

## Merci de votre fidélité à cette lettre durant 30 ans !

### Conclusions

Voici 30 ans que cette lettre existe et essaie d'apporter un éclairage original sur les marchés financiers. Le temps est venu de passer le flambeau à l'équipe de Chahine Capital pour poursuivre cette œuvre. Les témoignages encourageants que j'ai reçu tout au long de ces années ont été la plus grande récompense que j'ai eue dans ma carrière. Le brillant parcours de Chahine Capital s'est poursuivi sous la houlette d'Iris Finance, avec des actifs qui atteignent maintenant le Md€ et des performances encore meilleures avec 11.2% et 11.7% de performance annualisée sur 10 ans pour les deux fonds phares.

L'année 2020 se caractérise comme une « annus horribilis » selon l'expression de la reine Elisabeth, avec la plaie du Covid qui n'a épargné personne. Malgré l'effondrement de l'économie, les marchés financiers ont connu l'une de leurs meilleures années. L'indice MSCI World a progressé de 14.1% en monnaie locale et 16.5% en \$, mais la performance a été très inégale et a consacré le règne de l'économie digitale, contrôlée par les US et un nouvel acteur : la Chine. Le marché américain s'est envolé de 21.4% et les pays émergents de 19.5% dont la quasi-totalité est attribuée aux valeurs cotées en Chine (+69%) et à Hong Kong (22.4%). L'économie digitale a été la grande bénéficiaire de la crise et a donc profité aux deux grandes puissances du Digital. Les 10 premiers contributeurs à la performance mondiale, qui représentent 10% de la performance en \$ sur un total de 16.5%, sont toutes des Gafam digitales. Des valeurs dans le Digital en Chine multiplient parfois leur cours par 5 ou 10. Le marché chinois des actions est de loin le deuxième au monde, mais reste dangereux par manque de transparence et un contrôle étatique comme sur le pauvre Alibaba. Il manque néanmoins à la Chine un Microsoft dont elle dépend à 85% ; elle tente désespérément d'avoir un OS local et n'hésitera pas à hacker ou débaucher des cerveaux. L'énergie, la finance et l'immobilier ont été les grands perdants ainsi que toute une panoplie de valeurs exposées au Covid comme le transport aérien et les loisirs. La baisse massive des taux et les injections de liquidités ont porté la hausse de 2020 avec une deuxième vague de hausse soutenue par l'arrivée des vaccins.

Nous sommes passés de sous-pondéré à surpondéré dans notre lettre du 28 Mars au cours de 2600 points du S&P500 et notre position n'a pas changé à ce jour malgré un indice qui clôture l'année à un record de 3756 points. Nos autres recommandations de 2020 étaient l'achat d'or au cours de 1780\$ à travers des futures et l'allègement à l'exposition \$ au cours de 1.18. Nous maintenons ces recommandations pour 2021. Le \$ souffre de la baisse des taux réels qui sont négatifs et du creusement de sa balance commerciale ainsi que d'un afflux massif de nouvelles liquidités en 2021. L'or est l'une des réponses à cette situation.

L'année 2021 sera dominée par les relations avec la Chine dont l'impérialisme grandit de jour en jour. Le pauvre Hong Kong est muselé, l'Allemagne est menacée de boycott de ses automobiles si elle ne choisit pas Huawei et le pays tient rarement ses promesses, même signées. L'arrivée de Biden pourrait créer un front commun avec l'UE face à la Chine mais celle-ci sait très bien diviser pour régner, comprenant que les pays de l'UE ne seront pas forcément unis. L'année 2021 devrait voir le contrôle de la pandémie grâce à des vaccins inespérés. Le démarrage est chaotique mais les laboratoires et les autorités vont monter en charge pour la vaccination. Il faut espérer passer des vacances normales cet été. Le rebond de la croissance mondiale attendu est de 5.1% après une chute réduite à -3.77%. L'Asie affiche les meilleures performances avec la Chine à 8.3%. On notera le très fort rebond dans le logement aux US où les prix explosent à +7%. Le Brexit a enfin eu lieu et l'UE sera moins impactée que le Royaume-Uni.

L'année 2021 devrait marquer un fort rebond des profits américains de 22.5% après une baisse limitée à 16% en 2020 concentrée sur l'énergie et la finance. Le P/E 2021 est à 22.5x et le dividende à 1.6%. La valorisation du marché reste tendue selon notre modèle, avec un objectif de cours de 3753 points pour la fin de l'année et une clôture à 3752 points. Elle implique des taux à 30 ans à 1.66% et un CAGR de 6% sur 8 ans, supérieur au PIB nominal, ce qui implique une nouvelle vague d'amélioration des marges avec la poursuite de la transformation digitale. Nous maintenons notre opinion de surpondérer les actions.

*Jacques Chahine*



## Beaucoup d'émotion pour notre dernière lettre

---

Les témoignages encourageants que j'ai reçus tout au long de ces années à la lecture de cette lettre ont été la plus grande récompense que j'ai eue dans ma carrière. Cette lettre a débuté en France en 1990, deux ans après la création de Jacques Chahine Finance et son consensus de marché. Heureuse époque où j'avais commencé à calculer le P/E du Cac 40 à partir du consensus. Cela s'appelait le Fax du marché, alors que le courrier électronique était balbutiant. En 2004, j'ai cédé JCF Group à Factset, puis créé Chahine Capital pour me concentrer sur la gestion modélisée de la Sicav Digital Funds, et cette lettre a suivi mes investisseurs. J'ai poursuivi la rédaction de cette lettre après la cession de Chahine Capital à Iris Finance et le succès de cette Sicav s'est poursuivi avec l'équipe en place, les actifs passant de 500M à 1Mds d'euros. Les performances se sont encore améliorées grâce à des nouvelles innovations dans les modèles et l'intégration récente d'un module d'Intelligence Artificielle. La performance moyenne annualisée sur 10 ans a atteint 11.2% pour Digital Stars Europe et 11.7% pour Digital Stars Europe ex UK, ce qui classe régulièrement les fonds comme premiers dans leur catégorie. La rédaction de la lettre est restée indépendante n'hésitant pas à recommander une réduction de l'exposition actions quand les marchés étaient jugés excessifs. La plus belle remarque que j'ai entendue sur cette lettre est quand l'un de mes lecteurs m'a dit « votre lettre est toujours placée en tête de la pile des lectures que j'ai à faire ».

Le temps est venu de passer le flambeau à l'équipe Chahine Capital pour poursuivre l'analyse des marchés financiers, en léguant la « boîte à outils » que j'ai développée tout le long de ces années. C'est l'un des meilleurs observatoires pour analyser les profits des sociétés grâce à l'intime connaissance des consensus de marché. C'est avec un grand serrement de cœur que je vais arrêter la rédaction de cette lettre pour me consacrer à mon family office. Vous pouvez toujours me joindre en m'écrivant à [jacques.chahine@jjinvestmentgroup.com](mailto:jacques.chahine@jjinvestmentgroup.com).

## Une récession qui fait flamber les marchés : du jamais vu

---

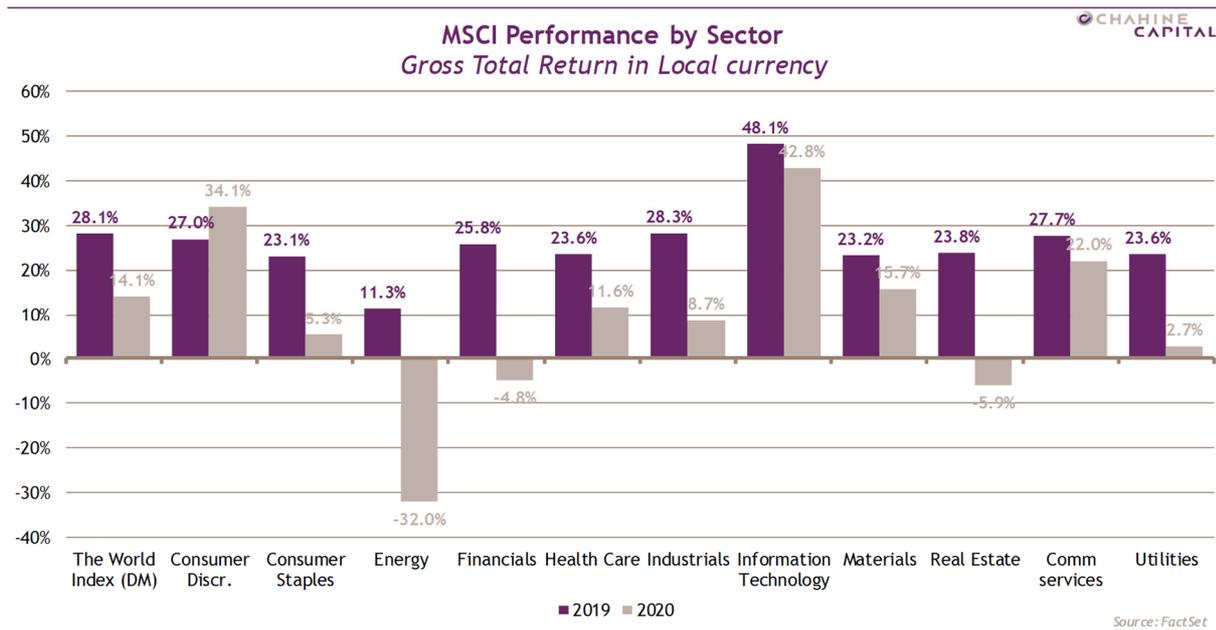
L'année 2020 qui s'est écoulée a été une « annus horribilis » selon l'expression de la reine Elisabeth, avec la plaie du Covid qui s'est abattue sur la planète. Personne n'a été épargné et nous avons passé la moitié du temps confinés et terrorisés à l'idée d'attraper le virus sournois. Malgré l'effondrement de l'économie et une profonde récession, une infime minorité de citoyens s'est enrichie de façon insolente, alors que des pans entiers de la population se sont retrouvés dans le dénuement le plus total. Les banques centrales ont déversé des trillions de \$ dans l'économie, mais une grande partie de ces liquidités a servi à inflater les actifs financiers, et en premier lieu les actions. Or les ménages modestes ont rarement un portefeuille actions et s'ils en ont un, il reste minuscule. Les 1% des foyers les plus aisés détiennent plus de 50% des actions américaines, un chiffre en constante augmentation. Même les détenteurs d'obligations, quel que soit leur notation, ont vu des gains en capital suite à la baisse des taux. La Fed a même acheté des junk bonds pour soutenir l'économie et éviter les faillites.

