

## L'efficacité des vaccins dépasse tous les espoirs

### Conclusions

Alors que la deuxième vague de la pandémie s'avère plus meurtrière que la première, une cascade d'annonces sur l'efficacité de plusieurs vaccins en phase 3 a donné une bouffée d'oxygène et le secret espoir d'un retour à une vie normale. La bourse a immédiatement réagi en volant de record en record. La pandémie bat son plein aux États-Unis, en Europe de l'Est et au Moyen-Orient, mais le pic semble avoir été atteint récemment en Europe. Les gouvernements font tous de l'équilibrisme entre le besoin de protéger des vies et d'éviter l'effondrement du système de santé et la nécessité de maintenir une activité économique. L'Asie reste la région où la crise reste la mieux maîtrisée et où le nombre de décès sur 1 mois est en dessous de celui de 1 jour en France. Nous invitons nos lecteurs à de plus amples explications dans notre lettre du mois dernier « [La liberté est-elle plus importante que la vie ?](#) ». Ce thème, avec l'obligation ou pas de se faire vacciner, resurgit alors que tout le monde se prépare à l'arrivée des vaccins qui affichent une efficacité inespérée de 95%. Le problème se posera une fois que les priorités auront été servies et la demande de vaccination des voyageurs, des administrations, des contrôles aux frontières va remettre au goût du jour le carnet de vaccination sur smartphone.

Les marchés financiers ont atteint des sommets. L'indice mondial est en hausse de 10.9% et le marché américain de 17% selon MSCI et de 14.5% selon le S&P 500 en raison de l'exclusion de Tesla. Ces hausses sont le reflet de l'abondance de liquidités et la baisse des taux dont beaucoup sont en territoire négatif. Les perspectives de croissance sont également très bonnes, l'économie ne demandant pas mieux que de retourner à la situation d'avant crise grâce aux vaccins. Les pays émergents sont à la fête avec 15% de hausse, imputable quasi exclusivement à la Chine et Taiwan. Les GAFAM existent également en Chine et montrent des hausses allant de 30% à 1243% pour le Tesla Chinois NIO. La digitalisation chinoise n'a pas fini d'inquiéter les US. Les secteurs porteurs tournent autour de l'économie digitale que l'on retrouve dans les biens cycliques (Amazon, Tesla), l'informatique (Microsoft, Apple), la communication (Facebook, Netflix, Google). Des secteurs parfois condamnés revivent grâce à l'arrivée de l'innovation comme Tesla dans l'automobile. Le marché s'est retourné avec l'annonce des vaccins et les valeurs cycliques se sont envolées depuis le 6 novembre comme l'énergie avec 33% de hausse du point bas ou la finance. Cela indique que le marché a des espoirs fondés sur l'efficacité des vaccins.

L'élection de Joe Biden n'a pas effrayé la bourse et beaucoup de républicains sont contents de se débarrasser d'un président lunatique et imprévisible. Il prévoit 2 trillions\$ de dépenses dans les infrastructures et le climat, une hausse de l'IS de 21 à 28%, un alourdissement de l'IRPP à partir de 400.000\$ et un retour vers le multilatéralisme.

La croissance mondiale est attendue en hausse de 5.1% en 2021 après sa chute de 3.85% en 2020. La Chine reste le moteur principal avec sa hausse de 8.1% en 2021 et sa croissance positive en 2020. C'est la zone Euro qui a été la plus impactée par la crise et un retour au niveau d'avant crise n'est pas prévu avant 2022. Les indicateurs macro-économiques comme l'indice ISM montrent une forte activité manufacturière et les dépenses des ménages ont retrouvé un niveau élevé. L'inflation aux US est nettement plus élevée qu'en Europe, rendant les taux réels plus négatifs outre-Atlantique. La courbe des taux bien pentue confirme les autres signes de reprise. Les déficits continuent de se creuser rapidement et la planche à billets fonctionne nuit et jour. Les profits restent revus à la hausse et après une chute limitée à 17% en 2020, le rebond attendu est de 24% en 2021. Le P/E 2021 s'établit à 21.9x et se justifie par les très faibles taux. Un calcul sur 10 ans que nous avons fait en combinant la hausse des profits de 67% avec la baisse des taux montre un marché qui s'apprécie de 179% de façon actuarielle, contre une hausse constatée de 189%, indiquant l'absence d'une bulle. Notre modèle de prime de risque indique un marché légèrement surévalué avec notre objectif de cours à 3552, pour un cours récent à 3630. Nous maintenons notre opinion de surpondérer introduite le 28 mars au cours de 2600 points.

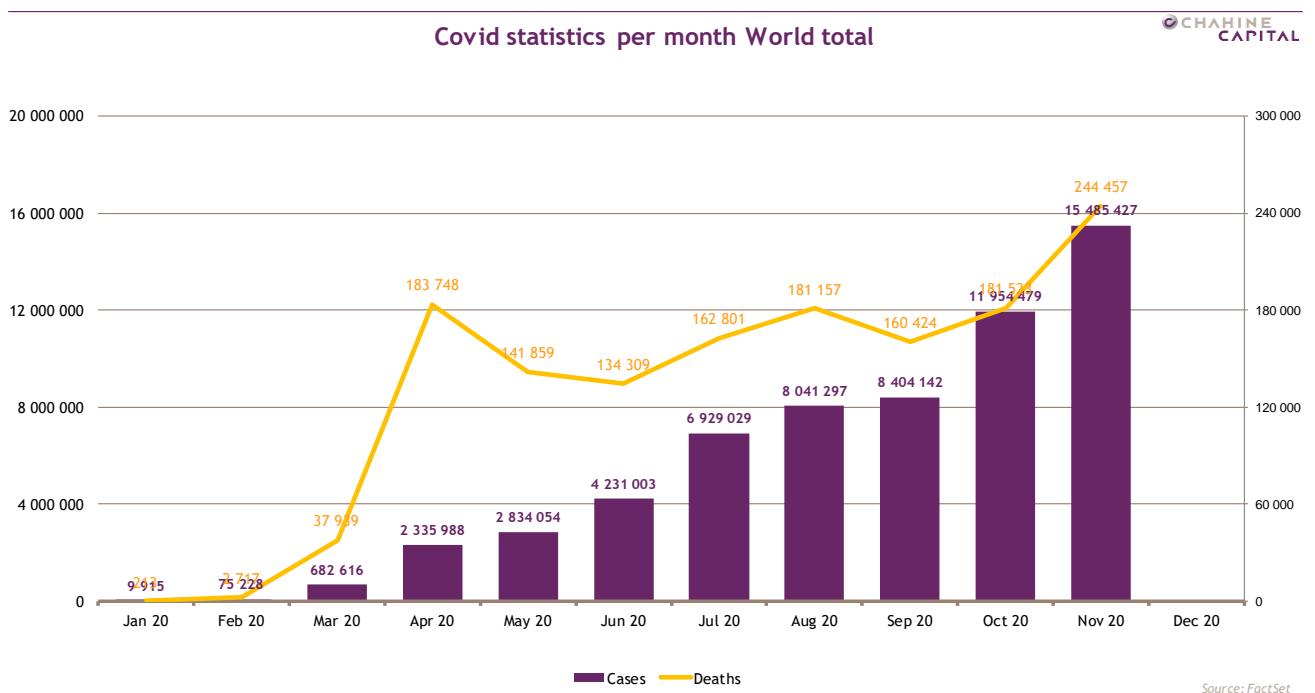
*Jacques Chahine*



## Une deuxième vague plus meurtrière que la précédente

Alors que la deuxième vague de la pandémie s'avère plus meurtrière que la première et que le désespoir et la lassitude saisissent la population, une cascade d'annonces sur l'efficacité de plusieurs vaccins en phase 3 a donné une bouffée d'oxygène et le secret espoir d'un retour à une vie normale. Suite à ces annonces, la bourse n'a cessé de voler de record en record, le Dow Jones franchissant pour la première fois le seuil des 30.000 points. Le nombre de décès dans le monde atteignait un record de 244.000 sur le mois de novembre arrêté au 27-28, dépassant de loin le record de la première vague en avril qui était de 183.000. Les mesures de confinement de l'époque étaient bien plus rigoureuses que celles d'aujourd'hui que la population ne tolère plus par ailleurs. Les gouvernements font tous de l'équilibrisme entre le besoin de protéger des vies et d'éviter l'effondrement du système de santé et la nécessité de maintenir une activité économique.

### Une deuxième vague plus meurtrière que la précédente



La comparaison dans le temps du nombre de cas détectés est sans intérêt, car lors de la première vague les tests étaient à peine disponibles et, pour un cas détecté, on a estimé 10 cas non détectés. Seul, le nombre de décès reste comparable et il est hélas inquiétant, dépassant de loin celui de la première vague. La sévérité de la pandémie varie par zone ; c'est l'Europe de l'Est et le Moyen-Orient qui sont les plus impactés et les décès en Europe sont de la même ampleur que lors de la première vague. Mais les chiffres de mortalité de décembre risquent d'être affligeants car ils vont refléter l'explosion du nombre de cas détectés en novembre. 3.9 millions de cas aux US contre 1.7M en Octobre et 5.6M en Europe contre 4.1. Le plateau semble néanmoins atteint en Europe car plusieurs pays comme la France ou la Grande-Bretagne sont en train d'alléger le dispositif de confinement. En revanche, aux États-Unis le nombre de cas reste très élevé et les mouvements de population lors du Thanksgiving vont accentuer la contagion. Malgré la rapidité inimaginable avec laquelle les vaccins ont été développés, ils ne pourront pas hélas arrêter l'hémorragie en cours et il faudra encore de la patience et des sacrifices avant que l'on puisse percevoir la fin du tunnel. Les contraintes sanitaires vont rester la règle pour encore un bout de temps et vont handicaper la reprise économique.



