

## La baisse des taux ne suffira pas pour faire face à la crise

### Conclusions

Le 25 janvier, nous titrions « Est-ce la fin de la fête ? » et malheureusement le réveil a été brutal. On a longtemps pensé que l'épidémie du Coronavirus resterait confinée en Chine et que nos systèmes de santé pouvaient surmonter facilement une telle crise. Le marché continuait de battre record sur record et c'est l'Italie qui a été le déclic avec une flambée d'infections suivie de l'alerte de l'organisme de santé américain. La correction a été d'une extrême violence, affichant 13% de baisse du plus haut au moment où nous rédigeons cette lettre en 8 séances de bourse. Les récessions historiques ont été précédées d'une chute d'un minimum de 20%, mais des corrections supérieures à ce chiffre n'ont pas toujours été suivies de récessions, à l'exemple de la crise de l'automne 2018 où les banques centrales ont sauvé la mise par la baisse des taux.

Les grandes victimes de la crise actuelle sont le secteur de l'énergie qui ne pèse plus que 3.5% dans l'indice contre 13.5% avant la crise financière de 2008, le tourisme et les voyages (aviation, croisières, hôtellerie, restauration, casinos), l'habillement. L'automobile, déjà au ralenti avant la crise, est sujette aux ruptures d'approvisionnement mais craint plus sérieusement une récession. Le secteur financier a corrigé plus que la moyenne, car il est exposé aux faillites des secteurs en crise et le spread sur les junk bonds a atteint 10% dans le secteur pétrolier. La propagation de la crise économique pourrait voir des licenciements qui ont déjà commencé comme chez Expedia.

Comme d'habitude face à la crainte d'une récession, les investisseurs se sont portés sur les valeurs refuges des emprunts d'États solides, l'or et le Franc Suisse. La crise de l'automne 2018 avait ses origines dans les hausses successives des taux de la Fed et le marché l'a forcé à faire machine arrière. La conséquence a été la flambée des actifs financiers sans aucune création de richesse additionnelle. La crise actuelle n'est pas liée à des taux élevés, mais à un vrai risque sur l'activité économique. Une société en train de mourir faute de clients ne va pas revivre parce que les taux sont à 0%, d'autant plus que personne ne lui prêtera de l'argent. Cette crise ne pourra pas être réglée par des mesures classiques des banques centrales injectant dans le système des liquidités qui ne vont nulle part... Il faudra distribuer l'aide directement à ceux qui en ont besoin pour leur permettre de surmonter la crise. C'est le moment d'envisager l'Helicopter Money ou aides directes aux consommateurs et entreprises. Hong Kong a décidé d'octroyer un chèque 10.000 HK\$ (1283US\$) à tout résident de plus de 18 ans et d'autres aides directes aux citoyens et entreprises.

Le marché met beaucoup d'espoir dans la baisse des taux de la Fed pour rééditer la séquence de la crise de l'automne 2018. Les taux à 30 ans sont à un plus bas historique de 1.65% aux US et négatifs en zone Euro. La courbe des taux laisse anticiper 3 à 4 baisses de taux de la Fed, mais la BCE attend de voir les effets à long terme de la crise... Mais, comme la Fed, nous pensons que la politique monétaire ne peut pas mettre à l'abri une économie menacée par la peur du Coronavirus. On commence à ressentir les effets des ruptures d'approvisionnement dans la pharmacie, la Chine ne pouvant livrer des matières premières à l'Inde qui est un grand exportateur. Apple, le Japon, la Corée subissent des ruptures. La perspective d'un rebond des profits pour 2020 s'éloigne, le consensus refluant rapidement à 5.6%. Notre estimation est à 1.5% s'il n'y a pas de récession et -14% en cas de récession. Le CAGR implicite dans les cours est revenu à 0.5% en raison des taux à 1.68%, et notre modèle est à 1.9%. Le cours d'équilibre est de 3241 pour une clôture à 2954 points. Mais pour des taux qui reviendraient à 2%, le cours serait à 2992 points. Dans le scénario d'une récession, où le taux baisserait à 1.5%, le cours objectif serait à 2776 points et bien au-delà si les taux sont à 1.25%. Ceci nous amène à revenir sur le marché en augmentant de 3% additionnels notre exposition de 35% aux cours successifs du S&P 500 de 2938 points (exécuté vendredi dernier) pour 1/5ème, de 2850 points pour 2/5ème additionnels et de 2750 points pour le solde. La même stratégie pour l'Europe s'applique quand ces seuils sont atteints pour l'indice américain.

