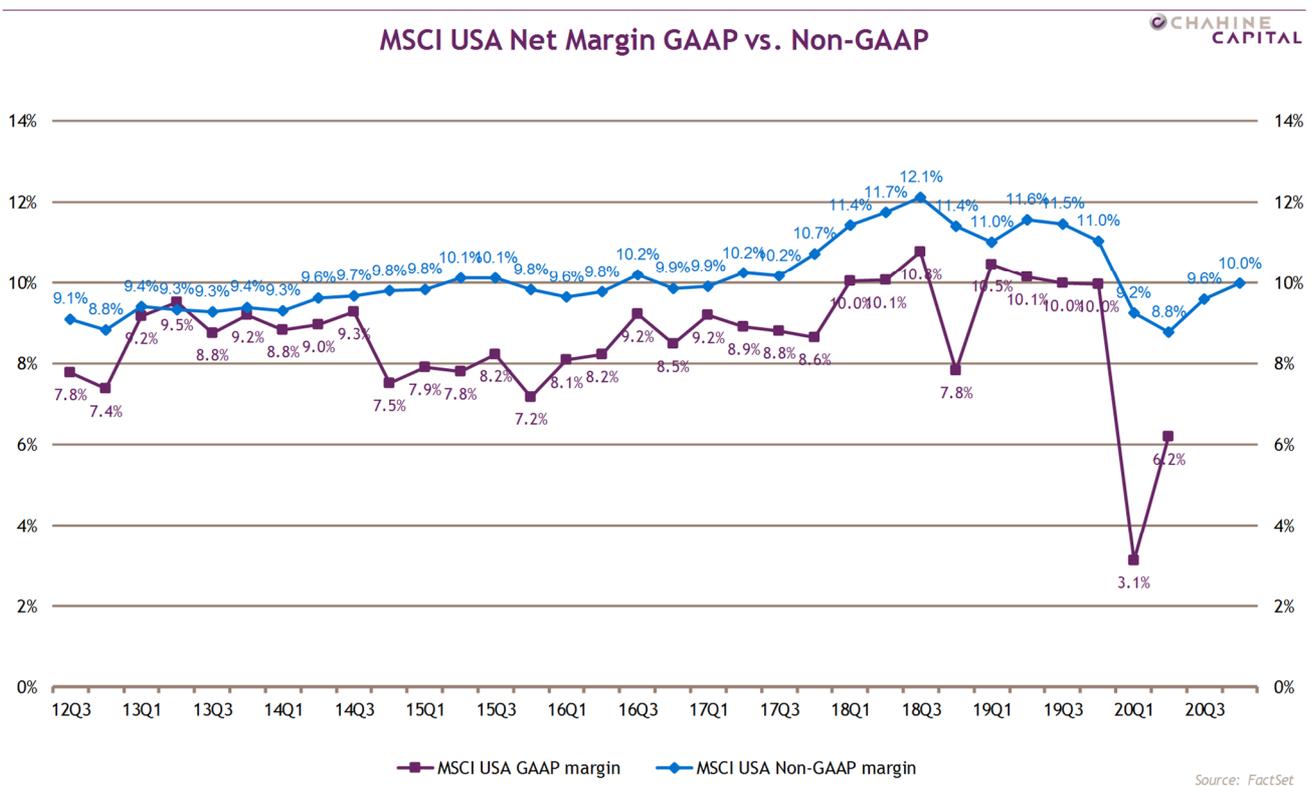
S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	1.00%	1.25%	1.38%	1.75%	2.00%
Deep recession: -23% in 2020, 5% in 2021 - CAGR 1.5%	2 875	2 678	2 584	2 347	2 208
Implied Scenario CAGR 4.5% over 8 years	3 773	3 510	3 386	3 070	2 884
Return to normal: -22% in 2020, 22% in 2021 - CAGR 5.1%	3 845	3 578	3 452	3 131	2 943
Current Index S&P 500	3 397				

On voit que les résultats de T2 ont permis un redressement des marges GAAP par rapport à T1. En effet, les sociétés avaient profité des cours déprimés fin mars pour nettoyer le bilan avec un énorme écart entre les résultats GAAP et non-GAAP : 3% contre 9%. L'écart s'est rétréci en T2 avec une marge GAAP à 6.2% contre une non-GAAP à 8.8% qui confirme la bonne qualité des résultats. Par ailleurs, l'envolée des cours en T2 a découragé les entreprises de procéder à des rachats massifs de leurs titres : 91Mds\$ contre 217Mds en T1 où les cours étaient à la casse.