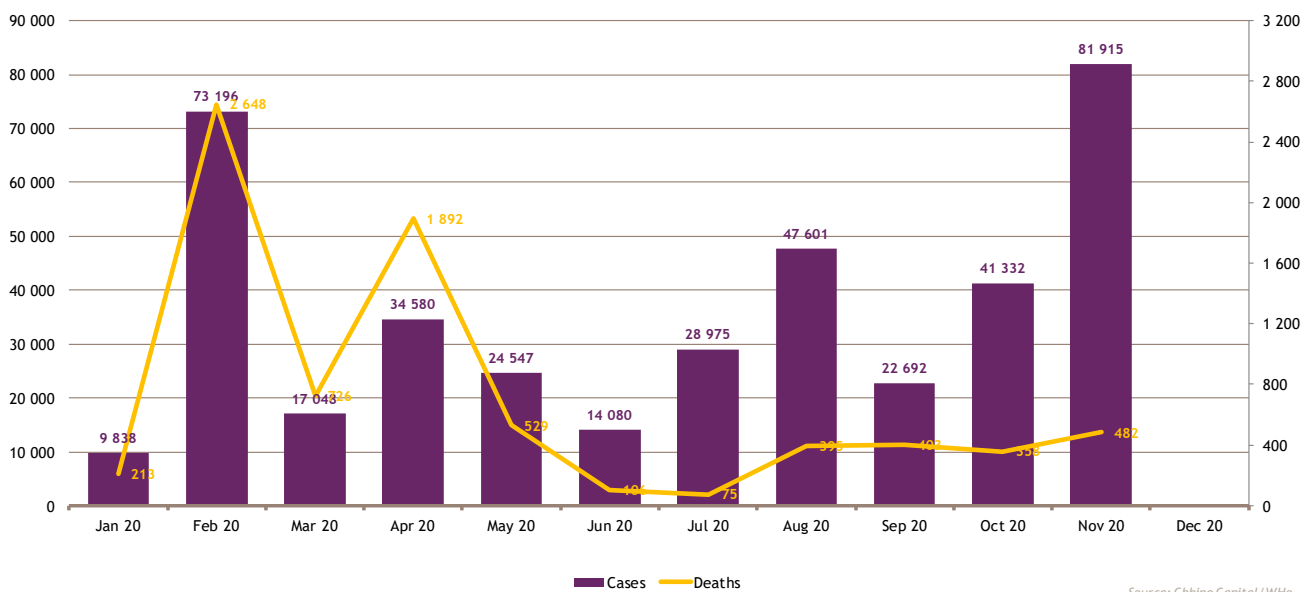
## La victoire du Confucianisme

Nous recommandons à nos lecteurs qui n'ont pas eu le temps de prendre connaissance de notre lettre du mois dernier « [La liberté est-elle plus importante que la vie ?](#) » qui traite du dilemme de nos sociétés où la liberté des individus semble parfois plus sacrée que la vie humaine. Le groupe de pays « Confucius » incluant les pays asiatiques comme la Chine, le Japon, la Corée... a traversé la crise sans trop de dégâts comme le montre le graphique ci-dessous portant sur une population de 1.9 Mds d'habitants. La mortalité de novembre n'a même pas atteint celle d'un jour en France. Le régime autoritaire chinois a imposé une discipline de fer sans égard aux libertés individuels avec comme résultat que c'est le seul grand pays au monde qui sera en croissance en 2020 ! Pour un sacrifice temporaire des libertés, la population circule plus librement que n'importe où ailleurs. Une statistique qui ne ment pas est celle du commerce extérieur où les exportations accélèrent au rythme de 13% malgré une économie mondiale en berne. La reprise des cas est concentrée sur le Japon et la Corée, mais les gouvernements ont toujours réagi vigoureusement à chaque « départ du feu ».

## Une pandémie bien maîtrisée en Asie

Covid statistics per month Confucius countries

CHAHINE  
CAPITAL



## Des vaccins efficaces à 95%

Le thème de la liberté ou la santé resurgit alors que tout le monde se prépare à l'arrivée des vaccins. Les deux vaccins Moderna et Pfizer utilisent une technologie totalement innovante en insérant dans les cellules un ARN synthétique qui induit une réponse immunitaire. Les deux vaccins ont conclu avec une efficacité de 95% sur un très grand échantillon, ce qui signifie qu'ils réduisent le risque de contamination de 95%, les mettant à parité avec les vaccins de la poliomyélite ou de la variole qui a disparu. La grande inconnue reste la durée de protection, qu'on ne pourra connaître qu'avec le temps et en suivant le panel de gens déjà vaccinés pour voir si leur immunité se poursuit. La 3<sup>ème</sup> bonne nouvelle est venue du couple AstraZeneca Oxford sur leur vaccin utilisant une technique plus classique. Le taux d'efficacité était compris entre 62 et



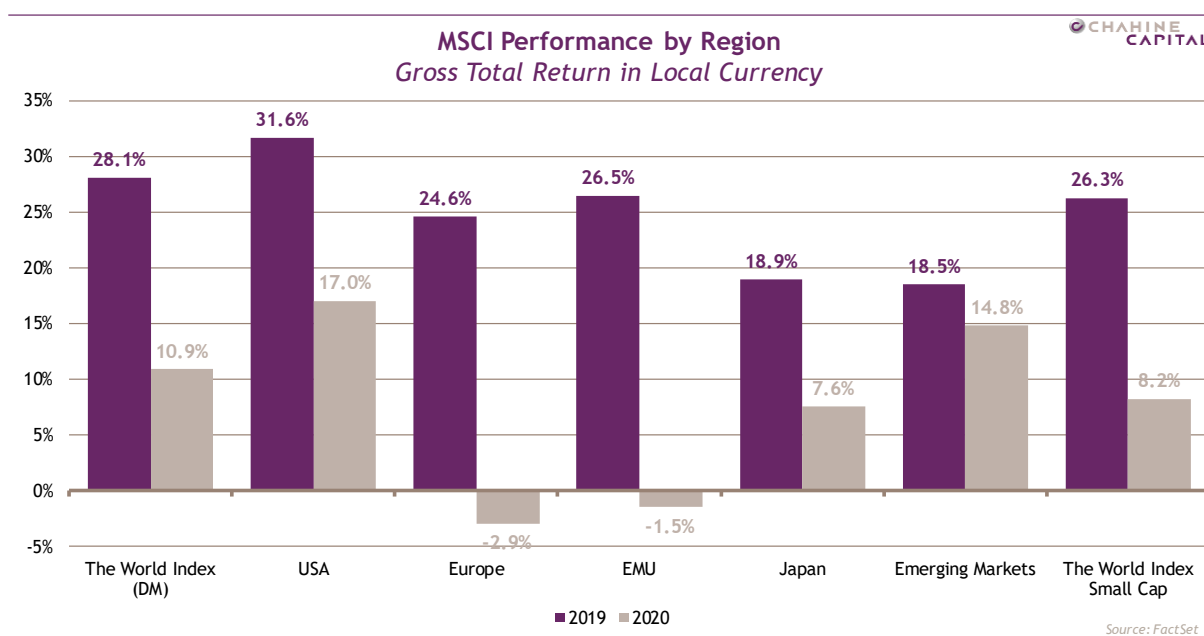
90%, mais des aberrations sur ces écarts demandent clarification. Toujours est-il qu'il y a un effet incontestable s'agissant d'un vaccin bon marché et facile à fabriquer et à administrer. Des dizaines d'autres vaccins sont soit déjà utilisés comme chez les Chinois ou les Russes, soit en phase avancée de test. La bonne nouvelle est que nous ne sommes plus DESARMÉS face à ce virus sournois.

La question qui se pose est la rapidité avec laquelle on pourra démarrer la vaccination de par le monde. C'est une question de jours pour qui approuvera le premier. L'Angleterre risque d'être plus rapide que la FDA et on devrait voir, si tout va bien, le premier vaccin administré largement avant la fin de l'année. La course à la fabrication rapide est entamée et à notre avis les choses iront plus vite que ce que l'on entend ici ou là. Nous faisons le pari qu'à l'approche de l'été prochain, on pourra voyager sans risque de par le monde. La question du vaccin obligatoire se posera plus tard, car il y aura plutôt des priorités pour y accéder. La question est de savoir si on va se satisfaire d'une immunité collective ou si on veut, comme la variole, éradiquer ce sournois virus de la planète. Ceux qui voudront refuser la vaccination seront bien embêtés, car elle risque d'être exigée à l'entrée de plusieurs pays par les compagnies aériennes, par certains établissements... Et on aura sur nous le bon vieux carnet de vaccination, sous forme plus moderne d'une application sur notre smartphone.

## Vaccins salués par un feu d'artifice des marchés

Les marchés financiers n'ont pas manqué de saluer très généreusement ces bonnes nouvelles à peine croyables, volant de record en record. Après une hausse de 28% en 2019 pour le MSCI World, la hausse s'établit à 10.9% en 2020 qui est l'année qui a vu la plus forte contraction de l'économie mondiale. La raison première réside dans le déluge de liquidités qui a inondé la planète entraînant une contraction des taux qui sont même rentrés massivement en territoire négatif dans certaines régions. La hausse a été amplifiée par l'anticipation d'une fin ou d'une maîtrise de la pandémie avec l'arrivée de dizaines de vaccins qui ont tous montré que le virus pouvait être vaincu.