L'indice MSCI World a progressé de 14.1% incluant le dividende brut en monnaie locale et 16.5% en \$ compte tenu de la dépréciation du \$ cette année face à toutes les devises. Mais la performance a été très inégale selon les secteurs plus ou moins impactés par la crise. L'économie digitale a été la grande bénéficiaire de la crise et a donc profité aux deux grandes puissances du Digital, les US et... la Chine. Le marché américain s'est envolé de 21.4% et les pays émergents de 19.5% dont la quasi-totalité est attribuée aux valeurs cotées en Chine et à Hong Kong. Les valeurs chinoises de l'indice MSCI ont progressé de 69% et les valeurs cotées à Hong Kong de 22.4%.

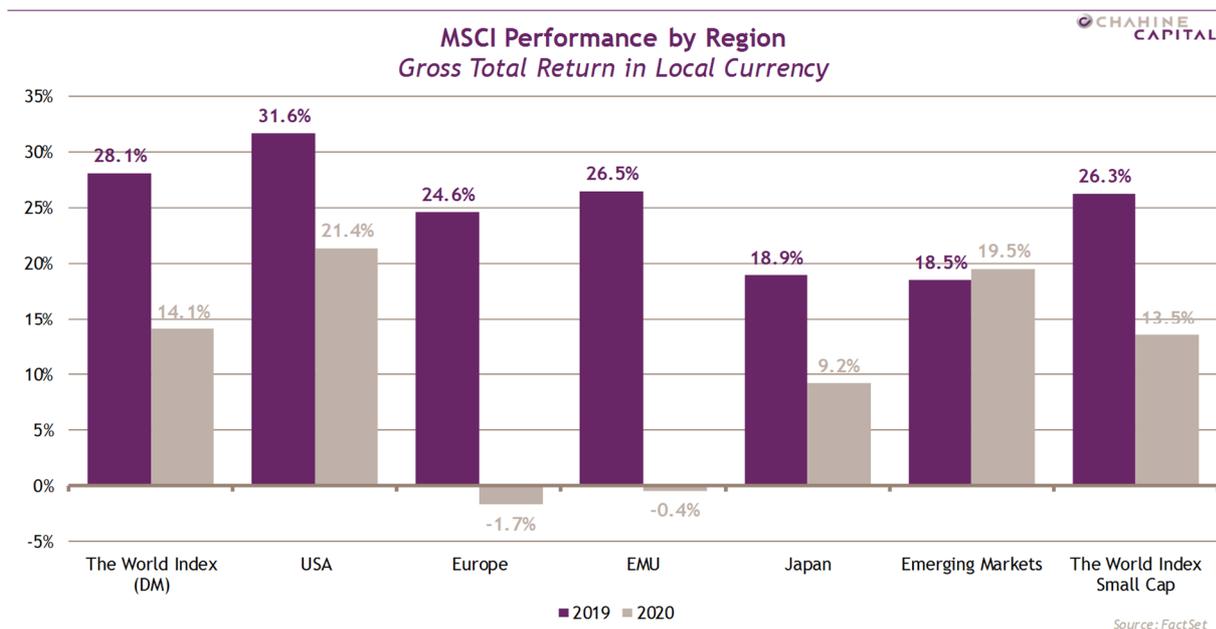


Le secteur en tête des performances est l'IT avec une progression sur l'année de 42.8%, après une année 2019 à 48.1%. Les progressions importantes dans les autres secteurs sont également des valeurs « digitales » telles qu'Amazon et Tesla dans les biens durables, Google, Facebook et Netflix dans la communication. Les 10 premiers contributeurs à la performance mondiale représentent 10% de cette performance en \$ sur un total de 16.5%. Elles sont toutes américaines car la Chine ne figure pas dans l'indice des marchés développés mais plutôt dans l'indice des marchés émergents. L'Europe des grosses capitalisations est en queue de peloton n'ayant pratiquement pas de sociétés dans l'économie digitale.

## Concentration de la hausse dans les valeurs digitales



## La Chine et Hong Kong expliquent toute la hausse des émergents





Les marchés émergents ont figuré en tête du palmarès, mais c'est notamment grâce à la Chine, la Corée et Taiwan. La poche Chine progresse de 69% et pèse 6% de l'indice. La poche Hong Kong où sont cotés les grands groupes chinois pèse pour 33% de l'indice et ne progresse que de 22.4%, impactée par le coup de bambou infligé par le parti communiste à Alibaba lors de son IPO de Alibaba Ant. Les deux branches capitalisent 2700m\$ et ne sont qu'une fraction de la capi de la Chine. Nous avons désespérément essayé de cerner la capi totale de la Chine sans y arriver. Les classes d'actions sont multiples, les cotations se font à Hong Kong, Shenzhen, Shanghai, Nasdaq, ADR, NYSE... De plus MSCI ne reconnaît que le flottant et beaucoup de sociétés restent fermement contrôlées par leur fondateur. Notre meilleure estimation serait de 18.8 trillions\$, à comparer aux 31trillions que capitalise le S&P500. Le marché chinois est opaque et les comptes souvent trafiqués. C'est la raison pour laquelle il faut l'approcher à partir de sociétés qui ont des ADR avec l'obligation légale de publier leurs comptes en normes Gaap.

La flambée des valeurs chinoises en 2020 est instructive. On trouve en tête NIO, le Tesla chinois, Pinduoduo, à mi-chemin entre Amazon et Groupon, Baidu (Google), Tal Education qui dispense des cours après la classe en individuel ou petits groupes à des parents désireux que leur enfant réussisse à tout prix. La pandémie a boosté les cours online. Mais les poids lourds se retrouvent à Hong Kong où sont cotés les Gafam chinois.

## La Chine avec Hong Kong

OPTIONS <span>F</span>	ETF MSCI Emerging Markets		
	Port. Average Weight	Port. Total Return %	Port. Contrib. To Return %
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>18.8</b>	<b>18.8</b>
<b>China</b>	<b>6.0</b>	<b>69.3</b>	<b>4.0</b>
NIO Inc. Sponsored ADR Class A	0.2	1 112.4	0.8
Pinduoduo, Inc. Sponsored ADR Class A	0.3	369.8	0.6
Baidu, Inc. Sponsored ADR Class A	0.6	71.1	0.4
TAL Education Group Sponsored ADR Class A	0.4	48.4	0.2
Kweichow Moutai Co., Ltd. Class A	0.3	82.0	0.2
Vipshop Holdings Ltd Sponsored ADR	0.1	98.4	0.1
Wuliangye Yibin Co., Ltd. Class A	0.1	136.9	0.1
Contemporary Amperex Technology Co., Ltd. Cl	0.1	252.0	0.1
China Tourism Group Duty Free Corporation Lim	0.0	239.6	0.1
<b>Hong Kong</b>	<b>33.3</b>	<b>22.4</b>	<b>9.8</b>
Tencent Holdings Ltd.	5.8	51.3	3.5
Alibaba Group Holding Ltd. Sponsored ADR	7.1	9.7	1.7
Meituan Class B	1.0	190.5	1.3
JD.com, Inc. Sponsored ADR Class A	0.8	149.5	0.9
Xiaomi Corp. Class B	0.3	209.5	0.5
Wuxi Biologics (Cayman) Inc.	0.3	214.2	0.4

Néanmoins, la pièce majeure qui manque à la Chine c'est le Microsoft local. 85% des ordinateurs dépendent de Windows et un effort majeur de faire un OS indépendant depuis plusieurs années n'a toujours pas porté



ses fruits. Privé d'Android, le groupe Huawei travaille d'arrache-pied sur son OS Harmony pour faire fonctionner ses smartphones. Ce sera un échec à l'international, mais le marché intérieur colossal et le nationalisme chinois feront qu'ils pourront se passer d'Android et Windows dans la foulée comme ils ont fait pour Google. Avec beaucoup d'argent, ils peuvent débaucher des cerveaux dans le monde qui peuvent apporter avec eux les connaissances très pointues dans les OS, une forme légale de vol de propriété intellectuelle. D'ailleurs, Microsoft vient d'annoncer un accès de hackers à ses codes sources.

## Quelques secteurs très impactés par le Covid

---

Si l'année 2020 a été extraordinaire pour l'économie digitale, elle a fait beaucoup de dégâts pour les sociétés subissant les effets directs du Covid. Plusieurs grands magasins ont fait faillite ou sont sortis de l'indice phare comme Macy's. Amazon et le Covid ont donné le coup de grâce au secteur. Les croisiéristes et les compagnies aériennes sont toujours quasi immobilisés. Le secteur de l'énergie est en perte et est le plus gros perdant. Il ne représente plus que 2.2% du poids de l'indice, et son impact global est du coup réduit. Les deux autres secteurs en baisse sont la finance qui a dû procéder à des énormes provisions contrebalancées par des profits substantiels dans les opérations de marché. Le secteur immobilier souffre également, mais principalement les centres commerciaux, l'hôtellerie et les bureaux. Aujourd'hui, les 10 plus grosses capi du S&P500 représentent 27.5% de l'indice, et toute correction majeure se fera si le marché juge leur valorisation excessive. Le P/E 2021 de l'indice s'établit à 22.5x et le P/E 2022 à 19.2x. Le dividende qui sera payé en 2021 sera de 1.6% du cours actuel, bien meilleur que les taux à 10 ans à 1%.

