

La volatilité va de pair avec la folle période

Conclusions

83% ! Tel est le niveau atteint par le VIX le 16 mars, journée où l'indice S&P 500 a affiché une chute historique de 12%. Une volatilité qui a battu le record de 2008. Notre précédente édition « La baisse des taux ne suffira pas pour faire face à la crise » s'est vérifiée et il a fallu avoir recours à l'*helicopter money* pour déverser des milliards sur les personnes et les entreprises touchées par la crise. Les banques centrales ont pour cela ouvert les vannes en illimité, ce qui a permis un rebond des marchés. Le niveau d'anxiété est très élevé dans les populations en raison du confinement dont on ne voit pas la fin... La médecine toute puissante qui a une réponse à tout est complètement désarmée. Et le peu d'armes qui lui restent pour combattre les symptômes aigus font cruellement défaut comme les respirateurs et plus prosaïquement des masques de protection et autres équipement médicaux de base. Les marchés financiers vont rester dans l'angoisse tant qu'ils ne verront pas une voie de sortie de cette pandémie. Une correction de 34% du plus haut s'est faite en 33 jours sans que l'on sache si l'on a touché le point bas à 2237 points pour le S&P 500.

La gestion statistique de la crise est affligeante. Les statistiques par pays du nombre de cas sont une « tambouille » inexploitable car elles dépendent du nombre de kits disponibles. La comparaison entre la France et l'Allemagne n'a aucun sens vu l'écart énorme dans le nombre de cas testés. Nous avons vainement cherché un pays qui a établi un panel représentatif de la population qui permettait de suivre scientifiquement la progression de la maladie (le panel Nielsen était notre ancien métier). Pour le moment aucun modèle optimal n'émerge pour combattre le virus. La Chine, la Corée ou Singapour risquent une rechute comme le montrent les infinies précautions pour retourner à la normale. Les Pays-Bas ou la Grande-Bretagne ont reculé devant le « Herd contamination » très couteuse en vies humaines par l'accélération de l'épidémie qui noie le système de santé. Pour sortir de la crise il faudrait le vaccin miracle ou le médicament miracle, et en l'absence de l'un et de l'autre il faut accepter la stratégie du « Herd Contamination ». Tout le monde le fait mais sans le dire. Une fois que plus de 50% de la population a été exposée au virus et développé les anticorps, l'épidémie s'arrête statistiquement. Tout le monde attend maintenant le test pour dépister les anticorps plus que pour tester l'infection. Ces tests devraient arriver bientôt en grande masse (on l'espère) et les personnes immunisées devront retrouver le chemin de l'activité sans risque puis les catégories les moins à risque devraient suivre. Peut-être pourra-t-on mesurer d'ici là statistiquement le taux de personnes immunisées.

Le marché a fait une correction de 34% de son plus haut et se trouve actuellement à -25%. Les fortes corrections touchent l'énergie, la finance et tout ce qui a trait au loisir et aux voyages. Netflix se porte bien, les gens n'ont rien d'autre à faire... La dislocation des marchés de taux est rude avec des spreads qui ont grimpé à 12% pour les Junk Bonds, faisant craindre des prochaines faillites. Les banques centrales ont déversé 5.7 trillions de \$ de liquidités et tous les États ont lancé un programme de soutien de l'économie en protégeant l'emploi et les entreprises touchées.

Les consensus et autres indicateurs économiques sont en panne avec des prévisions totalement inutiles. Nous nous sommes appuyés sur la crise de 2008 pour anticiper une chute de 21% des profits cette année suivie d'un rebond de 15%. Avec un taux de 1.38% sur 30 ans, le cours objectif du S&P 500 s'établit à 3030 points qui sera atteint par une sortie de crise. Cette valorisation nous incite à passer de sous-pondération à une surpondération par rapport au benchmark, qui est descendu naturellement à 30% en raison de la baisse. Nous préconisons d'ajouter 5% en plaçant des ordres à partir d'un cours à 2650 points « à froid ». C'est le cours le plus bas où nous sommes nous-même rentrés. Nous avons un grand point d'interrogation sur le devenir des trillions de \$ déversés. Vont-ils se porter sur la consommation avec une offre raréfiée entraînant une forte inflation ?

Nous souhaitons à tous nos lecteurs une bonne santé et l'énergie pour surmonter cette crise.

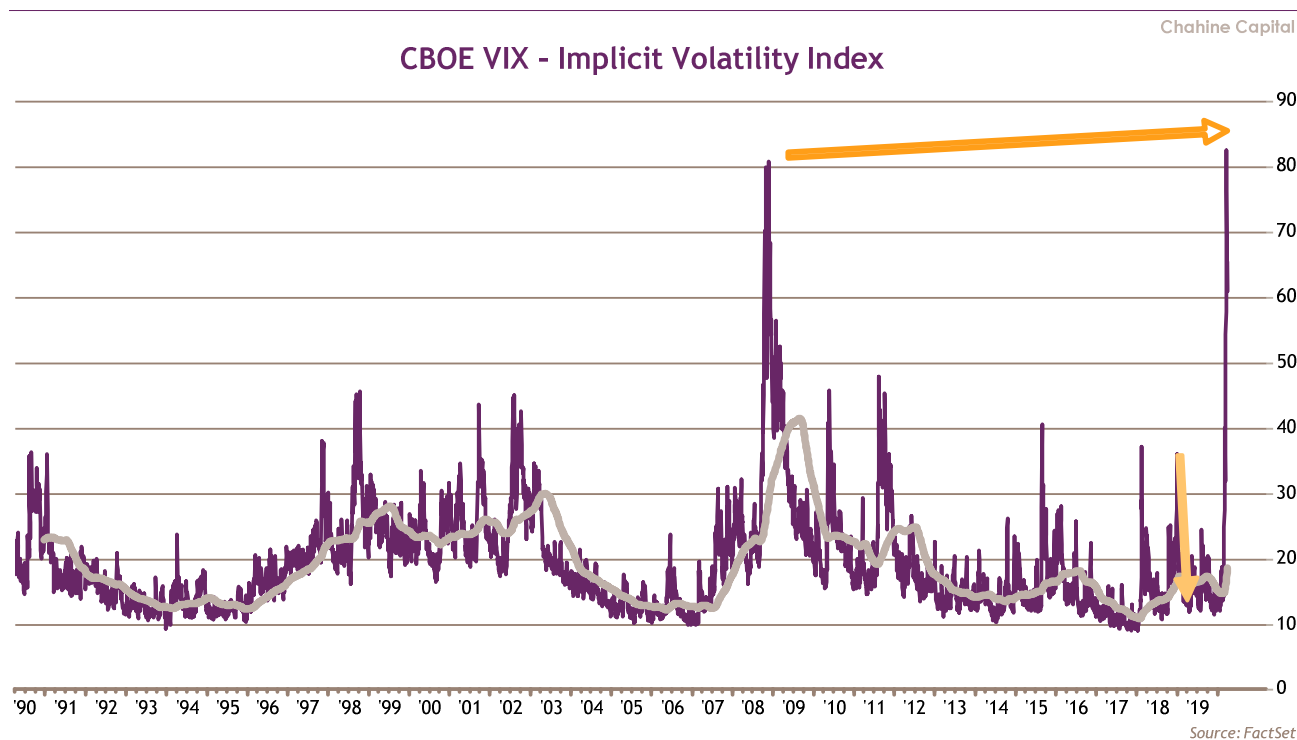
Jacques Chahine



Une volatilité qui a battu le record de 2008

83% ! tel est le niveau atteint par le VIX le 16 Mars, journée où l'indice S&P 500 a affiché une chute historique de 12%. Cette volatilité signifie que l'écart type d'une variation journalière est égale à 5.2% et que dans 5% des cas on devrait voir une variation du double. C'est hélas ce que l'on observe dans la réalité journalière depuis que la crise a infecté les marchés financiers. Notre précédente lettre était titrée « *La baisse des taux ne suffira pas pour faire face à la crise* » et c'est ce qui a pu être vérifié avec les actions classiques de toutes les banques centrales, avec leur baisse des taux et la reprise des programmes QE. La seule arme qui restait à disposition était donc « l'Helicopter Money » que nous avons évoqué régulièrement en disant qu'elle serait utilisée lors d'une prochaine crise. Le déversement de trillions de \$ un peu partout et souvent en direct aux personnes touchées par la crise, combiné à l'ouverture illimitée des vannes des banques centrales a permis quelques rebonds techniques, mais le cœur n'y est pas.

