

STRATEGY OVERVIEW

Est-ce la fin de la fête?

Conclusions

Après avoir sablé le champagne en cette fin d'année 2019, la fête s'est poursuivie en 2020 pour célébrer l'accord signé avec la Chine dit Phase 1 avec une volatilité tellement basse qu'elle laissait craindre une immunité à toutes les épreuves. L'épisode du Coronavirus est venu rappeler qu'il y a des événements qu'on ne peut pas anticiper, faisant craindre un ralentissement chinois en pleine célébration du nouvel an. La volatilité s'est tout de suite tendue de 12 à 18% au moment où nous clôturons cette lettre. Après une hausse historique de 31.6% et un plus haut de +3% cette année, l'indice est revenu à son niveau de fin d'année.

L'accord phase 1 avec la Chine est très favorable aux États-Unis, mais sera-t-il respecté ? Il contraint au respect de la propriété intellectuelle, met fin au transfert forcé de technologie, enlève les barrières administratives aux exportations agricoles, ouvre les marchés financiers, engage à ne plus manipuler les cours des devises et contraint la Chine à importer \$200Mds de marchandises sur 2 ans dont \$32Mds de produits agricoles. Très beau sur le papier, mais en cas de non-respect pas de procédure neutre d'arbitrage et chaque partie pourra quitter l'accord à ses risques et péril. C'est la raison pour laquelle Trump a fait à peine un geste pour éliminer les récents droits de douane.

On va célébrer la fin du Brexit cette semaine, mais ce n'est qu'un commencement de négociations qui promettent d'être ardues. Les anglais voudraient la libre circulation des marchandises, mais se libérer de toutes les règles qui les entourent et nouer des accords avec les frères anglophones essentiellement. Les zones de pêche libres sont un sujet très épineux et le temps imparti à fin 2020 est ridicule. La Grande-Bretagne voit son attractivité diminuer de jour en jour comme plateforme d'investissement pour couvrir le continent. Le reflux des sociétés financières vers le continent est acté, mais certaines industries suivent également. Les risques géopolitiques en 2020 restent l'Iran et le Moyen-Orient avec un risque sérieux de rupture d'approvisionnement en pétrole. La menace des fusées Nord Coréennes continuera de se faire sentir.

L'Amérique continue d'envoyer quelques bonnes nouvelles macroéconomiques sur fond de mollesse de l'économie mondiale. Le secteur de la construction bat tous les records depuis la baisse des taux, la confiance des consommateurs reste au plus haut, le marché de l'emploi est vibrant, l'indice ISM des services s'est repris... Mais l'indice Leading Indicators est en repli indiquant un ralentissement futur de l'économie, confirmé par des prévisions de hausse réduites à 1.8% de l'économie en 2020. L'inflation ne donne aucun signe de reprise et la Fed affiche une position d'attente et pourrait être amenée à baisser les taux suite à la crise du Coronavirus qui a inversé la courbe des taux jusqu'à 3 ans et ramené le 30 ans à 2.12% ! La BCE n'a plus d'armes pour baisser les taux et l'usage de l'hélicoptère money pourrait apparaître en 2020. L'inflation a pointé du nez en Chine et en Inde suite aux tensions sur les produits alimentaires, qui progressent plus que l'inflation depuis ces 15 dernières années, faisant craindre une crise au niveau mondial. La croissance mondiale en 2020 continue de s'effriter à 2.62%, avec pas mal de révisions provenant de l'Asie. Notons que la France devrait avoir une croissance de 1.15% cette année, au-dessus de la moyenne européenne.

Les profits du S&P 500 seront étales en 2019 avec une hausse que nous anticipons à 8% en 2020, qui peut s'éroder si la crise actuelle impacte la croissance mondiale. Notre modèle de valorisation a revu à la hausse l'objectif du S&P 500 de 2897 à 3051 points et 3200 points avec les taux longs actuels. Le multiple reste élevé à 18.7x 2020. L'objectif de cours du MSCI EMU est à 142 points auxquels s'ajoute un dividende très généreux de 3.5% pour un cours de clôture de 133 points. Nous maintenons notre position de sous-pondération par rapport au benchmark (35% contre 40%). Nous ne cédon pas à la panique ambiante car il s'agit d'une allocation stable dans la durée. Nous avons constamment conseillé de maintenir les liquidités en \$ au lieu des taux négatifs en Euros, une stratégie qui a été payante sur la durée y inclus via la baisse des taux et l'appréciation du \$.

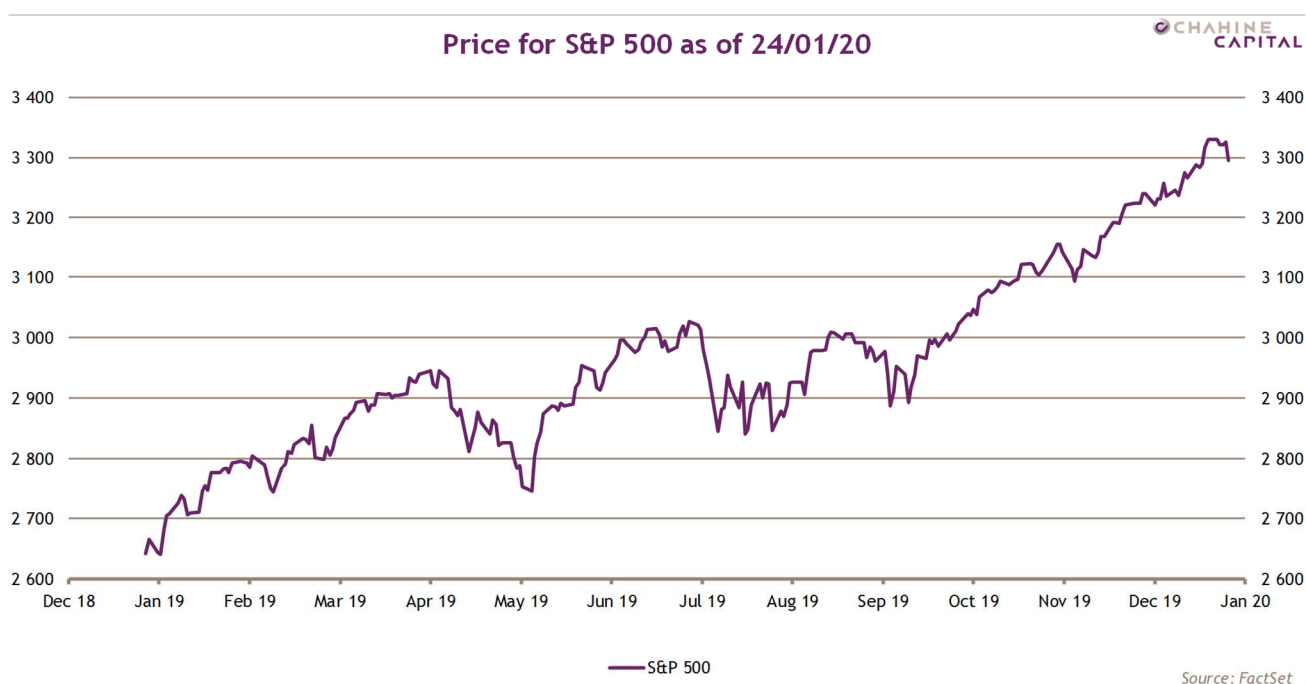
Jacques Chahine



Est-ce que la fête est finie ?

Après avoir sablé le champagne en cette fin d'année 2019, la fête s'est poursuivie en 2020 pour célébrer l'accord enfin signé avec la Chine dit Phase 1 avec une volatilité tellement basse qu'elle laissait craindre une immunité à toutes les épreuves. L'épisode du Coronavirus est venu rappeler qu'il y a des événements qu'on ne peut pas anticiper, faisant craindre un ralentissement chinois en pleine célébration du nouvel an. La volatilité s'est tout de suite tendue de 12 à 15% (18% au moment où nous clôturons la lettre). La mise en quarantaine de plusieurs villes et l'arrêt des voyages massifs pour le nouvel an a tout de suite pesé sur le secteur pétrolier avec une chute du baril de 10\$. Les médias, en manque de nouvelles sensationnelles, se sont emparés de l'événement en boucle, inquiétant les foules plutôt que les rassurant. L'avenir dira si cette pandémie laissera des traces profondes ou sera rapidement maîtrisée.

Une ascension vertigineuse de l'indice



Après une hausse historique de 31.6% (dividende brut réinvesti), l'indice MSCI USA affiche une hausse de 2.3% sur 2019 après le recul de 0.9% vendredi dernier. L'indice MSCI Monde progresse de 2.1% en monnaie locale après une hausse de 28.1% en 2019 et toutes les zones sont en progression.