L'année 2020, qui affiche la plus forte récession de l'histoire, a vu les marchés financiers s'envoler grâce à la baisse massive des taux et l'abondance des liquidités qui ne trouvent aucun emploi avec un profil acceptable de rendement/risque et se sont portées sur les actions où beaucoup de sociétés affichent encore de la croissance. La performance s'est accélérée à l'automne une fois que les espoirs d'un retour à la normale sont devenus réels grâce à l'arrivée de plusieurs vaccins à très haute efficacité.

Nous sommes passés de sous-pondéré à surpondéré dans notre lettre du 28 mars au cours de 2600 points du S&P500 et notre position n'a pas changé à ce jour malgré un indice qui clôture l'année à un record de 3756 points.

## Bilan des recommandations de 2020

---

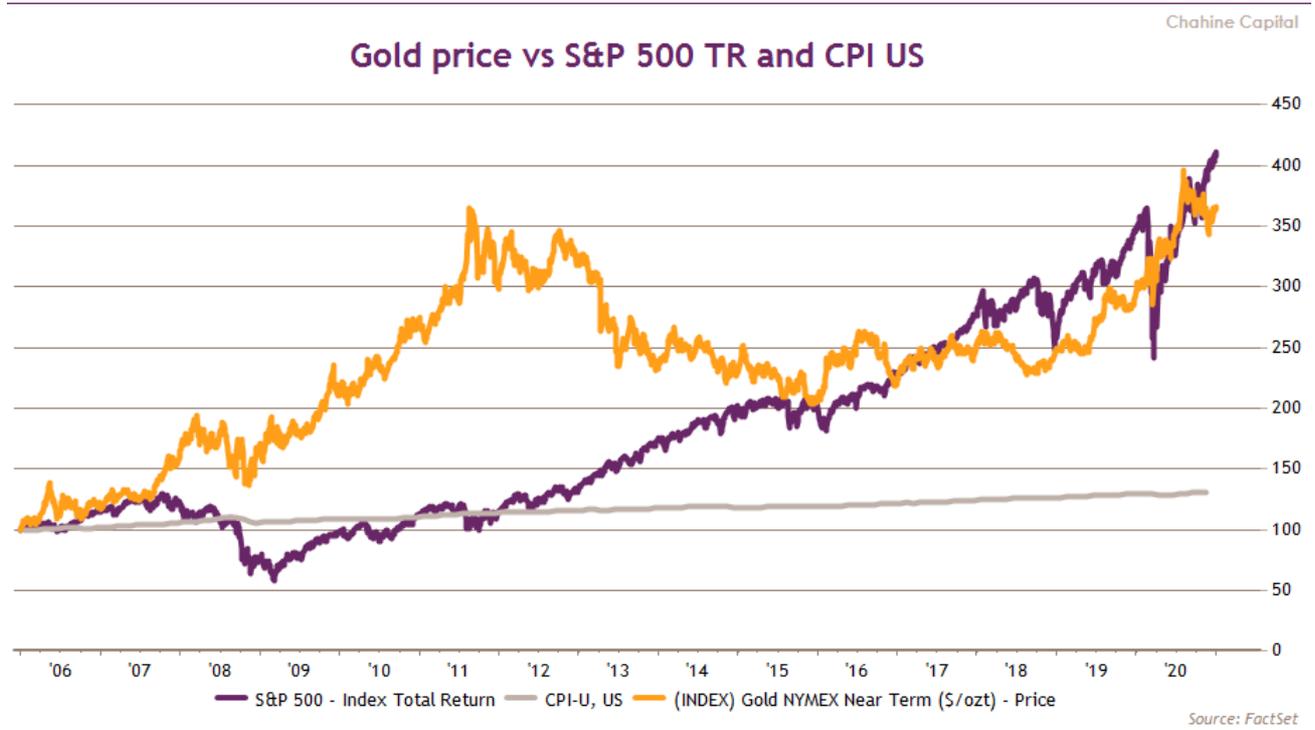
Les taux d'intérêt ont été ramenés à zéro aux US et sont devenus de plus en plus négatifs en Europe avec une inflation anémique. Le déversement de trillions de \$ et € a semé le doute sur la confiance dans la monnaie et l'or est redevenu la valeur refuge par excellence. Dans notre lettre du 27 juin, nous avons écrit que les banques centrales pouvaient imprimer des billets à loisir mais ne savaient pas imprimer de l'or et avons préconisé l'achat au cours de 1780\$ l'once (un peu tard il est vrai). Le métal jaune termine l'année à 1895\$, et la baisse du \$ ne nous a pas impacté car nous avons acheté des futures sur le Comex. L'or termine l'année en hausse de 22%, surperformant l'indice S&P500. Nous conservons notre exposition à l'or pour 2021 dans 3 à 4% de notre portefeuille, parce que nous pensons que les taux resteront bas cette année et franchement négatifs en valeur réelle car ils ne couvrent même pas l'inflation aux US. Nous préférons conserver une position avec des futures Comex, qui évitent l'exposition au \$, car uniquement les gains ou les pertes sont convertis dans cette devise.

Dans notre lettre du 23 août, nous avons préconisé l'allègement de l'exposition au \$ au cours de 1.18 pour 1€. La devise a clôturé l'année à 1.2235. l'un des chocs majeurs de l'année a été la dévalorisation du \$ par rapport à toutes les devises, de 8.7% sur 1 an par rapport à l'Euro et même de 12.6% par rapport au plus

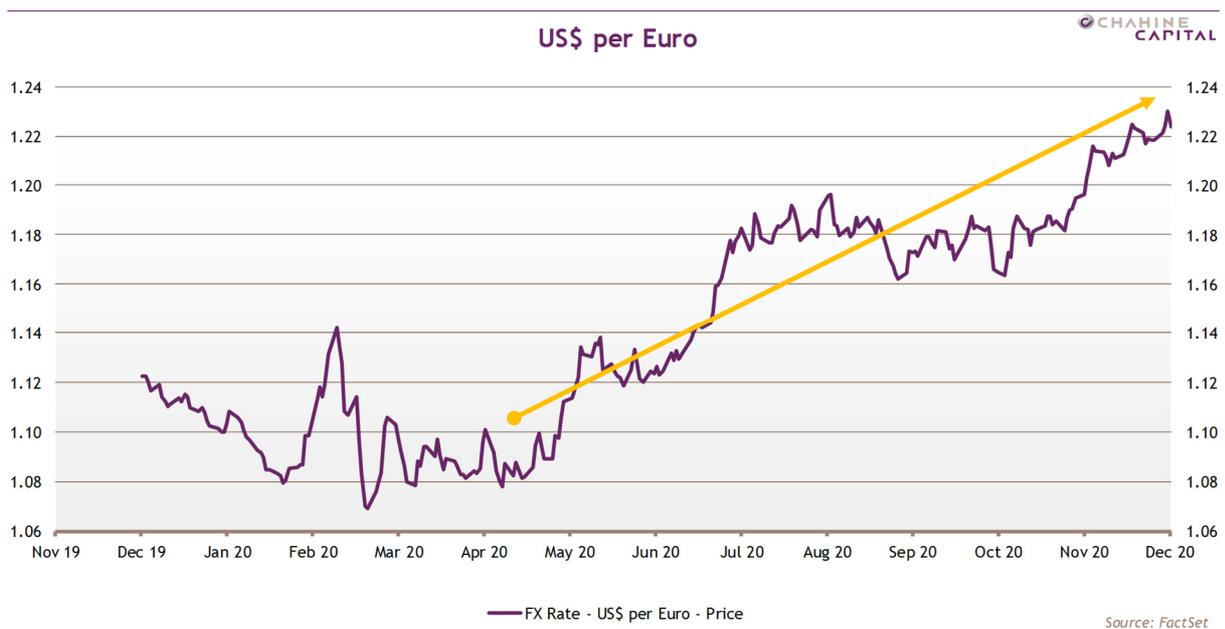


haut. Pendant longtemps le carry trade \$ contre euro était très profitable grâce à l'important spread des taux entre les deux devises (taux négatif sur l'Euro et très positif sur le \$). La Fed a ramené ses taux à 0%, mais avec une inflation autour de 1.5% les taux réels sont devenus très négatifs. L'inflation en zone Euro reste négative.