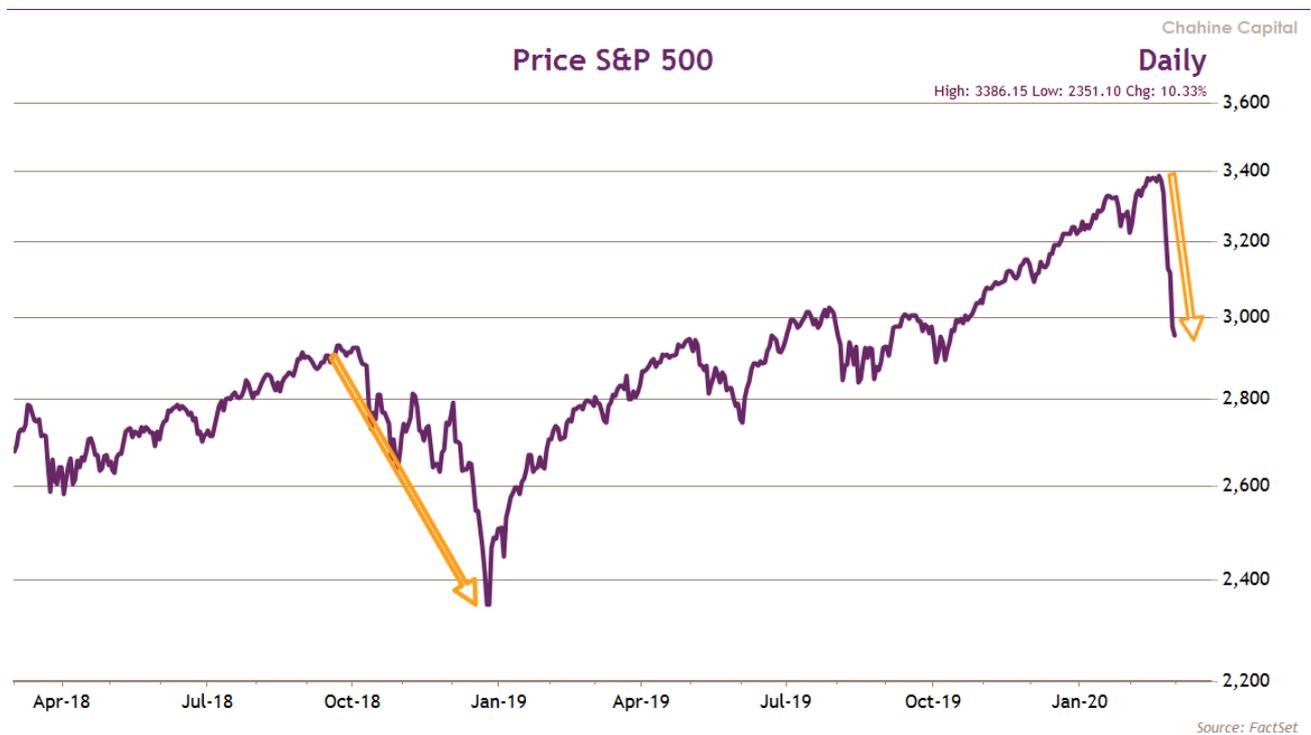
*Jacques Chahine*



## Une correction d'une extrême violence

Le 25 janvier nous titrions « **Est-ce la fin de la fête ?** » et malheureusement le réveil a été très brutal. On a longtemps pensé que l'épidémie du Coronavirus resterait confinée en Chine et que nos systèmes de santé pouvaient surmonter facilement une telle crise. Le marché continuait de battre record sur record jusqu'au 19 février, alors que l'épidémie chinoise sévissait depuis décembre. C'est l'Italie qui a été le déclic avec une flambée d'infections et le confinement de villes entières, comme en Chine. L'organisme de santé américain CDC pour les maladies infectieuses a secoué les marchés en annonçant que l'Amérique devait aussi se préparer à faire face à l'épidémie. Les mesures de confinement, les annulations d'événements en tous genres, l'expansion de l'épidémie à quasiment tous les pays du monde a secoué la confiance des marchés et mis en avant une sérieuse hypothèse de récession. L'indice phare S&P 500 a baissé en quelques jours de 13% de son plus haut historique, ce qui constitue une sévère correction (plus de 10%), alors que le niveau de 20% correspond à un bear market. La correction de 2018 était plus sévère et avait atteint 19.8%, pour s'avérer finalement ne pas correspondre à une annonce de récession. Historiquement, le minimum de correction quand une récession survient est de 20%, mais on a vu des corrections même au-delà des 20% qui n'ont pas toujours été suivi de récessions. Comme à l'automne 2018, le marché hésite entre récession et simple correction, et comme à l'automne 2018 se tourne vers les Dieux banques centrales pour sauver la mise. Le coup était bien réussi en 2020, car la Fed a été obligée de baisser 3 fois ses taux et le marché est reparti de l'avant sur une hausse de 31% en 2020 par une simple inflation des actifs motivée par la baisse des taux, les profits de l'année restant complètement atones.

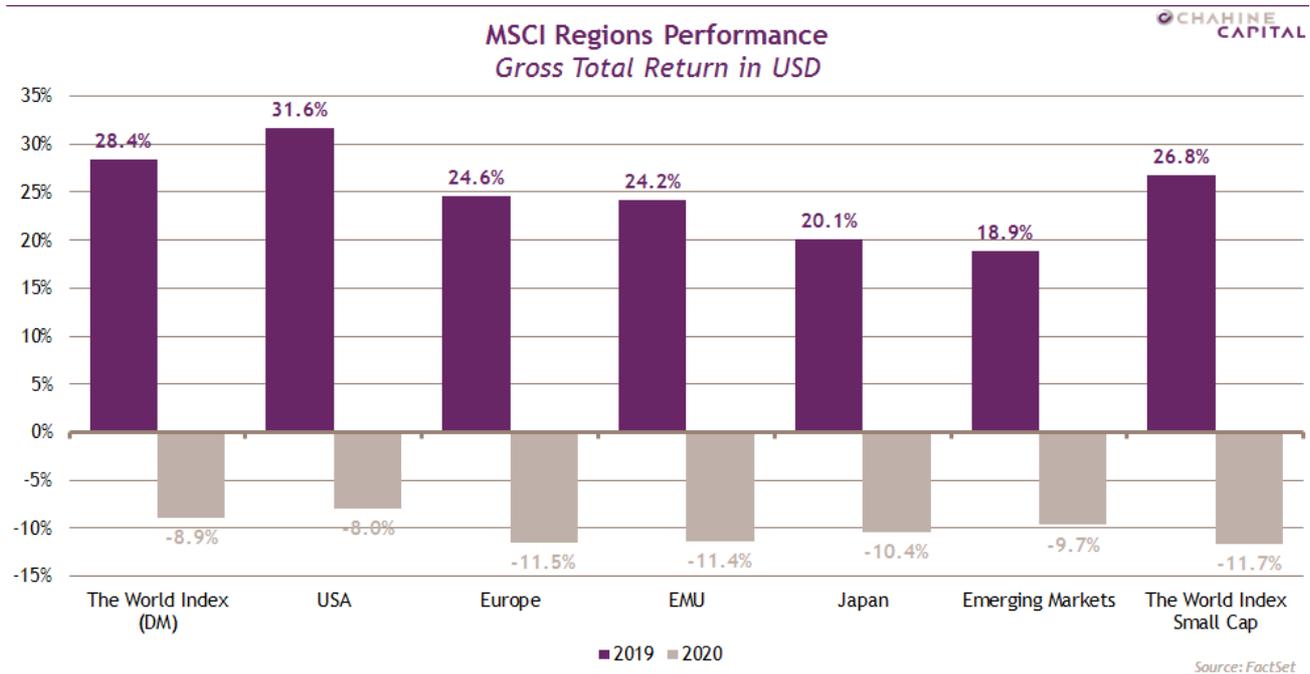
## Une correction d'une extrême violence



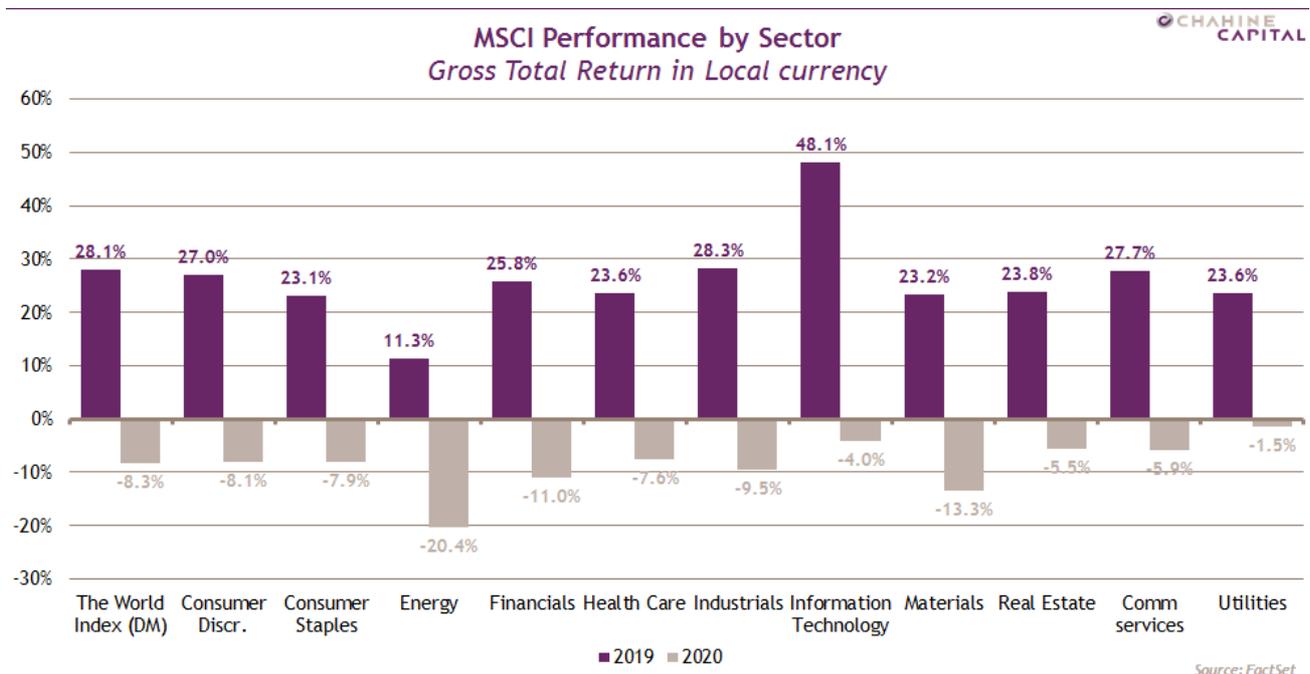
Si la correction à ce jour reste nettement en dessous de celle de l'automne 2018, elle étonne par sa brutalité. La correction de 13% s'est faite en 7 séances de baisse ininterrompues, atteignant 4.4% sur une seule journée. C'est le signe qu'aucun acteur à ce stade n'a le courage de ramasser à la baisse. La correction des plus hauts a été sans discrimination sur tous les secteurs avec quelques inquiétudes sur le secteur financier.