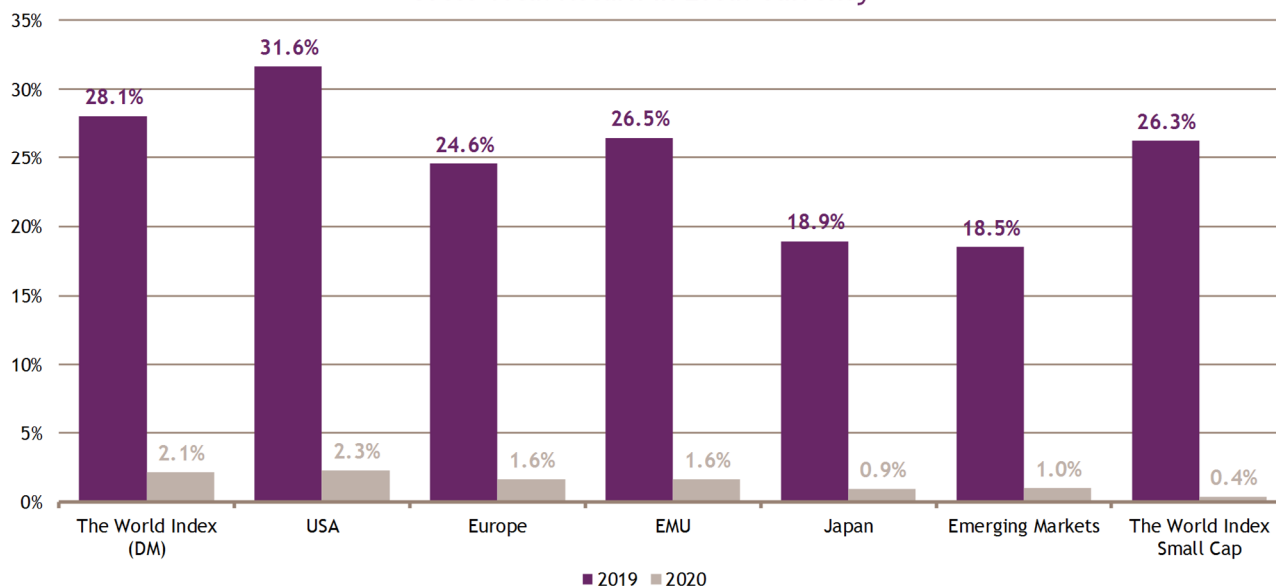
Par secteur, l'ascension du secteur IT se poursuit. Après une hausse de 48% en 2019, la hausse cette année est déjà à 6.3% battant tous les autres secteurs. À l'inverse, le secteur de l'énergie poursuit ses déboires, étant le seul à baisser cette année avec les matières premières. Il ne représente plus que 3.9% de l'indice S&P 500. Le secteur important de la santé continue de sous performer l'indice en raison des menaces sérieuses sur les prix insensés atteints par les médicaments aux États-Unis. Démocrates et Républicains sont déterminés à maîtriser les dépenses de santé, mais leurs prédécesseurs ont tous échoué sous le poids d'un lobby tentaculaire. Après une très bonne année 2019 où les financières ont été les seules à avoir une bonne croissance des profits à 8%, l'année 2020 est prévue plus modeste avec un cadrage à 3.5% seulement.



L'année a bien démarré partout

MSCI Performance by Region
Gross Total Return in Local Currency

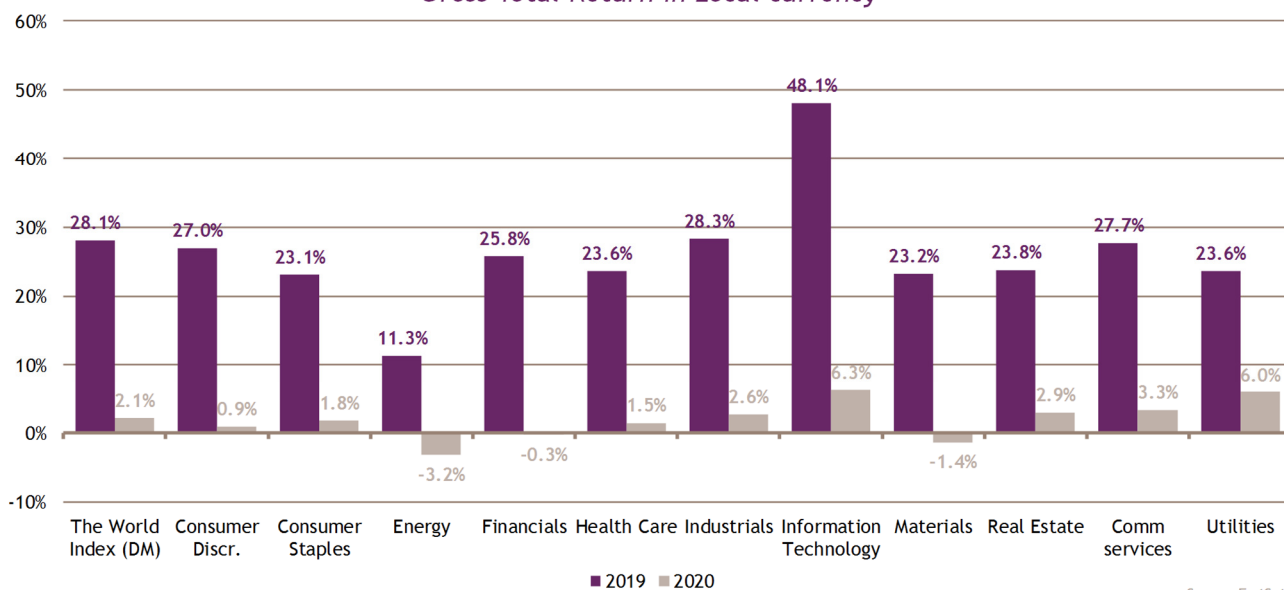
CHAHINE
CAPITAL



Le secteur énergie à la traîne et l'informatique bat des records

MSCI Performance by Sector
Gross Total Return in Local currency

CHAHINE
CAPITAL





Accord très favorable avec la Chine. Sera-t-il respecté ?

Les marchés ont été satisfaits de voir enfin un accord signé avec la Chine qui enlève un pan d'incertitude et qui a donc été salué à nouveau, sachant que le marché était quasi certain de sa signature l'année dernière.

L'accord avec la Chine reste encore opaque pour la majorité de nos lecteurs. Nous avons tenu à le résumer sans en altérer l'esprit. Les grands chapitres sont :

1) **La propriété intellectuelle.** Le texte est très contraignant pour faire respecter l'IP et affirme que la Chine a atteint un stade de maturité où elle-même a besoin de protection pour bâtir une économie à forte valeur ajoutée. En cas de plainte motivée par un détenteur de brevet, la charge de l'innocence incombe maintenant à l'accusé si le plaignant a des preuves solides. La Chine devra imposer des mesures d'urgence pour arrêter l'usage frauduleux de l'IP. Le plaignant n'a plus l'obligation de chiffrer le préjudice en préambule d'un procès. Les données confidentielles et les secrets des affaires confiées aux autorités ne seront pas divulgués. La protection des médicaments est largement couverte avec un brevet d'au moins 14 ans et une approbation qui ne traîne pas en longueur. La piraterie et les contrefaçons sur le E-Commerce sont combattus avec obligation pour les géants Alibaba et Amazon d'en être légalement responsables et sujets à des poursuites. Les indications géographiques, type Jambon de Parme doivent être protégées. La fabrication et l'export de produits piratés et contrefaçons incluant les médicaments et des produits qui touchent à la santé feront l'objet de poursuites. Les contrefaçons saisies devront être détruites. Les poursuites devant les tribunaux seront rapides avec l'arrêt de l'exigence de paperasserie interminable et les pénalités devront être fixées au maximum permis par la loi.

2) **Le transfert de technologie ne sera plus forcé.** Chaque entreprise pourra s'établir dans le pays des deux parties de façon libre sans aucune pression et le transfert de technologie sera fait dans les conditions de marché. Le gouvernement ne pourra pas soutenir une entreprise pour acquérir une technologie pour son plan. Aucune partie n'exigera une autorisation administrative ou une licence d'établissement qui obligerait à transférer une technologie, l'obtention d'une autorisation devant être transparente. On ne pourra pas forcer une entreprise à dévoiler des secrets d'affaires pour obtenir une licence et les informations reçues devront rester confidentielles.

3) **Échanges agricoles.** Ils occupent quasi les ¾ de l'accord, passant en détail tous les produits sujets à commerce et les normes acceptables pour chaque produit. Cela va des produits laitiers, aliments pour bébés, la volaille, le bœuf, le porc, la pêche et à l'inverse l'Amérique est ouverte pour importer des Bonsaï, des poires et des jujubes...