### Tous les marchés dans le vert sauf l'Europe

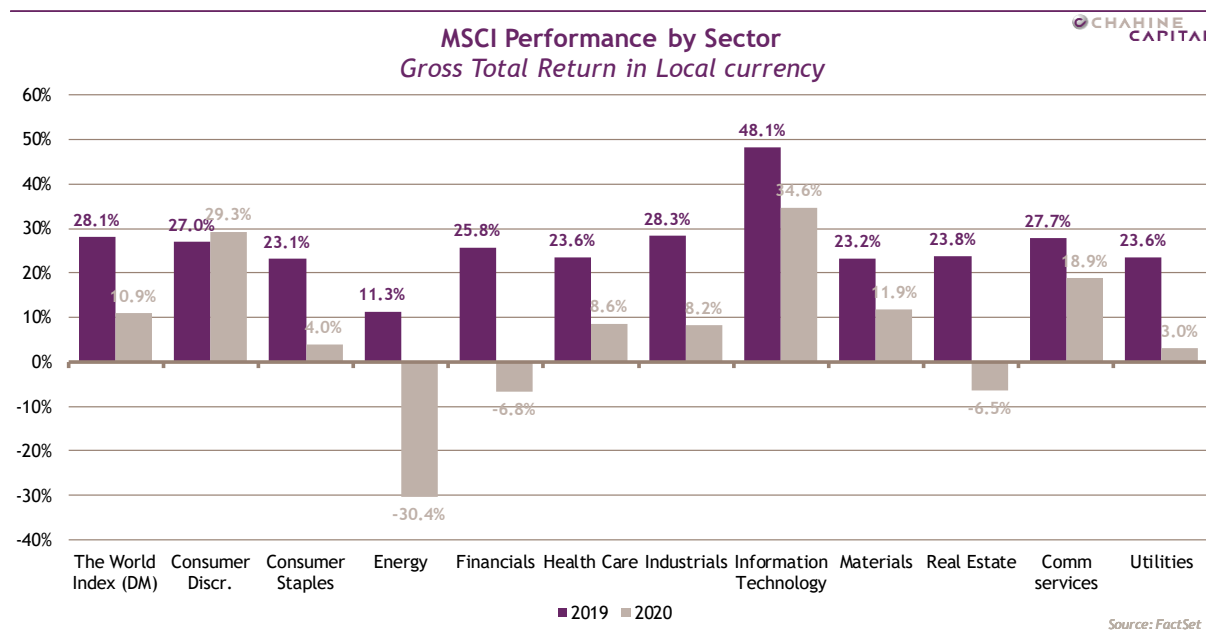




Le marché américain a littéralement explosé affichant une hausse de 17% selon MSCI incluant le dividende brut, mais l'indice phare S&P 500 sous performe de 1.5% en raison de l'absence criante de Tesla dans l'indice à ce jour. L'indice MSCI a par contre sous-performé lors de l'éclatement de la bulle Internet. La seconde meilleure performance est celle des marchés émergents où l'Asie a montré sa capacité à maîtriser la pandémie. La hausse s'établit à 14.8% en monnaie locale et 12.9% en \$. 100% de cette hausse est attribuable aux valeurs chinoises cotées à Hong Kong (10.2%) et en Chine (3.22%). Taiwan contribue par ailleurs pour 3.22%. Un véritable feu d'artifice pour les grands groupes de la région avec Tencent à +56%, Alibaba +30%, Meituan 207%, JD.com +153%, Xiaomi +142%, NIO +1 243%, Pinduoduo 280%, Taiwan Semiconductor Manufacturing +59%... Certains noms sont peu connus de nos lecteurs comme NIO, le Tesla de l'automobile chinoise, Meituan un conglomérat de l'Internet avec les coupons de réduction comme Groupon, livraison de repas, voyageur..., Pinduoduo une plateforme révolutionnaire de e-commerce, JD.com une autre plateforme de e-commerce. Cet échantillon de valeurs montre les progrès ahurissants de la Chine dans la digitalisation de son économie, et la juste frayeur qu'elle inspire aux US de se voir un jour dépassés.

Les performances de l'année par secteur restent influencées par les valeurs de la nouvelle économie et les GAFAM, mais l'arrivée des vaccins et l'espoir de la fin de la pandémie a déclenché un violent retournement sectoriel à partir du 6 Novembre pour faire s'envoler le secteur de l'énergie de 34%, la finance de 14% et l'ensemble des valeurs cycliques qui s'étaient effondrées avec la pandémie. A l'inverse, les GAFAM et les valeurs similaires qui étaient montées jusqu'au ciel sont restées relativement sages ou en recul, excepté Tesla qui profite de son classement cyclique pour prendre encore 36% sur la période. Les croisiéristes, les hôteliers, les grand magasins, Boeing, Walt Disney... ont vu leurs cours parfois doubler. Un tel mouvement indique que le marché croit fort à la fin de la crise et la reprise d'une vie un peu plus normale où l'on attend que les consommateurs se défoulent et dépensent les économies qu'ils ont accumulées.

## Les performances par secteur cachent un récent retournement



L'élection de Joe Biden n'a pas effrayé la bourse et beaucoup de républicains sont contents de se débarrasser d'un président lunatique et imprévisible, même si son bilan est loin d'être négatif en matière économique et de politique étrangère. Le programme de Biden va déverser des milliards sur les ménages et entreprises impactées par la crise et aider les États. Il a un programme de dépenses de 2 trillions de \$ sur 4 ans pour les

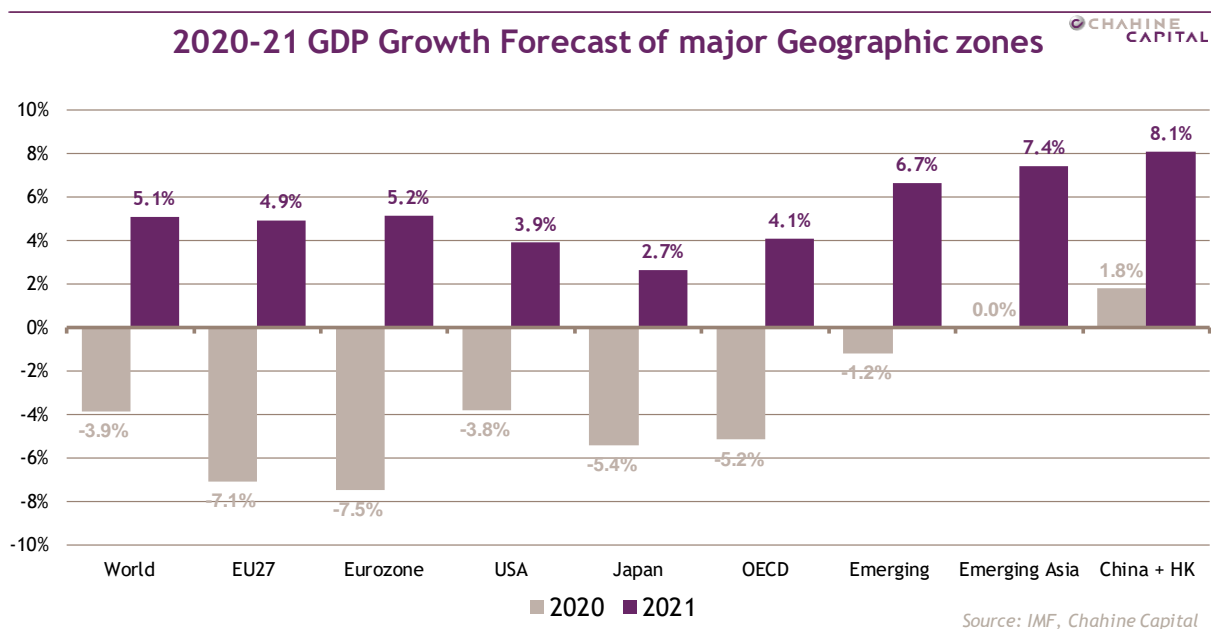


infrastructures, la santé et le climat, ce dernier point l'alignant sur l'UE. Il compte augmenter l'impôt sur les sociétés de 21 à 28%, ce qui pourrait avoir un impact mécanique de -9% sur la bourse. L'impôt sur les revenus au-delà de 400.000\$ devrait augmenter. Il veut également améliorer le système de santé Obama-Care, même si le combat sera rude si le Sénat reste républicain. On peut également espérer un retour vers le multilatéralisme et pourquoi pas une alliance avec l'Europe pour mettre la Chine au pas. Le respect de la propriété intellectuelle est un excellent front commun.

## Croissance mondiale attendue en hausse de 5.1% en 2021

Le PIB mondial sera en baisse historique de 3.85% en 2020 sans changement, le plus gros contributeur à cette baisse est l'Europe et surtout la zone Euro. De façon remarquable, la Chine a complètement rattrapé la baisse du premier trimestre et termine l'année en hausse de 1.8% ! Nous avons rapporté les chiffres du commerce extérieur en plein boom et la flambée de la bourse ravit les chinois spéculateurs. Les États-Unis affichent une baisse de 3.8% pour 2020 qui sera quasiment rattrapée en 2021. La reprise pour 2021 est prévue à +5.1% contre 5.4% le mois dernier, l'ensemble des zones est revu à la baisse. A noter la très forte reprise en Chine prévue par le Parti à 8.1%, ce qui fait que la Chine pèsera pour 20.1% de l'économie mondiale en 2021 contre 25.3% pour les US, montrant que la Chine sera la première économie mondiale dans la prochaine décennie.