## Nous restons positifs sur l'or malgré la récente correction



## Maintien de la sous pondération \$

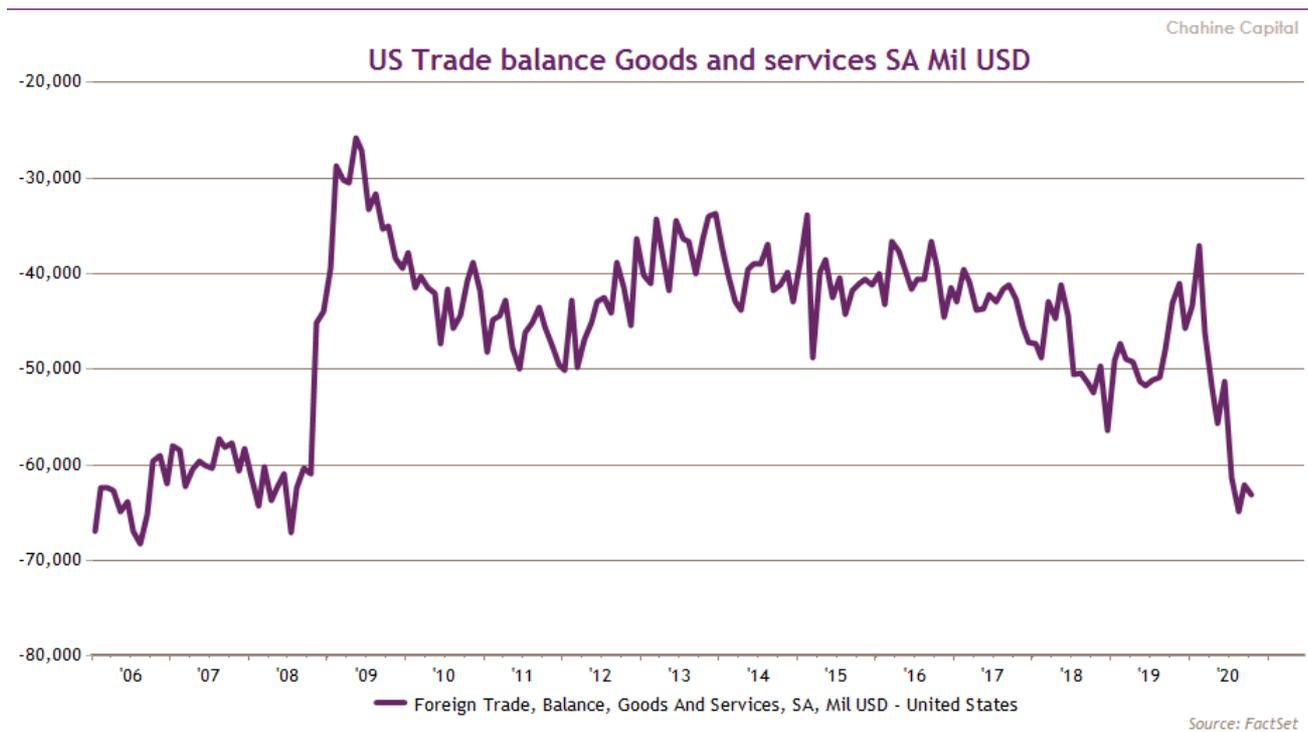


Le \$ s'est déprécié non seulement face à l'Euro mais également face au Yuan chinois qui reste le premier partenaire commercial et au Japon, ce qui risque de créer une inflation sur les produits importés. Mais c'est



également le maintien du déficit de la balance commerciale à un haut niveau depuis la crise qui met beaucoup de \$ entre les mains des non-résidents, au rythme de 780Mds\$ par an. Les marchés s'inquiètent également d'une nouvelle vague de déversement de \$ suite au plan de soutien à l'économie de 900Mds\$ et de plans additionnels qui vont arriver une fois Joe Biden au pouvoir.

## Le déficit de la balance commerciale restera élevé jusqu'à la reprise



## Baisse massive des taux et injections énormes de liquidités

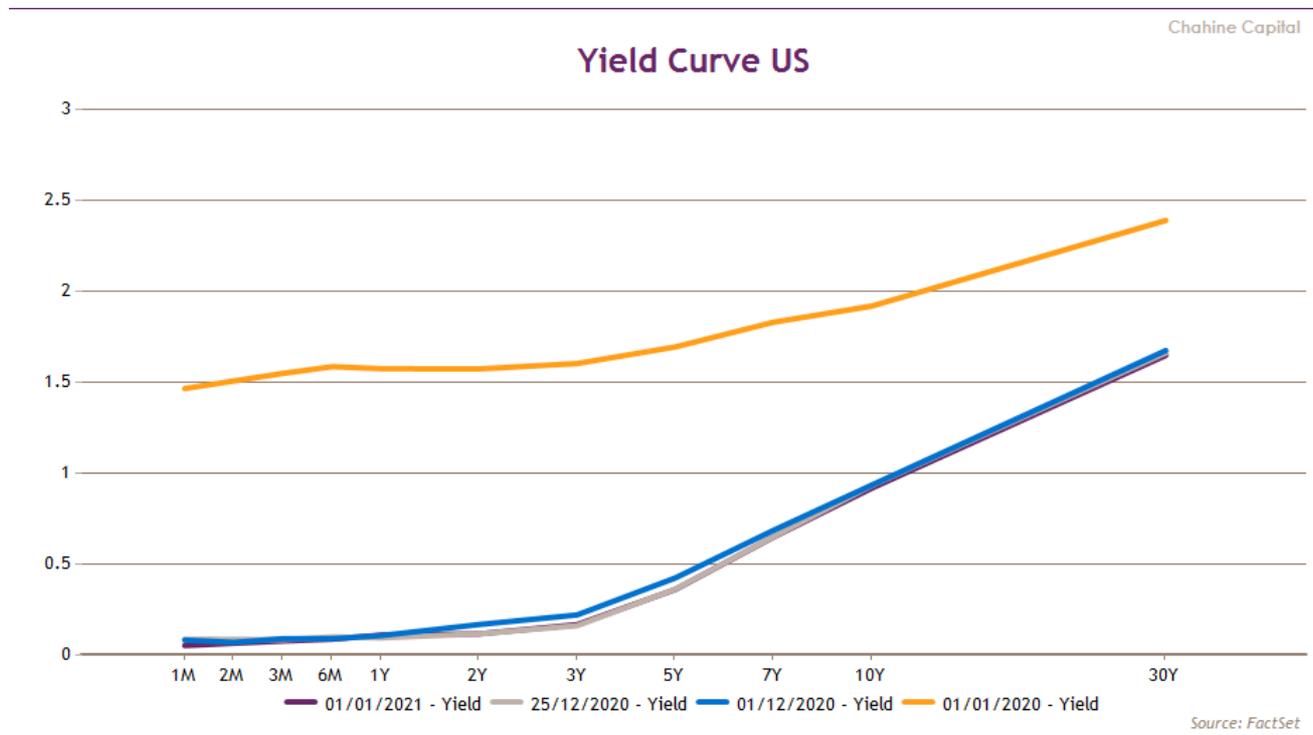
L'année 2020 a vu une chute sensible des taux et des injections monétaires massives de toutes les banques centrales. La courbe des taux s'est complètement affaïssée par rapport à l'an dernier, les taux courts passant de 1.5% à quasi zéro. Par contre, cette courbe laisse anticiper une forte reprise par son aspect plus pentu qu'il y a 1 an ; la Fed va probablement réagir vers la fin de 2021, une fois la reprise bien ancrée et une inflation qui accélère. Le consensus des économistes a revu à la hausse les prévisions d'inflation pour 2021 passant de 1.7% à 1.9%. Il n'est pas exclu de voir un rush sur la consommation après de longs mois de confinement et une épargne forcée. D'ailleurs, l'inflation a rebondi dans l'immobilier qui affiche 8% de hausse sur 1 an.

Concomitamment à la baisse des taux, les banques centrales continuent d'imprimer des billets à vive allure en rachetant principalement la dette que les États émettent pour soutenir les entreprises et les ménages. L'Helicopter Money a été inauguré par l'envoi de chèques à chaque américain en avril et l'opération va bientôt recommencer. Trump sur le départ est devenu soudainement socialiste et voulait un chèque de 2000\$ pour chaque américain, au lieu des 600 votés, initiative que les démocrates ont vivement embrassée mais que le Sénat républicain a rejeté. Nul doute que d'autres soutiens de ce genre viendront de la part de la présidence Biden. La BCE n'a jamais cessé d'injecter des liquidités en finançant les obligations d'État et son bilan atteint maintenant les 7 trillions€. Et il n'y a pas de pause en perspective, car le plan de relance de

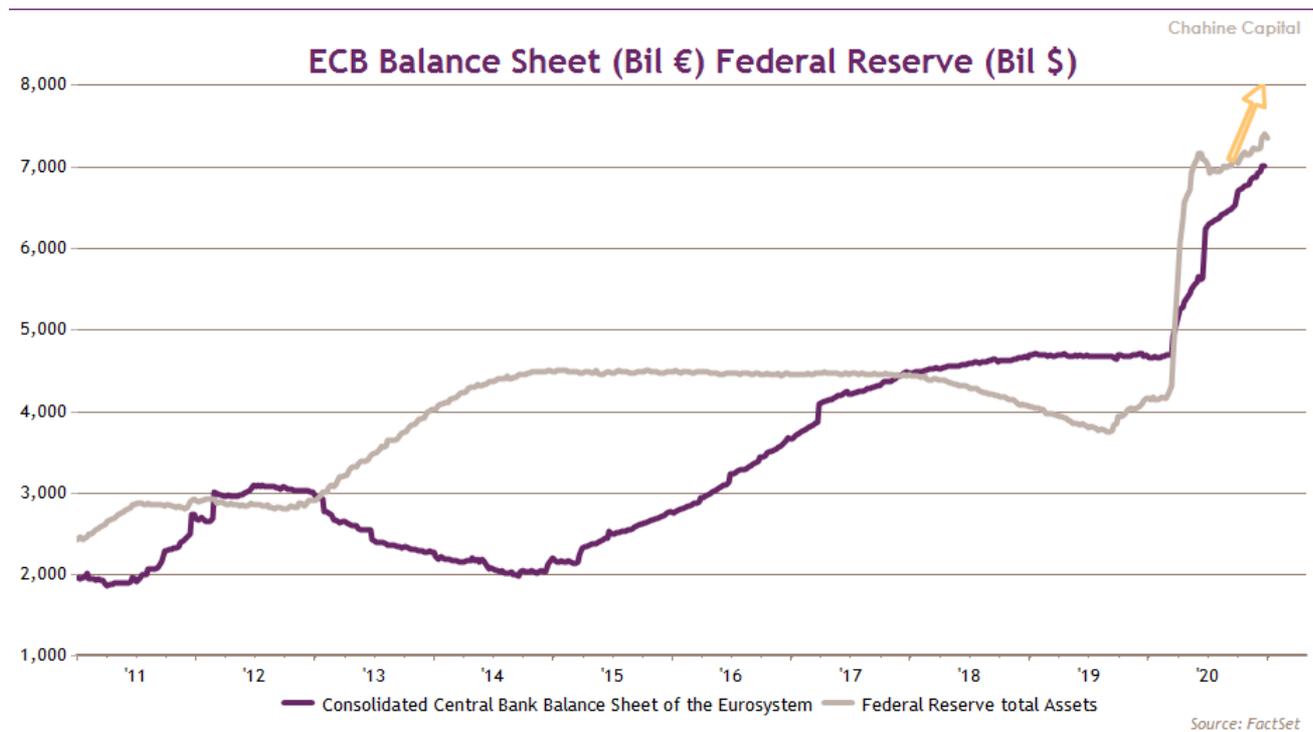


750Mds€ sera évidemment financé par la BCE. Et la BCE continuera de financer les déficits budgétaires en 2021, même pour le meilleur élève qu'est l'Allemagne qui prévoit 7% de déficit pour cette année.