4) **Ouverture aux services financiers.** La solvabilité d'une institution financière ne sera plus jugée uniquement sur ses actifs en Chine mais au niveau de sa maison mère. Les US promettent d'accélérer l'examen de l'établissement de Citic. Les sociétés de Credit Rating ont maintenant un boulevard ouvert devant elles, de même pour Visa, Mastercard et Amex. Les sociétés de gestion auront plus le champ libre et notamment les vautours qui rachètent des créances douteuses. Les assureurs obtiennent la liberté d'établissement.

5) **Engagement réciproque de ne pas manipuler le cours de la devise** pour obtenir un avantage compétitif.

6) **Engagement d'importer 200Mds\$.** L'accord prévoit que sur 2020 et 2021 la Chine importera 200Mds de plus de biens et services par rapport à l'année de base 2017. 12.5Mds\$ de produits agricoles en plus en 2020 et 19.7Mds en 2021. Les produits manufacturés figurent pour 77Mds et l'énergie pour 52Mds. L'accord prévoit que les achats se feront au prix de marché. La Chine pourra se justifier en évoquant les difficultés rencontrées pour acquérir ces biens supplémentaires.



Cet accord sur le papier va au-delà de ce que l'on attendait, notamment en matière de propriété intellectuelle et de transfert forcé de technologie. Il souffre néanmoins d'un grand défaut, à savoir comment s'assurer de sa bonne exécution. Les procédures arbitrales sont plus que minces : on les traite de sous-comité en comité jusqu'à un niveau des vice-présidents et si l'on ne s'entend pas, la seule possibilité est de sortir de tout ou partie de l'accord. Il ne faut donc pas s'étonner si Trump a maintenu les droits de douane sur 250Mds\$ de marchandise à 25%, le seul geste étant de réduire de 15 à 7.5% les droits sur 120Mds de produits de consommation. Beaucoup de commentateurs ont critiqué cet accord. Nous le trouvons personnellement plus qu'honorable, et son grand défaut est qu'il est trop beau pour être respecté par les Chinois. Il faut comparer cet accord avec le modeste accord de l'UE sur l'IGP (Indication Géographique Protégée) pour protéger 100 produits comme le Jambon de Parme ou le Champagne. Il a fallu 8 ans et 22 rounds de négociations pour le signer l'année dernière pour application... fin 2020.

Les sujets à aborder en phase 2 sont plus complexes, car il est question des subventions accordées aux compagnies qui permettent d'éliminer des concurrents. On voit mal comment un système planifié où la croissance se décrète par le Comité Central pourrait renoncer à ce levier. L'autre sujet est le « commerce digital » où la Chine oblige à garder les données localement (on ne la blâme pas !). Le grand Google par exemple n'est pas présent en Chine et la concurrence est totalement faussée.

Quelle sortie pour le Brexit ?

L'autre bonne nouvelle du moment est le Brexit qui va enfin entrer en vigueur en cette fin de mois de janvier. Mais la fin du Brexit n'est qu'un commencement de négociations ardues pour définir les futurs accords commerciaux entre les deux parties. Les sujets brûlants sont la pêche, les services financiers et l'indépendance des règles de l'Union Européenne. Aujourd'hui, les Européens et notamment la France ont un libre accès pour pêcher dans les eaux territoriales anglaises et surtout écossaises fort poissonneuses. Le Brexit a promis de garder le poisson aux anglais et même si l'importance économique du sujet est faible, son importance politique est énorme. Le fait que Boris Johnson veuille s'affranchir des règles européennes pour nouer des accords externes, notamment avec les bonnes vieilles colonies anglophones, va entrer en collision avec le désir de voir les marchandises circuler librement. Le délai imparti pour les négociations jusqu'à fin 2020 risque de réduire un accord au strict minimum, quand on sait que l'accord négocié avec le Canada a pris des années. Le Chancelier de l'Échiquier Javid affirme péremptoirement qu'il n'y aura pas d'alignement, qu'il ne restera pas dans l'Union douanière, qu'il n'acceptera aucune règle... Johnson voudrait un accord type Canadien avec une extension aux services, aux données digitales et autres. Bruxelles voudrait que la Grande-Bretagne respecte les règles sociales et environnementales, la concurrence fiscale et les aides d'État. Même si un accord est trouvé sur la libre circulation des marchandises, des barrières non-douanières vont surgir en raison du non-respect des réglementations. La Grande-Bretagne voit son attractivité diminuer de jour en jour comme plateforme d'investissement pour couvrir le continent. On voit aujourd'hui le reflux des sociétés vers le continent, les financières évidemment mais aussi des industries qui n'ont plus le marché européen à leur portée. AstraZeneca en est un exemple en France. L'indépendance de l'Écosse risque également de revenir sur la scène. Il faut néanmoins reconnaître que les anglais ont toujours su rebondir et Londres restera la capitale financière par excellence.

Les risques géopolitiques en 2020

Les autres sujets géopolitiques brûlants en 2020 sont les tensions avec l'Iran, l'Irak et le Moyen-Orient en général. L'impact essentiel est la libre circulation du pétrole. Un vrai conflit avec l'Iran va inévitablement perturber l'approvisionnement pétrolier. Si l'Iran n'a pas la capacité militaire de faire face aux US et



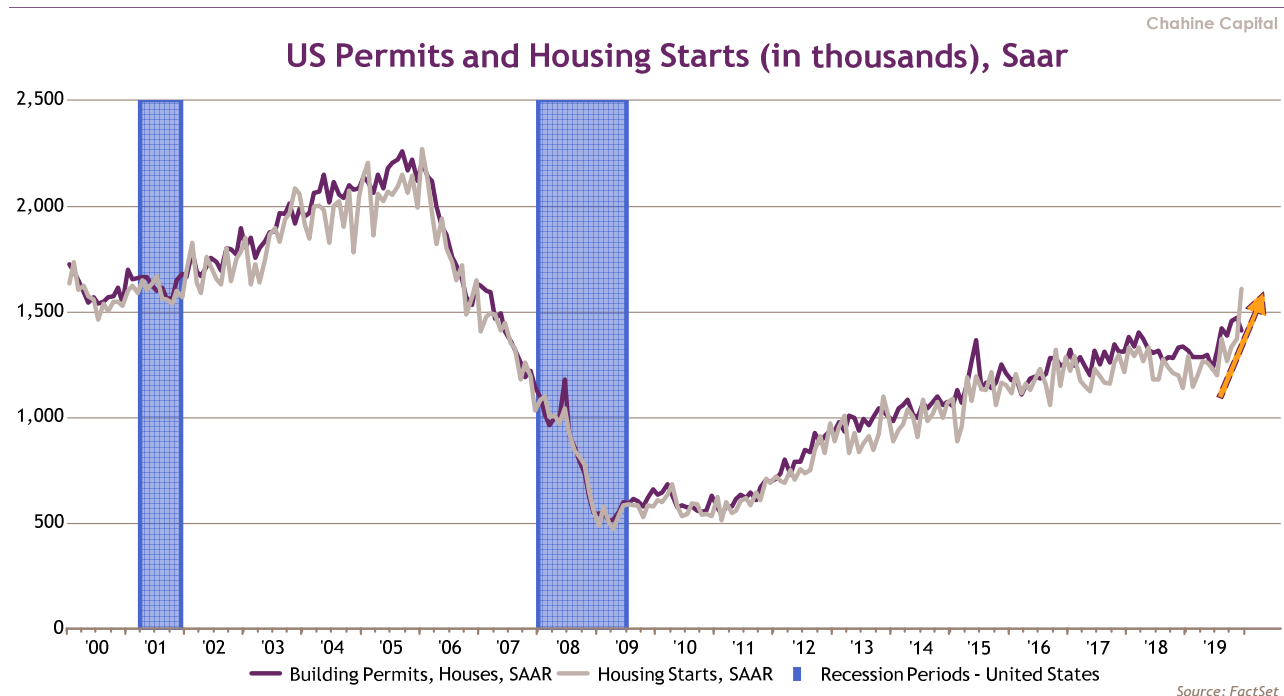
à Israël, il a tout à fait la capacité de nuisance sur l'approvisionnement en pétrole. Il peut aisément condamner le détroit de Hormuz et ses missiles peuvent atteindre les champs pétroliers du Golfe, comme on l'a déjà observé. La reprise de l'enrichissement de l'uranium ne pourra pas se poursuivre sans conséquences, et ce sont les Européens qui sont en première ligne pour la rupture d'approvisionnement pétrolier, l'Amérique ayant largement son indépendance énergétique. Un brin d'espoir existe avec la révélation du plan de paix américain entre Israël et la Palestine. Beaucoup de pays arabes sont fatigués de ce conflit interminable et les pays du Golfe voient un allié en Israël contre leur ennemi commun l'Iran.

La Corée du Nord ne va pas manquer de se faire rappeler aux bons souvenirs de Donald Trump en envoyant quelques fusées de plus en plus menaçantes auxquelles on n'a toujours pas de réponse.