## Les performances 2020 ont tourné nettement au rouge



## L'énergie et les matières premières en ligne de mire



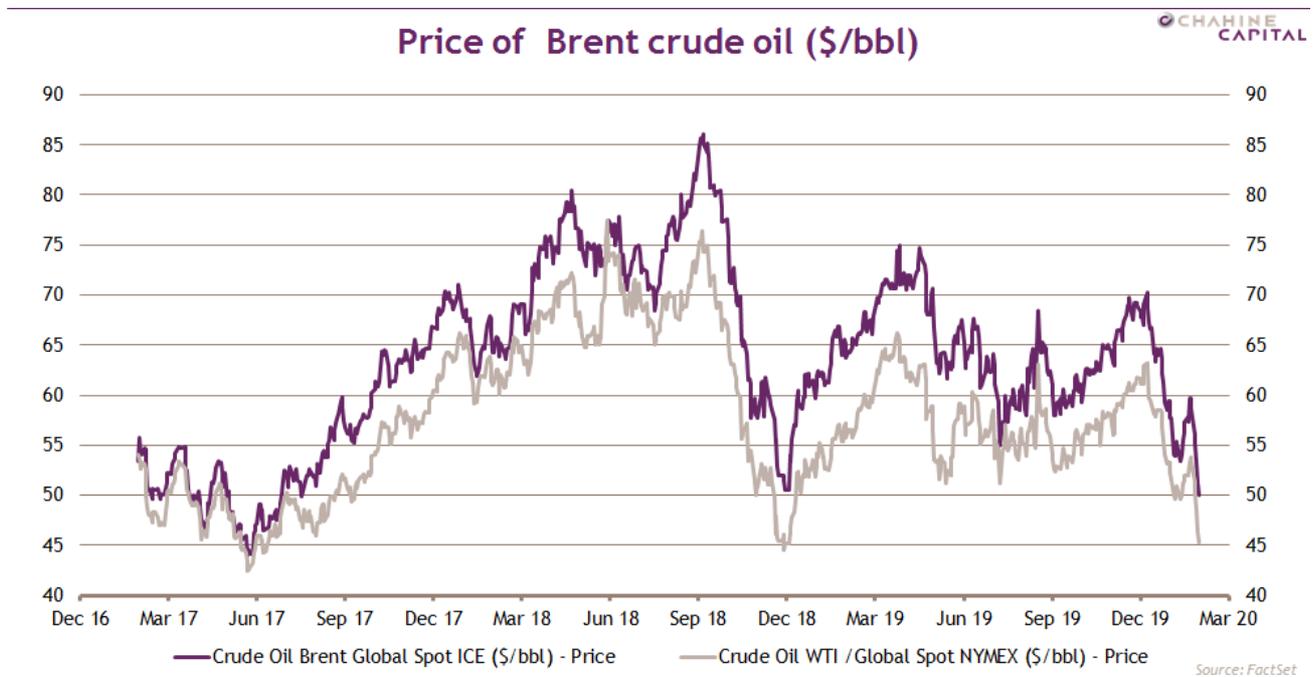
## Les premières victimes de la crise

Le baril de pétrole a commencé à baisser dès que l'épidémie chinoise devenait sérieuse, car le pays est le plus grand importateur de pétrole et de matières premières. Il a accéléré sa chute tout le long de février en passant d'un plus haut récent de 63\$ le baril à 45\$, une baisse de 28% mais moins violente que celle de la crise de l'automne 2018 où il était aussi tombé à un plus bas de 45\$ pour le WTI. La courbe sur les futurs



est légèrement ascendante, laissant un petit espoir d'un retour vers un peu de stabilité. L'indice CRB sur les matières premières n'a jamais retrouvé ses plus hauts.

## Le prix du baril au plus bas



Si la baisse de l'indice MSCI est de 8.6% en moyenne depuis le début de l'année, il y a des victimes immédiates qui souffrent beaucoup plus. En premier lieu, le secteur de l'énergie qui perd 25% et dont le poids dans l'indice revient à 3.5%. Fin 2007, le secteur représentait... 13.5% de l'indice, là où le baril caracolait à plus de 100\$. On trouve ensuite tout le secteur du tourisme et loisirs qui est à l'arrêt ou qui va l'être prochainement avec l'extension de la crise en dehors de la Chine. Il faut avoir vu les images de la place Saint Marc à Venise vide pour se rendre compte de la gravité de la situation. Royal Caribbean Cruises, TUI, Carnival Cruise... chutent d'environ 40%. Tout le secteur des compagnies aériennes affiche des chutes entre 20 et 30%. Le transport maritime, les casinos, l'hôtellerie... sont des secteurs quasi sinistrés. Aux Etats Unis, toutes les sociétés qui fabriquent ou vendent les « fripes » made in China et Asie comme Calvin Klein, Ralph Lauren, Tommy Hilfiger sont fortement décotées par l'impact des fermetures d'usine en Chine et des pays voisins qui ne trouvent pas le textile ou les fournitures. Le cours de ces sociétés est en baisse de plus de 30%. Les quelques sociétés qui tirent leur épingle du jeu sont à l'image d'un Netflix qui va divertir les gens enfermés chez eux.

## Les conséquences à venir de l'extension de l'épidémie

L'épidémie hors de Chine n'est qu'à ses débuts et on voit déjà les dégâts qu'elle fait par l'enfermement des gens chez eux, l'annulation de salons, des voyages d'affaires, des manifestations sportives et autres réunions. Des pays comme l'Italie qui dépendent fortement du tourisme, et tout le secteur hôtelier dans le monde qu'il soit de loisirs ou d'affaires voit ou va voir la clientèle rester chez elle. Un grand nombre de sociétés du secteur vont être obligées de licencier massivement à l'image d'Expedia qui a annoncé 3000 départs. Les ruptures d'approvisionnement en provenance de la Chine et d'Asie vont mettre beaucoup de sociétés en chômage technique forçant les licenciements et pour les plus fragiles l'impossibilité de faire