Jamais l'indice de la « frayeur » n'a été aussi élevé



Le niveau d'anxiété est très élevé

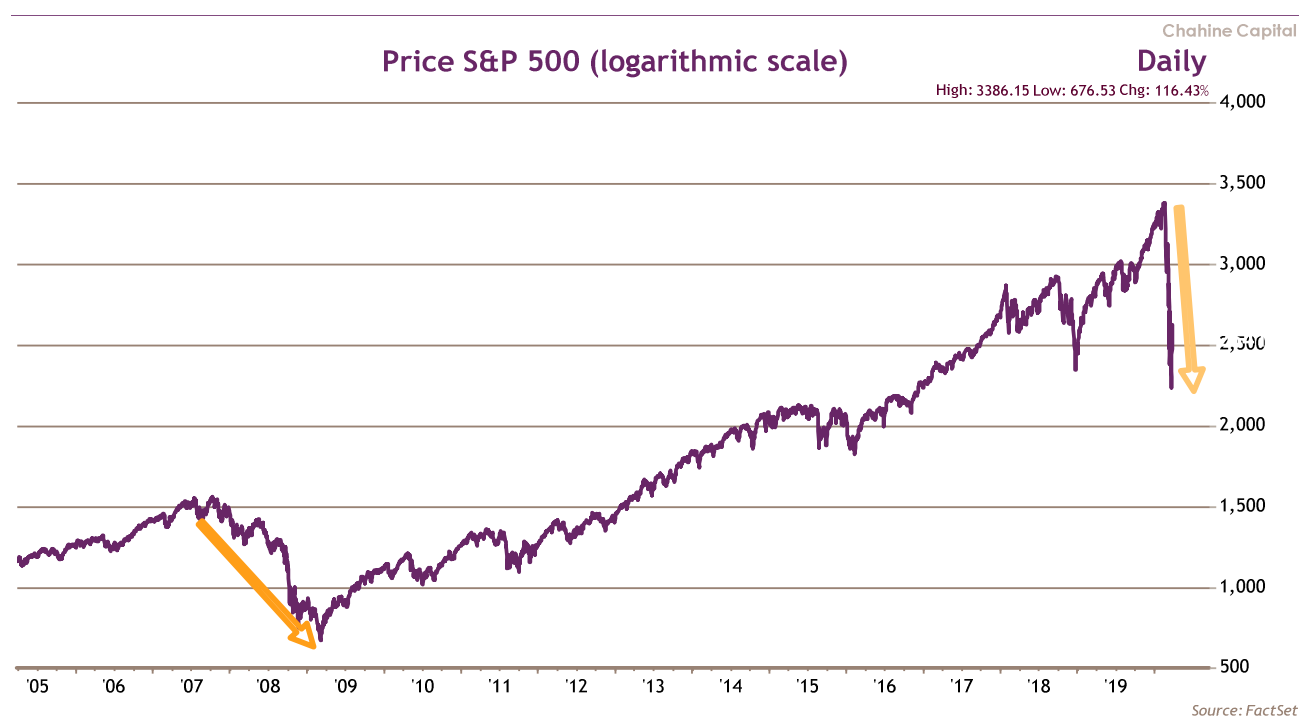
Le confinement successif des populations, les unes après les autres, crée une angoisse indescriptible et un sentiment d'impuissance devant une infection qui poursuit sa marche inexorable. La médecine toute puissante qui a une réponse à tout est complètement désarmée. Et le peu d'armes qui lui restent pour combattre les symptômes aigus font cruellement défaut comme les respirateurs artificiels et plus prosaïquement des masques de protection et autres équipement médicaux de base. L'épidémie dévoile la résilience des systèmes de santé de chaque État et le moins que l'on puisse dire est que tout le monde n'est pas logé à la même enseigne. Cette pandémie doit faire face à un virus des plus vicieux et terriblement contaminant, dont ne connaît toujours pas les contours. L'angoisse est élevée car personne n'a idée de la façon



dont on sortira de cette crise et aucun pays précurseur, dont la Chine, n'a encore démontré un semblant de retour à la normale.

Les marchés financiers vont rester dans l'angoisse tant qu'ils ne verront pas une voie de sortie de cette pandémie via une lueur d'espoir de pays qui ont pu démontrer une stratégie de lutte efficace qui permet un minimum de retour à la normale. Les dégâts faits à l'économie par ce virus dépassent en intensité tout ce que l'on a vu lors des précédentes récessions et on ignore toujours quand on verra une lueur d'espoir. Déjà une correction de 34% du plus haut s'est faite en 33 jours ! C'est la plus rapide qu'on ait jamais vue et nul ne sait si l'on a touché le fond qui est pour le moment à 2237 points, plus bas déjà que la correction de 2018. Des stratégies affirment que oui, et d'autres pensent le contraire

Une correction de l'indice d'une violence inouïe



Un drawdown à 33.9% qu'on espère être le fond ?

Drawdown	Date High	Date Low	Date Recovery	Days to recover	Days to bottom	min value	max value	Type
-21.5%	03/08/56	22/10/57	24/09/58	337	445	39.0	49.6	Récession
-28.0%	12/12/61	26/06/62	03/09/63	434	196	52.3	72.6	Correction
-22.2%	09/02/66	07/10/66	04/05/67	209	240	73.2	94.1	Correction
-36.1%	29/11/68	26/05/70	06/03/72	650	543	69.3	108.4	Récession
-48.2%	11/01/73	03/10/74	17/07/80	2114	630	62.3	120.2	Récession
-27.1%	28/11/80	12/08/82	03/11/82	83	622	102.4	140.5	Récession
-33.5%	25/08/87	04/12/87	26/07/89	600	101	223.9	336.8	Correction
-19.9%	16/07/90	11/10/90	13/02/91	125	87	295.5	369.0	Récession
-19.3%	17/07/98	31/08/98	23/11/98	84	45	957.3	1186.8	Correction
-49.2%	24/03/00	09/10/02	30/05/07	1694	929	776.8	1527.5	Récession
-56.8%	09/10/07	09/03/09	28/03/13	1480	517	676.5	1565.2	Récession
-19.8%	20/09/18	25/12/18	23/04/19	119	96	2351.1	2930.8	Correction
-33.9%	19/02/20	23/03/20	?	?	33	2237.4	3386.2	Récession



Compte tenu de la persistance d'une très forte volatilité, nul ne peut dire si l'on a déjà atteint le fond, car il faut malheureusement se préparer à encore du sang et des larmes en Europe et aux États-Unis qui entrent dans une phase active de l'épidémie.

Une gestion statistique affligeante de la crise

La gestion « statistique » de la crise nous semble une honte pour disposer d'outils comparables à travers les pays. Des bases de données magnifiques existent pour tous les pays mais les chiffres recueillis sont inexploitablement. Même des données relativement simples comme le nombre de décès dus au COVID-19 sont sujets à caution car souvent limités aux décès dans les hôpitaux. Nous sommes abreuvés tous les jours du nombre de cas recensés ce qui ne veut strictement rien dire puisqu'il s'agit de tests de détection effectués en fonction du nombre de kits dont on dispose. L'Allemagne a fait 167.000 tests et la France 37.000. La France a concentré les tests sur des malades déjà infectés, avec des symptômes. L'Allemagne a probablement détecté beaucoup de sujets infectés mais asymptomatiques ou de sujets qui développeront des symptômes. Une étude rapide a montré que pour un cas détecté, il y a peut-être 10 cas qui sont atteints. Ainsi, les statistiques allemandes qui font apparaître un faible nombre de décès par rapport au nombre de cas (0.6%) comparé à la France (5.8%) n'ont ni queue ni tête et sont littéralement une tambouille statistique inutilisable pour orienter une politique de santé. Dans les chiffres allemands, la plupart des cas seraient plutôt bénins vu le nombre de tests effectués alors que la France ne teste que les cas sérieux. Nous avons recherché désespérément si un pays disposait à un instant T d'une mesure du nombre de sujets infectés allant de symptômes graves à une absence de symptômes. A part la rumeur selon laquelle pour un cas confirmé il y en a 10 derrière, des statistiques sérieuses manquent cruellement.

Il était pourtant simple et efficace de constituer un panel représentatif de la population (1000 à 2000 personnes) et suivre leur évolution dans le temps de façon « neutre » pour ne pas biaiser leur comportement. Des enquêteurs « privés » auraient fait un prélèvement pour analyse et les aurait suivis régulièrement pour faire d'autres prélèvements. La grande difficulté est de ne pas influencer le comportement du panel afin qu'il demeure représentatif. Sinon, on pouvait recommencer avec un autre échantillon. Nos 25 ans de métier comme statisticien chez Nielsen panels consommateurs ou détaillants ont montré qu'on peut mesurer les ventes de paquets de lessive, ou la mesure d'audience à la télévision, alors pourquoi pas l'évolution du Coronavirus ?

Aucun modèle n'émerge encore pour combattre le virus

Pour le moment, nous n'avons aucun modèle de réussite pour arrêter l'épidémie. Les espoirs sont toujours grands sur l'évolution en Chine qui était le premier pays atteint et qui a pris des mesures très drastiques de confinement. Les autorités viennent de décider d'alléger le confinement de masse dans la province de Hubei à l'origine de l'épidémie, après que le nombre de nouveaux cas est tombé à zéro. Les résidents pourront sortir de la province à l'exception de la capitale Wuhan qui restera confinée pour encore deux semaines. La Chine a institué une application géante pour les citoyens avec un code QR à 3 couleurs, vert, jaune et rouge. Le vert indique que le citoyen concerné n'est pas mis en quarantaine et peut se déplacer. Le géant Alibaba coopère à cet énorme « Big Brother » où toutes les données provenant du smartphone sont mises à disposition de l'Etat... Le code vert n'est donc pas le symbole que le sujet a acquis une immunité prouvée par un test sérologique, mais il découle de la surveillance permanente de l'individu, de ses contacts, de ses déplacements, de son historique médical... Donc seul les sujets avec un QR vert pourront se déplacer. Mais les autorités ont encore très peur d'un nouveau départ de « l'incendie » puisqu'ils annoncent des contaminations en provenance de l'étranger.