Quelques bonnes nouvelles macros sur fond de mollesse

Sur le plan macroéconomique, il faut noter quelques bonnes nouvelles dans l'économie américaine. La baisse significative des taux longs a eu pour effet de relancer le secteur important de la construction avec l'envolée du nombre de permis de construire qui retrouvent des niveaux d'avant la crise, sans toucher néanmoins le niveau de la bulle. La vente de maisons neuves est au plus haut et le stock de maisons anciennes à vendre est au plus bas. L'indice Case Schiller du prix de l'immobilier s'est assagi avec une hausse limitée à moins de 2% par an.

Accélération dans la construction suite à la baisse des taux

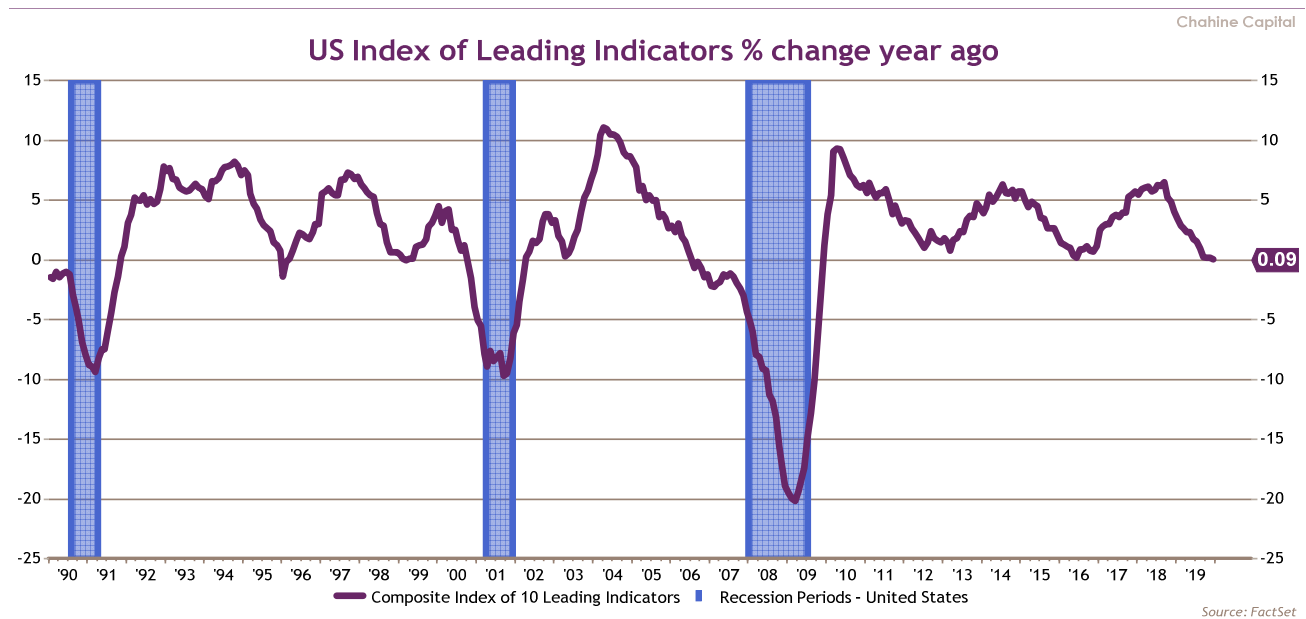


Après une période d'inquiétude sur les indices de directeurs d'achat ISM et PMI, on constate une reprise depuis deux mois dans le secteur des services, alors que le secteur manufacturier continue de s'enfoncer. Il faut noter que le secteur manufacturier ne représente que 19% du PIB et rien que l'arrêt de Boeing doit expliquer une partie de cet effondrement. La confiance des consommateurs se maintient à un plus haut. Par contre, l'indice des indicateurs avancés de l'institut privé Conference Board ne laisse pas anticiper un

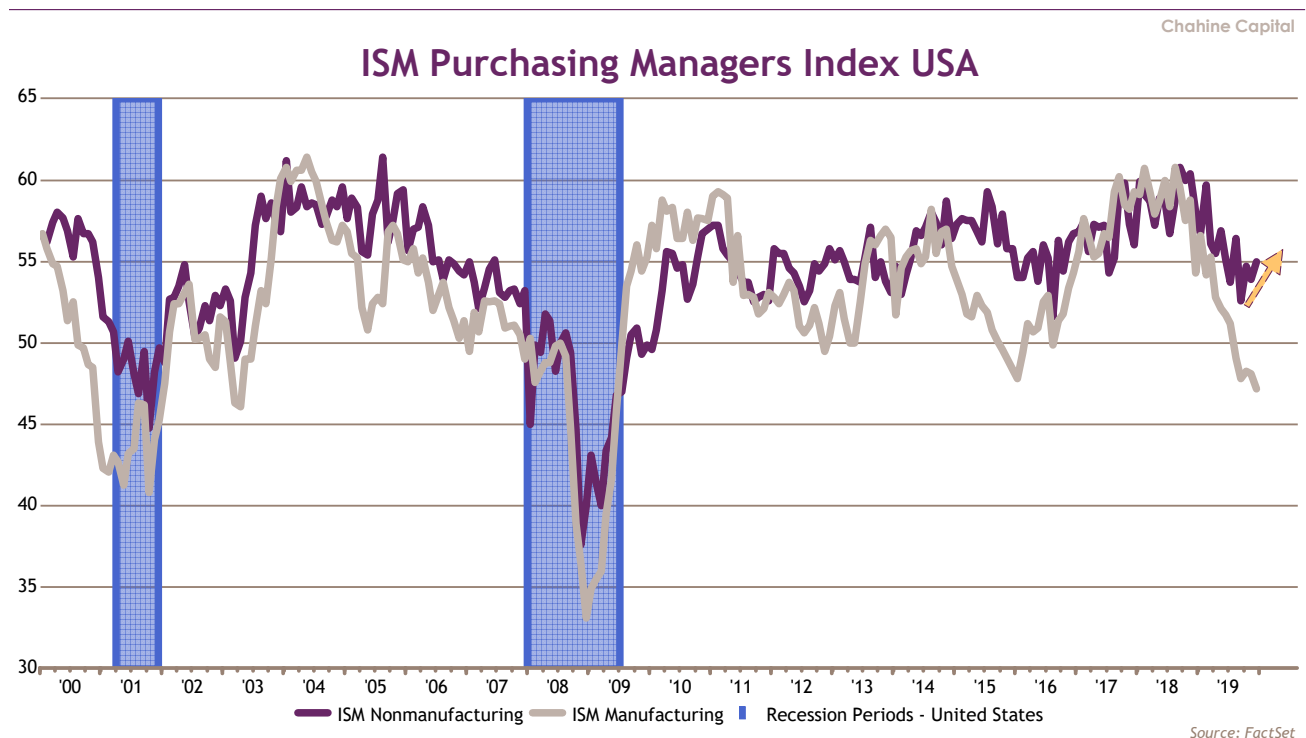


quelconque rebond de l'économie, mais plutôt un ralentissement. Cela est confirmé par les prévisions de croissance du PIB qui va passer de 2.3% en 2019 à 1.8% en 2020. La croissance au 4^{ème} trimestre 2019 est attendue à 1.8% et celle de T1 2020 à 1.7%. Certains économistes estiment que Boeing pourrait impacter de 0.5% le PIB du 1^{er} trimestre en raison de l'accumulation des inventaires passés. Le marché de l'emploi reste vibrant, mais ce sont toujours des petits boulots dans les services à faible valeur ajoutée comme la restauration ou l'hôtellerie. Les salaires horaires progressent certes à 3% par an, mais une fois l'inflation déduite il reste moins de 1%.