### Très fort rebond attendu en 2021 grâce à la Chine



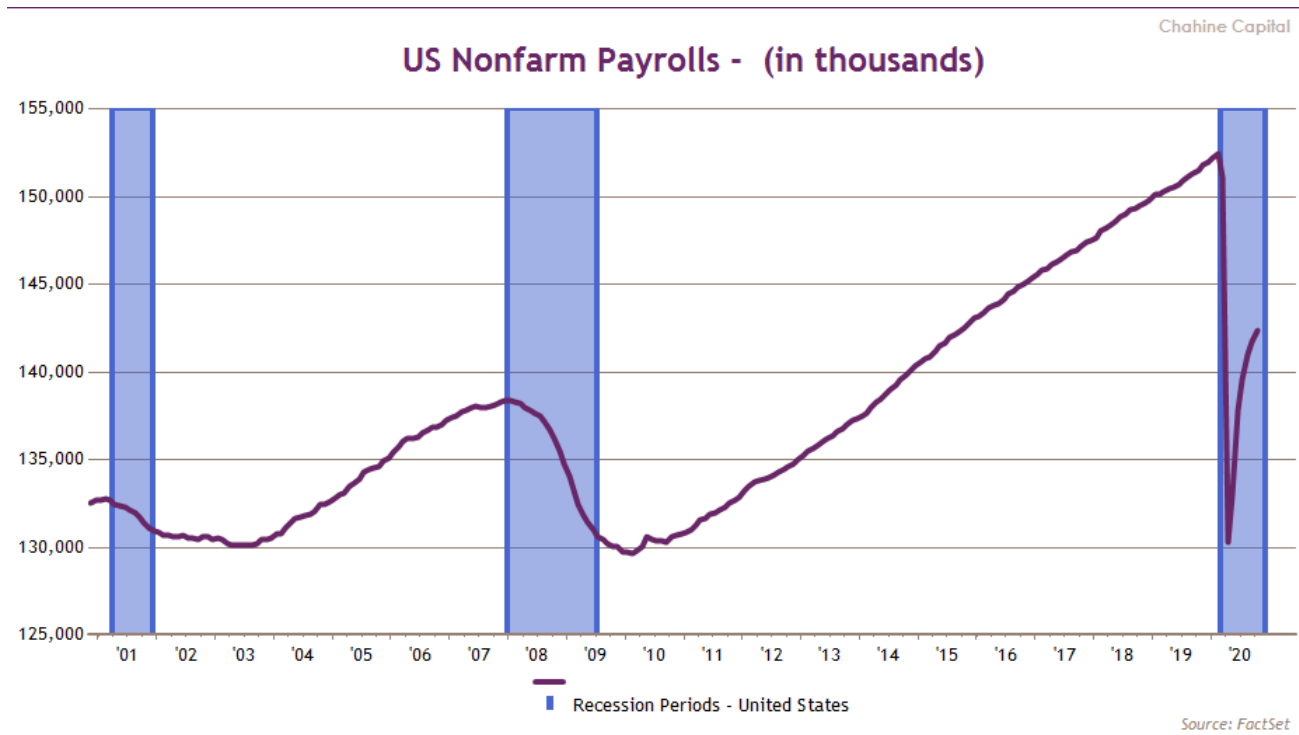
L'Europe et la zone Euro mettront plus de temps à retrouver le niveau d'avant la crise ; la France est parmi les pays les plus touchés avec une chute de quasi 10% du PIB en 2020, dans le même club que l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni. Les prévisions en cas de non-accord sur le Brexit seront fortement impactées en Grande-Bretagne et le déficit continuera de se creuser. D'où le risque de voir la livre déraiper fortement en cas de non accord car la BoE n'a pas la puissance de feu de la BCE et une fuite devant la livre serait grave.



## Des indicateurs macro-économiques bien orientés aux US

Nous avons fait le tour de nos principaux indicateurs macroéconomiques, et le bilan nous paraît plutôt très encourageant. Le marché de l'emploi a rebondi très fortement de son point bas, 12 millions de chômeurs ont retrouvé leur emploi. Il reste néanmoins 10 millions d'emplois perdus qui vont être graduellement retrouvés grâce au rebond de la croissance et le retour à la normale. 3 millions d'emploi sont en attente de la réouverture dans l'industrie du tourisme et des loisirs.

### Fort rebond de l'emploi

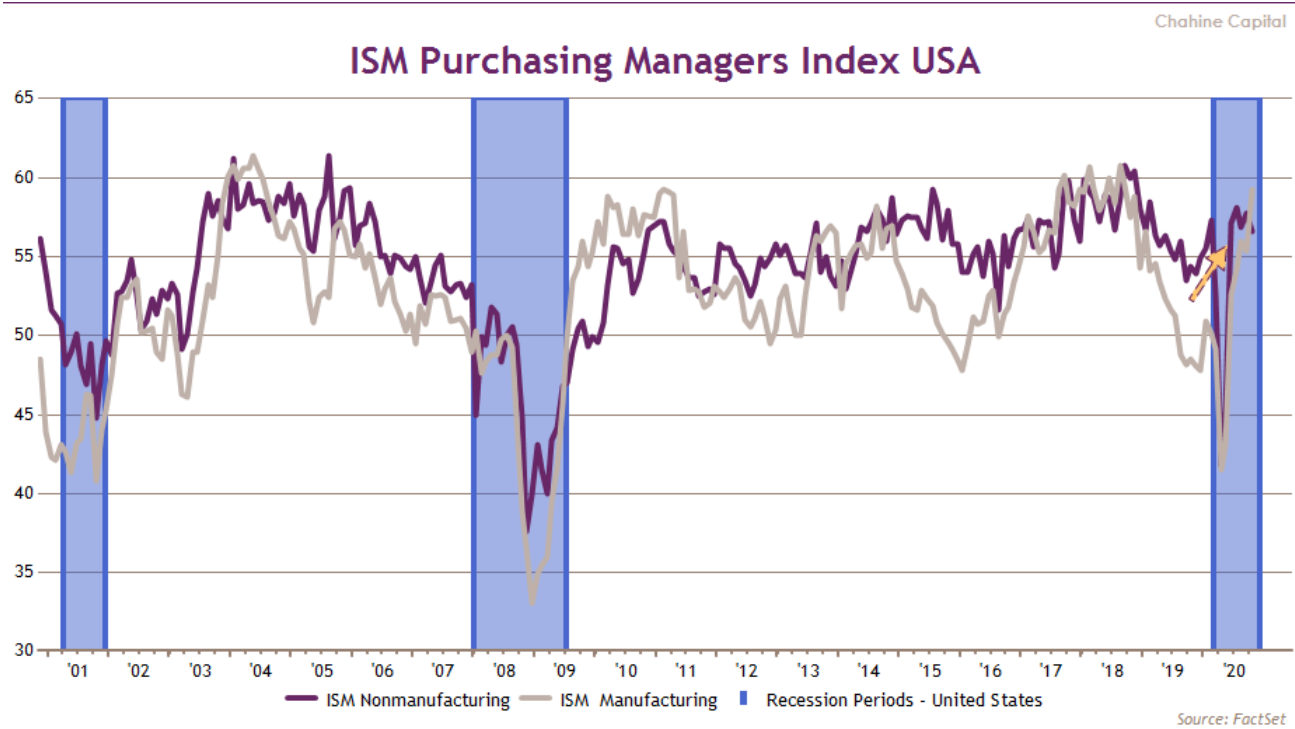


Mais la crise a permis d'augmenter le salaire horaire de beaucoup de personnes en première ligne qui a atteint 7% au pic de la pandémie et qui se poursuit au rythme de 4-5%. La confiance du consommateur a rebondi fortement de son plus bas aux États-Unis et en Europe mais reste néanmoins bien en dessous de ses plus haut. Cela a relancé les dépenses des ménages et le commerce de détail (qui inclut le e-commerce) qui ont retrouvé quasiment leur niveau d'avant la crise. La construction est également repartie et les mises en chantier et les permis de construire sont retournés à leur niveau d'avant crise. Les consommateurs ont continué d'épargner plus que d'habitude mais leur niveau est revenu d'un pic de 30% à 13%, contre une jauge normale de 7%. Ceci laisse donc de la marge pour une accélération des dépenses quand la conjoncture le permettra. L'inflation est restée sous contrôle, mais demeure néanmoins beaucoup plus élevée qu'en Europe à 1.6% contre -0.3%. Les taux réels de la Fed sont donc bien plus négatifs après inflation qu'en zone Euro. L'indice CRB des matières premières a dépassé et au-delà son niveau d'avant la crise, reflétant les achats massifs de la Chine avec son économie vigoureuse.

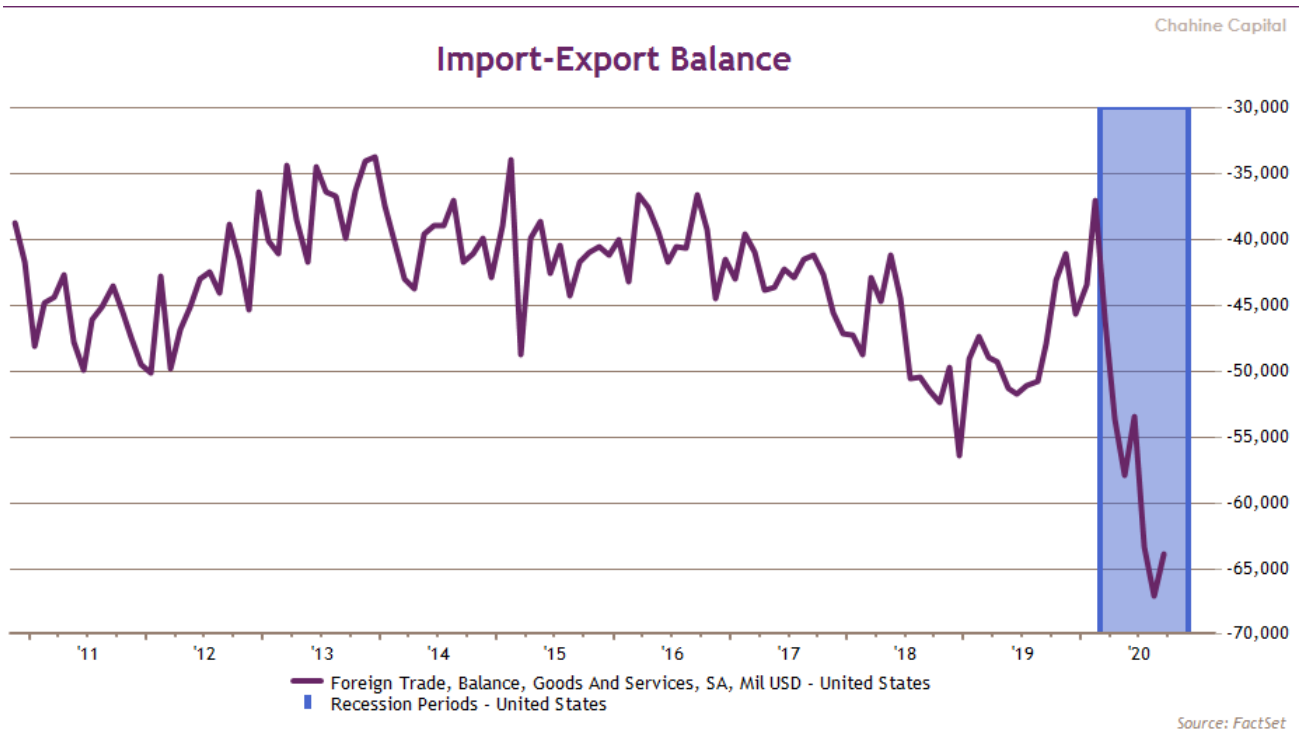
L'indice précurseur des directeurs d'achat ISM indique une économie qui tourne rond notamment pour l'indice manufacturier. Il atteint presque les 60 points alors que 50 indique déjà une expansion. L'économie tourne tellement vite qu'elle doit faire un appel massif aux importations, chinoises notamment. 65 Mds de déficits par mois alors que cette balance se redressait avant la crise suite aux accords commerciaux dits Phase 1.