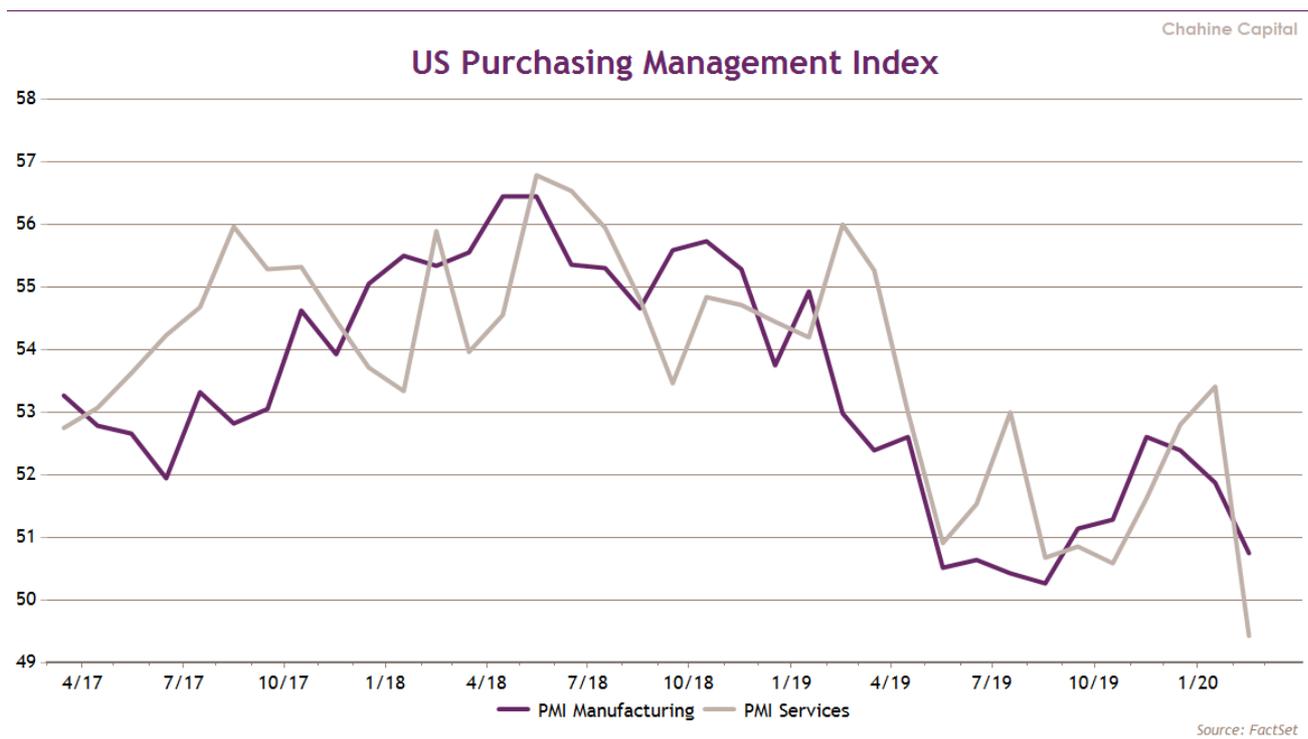


face à leurs échéances de crédit. A titre anecdotique, le constructeur américain Toll Brothers manque de fournitures électriques en provenance de Chine ce qui recule les livraisons. Les investisseurs à la recherche de sécurité dans cet environnement seront moins enclins à financer les entreprises et souscrire à des nouvelles obligations. La tension est déjà patente sur les junk bonds les plus fragiles qui hier aiguisaient l'appétit des investisseurs à la recherche de rendement. Les difficultés financières des entreprises et des ménages vont remonter aux banques et le marché a corrigé les cours au-delà de la moyenne. Citigroup et Bank of America sont en baisse de 20% alors que Wells Fargo affiche une baisse de 25%. Certaines banques européennes sont encore plus impactées comme la RBS anglaise, mais les grands groupes sont dans la même posture que les américains.

Les ruptures d'approvisionnement et surtout la crainte d'une récession ont matraqué les cours dans l'industrie automobile entre 15 et 30%. Le marché Chinois est en forte baisse et l'Europe est passée d'un rythme annuel de vente de 16.5M à 14.3M. Tout Renault capitalise aujourd'hui moins de 8Mds€.

Le premier indice à montrer la contraction de l'activité est le PMI américain qui est tombé en dessous de 50 points en février, mais il n'a pas montré une tendance similaire en Europe. Il faut néanmoins se méfier de cet indice qui est souvent conflictuel avec celui de l'ISM.

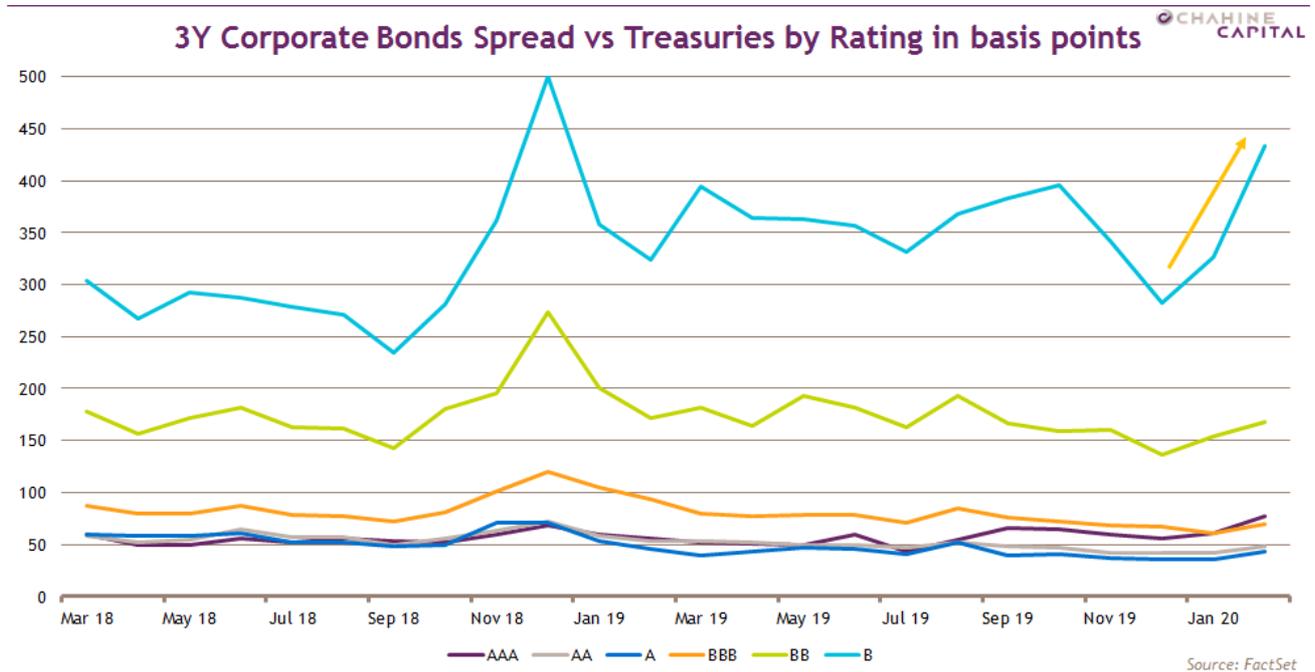
## Premiers signes d'une contraction de l'activité américaine



Le refuge vers la sécurité a matraqué les junk bonds qui ont vu leur spread passer de 300 à 450 bps et dans le secteur pétrolier il a grimpé de 10% à 1000bps en raison des difficultés des petits producteurs de pétrole de schiste. La tension n'est pas perceptible sur les emprunts de qualité (BBB et plus) qui continuent d'afficher un spread très minime par rapport aux emprunts d'État.



## Forte tension sur les emprunts junk



## La baisse des taux ne guérira pas le Coronavirus

Comme d'habitude face à la crainte d'une récession, les investisseurs se sont portés sur les valeurs refuges à commencer par les emprunts d'États solides, l'or et le Franc Suisse.