L'indice anticipe une décélération de l'économie



Un rebond salubre dans le secteur des services



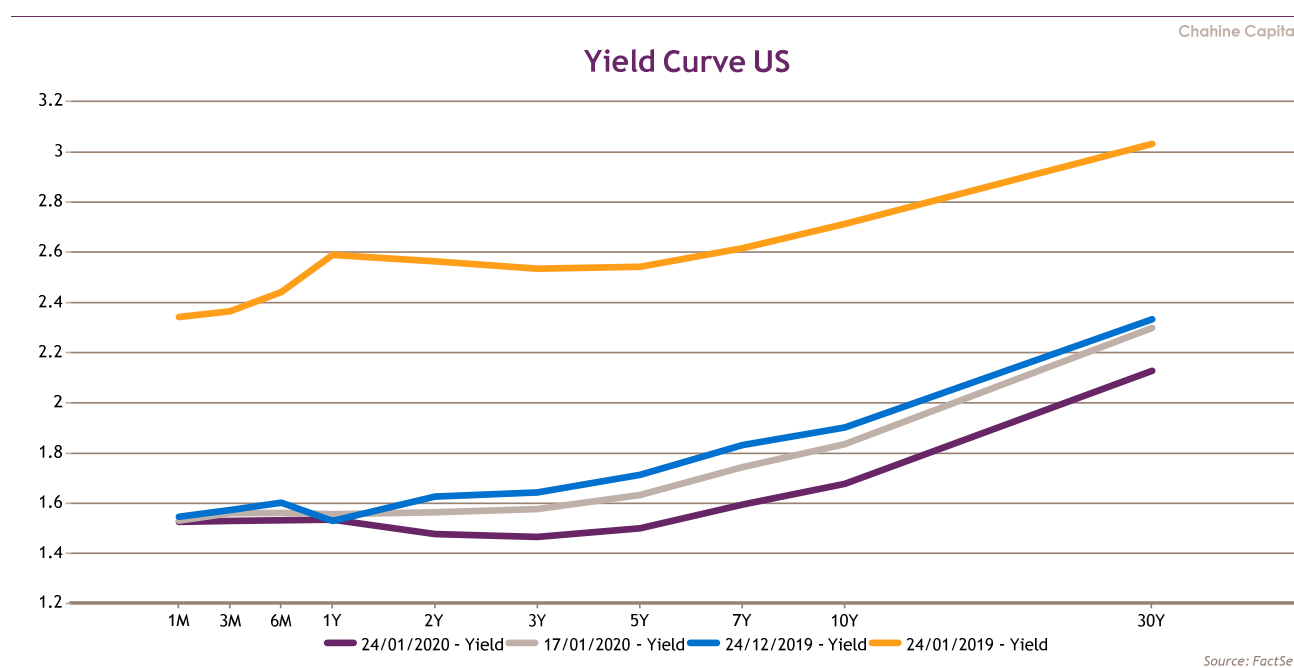


L'inflation reste sous contrôle et peu d'intervenants pensent qu'elle puisse surgir en 2020. La Fed reste collée à son indice PCE qui se maintient en dessous des 2%, mais le CPI est constamment au-dessus à 2.2%, et les services progressent au rythme de 3%. Si l'économie ralentit quelque peu en 2020, la pression inflationniste restera contenue. Par contre ceci n'est pas le cas en Chine où l'inflation a surgi à 4.5% sous l'impact d'une hausse de 15% de l'alimentation en raison de la fièvre porcine. C'est le cas également en Inde à plus de 7% en raison de la hausse des produits alimentaires. Vu la taille des deux nations les plus peuplées du monde, si elles devaient importer des produits alimentaires pour combler leur déficit on pourrait voir une hausse des produits de base sur les marchés mondiaux comme cela arrive de temps en temps. Sur une période de 10 an mobile, l'alimentation a suivi les cours de l'indice des prix. Mais depuis 2007, l'inflation sur les produits agricoles dépasse en moyenne de 2.7% l'indice des prix selon la FAO, signe que la croissance démographique et les dérèglements climatiques impactent les prix et une crise alimentaire n'est pas à exclure.

La baisse des taux a repris de plus belle

Il a suffi d'une panique sur le Coronavirus pour que les marchés se mettent à tanguer et que les investisseurs se tournent dans le refuge des emprunts d'Etat. En 1 semaine, la courbe des taux s'est inversée jusqu'à 3 ans et l'ensemble des taux ont reculé. Le 30 ans est descendu à 2.12% ! ce qui implique qu'on va rester longtemps dans cet environnement de taux très bas. Le marché craint un impact sérieux du Coronavirus sur l'économie Chinoise qui viendrait se rajouter à la croissance molle observée partout. La courbe des taux allemande s'est également incurvée jusqu'à 3 ans, mais ce sont les taux négatifs qui l'ont été moins. Le 30 ans allemand a baissé à 0.18% ! contre 0.28% il y a une semaine. Le \$ s'est quelque peu renforcé comme valeur refuge et se traite à 1.1022\$ pour 1€. La Fed a pour le moment peu de raisons d'intervenir, mais si un ralentissement notoire devait venir d'Asie, elle ne devrait pas hésiter à baisser ses taux. Quant à la BCE, sa marge de manœuvre est étroite pour descendre encore dans le rouge ! La prochaine initiative pourrait bien être l'helicopteur money c'est-à-dire une incitation fiscale généralisée pour relancer la machine européenne endormie.

Courbe des taux inversée jusqu'à 3 ans





Pas de rebond de la croissance en 2020

Les prévisions de croissance mondiale pour 2020 continuent de s'effriter à 2.62% contre 2.66% il y a un mois, sous l'impact de révisions en Asie : Australie, Hong Kong, Inde, Corée. Cette croissance est en devises (et non en pouvoir d'achat comme le FMI qui rajoute 0.2%). Les États-Unis se maintiennent à 1.8% alors que l'Eurozone recule légèrement à 1%. L'Allemagne recule à 0.7% alors que la France avance de 1.1% à 1.15%. La France réussit à réaliser des réformes dans un environnement très complexe de résistance au changement. La réforme majeure du marché du travail, la fin de l'ISF et une taxation moins démagogique du capital, la réforme de la SNCF, la loi Pacte pour encourager et simplifier les tâches des entreprises, et en cours la réforme des retraites qui réussirait d'un trait à éliminer les régimes spéciaux qu'aucun autre gouvernement n'avait osé depuis l'échec de Juppé en 1995 ! Le résultat de ces réformes commence à se voir dans les créations d'emploi, un retour des investisseurs et une croissance économique au-dessus de la moyenne européenne.

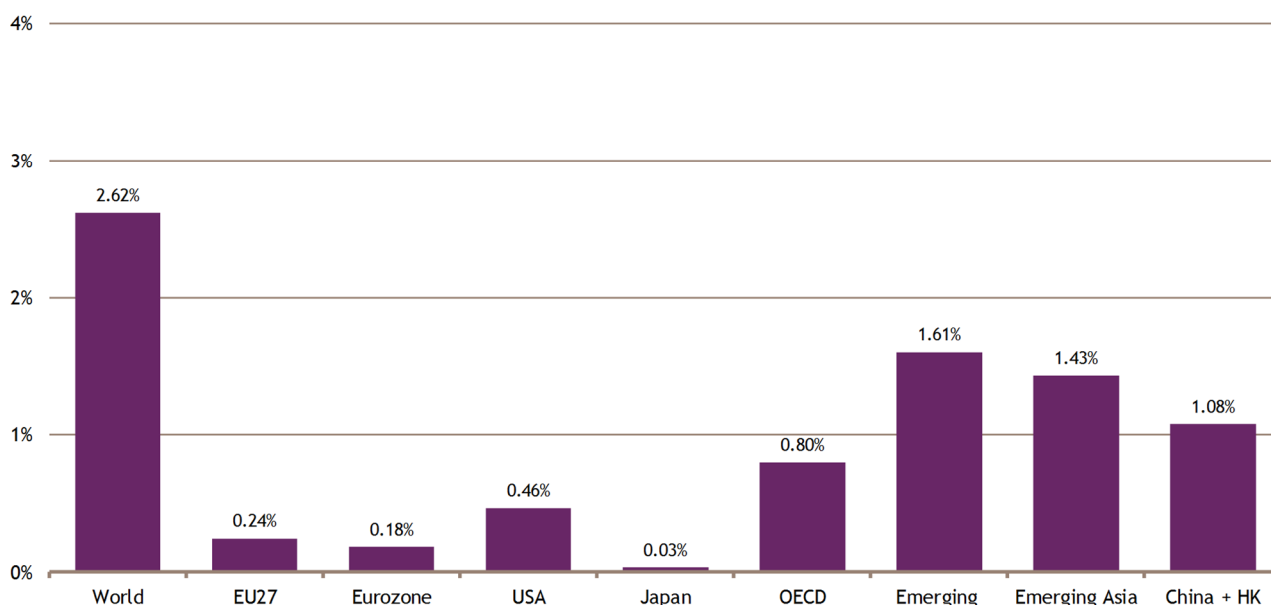
La croissance mondiale 2019, pas encore connue, s'effrite également de 2.72% à 2.68% sous l'impact de la Chine qui a baissé sa croissance de 0.1% au final, l'Inde, Hong Kong, le Japon... L'Eurozone est attendue à 1.2% contre 1.1% avec des révisions en hausse dans les petits pays comme la Finlande ou la Grèce. Les pays émergents, notamment en Asie, restent le moteur de la croissance, ce qui fait craindre aux investisseurs le moindre ralentissement ressenti, notamment en Chine.

On observe la poursuite d'une croissance molle qui était anticipée après la crise financière et on ne voit pas ce qui pourrait ramener la croissance mondiale à un rythme de 3% que même les États-Unis ont renoncé à chercher.