Les résultats obtenus par la Corée du Sud et Singapour sont cités en exemple. Ils ont été capables de freiner sérieusement l'épidémie, par un traçage très rapide des personnes contactées par chaque personne infectée et en les mettant en quarantaine, faisant un nombre de tests systématique très élevé. 2 décès



sont relevés à Singapour et 144 en Corée. Malheureusement, après un fort ralentissement des cas détectés, les infections sont reparties à la hausse.

Un pays est surveillé avec beaucoup d'attention : la Suède. Le pays n'a pas été confiné et l'activité se poursuit. Des précautions sont prises contre les grands rassemblements et les personnes à risque, et la population fait du télétravail partout où c'est possible. Le nombre de décès n'est pas plus important qu'ailleurs. Une approche similaire aux Pays-Bas a moins bien fonctionné, les autorités ayant utilisé la fameuse approche du « Herd Contamination » que Boris Johnson voulait instituer et où il a reculé. Les Pays-Bas ont également reculé.

Notre scénario de sortie de crise

Quelles sont les perspectives de sortie de cette redoutable pandémie ? Trouver le vaccin miracle, le médicament miracle et en l'absence de l'un et de l'autre, il faut accepter la stratégie du « Herd Contamination » qui est en réalité suivie par quasiment toutes les autorités sans l'afficher ouvertement. Les restrictions et confinements que nous suivons sont faits pour aplatir la courbe et permettre au système de santé de gérer la crise. Les épidémiologistes ont calculé qu'à partir du moment où plus de 50% de la population a contracté le virus et a sécrété les anticorps pour se défendre, la propagation se ralentira naturellement. Une personne immunisée ne sera pas contaminante sauf exception. La durée de son immunité est encore inconnue, mais pourrait être au minimum d'un an ou deux. Le personnel médical immunisé pourrait être plus rassuré pour poursuivre son travail et un barman ne contaminera pas sa clientèle. La stratégie des autorités médicales privilégie maintenant de tester les personnes immunisées plutôt que les personnes infectées. La Grande-Bretagne annonce la « prochaine » mise à disposition de millions de kits pour savoir si la personne a sécrété des anticorps. Cela permettra de détecter les personnes qui pourraient reprendre leur travail sans danger pour les autres. La honte que nous éprouvons sur la gestion statistique est que nul ne sait à travers un échantillon la situation épidémique exacte de la population (ou alors les chiffres sont gardés comme Fort Knox).

En conclusion, le scénario qui nous paraît le plus réaliste est l'extension d'une population immunisée contre le virus et dont la taille (plus de 50%) permettra d'arrêter la propagation. Il ne faut pas exclure dans ce parcours l'apparition de molécules miracles comme la Chloroquine qui fait encore débat, mais au moins une dizaine d'autres molécules sont en test comme les antiviraux contre Ebola. Les tests vont à une vitesse incroyable et on peut espérer que quelque chose de positif en sortira assez tôt. Concernant la stratégie de la Chine ou de la Corée, il faudra redouter une rechute si la majorité de la population n'est pas immunisée.

Si notre théorie est valable, la reprise de l'activité sera graduelle et les personnes immunisées seront appelées à reprendre le travail avec des catégories de la population qui sont à moindre risque et qui seraient moins sujettes à contamination face à d'autres collègues immunisés. Nous voyons mal le confinement éternel de la population car on pourrait mourir plus de dépression que du COVID-19. Trump qui veut refaire travailler les américains pour Pâques devra attendre cette immunisation. Pour nous, l'indicateur avancé le plus important est de trouver des chiffres « fiables » de la population immunisée et voir comment évolue en parallèle la pandémie. Vivement des chiffres fiables et non une tambouille.

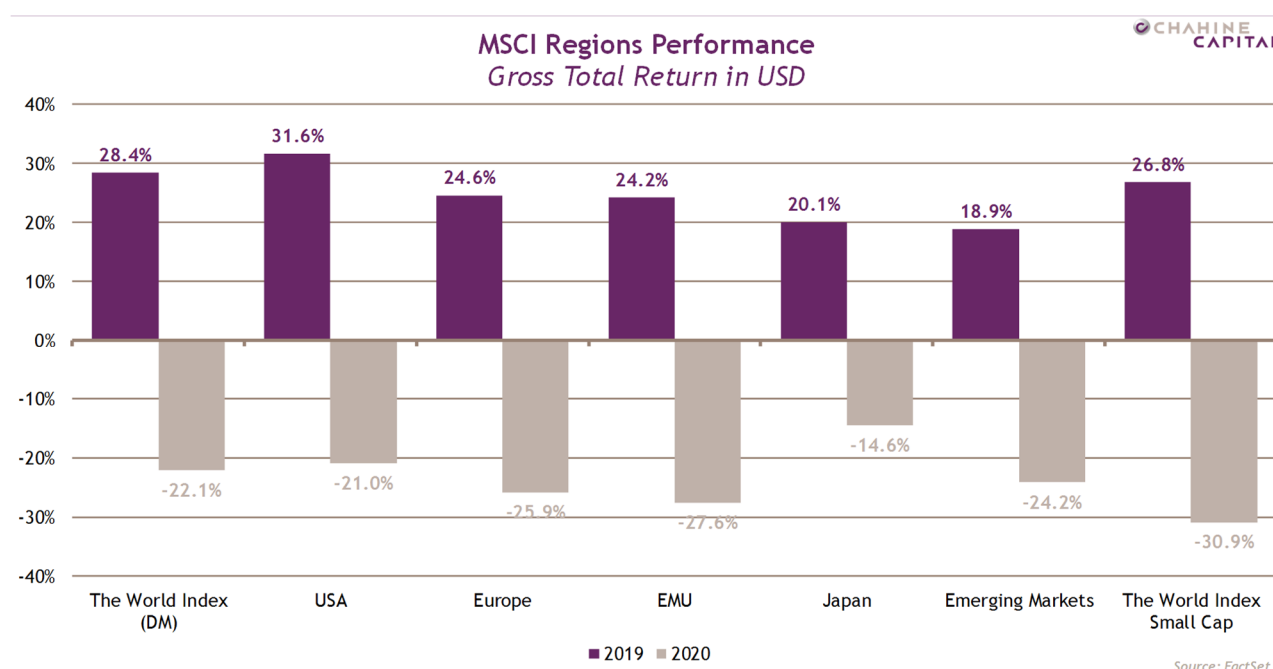
Forte chute des marchés, énergie, finance, voyages, loisirs

Dans l'environnement actuel, l'investisseur long terme ferait mieux de rester confiné et ne pas regarder les soubresauts du marché qui vont se poursuivre tant qu'il n'y aura pas de visibilité sur une sortie de crise. Les pertes subies sont sévères, 22% depuis le début de l'année sur l'indice mondial et 21% pour le