La crise de l'automne 2018 avait ses origines dans la normalisation des taux de la Fed au pas de charge, qui avait mené l'emprunt à 30 ans à 3.43% et mis en danger la poursuite de la croissance. La sévère correction du marché a eu pour conséquence de forcer la Fed à revenir sur sa politique monétaire tout le long de 2019, ce qui a fait passer le 30 ans à 2.2-2.3%. Cela a entraîné la flambée des actifs financiers et de l'immobilier. La crise actuelle n'a rien à voir avec un quelconque niveau de taux élevé, mais un vrai risque sur l'activité économique qu'on ne peut pas corriger avec les meilleurs taux du monde. Une société en train de mourir faute de clients ne va pas revivre parce que les taux sont à 0%. D'autant plus qu'on ne sait pas qui veut bien lui prêter de l'argent pour passer le mauvais quart d'heure jusqu'à la sortie de crise et qui va l'assurer d'être en mesure de rembourser le principal. D'ailleurs, l'injection des liquidités de la Fed tout le long de 2019 n'a pas ravivé l'économie, l'argent allant gonfler la valeur des actifs des riches déjà très riches. A notre sens, cette crise ne pourra pas être réglée par des mesures classiques des banques centrales injectant dans le système des liquidités qui ne vont nulle part... Si on veut sauver le soldat Ryan, il faudra distribuer l'aide directement à ceux qui en ont besoin pour faire face à la crise en leur permettant de rester en vie durant celle-ci. Nous revenons ainsi à notre thème favori de Helicopter Money qui serait bien plus efficace pour cette crise que le simple fait de baisser les taux. Ceci n'est pas théorique mais semble être pratiqué en Chine pour faire face à la crise, avec une réduction des impôts et des charges sociales, des subventions en tous genres et notamment pour payer les loyers, des banques qui vont échelonner la dette à des taux réduits et d'autres mesures plus fortes qui peuvent encore venir.

Hong Kong a fait mieux et a annoncé l'Helicopter Money. Tous les résidents âgés de 18 ans et plus recevront un chèque de 10.000 HK\$, l'équivalent de 1283USD. Les impôts et charges sociales sont réduits de 20 000HK\$. L'impôt sur les sociétés est également réduit et le crédit aux PME garanti. Les allocations familiales sont augmentées.



Nous verrons si nos gouvernements sauront faire face à cette crise unique en son genre par son ampleur et dont ne connaît pas hélas les contours d'une sortie. La lueur d'espoir peut venir de la Chine où le nombre de cas est en recul, mais les avis sont partagés sur cette stabilisation. L'activité reprend dans les entreprises d'Etat dans les secteurs de l'énergie, du transport et des télécoms. Mais elle reste très faible dans les PME. L'indice PMI de février est tombé au plus bas historique, pire que durant la crise financière, et les prévisions font état d'une chute de 4% à 6% de l'économie au premier trimestre.

## L'effondrement des taux longs

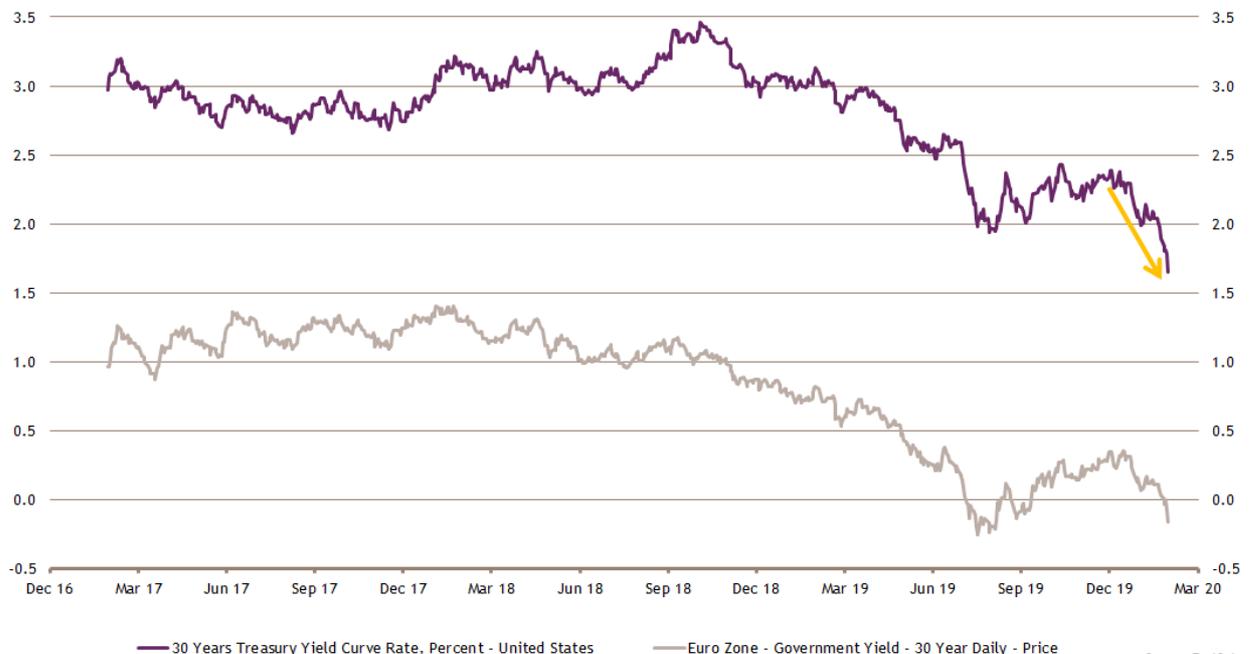
Le marché met beaucoup d'espoir dans la baisse des taux de la Fed pour rééditer la séquence de la crise de l'automne 2018. Les taux à 30 ans, qui sont le benchmark pour valoriser les actifs, sont à un plus bas historique tous temps, atteignant 1.65% aux US et négatifs en zone Euro. La courbe des taux laisse anticiper plusieurs baisses de la Fed, laquelle déclare qu'elle y est prête. 2 à 3 baisses sont probables d'ici Juin, certains prédisant une baisse de 50bps en Mars, voire une baisse surprise hors réunion habituelle. Mais également la Fed pense comme nous que la politique monétaire ne peut pas mettre à l'abri une économie menacée par la peur du Coronavirus. Les usines ne peuvent pas produire des biens si elles n'ont pas leur approvisionnement et les consommateurs terrés dans leur domicile ne sont pas d'humeur à dépenser.

La BCE a une attitude plutôt attentiste et veut déterminer si la crise pourrait avoir des effets à long terme sur l'économie et l'inflation. Ce sera le baptême du feu de Christine Lagarde pour voir comment elle sera créative pour aider à faire face à la crise. Souhaitons-lui que son équipe pense à l'Helicopter Money car les taux négatifs ne semblent plus produire d'effet.