L'Asie continue d'être la locomotive de la croissance

Contribution to 2020 World GDP Growth by Geographic zones

CHAHINE
CAPITAL



Chahine Capital methodology



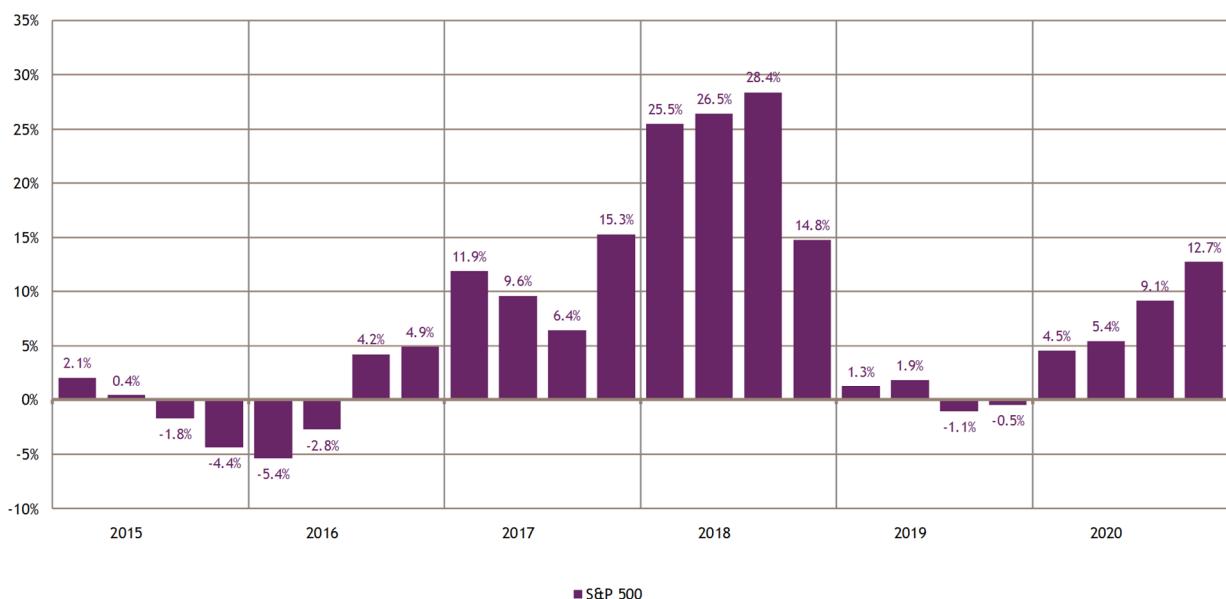
Stabilité des profits en 2019, consensus à 8.6% en 2020

La saison de parutions bat son plein, mais on n'attend pas de grandes surprises. Certes, les banques qui ont publié ont eu des bons résultats, mais Wells Fargo a annoncé 2Mds \$ de moins qu'attendu fin décembre. Les compagnies qui ont publié ont en moyenne dépassé le consensus fin décembre de 3.1%, mais le pipeline contient des parutions fortement revues à la baisse en Janvier, dans l'énergie notamment avec Exxon qui a coupé 1.5Mds\$, Philips 0.4Mds et Boeing qui n'en finit pas de couper. Dans les parutions il y a de beaux résultats comme Intel, mais la grosse majorité des surprises positives sont sur les banques. Le bilan du trimestre reste négatif à -0.5%. On verra si les poids lourds de l'informatique pourront redresser la barre comme leur cours le laisse anticiper. Le bilan de 2019 est une quasi stabilité des profits. Les prévisions 2020 font état d'une hausse de 8.6%, mais concentrée sur les deux derniers trimestres. Nous retenons depuis longtemps le chiffre de 8%. La cadence des révisions à la baisse s'est quelque peu ralentie et cela change de 2019 où toute la hausse du marché s'est concentrée sur le P/E.

Une croissance honorable pour 2020 si elle se confirme

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE CAPITAL



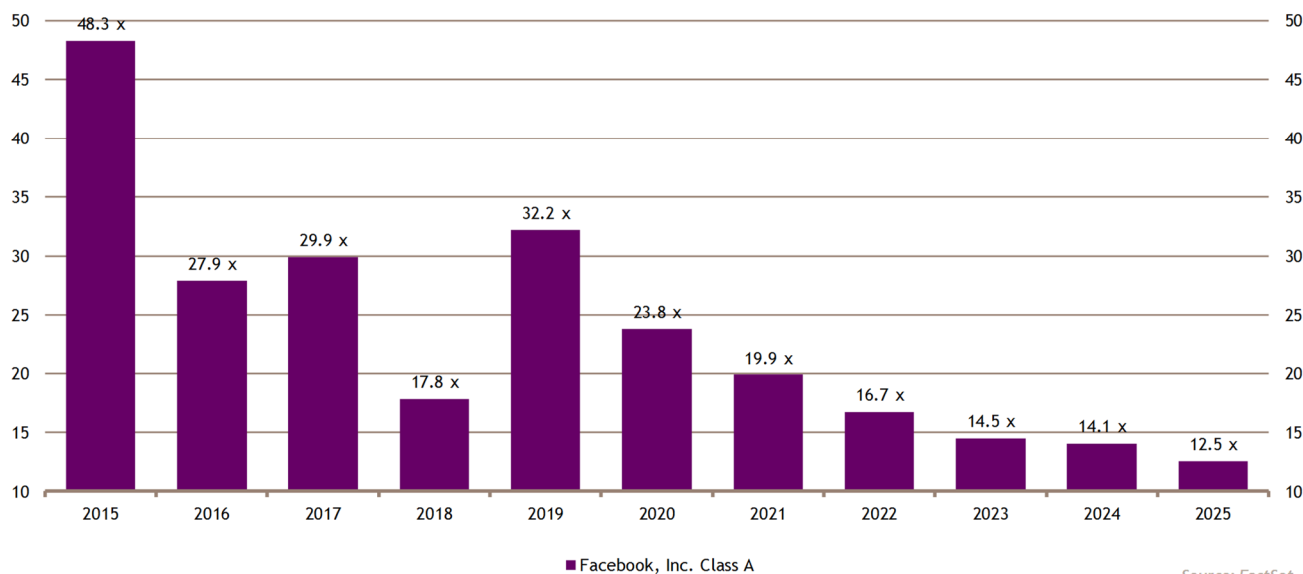
Source: FactSet

Les secteurs qui contribuent le plus à la hausse sont l'énergie qui devrait rebondir de ses mauvais scores de 2019. Néanmoins, la forte correction du prix baril ces derniers jours suite au Coronavirus ne va pas aider. Parmi les plus forts rebonds on trouve Boeing, mais son rebond est reculé de jour en jour, et Facebook avec 22 Mds de profits contre 15Mds en 2019. Pour donner une idée de la façon dont Wall Street évalue ces valeurs de croissance, nous donnons ci-dessous l'évolution du P/E de Facebook. Pour les anciennes années, c'est le cours fin d'année sur les profits de l'année et pour le futur c'est le cours actuel sur les profits prévus. Les P/E qui paraissent énormes au départ, se diluent avec le temps grâce à une croissance très forte. Le danger est que si cette croissance s'arrête brusquement pour des raisons imprévisibles, le titre chute comme une pierre. Apple a repris une seconde jeunesse avec une croissance prévue de 10% en 2020 et 15% en 2021. Il se paie 23.6x 2020. Gare à tout accident de parcours !



Exemple de valorisation d'une valeur de croissance

Mean P/E for Facebook, Inc. Class A (US) in USD as of 24/01/20

CHAHINE
CAPITAL

Un multiple de 18.6x les bénéfices 2020 et 22.7x pour le IT

Data as of 24/01/20	Weight vs S&P 500	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
		2020	2019	2020	2019	2021	2020	2019	2 020	Fiscal 20	Fiscal 19
S&P 500	100.0%	2.0%	28.8%	18.6 x	20.2 x	10.0%	8.3%	1.4%	1.91%	0.1%	0.8%
S&P 500 ex Energy	96.1%	2.3%	30.0%	18.7 x	20.1 x	10.1%	7.5%	3.4%	1.81%	0.2%	1.0%
Consumer Discr.	10.1%	0.5%	26.2%	22.2 x	24.7 x	11.3%	10.9%	1.5%	1.35%	-0.1%	1.4%
Consumer Staples	7.8%	1.0%	24.0%	20.3 x	21.6 x	6.9%	6.3%	1.7%	2.79%	0.4%	0.3%
Energy	3.9%	-5.9%	7.6%	16.6 x	21.0 x	7.7%	26.4%	-31.2%	4.33%	0.1%	-4.9%
Financials	12.1%	-1.5%	29.1%	13.0 x	13.4 x	7.9%	3.5%	8.4%	2.26%	1.1%	1.5%
Health Care	13.8%	0.4%	18.4%	16.1 x	17.3 x	9.8%	7.6%	9.4%	1.76%	-0.4%	0.4%
Industrials	9.1%	2.4%	26.6%	17.7 x	19.8 x	12.9%	11.9%	-2.8%	1.93%	-3.9%	-0.1%
IT	23.8%	6.2%	48.1%	22.7 x	24.6 x	12.6%	8.3%	2.4%	1.31%	1.4%	1.9%
Materials	2.5%	-2.7%	22.5%	18.0 x	19.8 x	13.4%	9.9%	-17.5%	2.13%	-2.3%	1.0%
Real Estate	2.9%	3.2%	24.8%	45.3 x	43.2 x	6.8%	-4.7%	-7.3%	3.17%	0.5%	-4.2%
Comm Services	10.6%	3.9%	30.4%	19.4 x	21.9 x	11.1%	12.8%	1.9%	1.26%	0.1%	-1.1%
Utilities	3.3%	5.8%	22.9%	20.9 x	21.0 x	4.2%	0.4%	4.7%	3.06%	0.5%	4.3%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 24/01/2020

Le tableau ci-dessus montre que plusieurs secteurs se paient au-delà de 20x comme le IT ou les cycliques dominées par Amazon, ainsi que les secteurs défensifs. Les révisions à la hausse sont dans l'IT et les financières et la baisse se concentre sur les industriels (Boeing). L'énergie ne devrait pas tarder à voir ses bénéfices revus à la baisse.