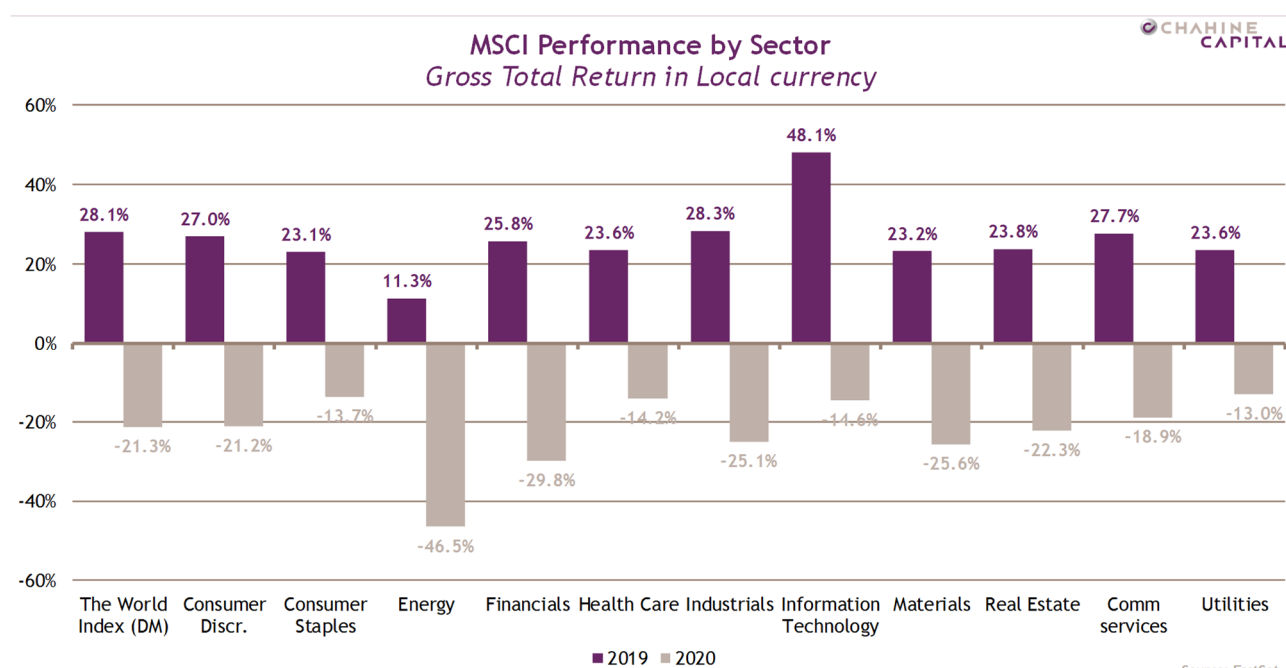


S&P 500. Comme d'habitude, la zone euro amplifie le mouvement avec une chute de 27.6% et les small caps qui n'ont pas la trésorerie des large caps pour résister sont les plus impactées. C'est le secteur pétrolier qui est au fond du trou avec l'effondrement du prix du baril et le risque de faillite des petits producteurs américains que l'Arabie Saoudite veut éliminer du marché. Le deuxième secteur impacté est la finance comme lors de toute récession, puisqu'elle va subir le choc des cascades de faillites qui ne vont pas tarder. Nous avons, comme annoncé, augmenté notre exposition de 3%, avec 20% exécuté à 2939, 40% exécuté au cours de 2750 et 20% au cours de 2650. Nous avons annulé un ordre à 2850 pour le remplacer par 2650. Autant dire que ces ordres ont été happés en deux temps trois mouvements dans la volatilité ambiante.

Aucune zone n'est épargnée



Dégringolade de l'énergie et finance, résistance de la santé et IT





Le marché a fait une correction de 34% de son plus haut et se trouve à -25% au moment où nous rédigeons cette lettre. L'analyse détaillée des corrections peut être instructive pour nos lecteurs. Le secteur littéralement sinistré est l'énergie avec des chutes atteignant les 80% par rapport au haut du marché le 19 février. On trouve ensuite 3 croisiéristes qui font partie du S&P 500, Norwegian, Royal Caribbean et Carnival, qui sont en baisse de plus de 70%. Les grands magasins, déjà sinistrés, sont au bord du gouffre avec Macy's en chute de 67%. Avec 70% de baisse on trouve ensuite ViacomCBS qui est dans la télévision classique et dépend de la publicité qui s'est soudainement tarie et n'est pas prête de reprendre. Tout le monde a vu l'effondrement dans les voyages et loisirs, allant des casinos, aux compagnies aériennes, aux hôtels, à la restauration. Les chutes dépassent les 60%. Le secteur textile habillement est ensuite sur la liste. Le cas de Boeing est particulier, tombé d'un plus haut de 400\$ à 100\$ avant de rebondir à 150-180 sur des projets de sauvetage par le gouvernement. L'immobilier n'a pas été à l'abri, que ce soit dans le commerce, les bureaux ou l'hôtellerie. Les baisses dans le secteur financier dépassent souvent les 40%, notamment chez les assureurs.

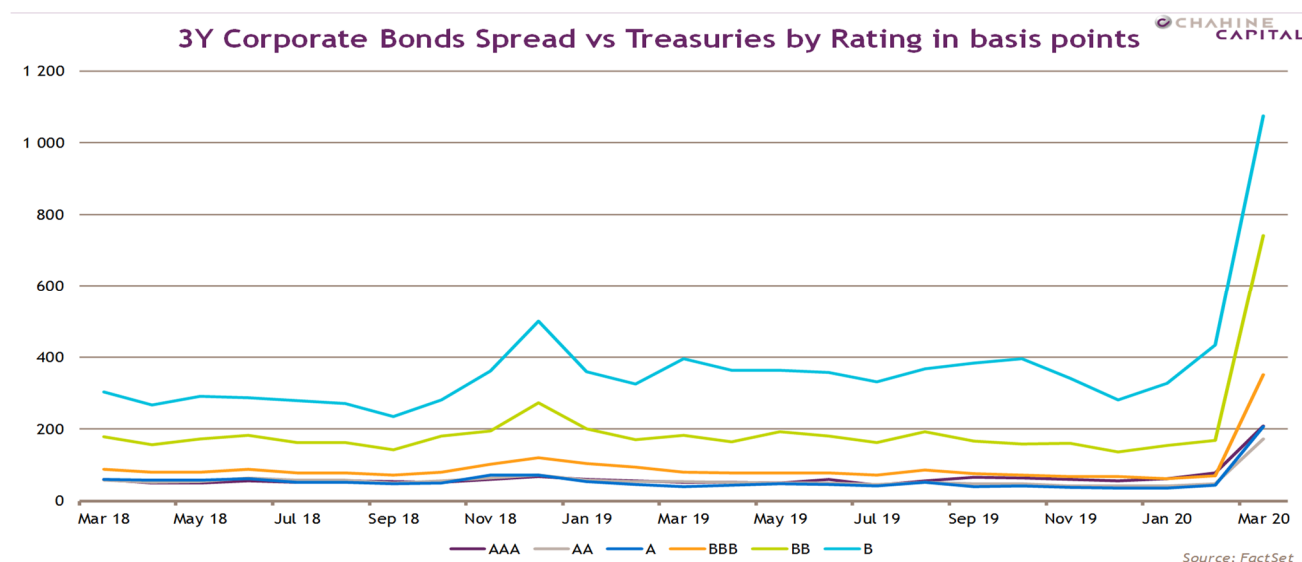
Quelques niches résistent dans cet environnement. Citrix est le logiciel qui permet le télétravail ! Plusieurs Biotech engagées dans la lutte contre le Coronavirus comme Regeneron ou Gilead. Netflix dont la consommation vidéo a explosé avec les gens confinés. Amazon évidemment avec ses livraisons à domicile, son service de streaming et surtout ses centres de cloud computing. Une société classée dans l'immobilier et qui loge des Data Centers.

Nos fonds Digital ont bien résisté et n'ont pas accusé de retraits marqués. Au contraire nous avons assisté à un flux régulier des souscriptions d'investisseurs à partir des plus bas du marché.

Dislocation de plusieurs classes d'actifs

La dislocation du marché s'est répercutée sur les obligations corporate et a frappé même les AAA. Le graphique ci-dessous illustre les spreads qui se sont constitués par rapport aux emprunts d'Etat. Un junk bond a un rendement de 1100 bps (11%) de plus que son équivalent de 3 ans en bons du Trésor au lieu de 4% avant la crise. Même les AAA, dites plus solides que les bons du Trésor, ont vu leur rendement augmenter de 1.5%, frappant des investisseurs qui pensaient être complètement à l'abri. Cette situation implique que des faillites sont à craindre notamment dans le secteur pétrolier très endetté. Est-ce que le gouvernement pourra sauver tout le monde ? C'est peu probable car les mises sont colossales et les plus faibles vont disparaître.

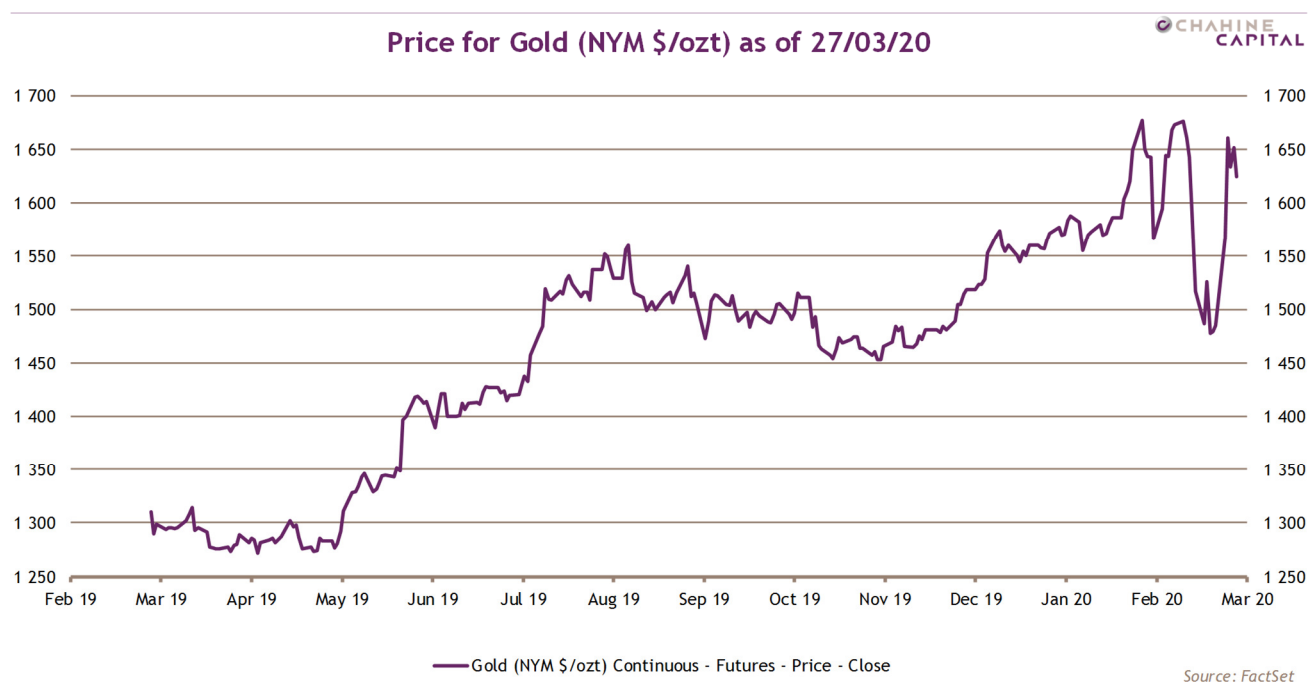
Très fortes tensions sur les marchés de taux