## Effondrement de la courbe des taux sur 1 an. Pente accentuée



## Le bilan des banques centrales devrait s'alourdir à nouveau en 2021





## La Chine et son impérialisme au-devant de la scène en 2021

L'année 2021 devrait voir une accentuation des guerres commerciales avec la Chine. Le pays, enivré par son succès contre le Covid, sa croissance positive en 2020 et des réserves de devises abondantes grâce à une balance commerciale excédentaire au plus haut, affiche clairement son impérialisme. Le pauvre Hong Kong s'est fait laminer par une loi scélérate sur la sécurité qui permet de museler toute critique. Toute velléité de traiter avec Taiwan se voit infliger des rétorsions. De plus en plus de pays sont indisposés par l'impérialisme chinois qui profite des divisions du monde libre pour régner grâce à son énorme marché de 1.4Mds d'habitants. Cela fait 20 ans qu'ils bernent le monde libre en s'accaparant les procédés industriels et techniques une fois les sociétés installées sur leur marché. Beaucoup de grands groupes ont vendu leur « âme » par l'appât du gain à court terme promis par le marché chinois. Une récente enquête mondiale a montré une montée en flèche de la méfiance face aux chinois sur leurs bonnes intentions. Le grand voisin indien a dû se rapprocher des Etats Unis pour faire face à l'expansionnisme chinois. Le boycott de Huawei par les US a été assez bien suivi mais l'Allemagne vient de rompre cette union de peur des rétorsions de ses grands intérêts en Chine. C'est bien dommage qu'elle n'ait pas fait la promotion de deux concurrents EUROPEENS, Ericsson et Nokia, pour créer un champion mondial. La diplomatie guerrière de Trump face à la Chine a manqué de perspicacité, car il s'est simultanément mis en guerre avec l'Europe au lieu de faire front commun. Biden ne reviendra pas sur la politique de méfiance face à la Chine, mais aura-t-il la sagesse de s'allier avec les Européens pour obliger la Chine à jouer franc jeu avec le reste du monde ? Entre temps l'UE a conclu un accord sur les investissements avec la Chine qui est le miroir de celui avec les Etats Unis qui ouvre le marché chinois et est supposé défendre la Propriété Intellectuelle et éliminer le transfert forcé de technologie. L'accord précipité est destiné à semer la zizanie entre l'Europe et les US. Personnellement, je ne ferai pas confiance à la Chine...

## L'année 2021 entre pandémie et espoirs de vaccin

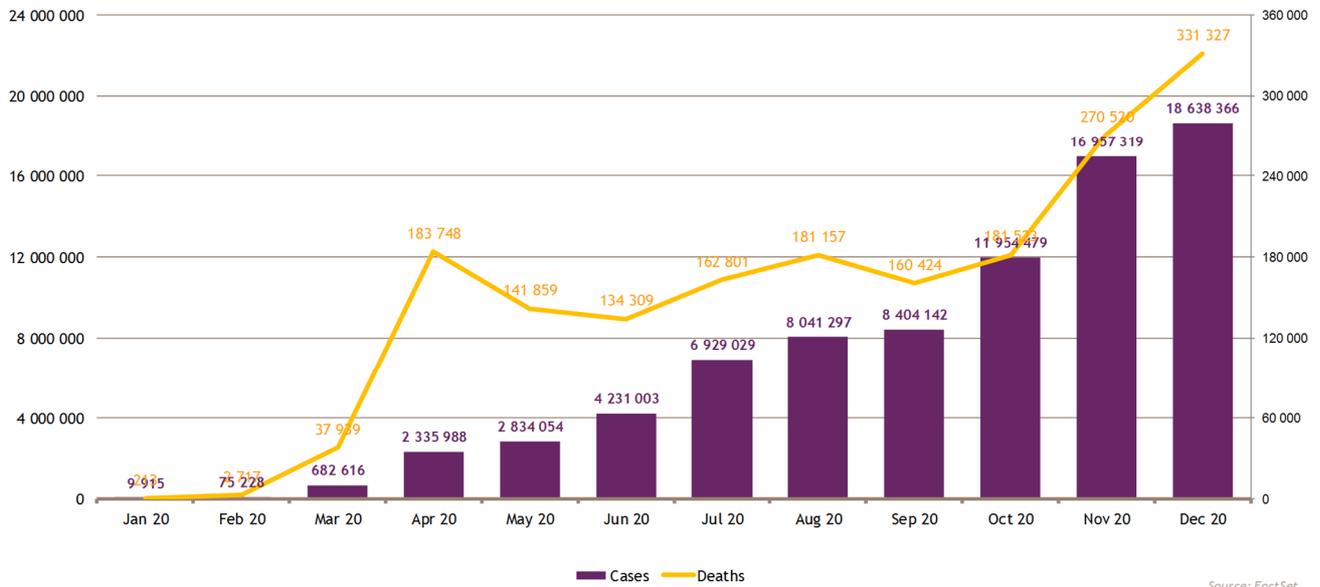
L'année 2021 démarre avec la poursuite d'une deuxième vague encore plus virulente que la première. Le mois de décembre a été encore plus meurtrier qu'en avril avec 331.000 décès dans le monde, après un mois de novembre lui-même très meurtrier. Janvier devrait être aussi meurtrier au vu du nombre record de cas détectés en décembre en raison des fêtes. L'activité économique est restée hectique et la croissance a été revue à nouveau à la baisse. Les diverses fermetures et les confinements ont reculé le timing de la reprise et réduit la croissance pour 2021. Toute l'attention est tournée vers les campagnes de vaccination et la rapidité avec laquelle la population sera immunisée. Pour le moment le démarrage est plutôt décevant, entre la disponibilité du vaccin et l'hésitation d'une partie de la population à se faire vacciner. La France a complètement raté la « communication » qui consistait à montrer des milliers de gens prêts à se faire vacciner, en cherchant ailleurs que dans les maisons de retraite si celles-ci étaient problématiques. Le record de vaccination est détenu en Israël où ce dimanche 3 janvier 1.1M de personnes étaient vaccinés soit 11.5% de la population. Israël est le seul pays au monde où tous les habitants ont un dossier médical digital qui trace tout leur parcours médical (analyses, radiographie, médicaments, hospitalisation...). Il était donc facile de viser les populations prioritaires. Un « copinage » entre Bourla, CEO de Pfizer, et Netanyahu a permis d'avoir une allocation disproportionnée de doses prioritaires. Mais le choix était judicieux car il pourra montrer rapidement au monde si la vaccination généralisée permet d'arrêter la pandémie et le retour à la vie normale espéré ce printemps en Israël. Enfin, le fait d'avoir un énorme terrain de gens vaccinés avec les bases de données relatives sur chaque personne permet de faire toutes les recherches pour améliorer le processus. Nous pensons qu'après le cafouillage initial, tous les laboratoires travaillent 24/7 pour accélérer la production et plusieurs vaccins sont maintenant sur le marché. Biden s'est fixé un objectif de 100M de vaccinations durant ses premiers 100 jours, cela paraît réaliste au vu des 325.000 administrés ce dernier jour. Le succès attirant le succès, les cadences devraient s'accélérer partout et on peut espérer passer des vacances « normales » cet été.



## L'hiver sera calamiteux et la décrue reculée au début de l'été

Covid statistics per month World total

CHAHINE CAPITAL



Les pays dits « confucéens » ont subi une recrudescence de cas, mais on parle de 1800 décès en décembre sur une population de 1.9Mds d'habitants.

## Récession moins forte en 2020 et reprise plus modérée en 2021

Le monde est techniquement en récession, mais c'est une récession imposée par la nature et la planète ne demande qu'à aller de l'avant dès que le virus voudra bien le permettre. Les ménages ont fait de l'épargne forcée durant cette crise et ont envie de VIVRE, sortir, aller au cinéma, au restaurant, voyager. On l'a bien vu durant l'intermède de cet été où l'on pensait que le virus était loin. Il y a des bonnes chances que la consommation redémarre très fort à partir de l'été, une fois constaté que les personnes vaccinées ne sont pas en risque.

La baisse de la croissance mondiale en 2020 est estimée à 3.77%, mais cette chute a été amortie par des performances meilleures qu'attendues notamment aux US et en Asie. Le mois dernier elle était à -3.85%. En revanche le rebond prévu pour 2021 est moins important en raison de la deuxième vague de la pandémie qui va encore impacter cette année. On attend 5.1% de hausse qui effacera la chute de 2020. L'Asie reste le principal moteur de la croissance contribuant pour quasiment la moitié avec la Chine et HK en hausse de 8.3% après avoir réussi à être le seul pays qui a amélioré son PIB en 2020, d'où le comportement victorieux des autorités chinoises. L'Europe est la zone qui a le plus souffert avec un trou d'air de -7% en 2020 suivi d'une hausse de 4.8% en 2021 qui n'effacera pas cette baisse. La France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume Uni sont les pays qui ont vu la plus forte contraction de leur PIB dépassant parfois les 10%. Le Brexit anglais n'est pas sous les meilleurs augures, mais l'ardeur à vacciner le pays peut s'avérer payante.