Valorisation des marchés

Notre modèle de valorisation du marché américain pour 2020 continue à être négatif dans les hypothèses que nous retenons, malgré un objectif que notre modèle a revu à la hausse de 2897 à 3051 points. Cette révision est motivée par la baisse du 30 ans de 2.32% à 2.18% et le passage à l'an 2020 qui éloigne d'un an la décroissance des profits et augmente ainsi le CAGR qui est passé de 2.1% à 2.7%. Le CAGR d'équilibre justifiant le cours reste à 3.8%, qui paraîtrait plausible en temps normal mais pas en haut de cycle (s'explique par 1.8% de croissance et 2% d'inflation). Ainsi notre modèle implique une récession ou un ralentissement sur un cycle de prévisions de 8 ans. Les taux à 30 ans qui étaient à 2.18% vendredi dernier sont passés à 2.05% au moment où nous finalisons cette lettre, relevant le cours objectif à 3200 points. Nous maintenons notre taux de croissance 2020 à 8% et retenons 7% en 2021 contre 10% pour le consensus. Les marges à leur plus haut historique ne permettent pas de prévoir une amélioration des profits plus rapide que la croissance économique.

Marché toujours surévalué malgré la correction en cours

S&P 500 - Valuation end 2020 except implied scenario

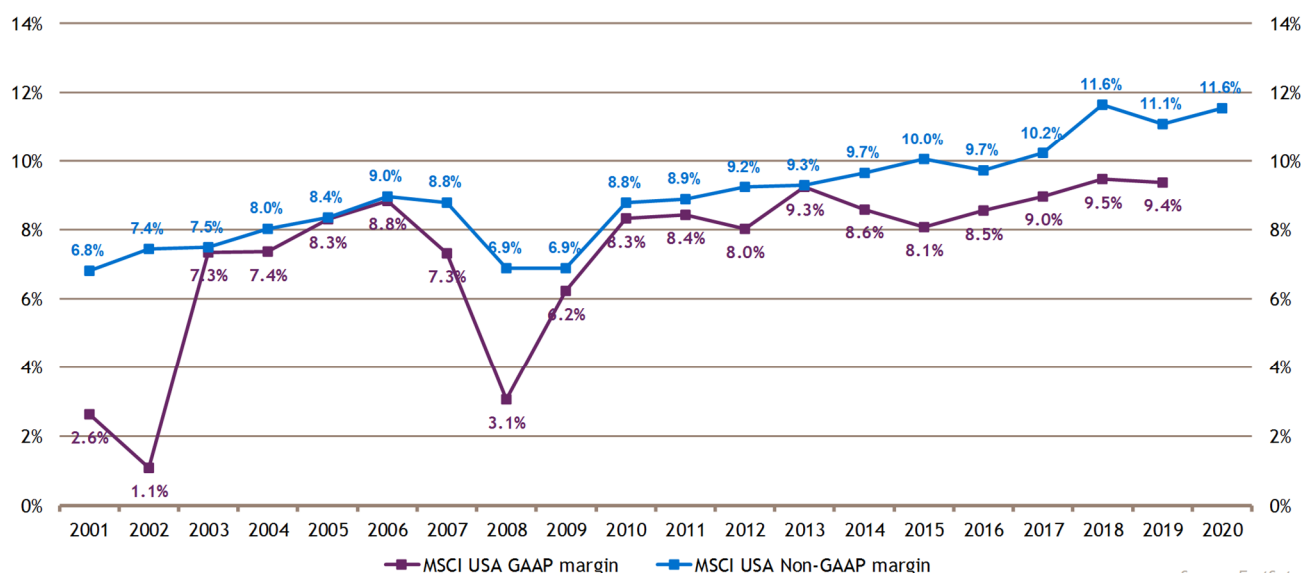
CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	1.75%	2.00%	2.18%	2.50%	2.75%
Mild recession: -2.7% in 2020, 4.5% in 2021 - CAGR 0.5%	2 867	2 697	2 585	2 405	2 279
Implied Scenario CAGR 3.8% over 8 years	3 690	3 470	3 326	3 091	2 928
Base scenario: 8.0% in 2020, 7% in 2021 - CAGR 2.7%	3 386	3 184	3 051	2 837	2 687
Current Index S&P 500	3 243				

Les marges sont au plus haut

MSCI USA Net Margin GAAP vs. Non-GAAP

CHAHINE
CAPITAL



Source: FactSet



La correction ces derniers jours du marché est attribuable à un évènement totalement inattendu comme le Coronavirus avec son impact sur l'économie chinoise. Au moment où nous rédigeons, nul ne sait quels seront les dégâts humains et l'impact sur l'économie Chinoise d'abord puis son effet boomerang sur le reste du monde. La forte réaction du marché indique néanmoins qu'on était arrivé à des sommets rendant le marché très fragile. Nous conservons notre position de sous pondération par rapport à son benchmark (35% contre 40%). Les 35% étaient eux même devenus 37-38%. Nous ne cédonc certainement pas à la panique ambiante car il s'agit d'une allocation stable dans la durée. Nous avons constamment conseillé de maintenir les liquidités en \$ au lieu des taux négatifs en Euros, une stratégie qui a été payante sur la durée y inclus via la baisse des taux et l'appréciation du \$.

Notre objectif de cours pour la zone Euro a été relevé pour les mêmes raisons que le S&P 500 avec la baisse des taux et le passage à l'an 2020. L'objectif de cours pour fin 2020 est à 142 points contre 127 auxquels s'ajoute un dividende très généreux de 3.5% qui brave les taux négatifs de la BCE. Le cours de clôture était de 133 points.

La croissance économique reste molle pour la zone à 1% pour 2020 et les profits sont plats pour 2019 et un rebond que nous estimons à 5% en 2020, avec une grande marge d'incertitude

Le marché européen paraît plus attractif que les US

MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2019

	30 Years Gvt bonds				
	0.25%	0.50%	0.70%	1.00%	1.25%
Depression scenario: 0% in 2019, -5% in 2020, 2% in 2021 - CAGR - 8.2%	127	118	112	103	97
Implied Scenario: CAGR -6.5% over 8 years	151	140	133	123	115
Base scenario: 5% in 2020, 5% in 2021 - CAGR -5.3%	162	150	142	131	123
Current Index MSCI EMU	133				



Conclusions

Après avoir sablé le champagne en cette fin d'année 2019, la fête s'est poursuivie en 2020 pour célébrer l'accord signé avec la Chine dit Phase 1 avec une volatilité tellement basse qu'elle laissait craindre une immunité à toutes les épreuves. L'épisode du Coronavirus est venu rappeler qu'il y a des événements qu'on ne peut pas anticiper, faisant craindre un ralentissement chinois en pleine célébration du nouvel an. La volatilité s'est tout de suite tendue de 12 à 18% au moment où nous clôturons cette lettre. Après une hausse historique de 31.6% et un plus haut de +3% cette année, l'indice est revenu à son niveau de fin d'année.

L'accord phase 1 avec la Chine est très favorable aux États-Unis, mais sera-t-il respecté ? Il contraint au respect de la propriété intellectuelle, met fin au transfert forcé de technologie, enlève les barrières administratives aux exportations agricoles, ouvre les marchés financiers, engage à ne plus manipuler les cours des devises et contraint la Chine à importer \$200Mds de marchandises sur 2 ans dont \$32Mds de produits agricoles. Très beau sur le papier, mais en cas de non-respect pas de procédure neutre d'arbitrage et chaque partie pourra quitter l'accord à ses risques et péril. C'est la raison pour laquelle Trump a fait à peine un geste pour éliminer les récents droits de douane.