## L'effondrement des taux des emprunts d'État

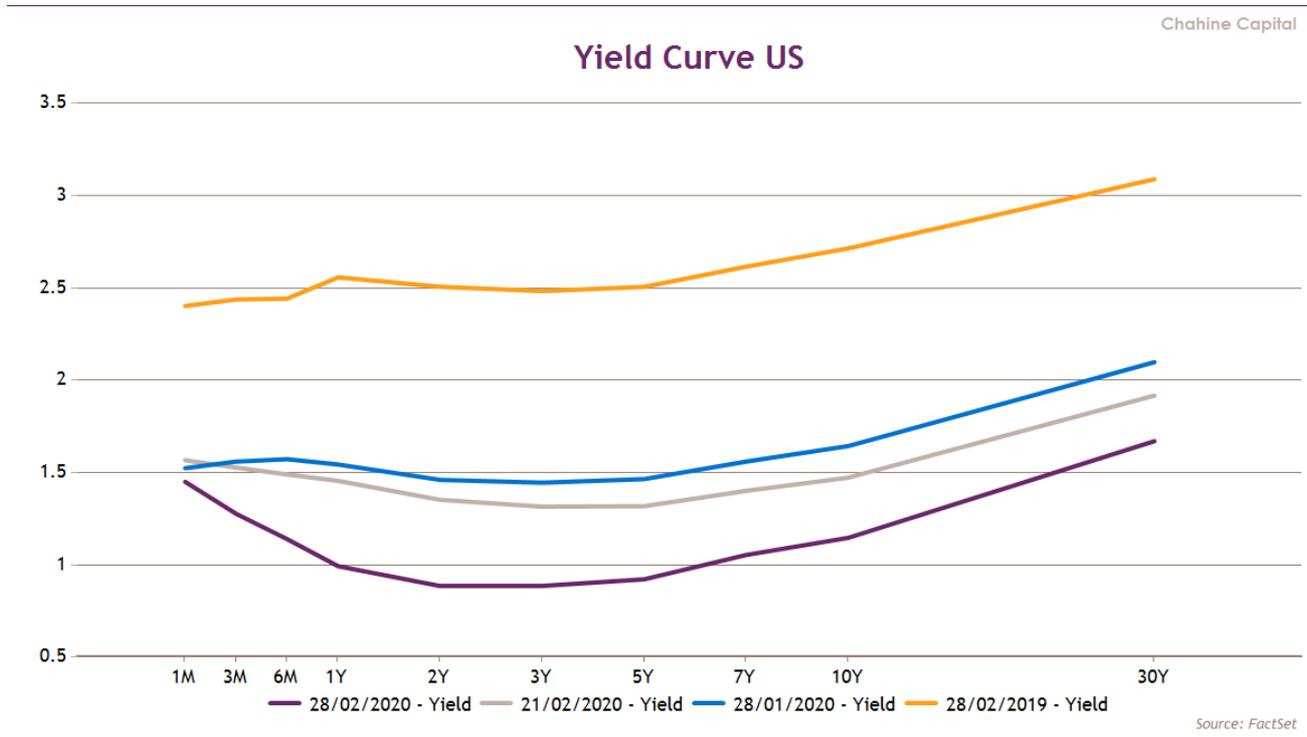
### 30 Years benchmark bonds yield

CHAHINE CAPITAL





## Une courbe des taux laissant anticiper des futures baisses



Le resserrement du spread de taux entre le \$ et l'Euro a entraîné une appréciation de l'Euro qui est passé d'un point bas de 1.08 à 1.1047.

## Le marché dans l'attente d'indicateurs frais

Il est trop tôt pour spéculer sur l'impact de la crise sur la croissance mondiale ou sur tel ou tel pays. Le consensus de prévision ne nous est d'aucune utilité car les économistes sont dans l'expectative et donc ne font pas de pari sur l'impact de la crise. La croissance mondiale en 2020 qui était à 2.66% est passée à 2.57% et 2019 s'effrite à 2.69% (croissance en devises et non en parité de pouvoir d'achat). Le FMI calcule 2.9% contre 3.6% en 2018. Les indicateurs macro-économiques ne montrent pas de changements, car peu de statistiques sont disponibles sur février. Il faudra attendre un indicateur majeur vendredi prochain sur les statistiques de l'emploi américain. Il faut noter que l'inflation mesurée par le CPI bat son plein aux US avec 2.5% sur un an et 2.3% excluant l'énergie et l'alimentation. L'indice PCE favori de la Fed a rebondi à 1.7%. L'inflation en Chine continue de bondir vers des plus hauts à 5% en raison de la hausse de 20% sur l'alimentation, frappée par la fièvre porcine et la rupture des chaînes d'approvisionnement en produits frais.

Le risque est de voir la chaîne d'approvisionnement se rompre entraînant une course pour rechercher des alternatives. En premier lieu, on découvre que la Chine est un très grand fournisseur de composants pour l'industrie pharmaceutique et l'Inde un de ses grands clients. Ces derniers viennent de manquer de Paracétamol et de composants pour les antibiotiques. L'électronique et l'automobile sont très dépendants de pièces fabriquées en Chine et déjà Apple, le Japon et la Corée ont des difficultés. Le problème va se poser également quand l'Italie ou l'Allemagne connaîtront des perturbations pour exporter leurs produits.



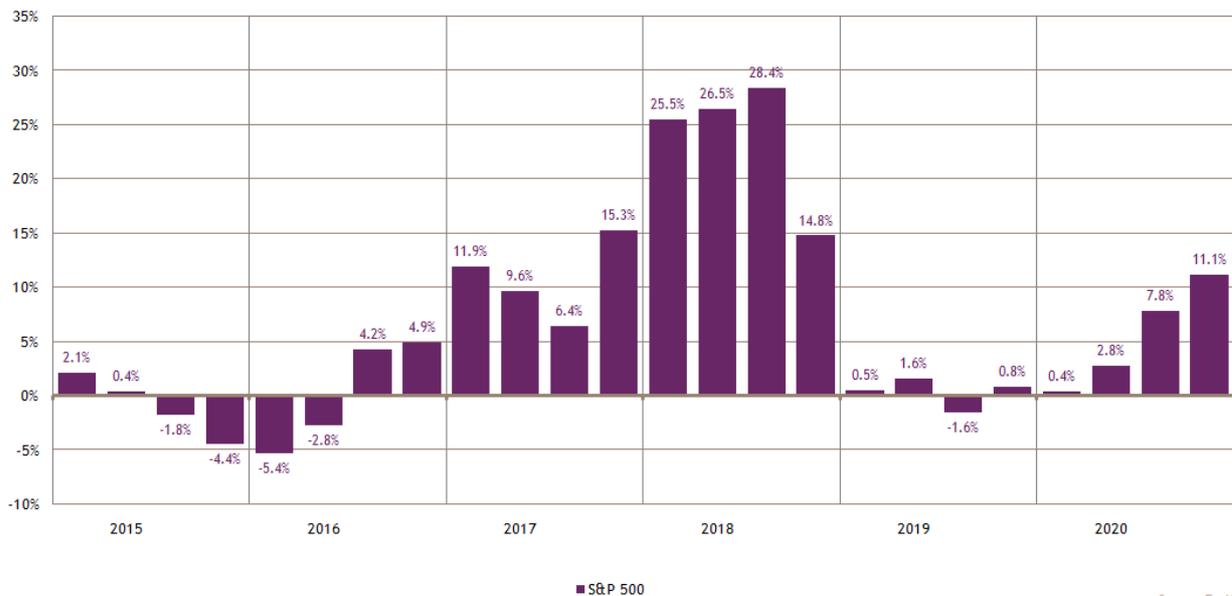
## La perspective d'un rebond des profits 2020 s'éloigne

Plusieurs sociétés ont déjà annoncé que leurs profits du premier trimestre ne seront pas au rendez-vous, mais d'autres risquent de suivre au fur et à mesure. Les profits étaient déjà revus à la baisse avant la crise, ces révisions ne vont faire que s'accroître. Le premier et deuxième trimestre ont été fortement revus à la baisse et les analystes espèrent que les choses reprendront au deuxième semestre. La hausse en 2020 a baissé à 5.6% selon le consensus alors qu'elle était à 8.6% dans notre dernière édition. Nous l'avons revu à 1.5% dans l'hypothèse où la crise actuelle ne ferait pas rentrer l'économie en récession. Nous tablons sur un rebond de 7% en 2021. Eu égard à la chute sévère des cours, les P/E sont redevenus raisonnables à 17x 2020.