Devant l'avalanche de liquidités et les taux à zéro pourcent, l'or a trouvé son attractivité et sa volatilité. Il a poursuivi un trend à la hausse entamé avant la crise et affiche une hausse sur 1 an de 1300 à 1650\$ l'once. Si par malheur, il y avait une défiance générale envers la monnaie qui se déverse par tonnes sans contrepartie de création de richesse, l'or devrait jouer la valeur refuge par excellence. De l'or « physique » dans un coffre-fort fait partie d'une gestion de bon père de famille.

L'or joue son rôle de valeur refuge



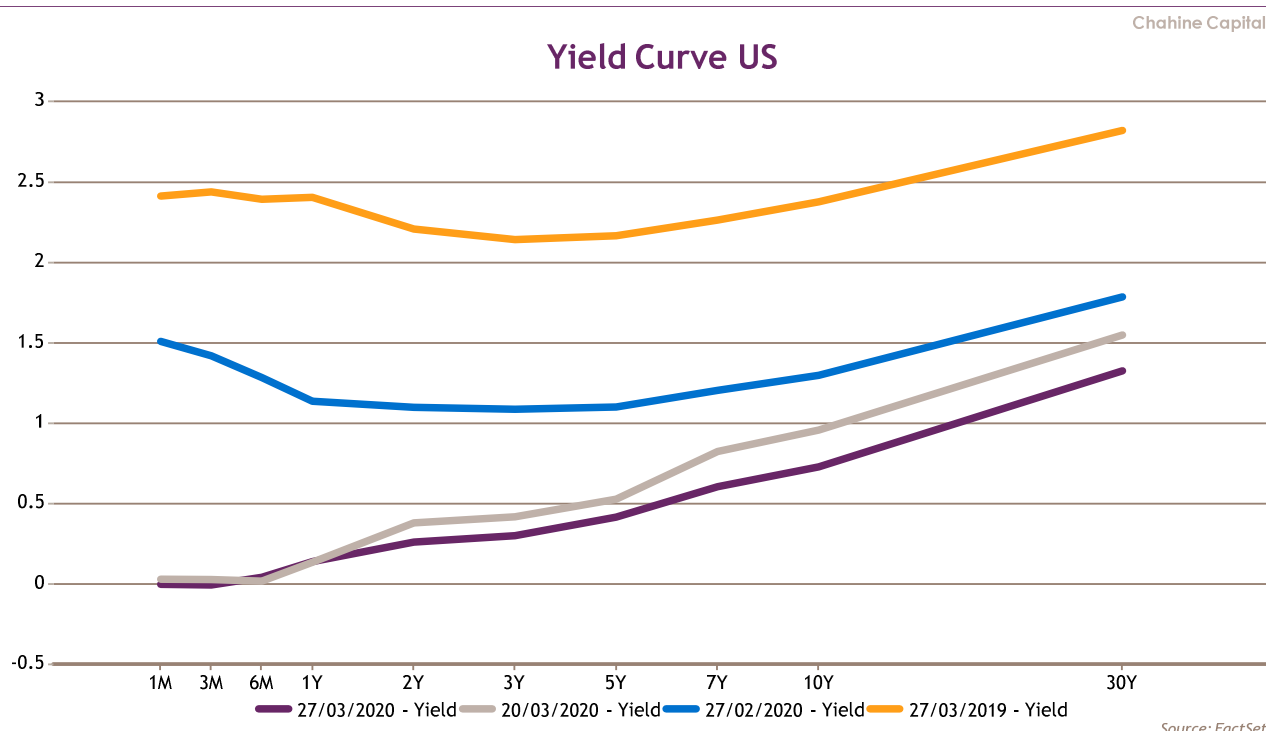
Les banques centrales inondent les marchés

La courbe des taux s'est passablement déformée en 1 mois où toutes les échéances ont vu leur rendement fortement baisser avec le taux de la Fed ancré maintenant à zéro. Cependant l'allure pentue de la courbe laisse espérer une normalisation à moyen terme. Mais le bilan de la Fed s'est envolé par le Q/E et en l'espace d'un mois la Fed a imprimé 1.1 trillion de \$.

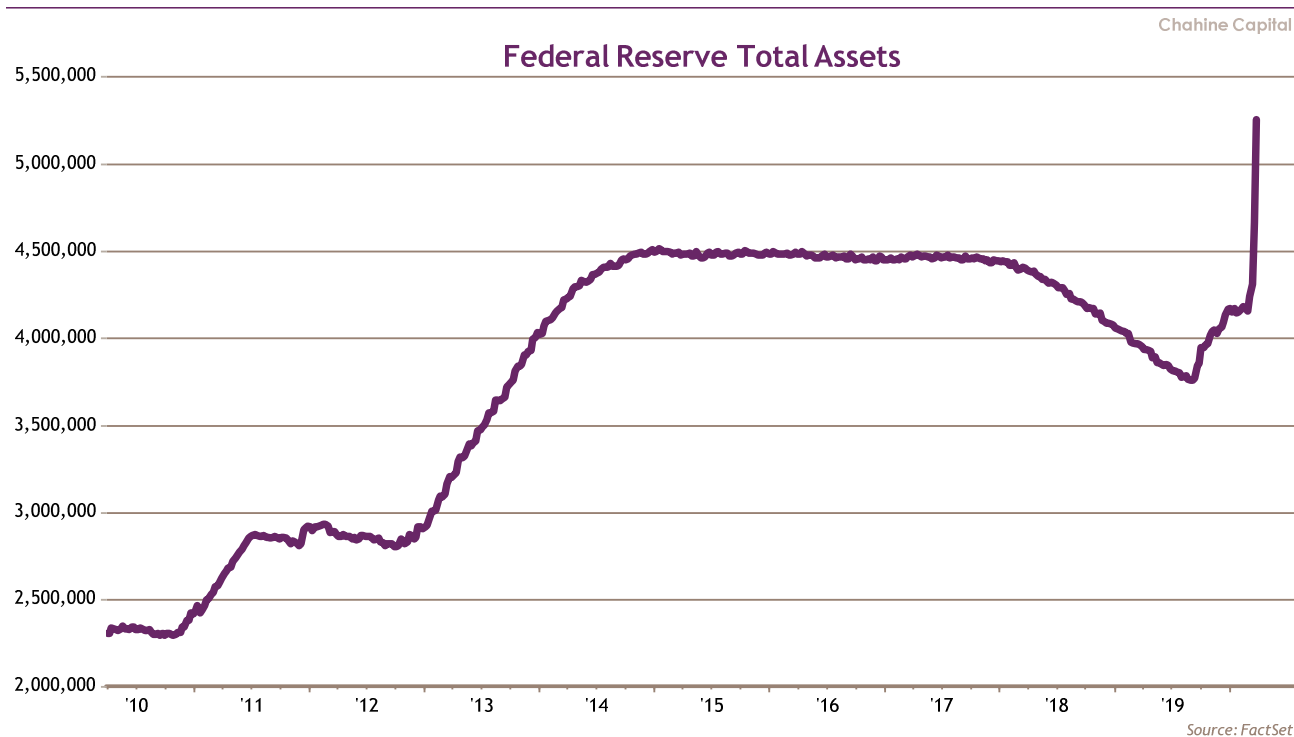
Ce n'est pas seulement la Fed qui imprime à plein régime mais la planète vient d'être inondée d'une avalanche de cash inépuisable. On estime que la Fed, la BCE, la Chine, le Japon et la Banque d'Angleterre ont aligné la bagatelle de 5.7 trillions de \$ ou l'équivalent de 10% du PIB. Mais l'injection de liquidités dans le système financier est loin de répondre à la situation, et tous les gouvernements ont procédé à des plans de soutien à l'économie en ayant recours entre autres à l'*helicopter money*. Les plans de soutien se chiffrent par trillions, dont 2 déjà votés aux États-Unis. Le président Macron a utilisé la formule de Draghi (whatever it takes) ou « quel qu'en soit le coût » pour soutenir les emplois et les entreprises impactées.