Les Etats Unis devraient tout juste retrouver leur niveau de 2020 avec une reprise de 4.8%. Le Japon ne retrouvera pas non plus son niveau de 2020. Au rythme actuel de différentiel de croissance entre la Chine et

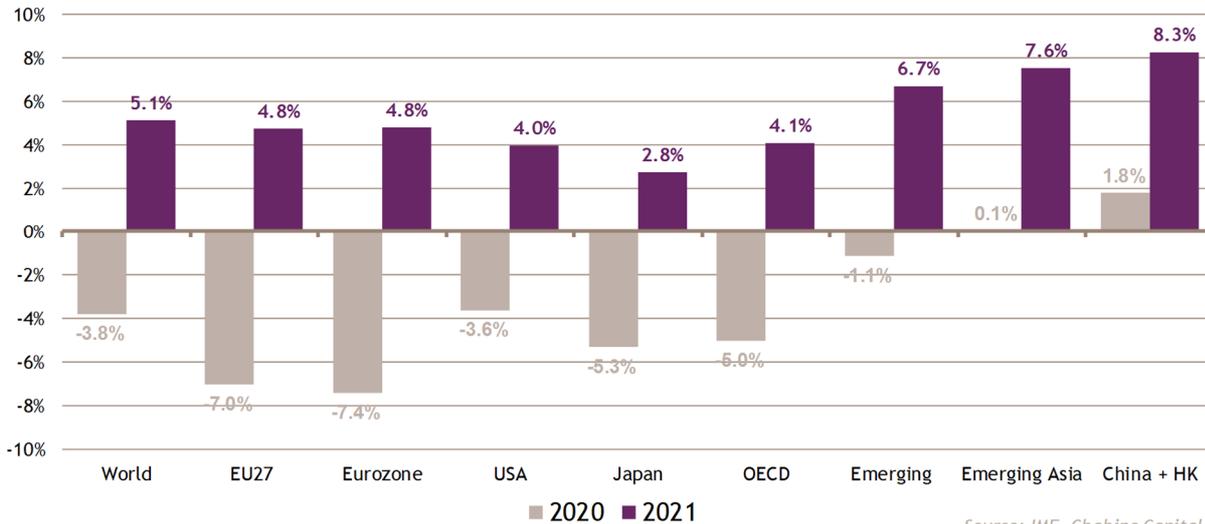


les US, ce premier pays devrait dépasser le poids des Etats Unis en 2030, peut-être même avant si le Yuan s'appréciait face au \$.

## Un très beau rebond pour 2021 si la pandémie est maîtrisée

### 2020-21 GDP Growth Forecast of major Geographic zones

CHAHINE CAPITAL



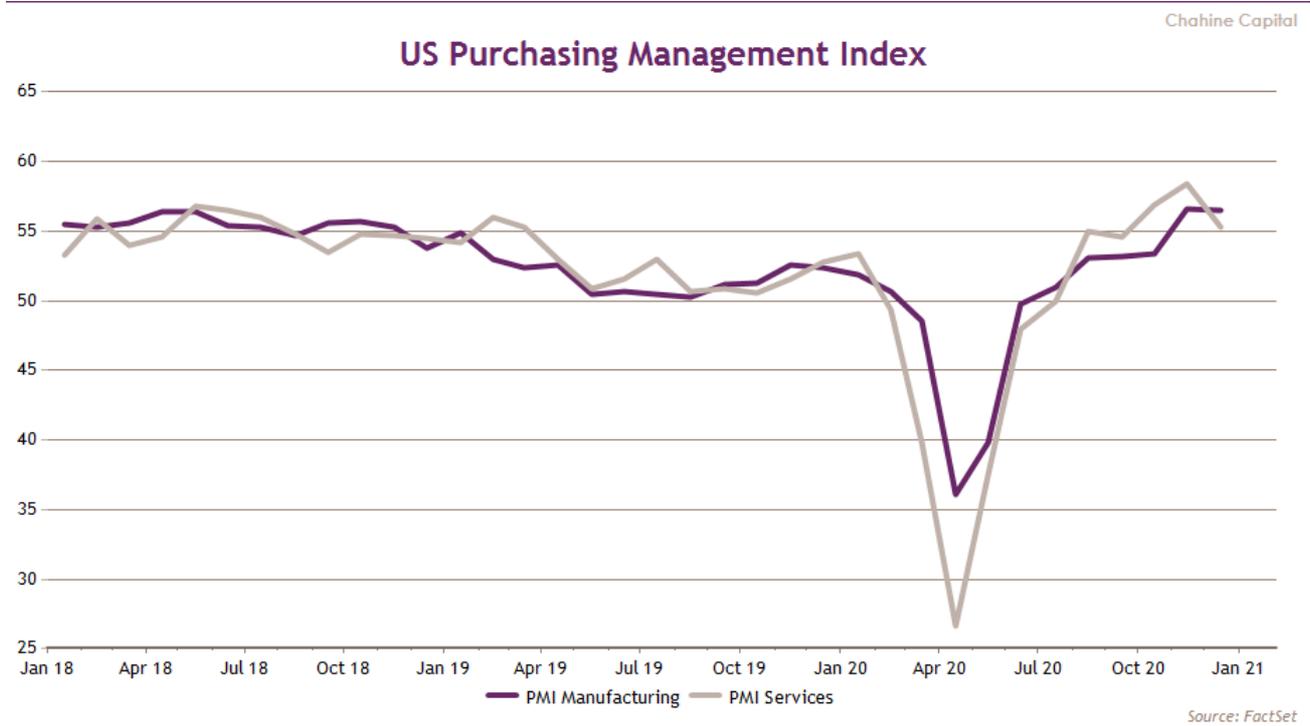
## Quelques bons indicateurs macro-économiques

Les principaux indicateurs macro-économiques n'ont pas fortement évolué. On notera surtout la vigueur des indices PMI américains qui restent bien orientés, aussi bien le manufacturier que les services. En zone Euro, l'indice manufacturier est au-dessus des 50 points indiquant que l'industrie tourne bien, mais les services sont en berne. Le marché immobilier américain est en forte reprise dans l'ancien comme dans le neuf. Dans l'ancien, le stock de maisons à vendre est au plus bas historique et notamment dans les maisons individuelles. Du coup, l'indice Case Schiller du prix des maisons s'envole de 7% sur 1 an. Le nombre de permis de construire et les mises en chantier sont au plus haut historique depuis la crise financière. Les faibles taux d'intérêt ont eu au moins le mérite de booster fortement le secteur. Le marché de l'emploi souffre encore et les inscriptions au chômage atteignent 800.000 par semaine, et il reste une destruction de 10 millions d'emplois depuis la crise. Des pans entiers de secteurs dans les services tournent au ralenti, comme les loisirs, et devraient réembaucher une fois que la situation se normalisera. Le marché automobile souffre énormément, notamment en Europe. Les ventes en Chine ont en revanche retrouvé un niveau presque normal sur le plus gros marché du monde avec 25 à 30 millions de véhicules par an. Cela explique la peur des allemands face à la Chine qui est le plus gros marché des Volkswagen et autres Mercedes. Du fait que l'économie chinoise tourne à plein régime, les métaux en tout genre ont fortement monté et l'indice CRB est en hausse sur l'année.

Un événement majeur a eu lieu le 31 décembre avec la sortie enfin ! de la Grande Bretagne de l'UE. L'accord trouvé porte sur la circulation des biens sans quota ni droits de douane mais non sans friction administrative. L'Angleterre aura du mal à exporter ses services qui représentent une grande partie du commerce, mais elle importe énormément de biens de l'UE qui circuleront sans entrave. C'est donc un accord plutôt favorable à l'UE et tant pis si les femmes de ménage polonaises ne pourront plus s'y installer. La City a en revanche déjà perdu beaucoup de cerveaux qui ont été expatriés vers le continent. Mais le pays a toujours montré du ressort et il restera attractif pour les investisseurs.



## L'activité économique reste dynamique aux US



## L'année 2021 devrait marquer un fort rebond des profits

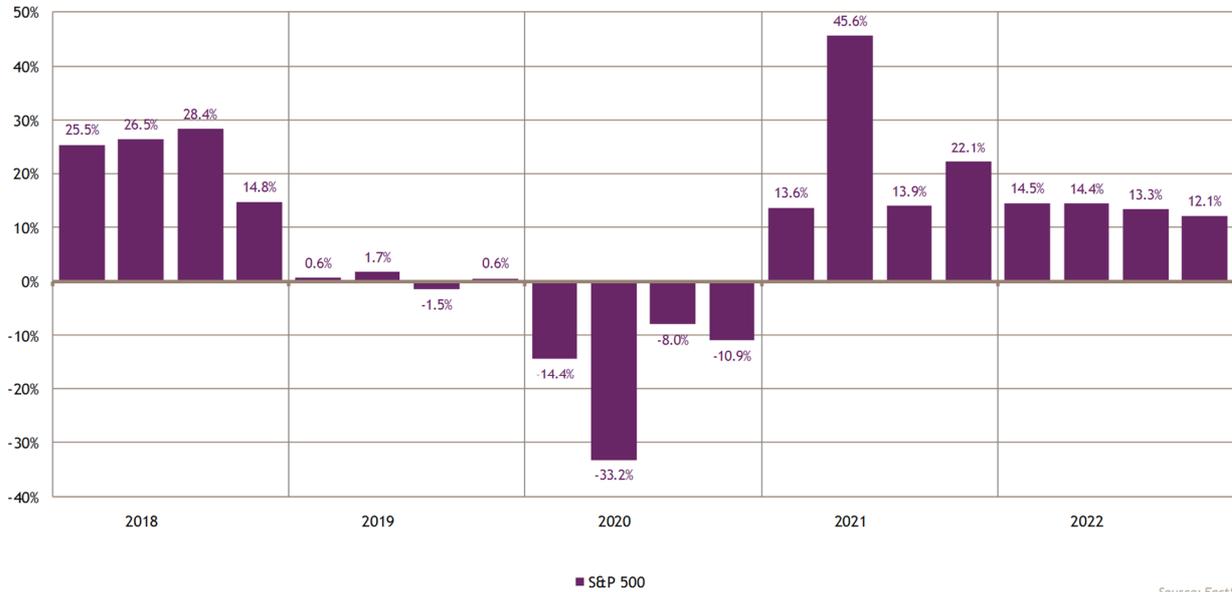
Malgré une contraction historique de l'économie en 2020 qui a dépassé de loin la récession de 2008, les profits ont été moins impactés qu'à l'époque. En 2008, les profits avaient chuté de 28% et sont restés déprimés au même niveau en 2009, pour rebondir seulement en 2010. L'année 2020 se termine avec une baisse de 16.6% et probablement moins avec les parutions de T4 traditionnellement meilleures que le consensus. La différence est qu'à l'époque la crise était financière et le secteur représentait 17.5% de l'indice en capi mais 25% ! des profits. Ces profits ont quasiment disparu avec la crise des subprimes. Il en est de même du secteur de l'énergie qui représentait 13.3% de la capi et beaucoup plus dans les profits. Le secteur ne représentait que 4.3% fin 2019 et son impact sur les profits beaucoup plus faible. En raison de la bonne tenue des valeurs liées à l'économie digitale, l'impact sur les profits aura été finalement réduit.