## Très bon niveau d'activité indiqué par les indices ISM



## Forte dégradation de la balance commerciale



Le déluge de \$ qui continue de se déverser et la balance commerciale qui se dégrade continuent d'impacter la valeur du \$ par rapport à l'Euro où il atteint quasiment les 1.20\$ pour 1€, et surtout par rapport au Yuan qui est passé de 7.14 à 6.56 pour 1\$, soit une dépréciation de 8%. La crise a permis à la Chine d'accroître ses réserves.

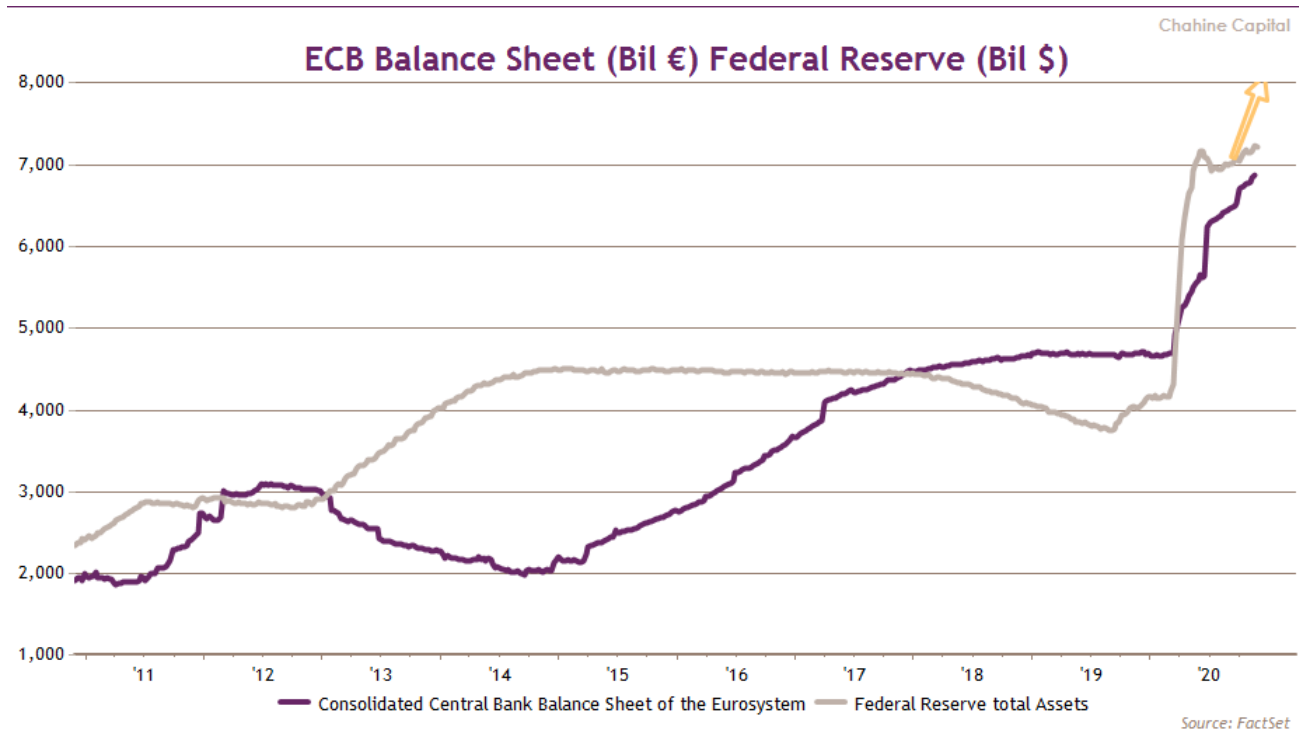




## Les banques centrales comblent les déficits qui se creusent

Les banques centrales ont poursuivi leurs achats de titres et notamment en zone Euro, alors que la Fed marque une petite pause. Mais l'impression de billets va reprendre de plus belle avec les plans de relance de Biden. Celui de 750Mds de la zone Euro a un peu de plomb dans l'aile à cause de l'opposition de la Pologne et la Hongrie.

### La poursuite des achats de titres se poursuit par les banques centrales

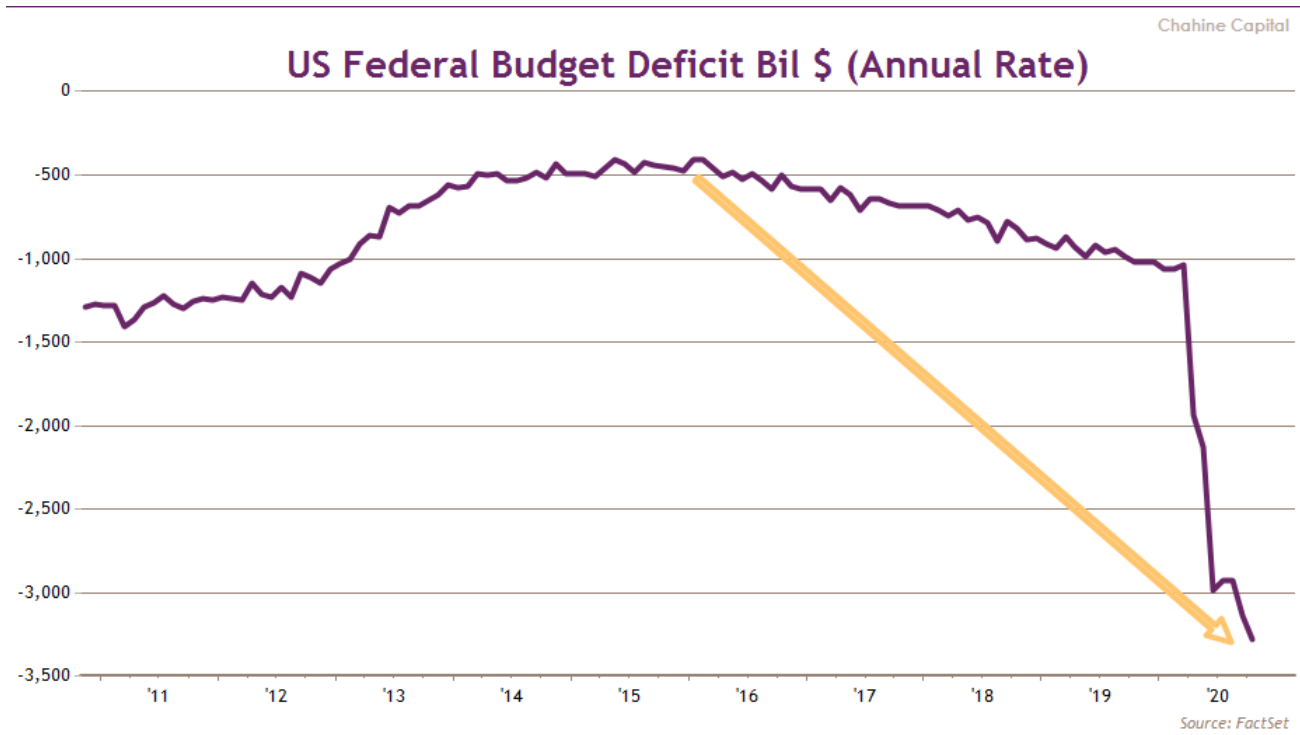


La contrepartie des rachats de titres se trouve dans les déficits du budget qui atteint le rythme annuel de 3.4 trillions soit 16% du PIB. Ce rythme devrait se ralentir dans la deuxième partie de 2021 avec la reprise de l'emploi avec la croissance. Les gouvernements n'oseront pas tuer la reprise dans l'œuf avec une levée d'impôts supplémentaires. La dette pourrait ainsi toucher les 125% du PIB fin 2021, qui ne fait plus peur quand on regarde du côté du Japon et l'Europe.