Retour aux taux à zéro pourcent



Injection massive de liquidités en peu de temps





Plans de sauvetage de l'économie partout

Le plan de sauvetage de 2T\$ approuvé par le Sénat couvre une énorme diversité de mesures allant du soutien au système de santé, à l'augmentation des allocations chômage ou à la prise en charge des salaires des PME. Il a été voté 96-0 dans un rare moment d'unité. L'*helicopter money* consiste en un chèque de 1200\$ par adulte et 500\$ par enfant destiné aux familles ayant moins de 150.000\$ de revenus. Les allocations chômage augmentent de 600\$ par semaine et sont étendues à 39 semaines. Les indépendants bénéficieront de cette mesure. Les remboursements des prêts étudiants sont suspendus jusqu'au 30 Septembre. Le remboursement de prêts hypothécaires est arrêté pour 60 jours si le ménage le justifie. Les évictions de locataires sont suspendues. Les PME peuvent recevoir jusqu'à 10M\$ pour couvrir les salaires, les loyers et les utilities pendant 8 semaines. Les grandes entreprises se voient réserver une aide de 454 Mds\$ sous forme de crédits ou de garanties. L'intérêt sera de 2% maximum. La condition sera de conserver 90% des emplois jusqu'à fin septembre. Les hauts salaires de ces compagnies sont bloqués. Le salaire des dirigeants est capé à 3M\$ + 50% de ce qu'ils gagnaient au-delà. Les entreprises ne peuvent verser aucun dividende ni racheter leurs propres titres. Elles ne peuvent pas délocaliser des emplois pendant 2 ans. Les compagnies aériennes se voient réserver jusqu'à 25 Mds\$ de subvention, mais devront donner des actions en contrepartie. Elles s'engagent à ne pas licencier jusqu'au 30 septembre. Elles devront servir des destinations imposées. 17Mds sont réservés à des industries critiques tels que Boeing. Après de rudes débats, un inspecteur général nommé par le Président et le Sénat supervisera ce programme. Les grandes entreprises ayant subi de fortes pertes en raison de la crise auront un crédit d'impôt égal à 50% des salaires ainsi qu'une subvention par salarié. Les taxes sur les salaires sont reportées.

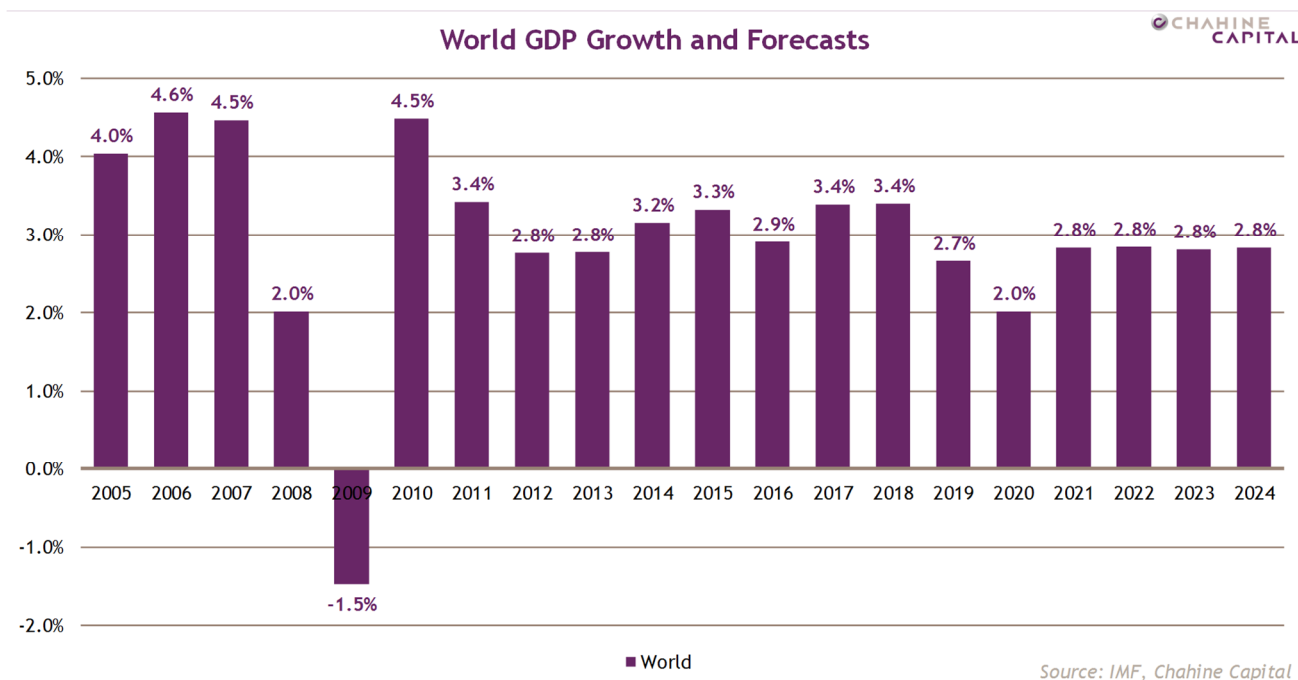
Nous avons listé en détail le programme de soutien américain, mais de tels programmes existent dans quasi tous les pays avec une création de monnaie substantielle pour faire face à la dépense, par émission d'emprunts d'Etat, souscrits au final par... la banque centrale. Quand la BCE émet de la monnaie pour financer un emprunt d'Etat français, cet argent va se retrouver au niveau des ménages et des entreprises qui vont pouvoir le dépenser. Or pour satisfaire les besoins il faut importer des biens et services à hauteur de 30% et ceci se paie en \$ quand ces importations se font en dehors de la zone euro. Le cas de la France est semblable à celui de tous les pays du monde qui ont besoin de \$ pour leurs importations alors que les exportations sont ralenties. Seuls les États-Unis peuvent imprimer de la monnaie impunément. Les banques centrales procèdent donc à des opérations de swap pour s'approvisionner en \$, lequel s'est apprécié substantiellement durant la crise.

Les indicateurs macro et micro économiques en panne

Les prévisions aussi bien macro-économiques que micro-économiques sont à prendre avec des pincettes, notamment s'agissant de consensus. Par exemple et malgré toute l'hystérie environnante, le consensus macro-économique table sur une hausse de 2% du PIB mondial cette année contre 2.66% le mois dernier. Cela paraît utopique eu égard à l'arrêt de l'économie mondiale et des chiffres observés lors de la sévère crise de 2008. Cette année, le PIB mondial a cru de 2% au lieu des 4.5% et 2009 a vu un recul de 1.5%. Pour les États-Unis, le consensus est à -0.4% mais avec un écart allant de -3.5% à +1.6% ! Morgan Stanley, de concert avec Goldman Sachs, estime la chute au 2^{ème} trimestre à 30% ce qui ne serait pas surprenant vu l'arrêt brutal de l'activité économique. La croissance chinoise a été revue de 5.9% à 5.3%... Autant dire que ce manque de sérieux n'aide pas à voir objectivement l'évolution économique. Nous sommes réduits à regarder la micro-économie à travers les sociétés et leurs prévisions, et là encore elles sont totalement confuses d'autant que les sociétés ont souvent arrêté de fournir des chiffres tellement leur visibilité est nulle.