Redressement sensible des marges GAAP



Nous maintenons notre opinion de surpondérer et malheureusement nous n'avons jamais eu l'occasion de nous renforcer à une limite que nous avons fixé à 2900 points fin juin. Le train est passé et la correction n'est jamais venue.



En zone Euro, suite aux parutions semestrielles le consensus 2020 a continué à se dégrader pour afficher une baisse de 41% que nous corrigeons à -43%. L'énergie, les biens cycliques et la finance subissent des baisses substantielles. Juste la santé et les biens de consommations courantes tirent leur épingle du jeu. Le taux moyen pondéré à 30 ans de la zone a beau être ridiculement bas à 0.36%, il ne peut sauver des profits qui s'effondrent. Nous estimons la reprise en 2021 à 21% et le CAGR reste encore négatif malgré une base déjà maigre. Il y a bien entendu l'attrait du dividende de la zone qui est à prévu à 3.2% l'année prochaine.

Le marché est proche de son cours d'équilibre

MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	0.15%	0.25%	0.36%	0.50%	0.75%
Deep recession: -45% in 2020, 12.5% in 2021 - CAGR -4.4%	97	94	91	87	81
Implied Scenario: CAGR -2.7% over 8 years	124	120	116	111	103
Return to normal: -43% in 2020, 19% in 2021 - CAGR -2.1%	121	117	113	109	101
Current Index MSCI EMU	116				



Conclusions

Alors que les médias passent en boucle les mauvaises nouvelles sur l'extension du Covid, Wall Street vole de record en record d'une façon qui dépasse l'imagination. Le NASDAQ de la technologie et biotechnologie pulvérise ses records et surperforme l'indice S&P 500 de 62% sur 15 ans avec une accélération depuis le Covid. La performance moyenne sur 30 ans ressort à 12% et représente le symbole de la transformation profonde de nos sociétés. La technologie a pénétré tous les secteurs et les a profondément transformés. Le secteur IT, qui est le moteur de ces transformations atteint un poids 28.2% contre 13.6% début 1997. Et il a permis de créer des géants dans d'autres secteurs tel qu'Amazon et Tesla en biens cycliques, Google, Facebook, Netflix dans la communication et encore des myriades d'autres entreprises basées sur la technologie. La première capitalisation mondiale en 1997 était... General Electric qui est aujourd'hui un nain en capitalisation dans un secteur industriel que les entrepreneurs négligent, préférant sous-traiter à l'étranger le cambouis. Même Boeing a montré son incapacité à maîtriser l'outil industriel. Le prochain enjeu est l'industrie automobile où Tesla a la prétention de devenir l'iPhone du secteur et risque de rafler la mise. Le président de Volkswagen déclare que le futur est dans le « software et la vente directe ». Avec ses 375Mds\$ de capitalisation Tesla s'implante à Berlin pour narguer l'automobile allemande et « magnanime » offre de partager sa technologie. On voit que le paysage économique s'est transformé substantiellement et le Covid n'a fait qu'accélérer cette transformation dans le e-commerce, le télétravail, la mobilité, la santé... Et ce sont les monopoles américains qui remportent la mise, l'Europe devant importer la quasi totalité de la technologie et se contenter de vendre massivement des produits à faible marge dans l'industrie ou l'automobile.