Le rebond des profits en 2021 semble solide et le consensus a plutôt tendance à les revoir à la hausse. Il s'établit à 22.5%, ce qui mettrait les profits de cette année en deçà de leur niveau de 2019. La grosse partie de cette hausse se retrouve dans les sociétés ayant affiché des milliards de \$ d'effondrement de leurs profits en 2020 et qui retrouvent une partie en 2021. Par exemple, la Banque Wells Fargo est passée de 16.7Mds\$ de profits en 2019, à 1.58Mds en 2020 et prévoit 7.9Mds en 2021, soit un delta de 6.3Mds pour cette année. Les plus gros retournements sont Exxon Mobil 6 074M\$, American Airlines 5 500M\$, JPMorgan 4 901 M\$, Delta Air Lines 4 534 M\$, United Airlines 4 225 M\$, Ford Motor 4 112 M\$, Boeing 3 812 M\$, Chevron 3 463 M\$ et Microsoft 3 036 M\$. On voit dans cette liste que seul Microsoft affiche une vraie croissance des profits et non un retournement. Par ailleurs, les retournements dans les compagnies d'aviation consistent à faire... moins de pertes.



## Un très fort retournement attendu pour 2021

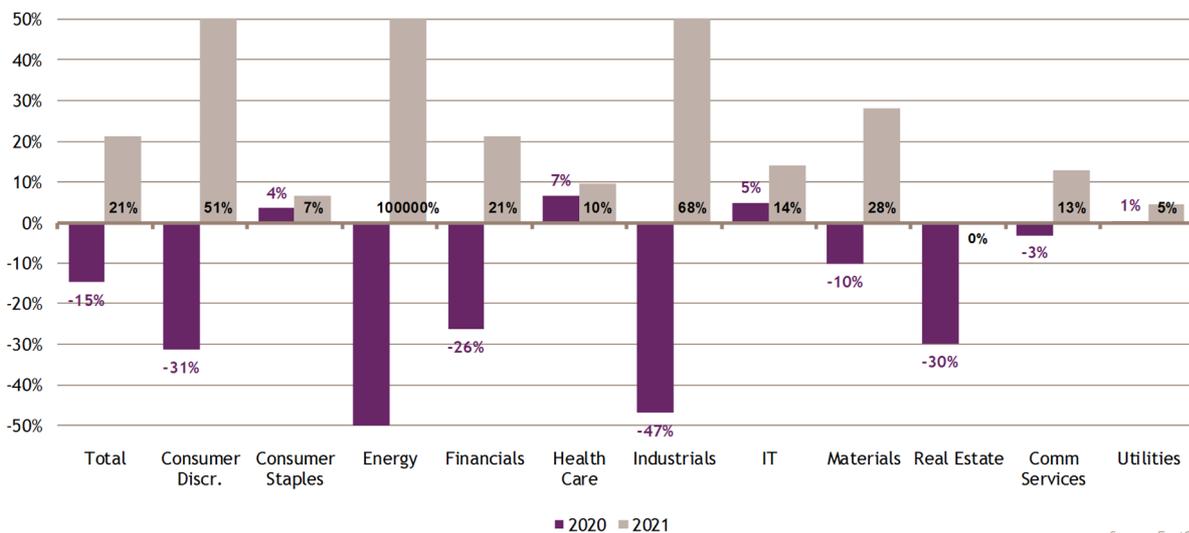
### Quarterly Earnings per Share growth S&P 500



Source: FactSet

## Fort retournement dans les secteurs cycliques et la finance

### Earnings growth by sector S&P 500



Source: FactSet

Ce panorama par secteur illustre le fort rebond des valeurs cycliques affectées par la crise ainsi que le secteur financier. Les secteurs de croissance poursuivent leur forte progression, avec un secteur IT à 14%, et Communication Services à 13% (Google, Facebook, Netflix...). Le secteur de la santé affiche un bon score avec une prévision de +10%. Le secteur de biens cycliques est un « pot-pourri » de valeurs dans l'abîme comme l'aviation et de champions de l'Internet comme Amazon. On remarquera que le secteur immobilier restera encore déprimé en 2021. Le secteur industriel rebondit fort sous l'effet du transport aérien qui y est



classé, mais aussi de sociétés plus classiques comme General Electric, FedEx, Deere et Caterpillar. La hausse des métaux avec la demande chinoise a un impact favorable sur le secteur des matières premières. Les biens de consommation courante poursuivent une faible croissance.

Pour 2022, le consensus prévoit une hausse de 13.5% que nous trouvons optimiste après le fort rebond de 2021. Notre hypothèse serait plutôt de 9%.

Les multiples de capitalisation se sont envolés avec la hausse ininterrompue du marché à 19.2x 2022 et 22.5x les profits 2021. Le Earnings Yield est à 4.4% et le dividende brut à 1.6%. On n'a jamais vu des multiples aussi élevés dans le passé, mais on n'a jamais vu des taux proches de zéro dans la durée. En mathématique, quand les taux sont à zéro et un actif produit le moindre rendement, sa valeur est infinie. Les taux à 30 ans étant de 1.6% également, la moindre augmentation du dividende sur la durée justifie la valeur de l'actif (mais ne tient pas compte d'une prime de risque).

## Valorisation des marchés

Les taux longs à 30 ans ont légèrement augmenté à 1.66% contre 1.62% le mois dernier. Compte tenu des révisions à la hausse des profits, nous avons retenu le consensus 2021 inchangé et légèrement rehaussé nos estimations de profits pour 2022, tout en restant nettement en dessous du consensus. Ceci a pour effet d'augmenter le CAGR 8 ans de 5.6% à 6%. Cela signifie que les marges devraient encore s'améliorer sur la période puisque l'économie évoluera à 2.5% avec une inflation de 2%. Cela fait « un peu peur » car les marges sont déjà à leur plus haut. A moins que toute l'économie ne se transforme en digital avec les marges très grasses qu'on trouve chez Microsoft (38%), Apple (20%), Alphabet (24%). Ces marges incroyables, fruit de positions de plus en plus monopolistiques, attirent l'attention des autorités qui déposent des procès anti trust. Un autre facteur qui peut impacter notre valorisation est la taille de la Prime de Risque exigée sur les actions. Elle est restée la même sur les 20 dernières années à 3%. Le fait que les banques centrales interviennent vigoureusement à chaque risque majeur, comme on l'a vu lors de cette pandémie, signifie que le risque n'est pas si grand que ça. Ces éléments contribuent à ce que nos valorisations restent très prudentes, sauf à supposer que nous avons devant nous une décade de retour à une croissance harmonieuse. Il faudrait pour cela embrasser une croissance verte et réussir la transformation énergétique. La pénétration du véhicule électrique va beaucoup plus vite qu'on l'imaginait et la capitalisation de Tesla de 582Mds\$ dépasse... la capitalisation de tous les constructeurs automobiles de l'indice MSCI Monde. Deloitte prévoit 32% de part de marché des ventes de voiture EV en 2030 et tous les constructeurs alignent déjà une vaste gamme de véhicules électriques. Par ailleurs, 30% de l'électricité produite provient déjà des renouvelables. On voit ainsi la technologie pénétrer et commencer à transformer les secteurs de la mobilité et de l'énergie. Là encore, les champions risquent d'être aux US et en Chine, le secteur automobile européen étant en grand péril en raison de l'absence de l'IT.

L'un des freins à la croissance ces dernières années a été l'accentuation des inégalités et le très faible pouvoir d'achat des classes modestes. Il ne sert à rien de produire des voitures électriques que seule une élite pourra s'offrir. Les 500 plus grosses fortunes ont ajouté 1700Mds\$ à leur patrimoine cette année, et pour la majorité par une poignée d'énormes patrimoines. Cette création de richesse ne profite guère à l'économie réelle et les gouvernements doivent recourir à l'impression de billets pour donner le minimum vital aux classes défavorisées. Janet Yellen, Ministre des Finances de Biden, a toujours eu ce problème à cœur quand elle présidait la Fed. Des voix s'élèvent pour l'application d'un impôt sur la fortune qui pourrait voir le jour sous les démocrates, combiné à une hausse de l'impôt sur les sociétés. Cela pourrait porter un coup d'arrêt à l'envolée de la bourse.



Notre modèle a du mal à suivre l'envolée inexorable de la bourse. Un objectif de 3551 points le mois dernier a été pulvérisé avec une clôture à 3752. Notre objectif pour 2021 est à 3753 auquel s'ajoutera un dividende de 1.6%. Comme il semble peu probable de voir les taux à 30 ans baisser, le soutien du marché ne peut provenir que de bonnes nouvelles sur le plan des profits avec une reprise économique vigoureuse qui répandra l'optimisme. Les parutions prochaines de T4 permettront de mieux cerner le profil de 2021. Cette valorisation montre néanmoins qu'il n'y a pas encore de bulle ; typiquement nous devenons méfiants si le marché dépasse de plus de 10% notre objectif. Nous maintenons par conséquent inchangée notre position de surpondération des actions. Les actions restent encore la meilleure option pour ceux qui ont du cash qui ne trouve pas emploi.