### Les perspectives des profits s'éloignent

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE CAPITAL



## La valorisation des marchés dépend des scénarios

Notre modèle de Prime de Risque nous permet de jauger plusieurs scénarios. Tout d'abord, il nous dit que le marché table sur un CAGR 8 ans de 0.5% contre 3.8% le mois dernier, en raison de la chute massive des taux à 30 ans qui sont passés de 2.18% à 1.68%. Une telle croissance signifie que le marché s'attend à une récession sur les profits. Or nos modestes hypothèses de profits entraînent néanmoins un CAGR de 1.9% contre 2.7% le mois dernier. Si on fait l'hypothèse que le PIB progresse d'une moyenne de 1.5% sur 8 ans incluant une période de récession, une inflation réduite à 1.5% donne quand même un CAGR à 3%. Cela signifie que pour le moment le marché voit tout en noir à court terme, ce qui est inévitable et classique. Dans notre scénario de base le cours objectif s'établit à 3241 pour une clôture à 2954 points. Notre objectif du mois dernier était de 3051 points, l'écart se justifie amplement par la baisse saignante des taux malgré la dégradation des profits. Mais ce scénario implique un retour à une certaine normalité après cette



crise d'ici quelques mois sans entrer dans une récession. Une crise de ce type où les gens restent confinés pendant des semaines entraîne un effet ketch up où la joie de vivre rejaillit et où l'on fait des projets fous et des dépenses folles. C'est le sentiment du directeur de Casino Sands de Macao. Mais on ne peut écarter l'hypothèse d'une récession suite à cette crise et nous l'avons modélisée avec une chute des profits de 14.3% cette année et un rebond de 7.6% en 2021. Goldman Sachs parle d'une baisse de 13%. Il est alors probable que le 30 ans ira à 1.5%, voire 1.25%. Le CAGR va tomber à -0.7% et l'objectif de cours serait à 2776 points, voire plus si les taux passent à 1.25%. Mais on sait qu'une récession fait peur et que beaucoup d'évènement irrationnels se produisent dont peuvent profiter les investisseurs avertis. Sachant que les cours anticipent déjà une récession et que le cours actuel peut être justifié par une récession et des taux à 1.25%, nous avons personnellement décidé d'allouer 3% de nos actifs à un renforcement en actions. Cette poche a été divisée en 3 parties : 20% ont été investis au cours du S&P 500 de 2938 points, un ordre d'achat portant sur 40% a été placé au cours de 2850 points et enfin la dernière tranche de 40% avec un ordre à 2750 points. Si une récession n'intervient pas, nous aurons acheté à un très bon prix. Si une récession intervient, il est quasi certain que le marché offrira des opportunités encore plus basses car les corrections vont toujours au-delà du rationnel. Il faudra alors attendre la sortie de récession pour voir qu'on a fait le bon choix.

Nos lecteurs ont suivi cette longue période de sous pondération (35% pour un benchmark à 40% dont on est sorti au cours de 2914 points le 29/9/2018 qui nous semblait à l'époque comme étant un haut de cycle). Notre stratégie ci-dessus reste prudente, puisqu'on engage une poche de 3% additionnels à des niveaux de plus en plus bas. D'autres stratégies sont possibles selon le niveau de confort de chacun mais il faudra se rendre compte que l'on risque de vivre dans un environnement de taux bas pendant encore longtemps. Drôle de période...

## Des possibilités de retour « prudentes » et mesurées sur le marché

### S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	1.25%	1.50%	1.68%	2.00%	2.25%
Mild recession: -14.3% in 2020, 7.6% in 2021 - CAGR -0.7%	2 970	2 776	2 649	2 448	2 308
Implied Scenario CAGR 0.5% over 8 years	3 333	3 118	2 979	2 756	2 601
Base scenario: 1.5% in 2020, 7% in 2021 - CAGR 1.9%	3 635	3 396	3 241	2 992	2 820
Current Index S&P 500	2 954				

L'Europe sera autant impactée par le Coronavirus que le reste du monde, et sa croissance déjà faible risque de souffrir. Le secteur automobile et le luxe souffrent de la situation et il faudra faire preuve d'innovation pour faire face à la crise, car des taux encore plus négatifs n'y suffiront pas. Le filet social est en général très développé par rapport aux Etats Unis et peut amortir la crise. Les sociétés ont terminé 2019 avec des profits étales et nous escomptons des profits quasi stables cette année en l'absence de récession. Les taux très bas rendent les actifs à cash flow sécurisé très attractifs, ce qui est le cas de l'immobilier bien sélectionné ou de sociétés dans les utilities. L'Europe continuera d'être sous l'influence totale du marché américain et il faut rechercher les signaux américains que nous avons énumérés plus haut pour investir en Europe sur des « stars » qu'on trouve en dehors des grands indices.


**MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario**
*CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019*

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.45%	1.00%	1.25%
<b>Depression scenario: -20% in 2020, 2% in 2021 - CAGR -10.2%</b>	<b>108</b>	<b>100</b>	102	88	82
<b>Implied Scenario: CAGR -8.4% over 8 years</b>	131	122	<b>123</b>	107	101
<b>Base scenario: 1% in 2020, 5% in 2021 - CAGR -5.8%</b>	154	143	<b>145</b>	<b>124</b>	<b>117</b>
<b>Current Index MSCI EMU</b>	<b>123</b>				



## Conclusions

Le 25 janvier, nous titrions « Est-ce la fin de la fête ? » et malheureusement le réveil a été très brutal. On a longtemps pensé que l'épidémie du Coronavirus resterait confinée en Chine et que nos systèmes de santé pouvaient surmonter facilement une telle crise. Le marché continuait de battre record sur record et c'est l'Italie qui a été le déclic avec une flambée d'infections suivie de l'alerte de l'organisme de santé américain. La correction a été d'une extrême violence, affichant 13% de baisse du plus haut au moment où nous rédigeons cette lettre en 8 séances de bourse. Les récessions historiques ont été précédées d'une chute d'un minimum de 20%, mais des corrections supérieures à ce chiffre n'ont pas toujours été suivies de récessions, à l'exemple de la crise de l'automne 2018 où les banques centrales ont sauvé la mise par la baisse des taux.

Les grandes victimes de la crise actuelle sont le secteur de l'énergie qui ne pèse plus que 3.5% dans l'indice contre 13.5% avant la crise financière de 2008, le tourisme et les voyages (aviation, croisières, hôtellerie, restauration, casinos), l'habillement. L'automobile, déjà au ralenti avant la crise, est sujette aux ruptures d'approvisionnement mais craint plus sérieusement une récession. Le secteur financier a corrigé plus que la moyenne, car il est exposé aux faillites des secteurs en crise et le spread sur les junk bonds a atteint 10% dans le secteur pétrolier. La propagation de la crise économique pourrait voir des licenciements qui ont déjà commencé comme chez Expedia.

Comme d'habitude face à la crainte d'une récession, les investisseurs se sont portés sur les valeurs refuges des emprunts d'Etats solides, l'or et le Franc Suisse. La crise de l'automne 2018 avait ses origines dans les hausses successives des taux de la Fed et le marché l'a forcé à faire machine arrière. La conséquence a été la flambée des actifs financiers sans aucune création de richesse additionnelle. La crise actuelle n'est pas liée à des taux élevés, mais à un vrai risque sur l'activité économique. Une société en train de mourir faute de clients ne va pas revivre parce que les taux sont à 0%, d'autant plus que personne ne lui prêtera de l'argent. Cette crise ne pourra pas être réglée par des mesures classiques des banques centrales injectant dans le système des liquidités qui ne vont nulle part... Il faudra distribuer l'aide directement à ceux qui en ont besoin pour leur permettre de surmonter la crise. C'est le moment d'envisager l'Helicopter Money ou aides directes aux consommateurs et entreprises. Hong Kong a décidé d'octroyer un chèque 10.000 HK\$ (1283US\$) à tout résident de plus de 18 ans et d'autres aides directes aux citoyens et entreprises.