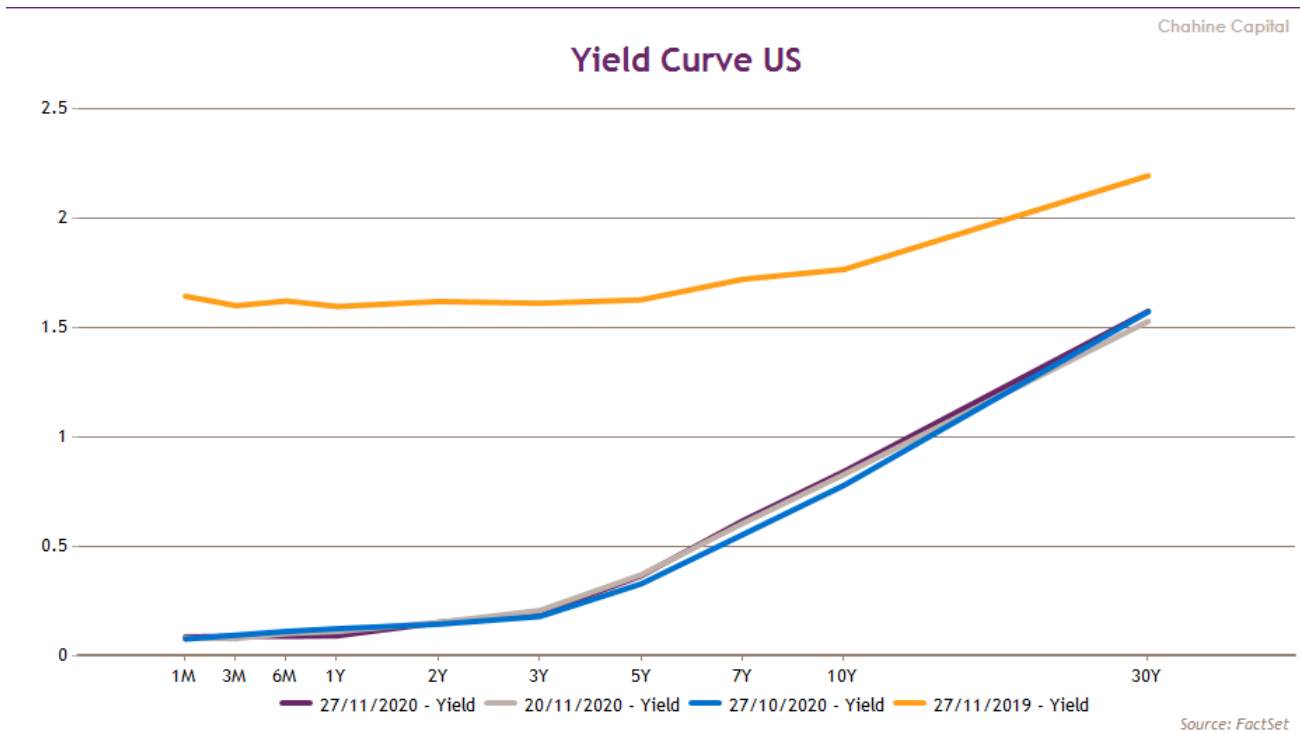
La courbe des taux n'a pas bougé sur le mois et reste pentue, un excellent signe pour la reprise. Le 30 ans qui sert à notre modèle est resté stable à 1.60% et le 10 ans à 0.84%. En zone Euro, la courbe allemande est négative jusqu'à 30 ans !



## Forte accélération du déficit budgétaire



## Une courbe pentue qui vient conforter les prévisions de croissance





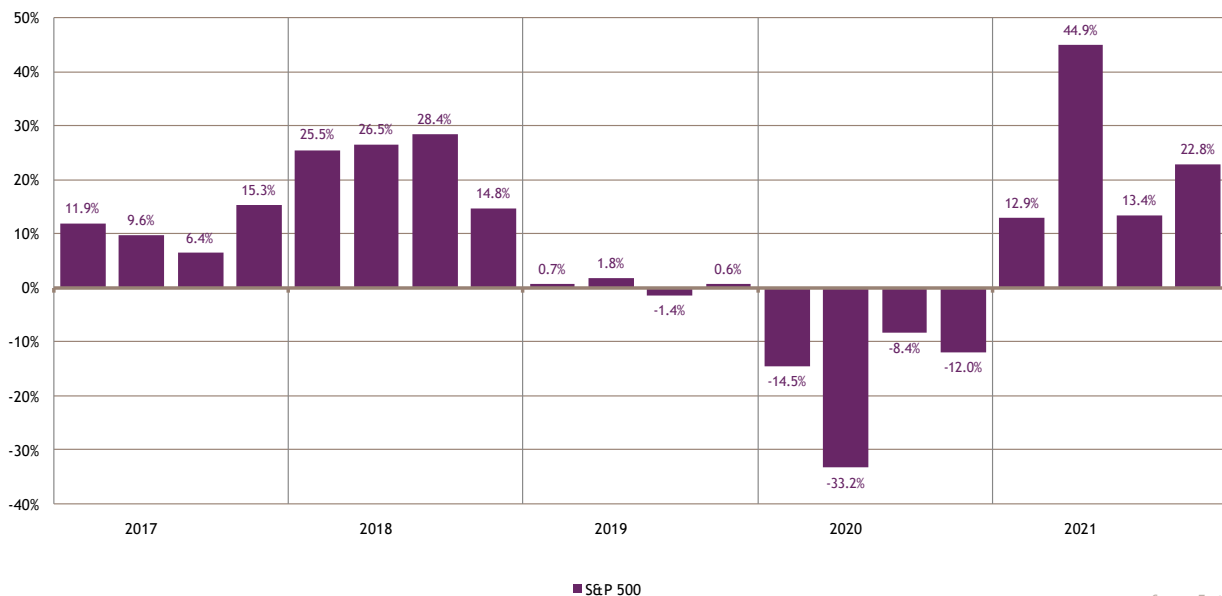
## Retour marqué vers la hausse des profits

La situation des profits reste plutôt positive avec des révisions à la hausse qui se poursuivent, et une baisse limitée des profits de 17% en 2020 alors que l'on prévoyait -24% en juin. 2021 est également revu à la hausse avec une augmentation de 24% qui effacera quasiment la baisse de 2020. Le consensus anticipe 13% pour 2022 que notre modèle ramène à 8.5%. Pour T4, le consensus prévoit une chute de 12% des profits, qui sera moindre à notre avis car les sociétés prennent toujours de la marge dans les prévisions de leurs prochains résultats. Le P/E ne cesse de grimper et se trouve à 21.9 x les résultats 2021. Le rendement du dividende se réduit à 1.65% et le rachat d'actions s'est ralenti à 1.5%, les sociétés estimant que les cours sont déjà bien haut.

### Le rétablissement des profits 2021 en bonne voie

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500

CHAHINE CAPITAL



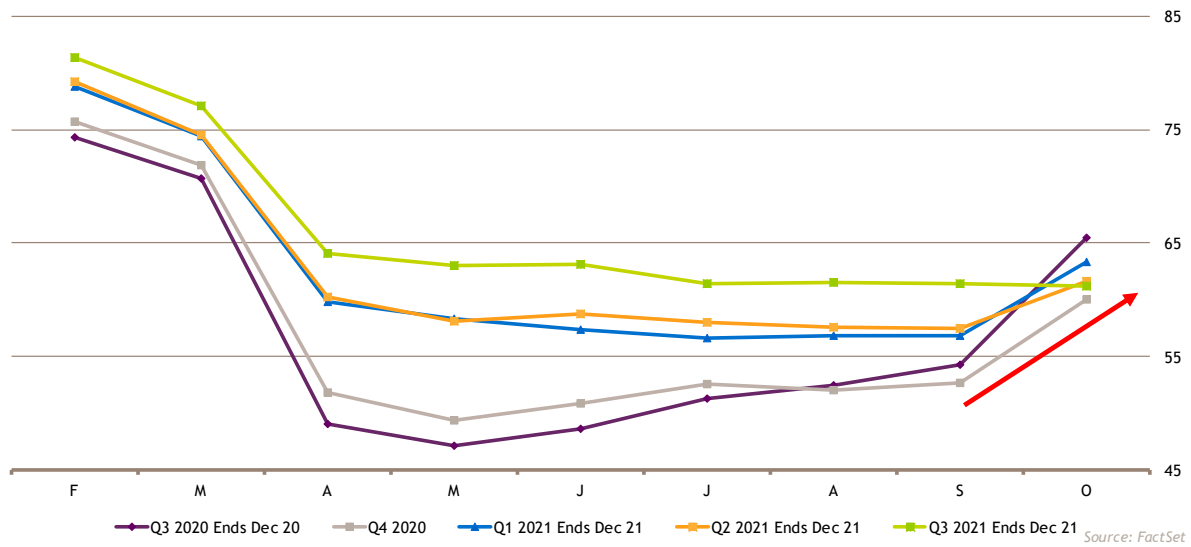
Le momentum des profits s'est modifié et on voit les valeurs sensibles à la crise inverser leur tendance comme les financières où tous les trimestres sont revus à la hausse. L'examen du consensus par secteur montre que le secteur énergie sera en perte dans son ensemble et un retour des profits est attendu pour 2021. Le secteur industriel subit de plein fouet les effets de la crise car le secteur du transport aérien y est classé. Les pertes se chiffrent par milliards et même en 2021 le consensus prévoit des grosses pertes. Le secteur n'est pas aidé par les déboires de Boeing qui cumule la crise et ses 737 Max cloués au sol. Le fleuron industriel General Electric est à peine à l'équilibre. Le rebond de 2021 n'est pas suffisant pour un retour aux profits de 2019. Le secteur des biens cycliques aurait dû plonger bien plus bas car il contient toute l'activité de loisirs tourisme mais il est sauvé par les performances exubérantes d'Amazon et de Home Depot. Le secteur financier profite à fond de l'envol des marchés financiers, mais les provisions ont entamé une partie des bénéfices 2020 qui baisse de 28% pour rebondir de 23% en 2021. L'immobilier est fortement impacté, notamment le retail, l'immobilier hôtelier et les centres commerciaux. Le retour à la normale n'est pas prévu pour 2021. Les secteurs qui n'ont pas subi l'effet de la crise incluent la santé, l'informatique, les biens



de consommation courante. Le secteur de la communication a été peu impacté grâce à la présence de Facebook, Netflix et Google, tous classés dans ce secteur. Les mines d'or ont soutenu les produits de base.