On va célébrer la fin du Brexit cette semaine, mais ce n'est qu'un commencement de négociations qui promettent d'être ardues. Les anglais voudraient la libre circulation des marchandises, mais se libérer de toutes les règles qui les entourent et nouer des accords avec les frères anglophones essentiellement. Les zones de pêche libres sont un sujet très épineux et le temps imparti à fin 2020 est ridicule. La Grande-Bretagne voit son attractivité diminuer de jour en jour comme plateforme d'investissement pour couvrir le continent. Le reflux des sociétés financières vers le continent est acté, mais certaines industries suivent également. Les risques géopolitiques en 2020 restent l'Iran et le Moyen-Orient avec un risque sérieux de rupture d'approvisionnement en pétrole. La menace des fusées Nord Coréennes continuera de se faire sentir.

L'Amérique continue d'envoyer quelques bonnes nouvelles macroéconomiques sur fond de mollesse de l'économie mondiale. Le secteur de la construction bat tous les records depuis la baisse des taux, la confiance des consommateurs reste au plus haut, le marché de l'emploi est vibrant, l'indice ISM des services s'est repris... Mais l'indice Leading Indicators est en repli indiquant un ralentissement futur de l'économie, confirmé par des prévisions de hausse réduites à 1.8% de l'économie en 2020. L'inflation ne donne aucun signe de reprise et la Fed affiche une position d'attente et pourrait être amenée à baisser les taux suite à la crise du Coronavirus qui a inversé la courbe des taux jusqu'à 3 ans et ramené le 30 ans à 2.12% ! La BCE n'a plus d'armes pour baisser les taux et l'usage de l'hélicoptère money pourrait apparaître en 2020. L'inflation a pointé du nez en Chine et en Inde suite aux tensions sur les produits alimentaires, qui progressent plus que l'inflation depuis ces 15 dernières années, faisant craindre une crise au niveau mondial. La croissance mondiale en 2020 continue de s'effriter à 2.62%, avec pas mal de révisions provenant de l'Asie. Notons que la France devrait avoir une croissance de 1.15% cette année, au-dessus de la moyenne européenne.

Les profits du S&P 500 seront étales en 2019 avec une hausse que nous anticipons à 8% en 2020, qui peut s'éroder si la crise actuelle impacte la croissance mondiale. Notre modèle de valorisation a revu à la hausse l'objectif du S&P 500 de 2897 à 3051 points et 3200 points avec les taux longs actuels. Le multiple reste élevé à 18.7x 2020. L'objectif de cours du MSCI EMU est à 142 points auxquels s'ajoute un dividende très généreux de 3.5% pour un cours de clôture de 133 points. Nous maintenons notre position de sous-pondération par rapport au benchmark (35% contre 40%). Nous ne cédon pas à la panique ambiante car il s'agit d'une allocation stable dans la durée. Nous avons constamment conseillé de maintenir les liquidités en \$ au lieu des taux négatifs en Euros, une stratégie qui a été payante sur la durée y inclus via la baisse des taux et l'appréciation du \$.

Jacques Chahine



STRATEGY OVERVIEW

Main ratios for markets and sectors as of 27/01/2020 (in local currency)

Data as of 27/01/20	Weight vs MSCI World	Perf 2019	Perf 2018	Weighted P/E 2020	Weighted P/E 2019	% Wted EPS Chge 2020	% Wted EPS Chge 2019	% Wted EPS Chge 2018	Div Yield 2020	Revision vs M-2% Fiscal 20	Revision vs M-2% Fiscal 19
MSCI The World Index	100.0%	25.3%	-10.2%	17.1 x	18.2 x	6.3%	0.8%	12.3%	2.43%	-1.1%	0.5%
MSCI USA	62.1%	29.2%	-6.4%	18.9 x	20.4 x	8.0%	-0.4%	22.5%	1.89%	-1.2%	-0.1%
MSCI Japan	8.2%	15.7%	-15.8%	14.0 x	14.7 x	5.1%	-8.8%	1.2%	2.58%	-0.5%	-1.5%
MSCI EMU	13.5%	21.8%	-14.5%	14.3 x	15.3 x	7.2%	1.4%	0.4%	3.48%	-1.6%	-0.6%
MSCI Europe	24.6%	22.2%	-13.1%	14.6 x	15.5 x	6.2%	4.5%	5.3%	3.68%	-0.8%	0.0%
MSCI Europe ex Energy	23.1%	23.8%	-13.7%	15.0 x	15.7 x	5.1%	6.6%	2.0%	3.49%	-0.8%	0.4%
MSCI Austria	0.1%	13.4%	-26.7%	9.7 x	10.6 x	9.4%	-20.2%	10.2%	4.48%	-3.1%	-6.7%
MSCI Belgium	0.5%	19.4%	-24.9%	15.5 x	15.3 x	-1.4%	14.9%	-0.4%	3.46%	-0.1%	0.1%
MSCI Denmark	0.8%	29.0%	-12.4%	22.6 x	24.2 x	7.2%	-2.2%	-0.9%	2.01%	-1.6%	0.8%
MSCI Finland	0.4%	8.3%	-1.5%	17.1 x	18.6 x	8.7%	-5.2%	2.4%	4.02%	-0.4%	2.0%
MSCI France	5.0%	26.1%	-9.7%	14.9 x	16.3 x	9.7%	4.1%	6.4%	3.33%	-0.9%	-0.7%
MSCI Germany	3.5%	20.1%	-20.3%	14.0 x	15.1 x	7.9%	-1.3%	-9.5%	3.11%	-1.5%	-0.5%
MSCI Great-Britain	5.4%	11.3%	-12.7%	13.2 x	13.9 x	4.6%	-3.2%	9.7%	4.64%	-1.7%	-1.8%
MSCI Ireland	0.1%	25.6%	-23.5%	16.8 x	17.6 x	4.5%	-9.3%		2.10%	-0.7%	0.1%
MSCI Italy	1.0%	25.5%	-15.5%	11.2 x	11.6 x	3.3%	5.8%	14.4%	4.67%	-1.6%	-0.6%
MSCI Netherlands	1.5%	26.8%	-10.9%	17.4 x	18.0 x	3.4%	-3.7%	6.0%	2.86%	-4.8%	0.7%
MSCI Norway	0.4%	8.3%	-6.0%	13.6 x	16.2 x	18.7%	-11.6%	20.0%	5.09%	-2.5%	-2.8%
MSCI Spain	1.2%	9.8%	-15.0%	11.9 x	12.7 x	6.9%	2.8%	-5.0%	4.84%	-1.3%	-1.3%
MSCI Sweden	1.0%	24.5%	-8.1%	16.0 x	13.6 x	-15.3%	57.0%	-7.3%	3.67%	-0.6%	17.5%
MSCI Switzerland	3.3%	27.2%	-10.1%	17.8 x	19.5 x	10.0%	8.7%	24.7%	3.03%	-1.0%	-1.9%
MSCI Europe Consumer Discretionary	3.1%	30.0%	-17.6%	14.2 x	14.9 x	4.9%	-0.2%	-7.4%	2.93%	-1.4%	0.3%
MSCI Europe Consumer Staples	3.5%	22.4%	-11.3%	18.2 x	19.4 x	6.5%	11.3%	7.5%	3.09%	-0.2%	-0.1%
MSCI Europe Energy	1.5%	3.5%	-5.0%	11.0 x	13.0 x	19.1%	-15.1%	50.2%	6.42%	-0.8%	-4.4%
MSCI Europe Financials	4.1%	17.5%	-21.8%	10.1 x	10.2 x	0.9%	12.5%	6.2%	5.33%	0.1%	2.7%
MSCI Europe Health Care	3.2%	28.4%	-2.5%	17.4 x	18.6 x	6.8%	9.5%	4.6%	2.78%	-0.1%	0.4%
MSCI Europe Industrials	3.4%	32.1%	-15.0%	17.6 x	19.0 x	8.1%	6.8%	2.9%	2.68%	-0.9%	-0.4%
MSCI Europe Information Technology	1.4%	35.8%	-8.2%	22.2 x	26.3 x	18.7%	3.6%	12.4%	1.35%	-1.4%	-4.8%
MSCI Europe Materials	1.6%	21.4%	-16.4%	14.9 x	15.9 x	6.7%	-6.4%	2.5%	3.82%	-3.8%	-2.5%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	18.9%	-17.5%	16.8 x	15.1 x	-10.3%	-16.9%	11.3%	4.46%	2.3%	1.7%
MSCI Europe Communication Services	1.2%	0.6%	-10.8%	14.5 x	15.4 x	6.6%	-1.2%	-9.5%	4.52%	-4.0%	-1.3%
MSCI Europe Utilities	1.3%	24.3%	-1.6%	16.4 x	17.6 x	7.8%	19.2%	-14.7%	4.52%	0.1%	0.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 27/01/2020



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 Luxembourg 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.