Le marché met beaucoup d'espoir dans la baisse des taux de la Fed pour rééditer la séquence de la crise de l'automne 2018. Les taux à 30 ans sont à un plus bas historique de 1.65% aux US et négatifs en zone Euro. La courbe des taux laisse anticiper 3 à 4 baisses de taux de la Fed, mais la BCE attend de voir les effets à long terme de la crise... Mais, comme la Fed, nous pensons que la politique monétaire ne peut pas mettre à l'abri une économie menacée par la peur du Coronavirus. On commence à ressentir les effets des ruptures d'approvisionnement dans la pharmacie, la Chine ne pouvant livrer des matières premières à l'Inde qui est un grand exportateur. Apple, le Japon, la Corée subissent des ruptures. La perspective d'un rebond des profits pour 2020 s'éloigne, le consensus refluant rapidement à 5.6%. Notre estimation est à 1.5% s'il n'y a pas de récession et -14% en cas de récession. Le CAGR implicite dans les cours est revenu à 0.5% en raison des taux à 1.68%, et notre modèle est à 1.9%. Le cours d'équilibre est de 3241 pour une clôture à 2954 points. Mais pour des taux qui reviendraient à 2%, le cours serait à 2992 points. Dans le scénario d'une récession, où le taux baisserait à 1.5%, le cours objectif serait à 2776 points et bien au-delà si les taux sont à 1.25%. Ceci nous amène à revenir sur le marché en augmentant de 3% additionnels notre exposition de 35%, aux cours successifs du S&P 500 de 2938 points (exécuté vendredi dernier) pour 1/5ème, de 2850 points pour 2/5ème additionnels et de 2750 points pour le solde. La même stratégie pour l'Europe s'applique quand ces seuils sont atteints pour l'indice américain.

*Jacques Chahine*



# STRATEGY OVERVIEW

## Main ratios for markets and sectors as of 28/2/2020 (in local currency)

Data as of 28/02/20	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	
<b>MSCI The World Index</b>	<b>100.0%</b>	<b>-9.20%</b>	<b>25.30%</b>	<b>14.3 x</b>	<b>15.8 x</b>	<b>10.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>2.66%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-1.5%</b>	
MSCI USA	62.3%	-8.30%	29.20%	15.5 x	17.4 x	11.9%	6.1%	0.3%	2.08%	-0.4%	-1.0%	
MSCI Japan	8.2%	-10.74%	15.70%	11.7 x	12.8 x	9.7%	6.8%	-12.0%	2.84%	-0.8%	-1.4%	
MSCI EMU	13.5%	-9.68%	21.78%	12.0 x	13.2 x	10.2%	6.6%	0.6%	3.80%	-0.3%	-1.1%	
MSCI Europe	24.5%	-9.90%	22.20%	12.4 x	13.5 x	9.1%	4.4%	4.0%	4.03%	-1.1%	-1.7%	
MSCI Europe ex Energy	23.1%	-9.04%	23.83%	12.7 x	13.9 x	8.9%	3.9%	6.0%	3.79%	-1.1%	-1.4%	
MSCI Austria	0.1%	-14.46%	13.38%	8.1 x	8.8 x	8.9%	9.0%	-21.6%	5.01%	-1.5%	-2.2%	
MSCI Belgium	0.5%	-19.01%	19.36%	12.0 x	13.0 x	8.3%	2.0%	10.8%	4.05%	-1.4%	-0.4%	
MSCI Denmark	0.8%	-2.42%	28.95%	19.4 x	22.3 x	15.1%	5.9%	-4.3%	2.05%	-1.4%	-2.5%	
MSCI Finland	0.4%	-4.81%	8.28%	14.7 x	16.4 x	11.2%	1.5%	-0.6%	4.29%	-1.3%	-1.2%	
MSCI France	5.0%	-9.90%	26.10%	12.6 x	13.8 x	9.3%	7.7%	4.4%	3.62%	0.0%	-1.4%	
MSCI Germany	3.4%	-10.44%	20.09%	11.3 x	12.8 x	13.3%	8.5%	-3.3%	3.42%	-0.8%	-1.2%	
MSCI Great-Britain	5.2%	-12.81%	11.30%	11.3 x	12.1 x	7.3%	3.4%	-4.9%	5.22%	-1.2%	-2.0%	
MSCI Ireland	0.1%	-5.30%	25.63%	14.9 x	16.4 x	9.6%	3.4%	-10.4%	2.25%	-1.9%	-2.2%	
MSCI Italy	1.0%	-6.77%	25.49%	9.7 x	10.5 x	8.2%	5.6%	3.5%	5.12%	0.8%	0.1%	
MSCI Netherlands	1.6%	-9.45%	26.85%	14.2 x	16.1 x	13.3%	7.4%	-8.0%	3.09%	0.3%	-0.1%	
MSCI Norway	0.4%	-10.95%	8.26%	11.1 x	12.5 x	13.4%	15.5%	-11.1%	5.68%	-0.4%	-1.8%	
MSCI Spain	1.3%	-8.26%	9.85%	10.8 x	11.3 x	4.6%	1.8%	6.1%	5.22%	-0.7%	-1.5%	
MSCI Sweden	1.0%	-5.52%	24.47%	13.9 x	14.7 x	5.7%	-18.7%	67.8%	3.84%	1.8%	3.0%	
MSCI Switzerland	3.4%	-7.27%	27.22%	15.2 x	16.4 x	8.4%	8.2%	9.8%	3.30%	-0.7%	-0.4%	
MSCI Europe Consumer Discretion	3.1%	-13.05%	30.01%	11.9 x	13.3 x	11.7%	10.0%	-8.4%	3.15%	-1.9%	-3.5%	
MSCI Europe Consumer Staples	3.5%	-8.31%	22.38%	15.7 x	16.8 x	7.3%	4.7%	10.7%	3.39%	-1.8%	-2.0%	
MSCI Europe Energy	1.4%	-21.90%	3.55%	8.5 x	9.5 x	11.4%	10.5%	-14.7%	7.87%	-1.2%	-5.0%	
MSCI Europe Financials	4.1%	-12.05%	17.49%	8.8 x	9.3 x	5.9%	-1.9%	14.5%	5.85%	-0.7%	-0.7%	
MSCI Europe Health Care	3.3%	-5.06%	28.40%	14.8 x	16.4 x	10.8%	5.8%	9.6%	2.97%	-1.0%	-0.8%	
MSCI Europe Industrials	3.3%	-9.97%	32.02%	14.4 x	15.9 x	10.6%	5.5%	7.8%	2.97%	-1.1%	-1.1%	
MSCI Europe Information Technol	1.5%	-5.43%	36.00%	17.8 x	20.7 x	16.6%	15.8%	5.4%	1.47%	-0.4%	-0.7%	
MSCI Europe Materials	1.6%	-14.44%	21.39%	12.6 x	13.8 x	9.3%	9.7%	-11.8%	4.22%	-1.8%	-2.2%	
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-7.95%	18.93%	15.2 x	15.5 x	2.0%	-3.3%	-23.4%	4.85%	-2.4%	-0.6%	
MSCI Europe Communication Serv	1.2%	-9.67%	0.60%	12.0 x	13.5 x	12.2%	2.6%	0.3%	4.89%	0.1%	-1.8%	
MSCI Europe Utilities	1.4%	4.83%	24.29%	15.3 x	16.1 x	5.7%	3.5%	23.2%	4.63%	-0.5%	-0.7%	

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 28/02/2020



### 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](mailto:info@chahinecapital.com).