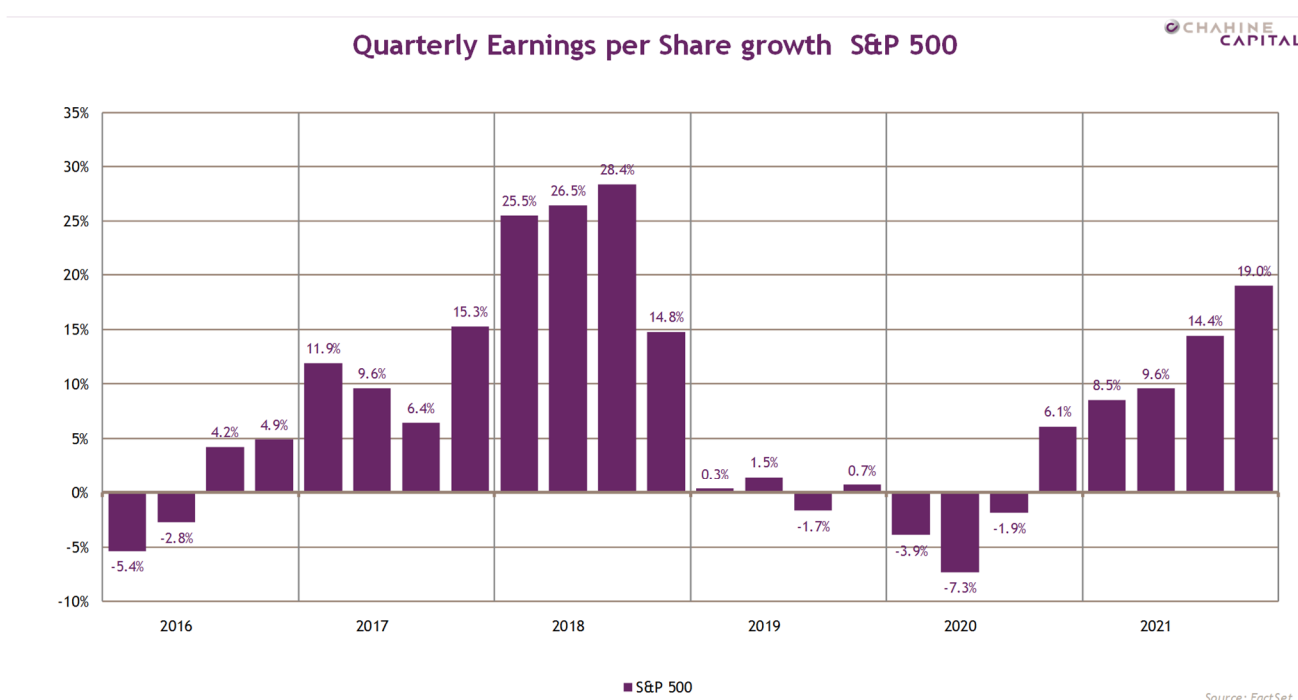


Des prévisions à jeter à la poubelle



L'attente des profits pour 2020 est difficile à chiffrer. Ils seront fortement en baisse et pas ce qu'annonce le consensus à ce stade d'un -0.6%. Le premier trimestre va voir deux mois exécrables de février et mars et un mois normal de janvier. Il est peu probable qu'il soit en baisse de seulement 4%. Les sociétés avec exercice à fin février ont révisé leurs prévisions de T2 de 31%, et ce chiffre est conservateur, car on voit par exemple que le croisiériste Carnival est prévu juste à l'équilibre en T2 !

Des prévisions du consensus inutiles





Nous redevenons positifs sur les actions

Il ne faudra hélas pas compter sur les analystes pour nous donner une quelconque aide dans les prévisions de résultats. Nous nous sommes appuyés plutôt sur la récession de 2008 pour constater qu'à l'époque les profits avaient baissé de 28% en 2008 et déjà de 5% en 2007, pour se reprendre timidement de 3% en 2009 et retrouver une recovery de 36% en 2010. Notre estimation est une chute de 21.3% des profits en 2020 suivie d'une recovery partielle en 2021 à 15%. Notre modèle d'évaluation indique que sur une période de 8 ans et en prenant comme base l'année 2019, le marché est valorisé sur une base de baisse des profits de 2.3% par an (CAGR). Cela peut paraître excessif, car on peut espérer retrouver au moins le même profit qu'en 2019. Notre propre modélisation donne un CAGR de 0.1% et avec les taux actuels, le cours d'équilibre du S&P 500 s'établit à 3030 points, ce dont on est loin évidemment. Cette évaluation ne prend pas en compte la volatilité extrême qui mesure le risque que l'on prend en investissant. Ce chiffre implique une récession avec un retour à une « certaine normalité ». Une récession plus sévère donne un scénario de baisse de 26% des profits en 2020 et un cours d'équilibre à 2672 points.

Ces objectifs paraîtront réalistes une fois que la lueur d'espoir de sortie de la pandémie s'affiche. La volatilité sera telle dans ce cas et la hausse si rapide que l'on n'aura pas le temps de réfléchir pour rentrer sur le marché. C'est la raison pour laquelle il faut placer un ordre d'achat à froid à 2650 points par exemple (ou moins) ce qui est le cours le plus bas auquel nous sommes rentrés le mois dernier.

Le marché est attractif mais le risque est grand

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%	1.50%	2.00%
Deep recession: -26.4% in 2020, 14% in 2021 - CAGR -1.5%	2 973	2 769	2 672	2 588	2 282
Implied Scenario CAGR -2.3% over 8 years	2 914	2 721	2 630	2 551	2 261
Return to normal: -21.3% in 2020, 15% in 2021 - CAGR 0.1%	3 373	3 140	3 030	2 934	2 585
Current Index S&P 500	2 600				

En zone Euro, nous estimons la chute des profits entre 25 et 30% pour 2020 et un timide retour de 12% en 2021. Même ce scénario offre un gros potentiel d'appréciation du marché entre 10 et 25%.

Ces valorisations ainsi qu'une lueur d'espoir que nous voyons pour un retour à une certaine normalité grâce à l'immunisation du grand nombre nous incitent à repasser à surpondérer les actions en accompagnant la hausse par pallier. Pour un benchmark à 40% qui a fondu avec la baisse violente, nous préconisons de passer à 35% d'exposition et puis à 40% si la hausse se poursuit. Le benchmark de 40% sera mécaniquement dépassé.

Nous rappelons à nos lecteurs que nous sommes restés en-dessous du benchmark depuis le 30 septembre 2018, mais cela n'a pas été toujours glorieux avec la hausse de 2019.



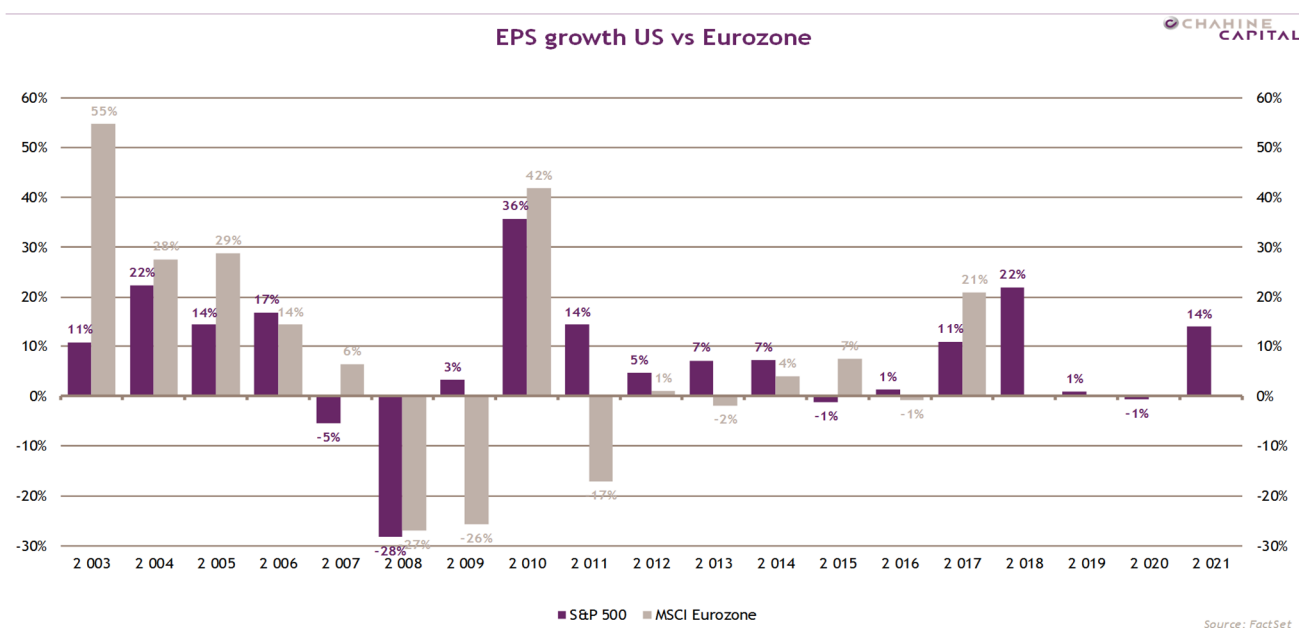
Le marché est également attractif en zone euro

MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.71%	1.00%	1.25%
Deep recession: -30% in 2020, 10% in 2021 - CAGR -8.1%	125	116	109	101	95
Implied Scenario: CAGR -10.3% over 8 years	114	106	101	94	88
Return to normal: -25% in 2020, 12% in 2021 - CAGR -6.4%	143	133	125	115	108
Current Index MSCI EMU	101				

Nous prévoyons une baisse de 21% des profits en 2020 contre 28% lors de la crise financière de 2008





Conclusions

83% ! Tel est le niveau atteint par le VIX le 16 mars, journée où l'indice S&P 500 a affiché une chute historique de 12%. Une volatilité qui a battu le record de 2008. Notre précédente édition « La baisse des taux ne suffira pas pour faire face à la crise » s'est vérifiée et il a fallu avoir recours à l'*helicopter money* pour déverser des milliards sur les personnes et les entreprises touchées par la crise. Les banques centrales ont pour cela ouvert les vannes en illimité, ce qui a permis un rebond des marchés. Le niveau d'anxiété est très élevé dans les populations en raison du confinement dont on ne voit pas la fin... La médecine toute puissante qui a une réponse à tout est complètement désarmée. Et le peu d'armes qui lui restent pour combattre les symptômes aigus font cruellement défaut comme les respirateurs et plus prosaïquement des masques de protection et autres équipement médicaux de base. Les marchés financiers vont rester dans l'angoisse tant qu'ils ne verront pas une voie de sortie de cette pandémie. Une correction de 34% du plus haut s'est faite en 33 jours sans que l'on sache si l'on a touché le point bas à 2237 points pour le S&P 500.