Dans un univers où les taux d'intérêt sont nuls ou négatifs, un havre de croissance est inestimable et le cours des GAFAM et plus généralement de la technologie dont Tesla fait partie n'a pas arrêté de monter vers les cieux. Des sociétés de niche dans la santé ont vu leur cours exploser. À l'inverse la crise a laminé le secteur financier, l'énergie et les biens cycliques. La structure de l'économie américaine a ainsi permis de faire face à la crise du Covid mieux que n'importe où ailleurs. Alors que la chute des profits aux US semble limitée à 19% pour 2020, elle est de 36% en Europe et même de 40% en zone Euro qui continue d'être revue en baisse. Alors que l'indice MSCI Monde est en hausse sur 2020, les marchés européens affichent un retard important, sauf les fonds Digital qui sont en hausse.

Les parutions du 2ème trimestre ont montré une incroyable résilience et ont constitué une réelle surprise dépassant les attentes de 20%. La chute des profits sur 2020 est revue à 22% contre 24%. Cette chute des profits est concentrée dans des secteurs à faible P/E comme l'énergie, la finance ou le transport aérien. Les secteurs IT, la santé et les biens de consommation courante voient même leurs profits en hausse. Le rebond attendu pour 2021 est de 28% que nous estimons à 21%. Même si le P/E 2021 est à 20.8x, l'earnings yield ressort à 4.8% contre un emprunt 30 ans à 1.38% ! Mais ces prévisions peuvent s'effondrer si la crise du Covid persiste ou si une possible élection de Biden est mal accueillie.

La croissance mondiale devrait se contracter de 4.4% en 2020, contre 3.85% estimés en Juin, confirmant que le rebond après le confinement est plutôt poussif. Pour 2021, on prévoit une hausse de 5.4%, avec une grande incertitude en fonction de la maîtrise de la pandémie. L'Europe est la plus impactée par la crise en espérant que le plan de relance négocié puisse produire ses effets. Plusieurs indicateurs macro-économiques sont favorables comme le retour massif à l'emploi et des bons indices PMI. Mais la balance commerciale s'est fortement dégradée et avec la pléthore de \$ imprimés cela a entraîné la chute de la devise. Nous préconisons un allègement sur le \$ et maintenons notre opinion d'achat de fin Juin sur l'or.

Notre valorisation du marché a été rehaussée à 3452 points pour le S&P 500 suite à de meilleurs résultats et nous maintenons notre opinion de surpondération. En Europe, notre valorisation est pour un marché à son cours d'équilibre.

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 21/8/2020 (in local currency)