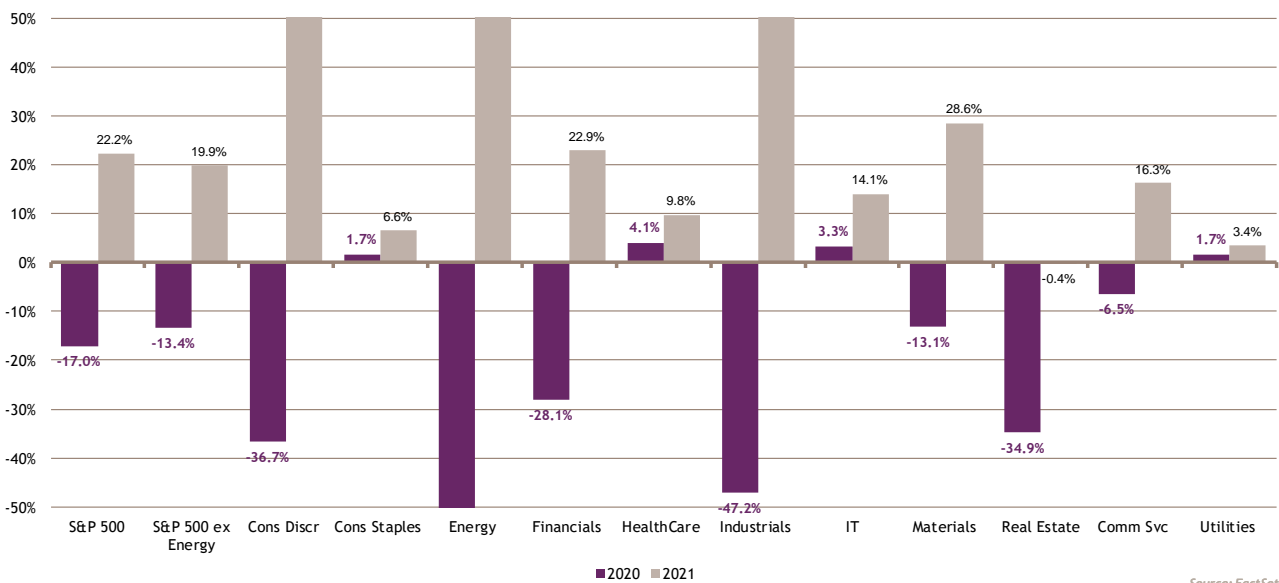
### Révision à la hausse des valeurs financières

Quartely Earnings estimates for S&P 500 Financials



### Des performances sectorielles très contrastées

EPS Growth by Sector for S&P 500 companies



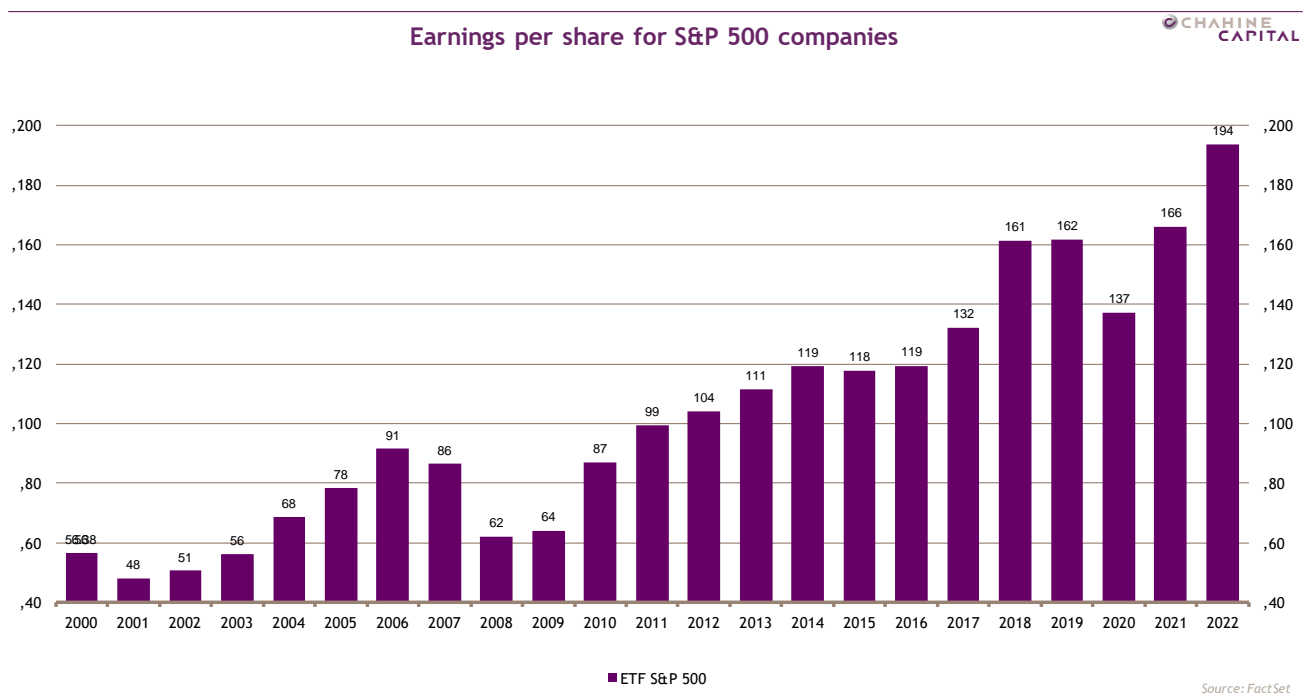
Source: FactSet



## Valorisation des marchés

Nous affichons ce mois-ci un graphique intéressant sur la tendance des profits sur 20 ans du S&P 500 qui est impressionnante et qui explique partiellement la hausse du marché. Sur une période de 10 ans entre 2011 année normale et 2021 les profits ont augmenté 67% alors que sur la même période l'indice a augmenté de 189% ! sans compter le dividende. Ceci s'est fait par l'augmentation du fameux P/E. L'explication se trouve évidemment par la chute massive du 30 ans sur la période qui est passé de 4.42% à 1.60%. Si on détenait une obligation à 30 ans, son cours se serait apprécié de 67%. Il serait donc logique que le marchés actions s'apprécie de la hausse des profits combiné à l'impact des taux, ce qui nous donnerait une appréciation totale de 179% contre une hausse des cours de 189%. Ce calcul nous montre qu'il n'y a pas de bulle ce qu'indique également notre Prime de Risque.

### Une chronologie de profits impressionnante



Les taux longs à 30 ans sont restés stables sur le mois à 1.62%, en revanche nous avons été amenés à revoir nos estimations de profits à la hausse, en retenant le consensus inchangé pour 2021 et corriger moins le consensus pour 2022 où les analystes sont toujours euphoriques dans le lointain. Notre objectif de cours a été rehaussé de 3306 à 3552, mais il semble que le marché nous a déjà rattrapé avec un dernier cours à 3630 points. Notre CAGR 8 ans est à 5.6%, par rapport au point bas de 2020. La valorisation est certes tendue, mais ne présente pas de signes de bulle. Il suffit de 10bps de baisse des taux pour être à son prix.

Le dilemme actuel est l'absence d'investissement offrant une rentabilité avec un risque modéré. L'immobilier est devenu dangereux pour plusieurs classes d'actifs dont les bureaux, les hôtels et le retail. Les investissements alternatifs ne sont pas en odeur de sainteté. Il reste donc les actions qui sont hautement liquides avec un risque modéré si l'on croit aux derniers chiffres du VIX qui est tombé à 20%. Nous maintenons notre opinion de surpondérer introduite le 28 mars au cours de 2600 points.



## Une valorisation très sensible aux taux longs

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

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	1.25%	1.50%	1.62%	1.75%	2.00%
Slow recovery: -17% in 2020, 16% in 2021 - CAGR 3.6%	3 410	3 186	3 087	2 986	2 806
Implied Scenario CAGR 5.6% over 8 years	4 013	3 747	3 630	3 509	3 297
Return to normal: -17% in 2020, 22% in 2021 - CAGR 5.6%	3 926	3 666	3 551	3 434	3 226
Current Index S&P 500	3 630				

En zone Euro, la moyenne des taux à 30 ans reste quasi stable à 0.24%. Le consensus a mis un point d'arrêt aux révisions des profits à la baisse et la baisse de 2020 en zone Euro s'établit à -36% suivie d'un rebond de 21%, très loin d'effacer la chute. Ces meilleures perspectives de profits nous amènent à rehausser nos objectifs à 136 points pour une clôture à 126.