La gestion statistique de la crise est affligeante. Les statistiques par pays du nombre de cas sont une « tambouille » inexploitable car elles dépendent du nombre de kits disponibles. La comparaison entre la France et l'Allemagne n'a aucun sens vu l'écart énorme dans le nombre de cas testés. Nous avons vainement cherché un pays qui a établi un panel représentatif de la population qui permettait de suivre scientifiquement la progression de la maladie (le panel Nielsen était notre ancien métier). Pour le moment aucun modèle optimal n'émerge pour combattre le virus. La Chine, la Corée ou Singapour risquent une rechute comme le montrent les infinies précautions pour retourner à la normale. Les Pays-Bas ou la Grande-Bretagne ont reculé devant le « Herd contamination » très couteuse en vies humaines par l'accélération de l'épidémie qui noie le système de santé. Pour sortir de la crise il faudrait le vaccin miracle ou le médicament miracle, et en l'absence de l'un et de l'autre il faut accepter la stratégie du « Herd Contamination ». Tout le monde le fait mais sans le dire. Une fois que plus de 50% de la population a été exposée au virus et développé les anticorps, l'épidémie s'arrête statistiquement. Tout le monde attend maintenant le test pour dépister les anticorps plus que pour tester l'infection. Ces tests devraient arriver bientôt en grande masse (on l'espère) et les personnes immunisées devront retrouver le chemin de l'activité sans risque puis les catégories les moins à risque devraient suivre. Peut-être pourra-t-on mesurer d'ici là statistiquement le taux de personnes immunisées.

Le marché a fait une correction de 34% de son plus haut et se trouve actuellement à -25%. Les fortes corrections touchent l'énergie, la finance et tout ce qui a trait au loisir et aux voyages. Netflix se porte bien, les gens n'ont rien d'autre à faire... La dislocation des marchés de taux est rude avec des spreads qui ont grimpé à 12% pour les Junk Bonds, faisant craindre des prochaines faillites. Les banques centrales ont déversé 5.7 trillions de \$ de liquidités et tous les États ont lancé un programme de soutien de l'économie en protégeant l'emploi et les entreprises touchées.

Les consensus et autres indicateurs économiques sont en panne avec des prévisions totalement inutiles. Nous nous sommes appuyés sur la crise de 2008 pour anticiper une chute de 21% des profits cette année suivie d'un rebond de 15%. Avec un taux de 1.38% sur 30 ans, le cours objectif du S&P 500 s'établit à 3030 points qui sera atteint par une sortie de crise. Cette valorisation nous incite à passer de sous pondération à une surpondération par rapport au benchmark, qui est descendu naturellement à 30% en raison de la baisse. Nous préconisons d'ajouter 5% en plaçant des ordres à partir d'un cours à 2650 points « à froid ». C'est le cours le plus bas où nous sommes nous-même rentrés. Nous avons un grand point d'interrogation sur le devenir des trillions de \$ déversés. Vont-ils se porter sur la consommation avec une offre raréfiée entraînant une forte inflation ?

Nous souhaitons à tous nos lecteurs une bonne santé et l'énergie pour surmonter cette crise.

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 27/3/2020 (in local currency)

Data as of 27/03/20	Weight vs MSCI World	Perf 2020	Perf 2019	Weighted P/E 2021	Weighted P/E 2020	% Wted EPS Chge 2021	% Wted EPS Chge 2020	% Wted EPS Chge 2019	Div Yield 2020	Revision vs M-2% Fiscal 21	Revision vs M-2% Fiscal 20
MSCI The World Index	100.0%	-22.57%	25.30%	12.9 x	14.5 x	12.8%	-2.5%	0.3%	3.06%	-5.2%	-7.0%
MSCI USA	62.6%	-21.40%	29.20%	14.0 x	15.9 x	13.6%	0.0%	0.1%	2.41%	-4.3%	-5.7%
MSCI Japan	9.1%	-15.54%	15.70%	11.4 x	12.5 x	10.0%	5.5%	-13.7%	2.97%	-2.5%	-2.6%
MSCI EMU	13.1%	-26.51%	21.78%	10.5 x	11.9 x	13.7%	-3.7%	0.3%	4.50%	-6.9%	-9.8%
MSCI Europe	23.9%	-25.30%	22.20%	11.1 x	12.6 x	12.7%	-6.8%	4.0%	4.70%	-7.7%	-10.6%
MSCI Europe ex Energy	22.7%	-24.17%	23.83%	11.2 x	12.4 x	10.6%	-2.9%	6.0%	4.38%	-5.0%	-6.4%
MSCI Austria	0.1%	-41.04%	13.38%	6.4 x	7.0 x	10.5%	-3.6%	-23.6%	6.86%	-11.9%	-13.1%
MSCI Belgium	0.5%	-34.50%	19.36%	10.8 x	12.1 x	11.9%	-11.3%	10.7%	4.95%	-8.3%	-11.2%
MSCI Denmark	0.8%	-11.18%	28.95%	18.3 x	21.6 x	18.0%	-0.2%	-4.5%	2.16%	-3.6%	-5.6%
MSCI Finland	0.4%	-22.21%	8.28%	12.4 x	13.9 x	12.1%	-2.5%	-0.6%	4.62%	-3.1%	-3.8%
MSCI France	4.9%	-26.02%	26.10%	11.3 x	12.7 x	12.5%	-4.4%	4.8%	4.26%	-8.1%	-10.8%
MSCI Germany	3.3%	-27.78%	20.09%	9.6 x	11.5 x	19.4%	-2.1%	-4.1%	4.02%	-5.5%	-10.4%
MSCI Great-Britain	4.9%	-26.99%	11.30%	10.3 x	11.5 x	12.1%	-9.7%	-4.4%	6.28%	-8.2%	-12.1%
MSCI Ireland	0.1%	-24.67%	25.63%	12.9 x	14.1 x	9.4%	2.8%	-16.9%	2.23%	-8.0%	-7.8%
MSCI Italy	0.9%	-27.94%	25.49%	8.5 x	9.4 x	10.7%	-6.9%	1.3%	6.52%	-12.1%	-13.8%
MSCI Netherlands	1.6%	-21.53%	26.85%	12.8 x	14.6 x	13.5%	3.6%	-8.5%	3.55%	-3.8%	-4.0%
MSCI Norway	0.3%	-25.17%	8.26%	10.4 x	13.2 x	27.3%	-8.1%	-11.0%	6.81%	-10.7%	-20.4%
MSCI Spain	1.2%	-28.42%	9.85%	9.0 x	9.6 x	7.4%	-7.2%	6.5%	6.51%	-5.9%	-8.2%
MSCI Sweden	1.0%	-20.55%	24.47%	12.3 x	13.5 x	10.1%	-26.3%	69.7%	4.41%	-5.0%	-8.2%
MSCI Switzerland	3.6%	-15.27%	27.22%	14.2 x	15.5 x	8.9%	4.8%	9.9%	3.58%	-2.5%	-2.9%
MSCI Europe Consumer Discretion	3.0%	-30.00%	30.01%	10.5 x	12.7 x	21.6%	-6.6%	-9.4%	3.59%	-8.6%	-15.9%
MSCI Europe Consumer Staples	3.7%	-16.00%	22.38%	14.9 x	16.2 x	8.2%	0.6%	9.8%	3.61%	-3.7%	-4.5%
MSCI Europe Energy	1.2%	-40.88%	3.55%	10.3 x	16.5 x	60.9%	-52.0%	-14.7%	10.37%	-37.3%	-56.5%
MSCI Europe Financials	3.6%	-33.08%	17.49%	7.1 x	7.5 x	6.3%	-8.2%	15.0%	7.40%	-5.7%	-5.9%
MSCI Europe Health Care	3.6%	-12.51%	28.40%	13.8 x	15.2 x	10.5%	4.9%	9.4%	3.19%	-1.2%	-1.0%
MSCI Europe Industrials	3.0%	-29.46%	32.02%	12.2 x	13.9 x	14.0%	-4.9%	7.0%	3.60%	-7.6%	-10.4%
MSCI Europe Information Technol	1.5%	-19.80%	36.00%	15.5 x	18.2 x	17.8%	11.3%	5.5%	1.56%	-2.7%	-3.4%
MSCI Europe Materials	1.5%	-29.37%	21.39%	11.2 x	12.4 x	10.9%	0.8%	-11.5%	4.95%	-6.2%	-7.6%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-30.57%	18.93%	11.9 x	12.1 x	1.8%	-8.5%	-21.8%	6.37%	-3.7%	-3.4%
MSCI Europe Communication Serv	1.1%	-25.85%	0.60%	10.3 x	11.5 x	11.9%	-4.2%	3.3%	5.70%	-3.7%	-3.7%
MSCI Europe Utilities	1.3%	-14.09%	24.29%	12.8 x	13.6 x	6.1%	0.4%	23.8%	5.56%	-2.1%	-2.4%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 27/03/2020



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.