Data as of 21/08/20	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%	1.39%	25.30%	19.1 x	24.3 x	26.8%	-21.8%	-1.9%	2.06%	2.1%	3.1%
MSCI USA	65.0%	6.69%	29.20%	21.4 x	26.4 x	23.3%	-18.1%	-0.5%	1.66%	2.0%	4.6%
MSCI Japan	8.0%	-6.87%	15.70%	16.0 x	20.9 x	30.4%	-15.8%	-28.7%	2.41%	-2.4%	-2.6%
MSCI EMU	12.7%	-12.53%	21.69%	15.5 x	23.0 x	49.0%	-40.7%	0.3%	2.78%	-1.4%	-6.4%
MSCI Europe	22.7%	-13.26%	22.17%	15.6 x	21.4 x	37.2%	-36.3%	3.6%	2.92%	-0.9%	-3.4%
MSCI Europe ex Energy	21.7%	-11.10%	23.79%	15.8 x	20.8 x	31.7%	-31.8%	5.5%	2.78%	-1.3%	-2.7%
MSCI Austria	0.1%	-33.35%	13.38%	9.8 x	15.7 x	59.2%	-50.0%	-25.1%	3.42%	-2.5%	0.3%
MSCI Belgium	0.5%	-24.02%	19.37%	15.1 x	18.3 x	20.5%	-31.9%	10.9%	2.90%	-1.6%	3.5%
MSCI Denmark	0.9%	15.13%	28.95%	24.6 x	30.5 x	24.0%	-9.4%	-3.6%	1.45%	1.1%	4.3%
MSCI Finland	0.4%	3.05%	8.28%	17.7 x	20.9 x	17.9%	-14.0%	-0.6%	3.12%	0.7%	1.4%
MSCI France	4.5%	-15.90%	26.10%	15.8 x	25.9 x	64.4%	-46.8%	4.7%	2.78%	-1.4%	-14.2%
MSCI Germany	3.5%	-6.26%	20.10%	14.8 x	22.1 x	48.8%	-33.2%	-4.7%	2.66%	-0.9%	-2.3%
MSCI Great-Britain	4.3%	-20.92%	11.37%	13.6 x	18.4 x	35.6%	-38.1%	-5.5%	3.58%	-1.5%	-5.2%
MSCI Ireland	0.1%	-7.06%	21.49%	30.3 x	66.6 x	119.8%	-69.4%	-23.6%	0.64%	-2.0%	-30.2%
MSCI Italy	0.9%	-17.03%	25.49%	12.9 x	20.4 x	57.8%	-48.7%	-2.0%	3.61%	1.9%	1.8%
MSCI Netherlands	1.7%	-3.18%	26.85%	18.9 x	24.7 x	30.8%	-28.1%	-4.0%	2.11%	-2.1%	-4.1%
MSCI Norway	0.3%	-10.97%	8.26%	14.2 x	19.6 x	38.0%	-26.1%	-11.0%	3.70%	2.7%	14.1%
MSCI Spain	1.0%	-27.34%	9.85%	13.7 x	18.6 x	35.8%	-51.4%	7.0%	3.54%	-5.6%	-6.1%
MSCI Sweden	1.2%	0.09%	25.01%	17.5 x	19.4 x	11.1%	-34.8%	66.8%	2.67%	0.9%	22.1%
MSCI Switzerland	3.2%	-3.81%	26.97%	17.7 x	20.6 x	16.4%	-10.4%	9.6%	2.89%	-0.6%	-1.4%
MSCI Europe Consumer Discretion	3.0%	-15.13%	30.01%	17.7 x	65.4 x	270.3%	-77.4%	-11.7%	1.11%	-1.0%	-35.6%
MSCI Europe Consumer Staples	3.3%	-7.41%	22.38%	18.2 x	19.9 x	9.8%	-10.2%	9.9%	2.95%	-2.3%	-1.4%
MSCI Europe Energy	1.0%	-43.32%	3.55%	12.4 x	62.6 x	403.1%	-87.8%	-14.7%	6.04%	7.1%	-34.4%
MSCI Europe Financials	3.2%	-27.59%	17.31%	9.9 x	13.6 x	36.5%	-45.1%	15.1%	3.95%	-1.6%	-0.4%
MSCI Europe Health Care	3.3%	-1.27%	28.40%	16.5 x	18.2 x	10.7%	-1.0%	9.3%	2.71%	-2.6%	-2.1%
MSCI Europe Industrials	3.1%	-9.27%	32.02%	19.4 x	28.8 x	48.7%	-39.8%	4.9%	2.09%	-1.1%	-4.0%
MSCI Europe Information Technol	1.6%	5.81%	36.00%	24.8 x	30.3 x	22.2%	-11.6%	5.2%	0.94%	1.3%	2.3%
MSCI Europe Materials	1.6%	-7.01%	21.39%	16.8 x	21.5 x	28.4%	-22.1%	-13.3%	3.34%	1.7%	3.6%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-20.76%	18.93%	15.3 x	17.0 x	11.5%	-31.2%	-15.5%	4.13%	-1.6%	0.4%
MSCI Europe Communication Serv	1.0%	-20.15%	0.60%	13.4 x	15.3 x	14.1%	-22.1%	2.7%	4.40%	-3.3%	-2.1%
MSCI Europe Utilities	1.3%	-1.10%	24.29%	15.7 x	17.5 x	11.2%	-10.3%	23.7%	4.46%	-0.1%	-1.2%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 21/08/2020



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.