## Quelques pépites surtout hors des grands indices

### MSCI EMU - Valuation end 2020 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	0.00%	0.10%	0.24%	0.40%	0.50%
Deep recession: -39% in 2020, 15% in 2021 - CAGR -4.1%	118	114	109	104	101
Implied Scenario: CAGR -3% over 8 years	137	132	126	120	117
Return to normal: -36% in 2020, 21% in 2021 - CAGR -1.8%	148	143	136	129	129
Current Index MSCI EMU	126				



## Conclusions

Alors que la deuxième vague de la pandémie s'avère plus meurtrière que la première, une cascade d'annonces sur l'efficacité de plusieurs vaccins en phase 3 a donné une bouffée d'oxygène et le secret espoir d'un retour à une vie normale. La bourse a immédiatement réagi en volant de record en record. La pandémie bat son plein aux États-Unis, en Europe de l'Est et au Moyen-Orient, mais le pic semble avoir été atteint récemment en Europe. Les gouvernements font tous de l'équilibrisme entre le besoin de protéger des vies et d'éviter l'effondrement du système de santé et la nécessité de maintenir une activité économique. L'Asie reste la région où la crise reste la mieux maîtrisée et où le nombre de décès sur 1 mois est en dessous de celui de 1 jour en France. Nous invitons nos lecteurs à de plus amples explications dans notre lettre du mois dernier < [La liberté est-elle plus importante que la vie ?](#) ». Ce thème, avec l'obligation ou pas de se faire vacciner, resurgit alors que tout le monde se prépare à l'arrivée des vaccins qui affichent une efficacité inespérée de 95%. Le problème se posera une fois que les priorités auront été servies et la demande de vaccination des voyageurs, des administrations, des contrôles aux frontières va remettre au gout du jour le carnet de vaccination sur smartphone.

Les marchés financiers ont atteint des sommets. L'indice mondial est en hausse de 10.9% et le marché américain de 17% selon MSCI et de 14.5% selon le S&P 500 en raison de l'exclusion de Tesla. Ces hausses sont le reflet de l'abondance de liquidités et la baisse des taux dont beaucoup sont en territoire négatif. Les perspectives de croissance sont également très bonnes, l'économie ne demandant pas mieux que de retourner à la situation d'avant crise grâce aux vaccins. Les pays émergents sont à la fête avec 15% de hausse, imputable quasi exclusivement à la Chine et Taiwan. Les GAFAM existent également en Chine et montrent des hausses allant de 30% à 1243% pour le Tesla Chinois NIO. La digitalisation chinoise n'a pas fini d'inquiéter les US. Les secteurs porteurs tournent autour de l'économie digitale que l'on retrouve dans les biens cycliques (Amazon, Tesla), l'informatique (Microsoft, Apple), la communication (Facebook, Netflix, Google). Des secteurs parfois condamnés revivent grâce à l'arrivée de l'innovation comme Tesla dans l'automobile. Le marché s'est retourné avec l'annonce des vaccins et les valeurs cycliques se sont envolées depuis le 6 novembre comme l'énergie avec 33% de hausse du point bas ou la finance. Cela indique que le marché a des espoirs fondés sur l'efficacité des vaccins.

L'élection de Joe Biden n'a pas effrayé la bourse et beaucoup de républicains sont contents de se débarrasser d'un président lunatique et imprévisible. Il prévoit 2 trillions\$ de dépenses dans les infrastructures et le climat, une hausse de l'IS de 21 à 28%, un alourdissement de l'IRPP à partir de 400.000\$ et un retour vers le multilatéralisme.

La croissance mondiale est attendue en hausse de 5.1% en 2021 après sa chute de 3.85% en 2020. La Chine reste le moteur principal avec sa hausse de 8.1% en 2021 et sa croissance positive en 2020. C'est la zone Euro qui a été la plus impactée par la crise et un retour au niveau d'avant crise n'est pas prévu avant 2022. Les indicateurs macro-économiques comme l'indice ISM montrent une forte activité manufacturière et les dépenses des ménages ont retrouvé un niveau élevé. L'inflation aux US est nettement plus élevée qu'en Europe, rendant les taux réels plus négatifs outre-Atlantique. La courbe des taux bien pentue confirme les autres signes de reprise. Les déficits continuent de se creuser rapidement et la planche à billets fonctionne nuit et jour. Les profits restent revus à la hausse et après une chute limitée à 17% en 2020, le rebond attendu est de 24% en 2021. Le P/E 2021 s'établit à 21.9x et se justifie par les très faibles taux. Un calcul sur 10 ans que nous avons fait en combinant la hausse des profits de 67% avec la baisse des taux montre un marché qui s'apprécie de 179% de façon actuarielle, contre une hausse constatée de 189%, indiquant l'absence d'une bulle. Notre modèle de prime de risque indique un marché légèrement surévalué avec notre objectif de cours à 3552, pour un cours récent à 3630. Nous maintenons notre opinion de surpondérer introduite le 28 mars au cours de 2600

*Jacques Chahine*



## Main ratios for markets and sectors as of 27/11/2020 (in local currency)

Data as of 27/11/20	Weight vs MSCI World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2020	Revision vs M-2%	
		2020	2019	2021	2020	2021	2020	2019		Fiscal 21	Fiscal 20
MSCI The World Index	100.0%	10.20%	25.30%	20.4 x	25.0 x	22.6%	-17.6%	-1.5%	1.92%	2.5%	6.1%
MSCI USA	64.3%	15.12%	29.20%	22.7 x	27.0 x	18.7%	-13.8%	-0.1%	1.54%	2.0%	5.1%
MSCI Japan	8.4%	4.02%	15.70%	17.9 x	23.9 x	33.4%	-17.8%	-28.6%	2.15%	1.4%	3.2%
MSCI EMU	13.0%	-3.66%	21.69%	17.3 x	23.5 x	35.9%	-36.4%	0.9%	2.56%	-0.5%	8.2%
MSCI Europe	22.8%	-6.42%	22.17%	16.8 x	21.7 x	29.6%	-32.4%	3.7%	2.75%	1.0%	7.2%
MSCI Europe ex Energy	21.8%	-4.35%	23.79%	16.9 x	21.0 x	24.7%	-27.6%	5.7%	2.62%	1.2%	7.1%
MSCI Austria	0.1%	-18.79%	13.38%	12.5 x	18.9 x	51.6%	-49.6%	-25.1%	2.80%	-4.2%	-1.7%
MSCI Belgium	0.5%	-14.41%	19.37%	20.6 x	20.4 x	-0.9%	-30.7%	9.9%	2.21%	-0.5%	6.5%
MSCI Denmark	0.9%	24.07%	28.95%	25.1 x	30.5 x	21.4%	-1.8%	-3.9%	1.43%	4.5%	6.3%
MSCI Finland	0.4%	9.40%	8.28%	20.4 x	22.7 x	11.5%	-16.0%	-0.7%	2.88%	-7.7%	-2.6%
MSCI France	4.8%	-4.32%	26.10%	18.3 x	29.0 x	58.4%	-45.9%	4.8%	2.47%	-0.9%	2.4%
MSCI Germany	3.4%	-3.23%	20.10%	15.4 x	18.7 x	21.5%	-20.5%	-2.5%	2.58%	-0.4%	19.8%
MSCI Great-Britain	4.2%	-16.16%	11.37%	14.2 x	18.9 x	33.4%	-35.8%	-5.9%	3.43%	0.9%	4.8%
MSCI Ireland	0.1%	-2.13%	21.49%	30.4 x	66.4 x	118.3%	-66.3%	-26.6%	0.51%	2.0%	3.0%
MSCI Italy	1.0%	-7.65%	25.49%	13.9 x	23.5 x	69.1%	-50.4%	-2.3%	3.29%	3.6%	-1.5%
MSCI Netherlands	1.7%	7.61%	26.85%	21.4 x	27.3 x	27.9%	-28.1%	-3.6%	1.85%	-2.0%	1.6%
MSCI Norway	0.3%	-6.24%	8.26%	15.9 x	20.3 x	27.4%	-23.9%	-12.0%	3.72%	-2.7%	2.6%
MSCI Spain	1.1%	-13.58%	9.85%	16.9 x	20.4 x	21.1%	-47.2%	6.5%	3.54%	1.2%	11.7%
MSCI Sweden	1.2%	10.57%	25.01%	17.4 x	17.1 x	-2.0%	-17.4%	65.1%	2.54%	10.0%	24.8%
MSCI Switzerland	3.0%	-2.26%	26.97%	18.0 x	20.8 x	15.8%	-9.7%	9.7%	2.83%	0.6%	1.3%
MSCI Europe Consumer Discretion	3.3%	1.42%	30.01%	19.5 x	63.1 x	223.6%	-71.5%	-13.2%	0.99%	7.2%	16.6%
MSCI Europe Consumer Staples	3.1%	-6.25%	22.38%	18.6 x	20.1 x	8.1%	-9.8%	9.9%	2.88%	-0.4%	1.1%
MSCI Europe Energy	1.0%	-35.34%	3.55%	15.1 x	73.2 x	383.8%	-88.1%	-14.8%	5.34%	-2.4%	14.7%
MSCI Europe Financials	3.4%	-16.85%	17.31%	11.2 x	13.7 x	22.7%	-37.5%	14.9%	3.66%	3.2%	14.8%
MSCI Europe Health Care	3.0%	-3.62%	28.40%	16.7 x	18.0 x	7.7%	-2.6%	9.7%	2.72%	-2.0%	-0.1%
MSCI Europe Industrials	3.2%	1.28%	32.02%	21.6 x	34.0 x	56.9%	-42.8%	4.7%	1.90%	1.0%	2.2%
MSCI Europe Information Technol	1.5%	8.71%	36.00%	27.9 x	31.2 x	11.8%	-10.5%	3.9%	0.90%	-7.6%	1.7%
MSCI Europe Materials	1.6%	1.41%	21.39%	16.5 x	17.1 x	3.8%	0.7%	-7.8%	3.22%	3.8%	27.7%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-17.45%	18.93%	16.3 x	15.0 x	-8.0%	-18.1%	-16.0%	3.70%	1.8%	14.2%
MSCI Europe Communication Serv	1.0%	-15.07%	0.60%	15.0 x	17.0 x	13.0%	-24.2%	1.3%	4.16%	-0.2%	-1.9%
MSCI Europe Utilities	1.3%	7.26%	24.29%	17.1 x	19.0 x	10.9%	-10.2%	23.6%	4.15%	0.5%	0.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 27/11/2020





## 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).