## Enorme sensibilité aux taux longs, mais les profits sont au rendez vous

### S&P 500 - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	1.25%	1.50%	1.66%	1.75%	2.00%
Slow recovery: -17% in 2020, 16.4% in 2021 - CAGR 4.1%	3 628	3 392	3 255	3 182	2 994
Implied Scenario CAGR 6% over 8 years	4 170	3 893	3 732	3 646	3 425
Return to normal: -16.6% in 2020, 22.5% in 2021 - CAGR 6%	4 185	3 912	3 753	3 668	3 450
Current Index S&P 500	3 756				

En zone Euro, la moyenne des taux à 30 ans reste quasi stable à 0.25%. Le consensus a mis un point d'arrêt aux révisions des profits à la baisse et la baisse de 2020 a même relevé les estimations. En zone Euro la baisse s'établit à -36% suivie d'un rebond de 29%, très loin d'effacer la chute. Ces meilleures perspectives de profits nous amènent à rehausser nos objectifs à 146 points fin 2021 pour une clôture à 129.

### MSCI EMU - Valuation end 2021 except implied scenario

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2020

	30 Years Gvt bonds				
	0.00%	0.10%	0.25%	0.40%	0.50%
Slow recovery: -36% in 2020, 16% in 2021 - CAGR -4%	126	122	116	111	108
Implied Scenario: CAGR -2.9% over 8 years	140	135	129	123	119
Return to normal: -36% in 2020, 29% in 2021 - CAGR -1.1%	158	153	146	139	135
Current Index MSCI EMU	129				



## Conclusions

Voici 30 ans que cette lettre existe et essaie d'apporter un éclairage original sur les marchés financiers. Le temps est venu de passer le flambeau à l'équipe de Chahine Capital pour poursuivre cette œuvre. Les témoignages encourageants que j'ai reçu tout au long de ces années ont été la plus grande récompense que j'ai eue dans ma carrière. Le brillant parcours de Chahine Capital s'est poursuivi sous la houlette d'Iris Finance, avec des actifs qui atteignent maintenant le Md€ et des performances encore meilleures avec 11.2% et 11.7% de performance annualisée sur 10 ans pour les deux fonds phares.

L'année 2020 se caractérise comme une « annus horribilis » selon l'expression de la reine Elisabeth, avec la plaie du Covid qui n'a épargné personne. Malgré l'effondrement de l'économie, les marchés financiers ont connu l'une de leurs meilleures années. L'indice MSCI World a progressé de 14.1% en monnaie locale et 16.5% en \$, mais la performance a été très inégale et a consacré le règne de l'économie digitale, contrôlée par les US et un nouvel acteur : la Chine. Le marché américain s'est envolé de 21.4% et les pays émergents de 19.5% dont la quasi-totalité est attribuée aux valeurs cotées en Chine (+69%) et à Hong Kong (22.4%). L'économie digitale a été la grande bénéficiaire de la crise et a donc profité aux deux grandes puissances du Digital. Les 10 premiers contributeurs à la performance mondiale, qui représentent 10% de la performance en \$ sur un total de 16.5%, sont toutes des Gafam digitales. Des valeurs dans le Digital en Chine multiplient parfois leur cours par 5 ou 10. Le marché chinois des actions est de loin le deuxième au monde, mais reste dangereux par manque de transparence et un contrôle étatique comme sur le pauvre Alibaba. Il manque néanmoins à la Chine un Microsoft dont elle dépend à 85% ; elle tente désespérément d'avoir un OS local et n'hésitera pas à hacker ou débaucher des cerveaux. L'énergie, la finance et l'immobilier ont été les grands perdants ainsi que toute une panoplie de valeurs exposées au Covid comme le transport aérien et les loisirs. La baisse massive des taux et les injections de liquidités ont porté la hausse de 2020 avec une deuxième vague de hausse soutenue par l'arrivée des vaccins.

Nous sommes passés de sous-pondéré à surpondéré dans notre lettre du 28 Mars au cours de 2600 points du S&P500 et notre position n'a pas changé à ce jour malgré un indice qui clôture l'année à un record de 3756 points. Nos autres recommandations de 2020 étaient l'achat d'or au cours de 1780\$ à travers des futures et l'allègement à l'exposition \$ au cours de 1.18. Nous maintenons ces recommandations pour 2021. Le \$ souffre de la baisse des taux réels qui sont négatifs et du creusement de sa balance commerciale ainsi que d'un afflux massif de nouvelles liquidités en 2021. L'or est l'une des réponses à cette situation.

L'année 2021 sera dominée par les relations avec la Chine dont l'impérialisme grandit de jour en jour. Le pauvre Hong Kong est muselé, l'Allemagne est menacée de boycott de ses automobiles si elle ne choisit pas Huawei et le pays tient rarement ses promesses, même signées. L'arrivée de Biden pourrait créer un front commun avec l'UE face à la Chine mais celle-ci sait très bien diviser pour régner, comprenant que les pays de l'UE ne seront pas forcément unis. L'année 2021 devrait voir le contrôle de la pandémie grâce à des vaccins inespérés. Le démarrage est chaotique mais les laboratoires et les autorités vont monter en charge pour la vaccination. Il faut espérer passer des vacances normales cet été. Le rebond de la croissance mondiale attendu est de 5.1% après une chute réduite à -3.77%. L'Asie affiche les meilleures performances avec la Chine à 8.3%. On notera le très fort rebond dans le logement aux US où les prix explosent à +7%. Le Brexit a enfin eu lieu et l'UE sera moins impactée que le Royaume-Uni.

L'année 2021 devrait marquer un fort rebond des profits américains de 22.5% après une baisse limitée à 16% en 2020 concentrée sur l'énergie et la finance. Le P/E 2021 est à 22.5x et le dividende à 1.6%. La valorisation du marché reste tendue selon notre modèle, avec un objectif de cours de 3753 points pour la fin de l'année et une clôture à 3752 points. Elle implique des taux à 30 ans à 1.66% et un CAGR de 6% sur 8 ans, supérieur au PIB nominal, ce qui implique une nouvelle vague d'amélioration des marges avec la poursuite de la transformation digitale. Nous maintenons notre opinion de surpondérer les actions.



## Main ratios for markets and sectors as of 31/12/2020 (in local currency)

Data as of 31/12/20	Weight vs MSCI World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2021	Revision vs M-2%	
		2020	2019	2022	2021	2022	2021	2020		Fiscal 22	Fiscal 21
MSCI The World Index	100.0%	13.67%	25.29%	17.9 x	20.7 x	16.0%	23.2%	-16.8%	2.00%	2.0%	1.6%
MSCI USA	64.3%	18.22%	29.00%	20.1 x	23.4 x	16.1%	19.1%	-13.4%	1.52%	0.7%	0.6%
MSCI Japan	8.3%	5.56%	15.73%	14.8 x	18.0 x	21.2%	34.7%	-17.7%	2.23%	1.4%	1.3%
MSCI EMU	13.0%	-2.55%	21.69%	14.6 x	17.4 x	19.2%	35.2%	-35.9%	2.94%	0.2%	0.4%
MSCI Europe	23.0%	-4.85%	22.17%	14.6 x	16.9 x	15.9%	30.1%	-32.3%	3.11%	0.3%	0.7%
MSCI Europe ex Energy	22.1%	-2.53%	23.79%	14.9 x	17.0 x	14.1%	25.1%	-27.5%	3.01%	0.5%	0.7%
MSCI Austria	0.1%	-13.01%	13.38%	10.0 x	13.0 x	29.8%	53.1%	-48.9%	3.42%	-0.1%	3.1%
MSCI Belgium	0.5%	-14.74%	19.37%	17.4 x	20.9 x	19.7%	-3.1%	-31.0%	2.59%	-0.2%	-0.9%
MSCI Denmark	0.9%	30.78%	28.95%	23.3 x	26.2 x	12.4%	22.3%	-2.4%	1.60%	0.5%	0.4%
MSCI Finland	0.4%	9.35%	8.28%	18.1 x	20.2 x	11.3%	12.6%	-16.5%	3.51%	0.5%	0.5%
MSCI France	4.7%	-5.01%	26.10%	15.0 x	18.1 x	20.6%	56.5%	-45.3%	2.95%	-0.1%	-0.2%
MSCI Germany	3.4%	0.56%	20.10%	13.4 x	15.7 x	17.3%	22.2%	-20.3%	2.78%	0.4%	1.0%
MSCI Great-Britain	4.4%	-14.36%	11.37%	12.3 x	14.2 x	15.6%	36.3%	-36.1%	3.94%	0.2%	1.2%
MSCI Ireland	0.1%	-9.11%	21.49%	26.1 x	28.3 x	8.4%	120.5%	-65.4%	0.82%	0.6%	0.1%
MSCI Italy	1.0%	-7.72%	25.49%	11.3 x	13.8 x	22.5%	62.6%	-48.2%	4.07%	0.0%	0.3%
MSCI Netherlands	1.7%	10.87%	26.85%	18.8 x	21.9 x	16.8%	27.8%	-28.0%	2.01%	0.6%	0.2%
MSCI Norway	0.3%	-6.29%	8.26%	13.5 x	15.6 x	15.2%	31.1%	-24.3%	3.97%	-0.8%	2.0%
MSCI Spain	1.0%	-14.88%	9.85%	13.4 x	16.5 x	22.9%	21.7%	-46.8%	4.05%	0.0%	0.9%
MSCI Sweden	1.2%	8.92%	25.01%	16.6 x	17.3 x	4.5%	-3.4%	-18.2%	3.11%	0.0%	0.0%
MSCI Switzerland	3.1%	0.15%	26.97%	16.7 x	18.4 x	9.8%	16.4%	-10.3%	2.88%	-0.1%	0.0%
MSCI Europe Consumer Discretion	3.4%	5.74%	30.01%	16.0 x	20.1 x	25.7%	212.2%	-70.2%	1.89%	0.6%	0.3%
MSCI Europe Consumer Staples	3.2%	-5.24%	22.38%	17.2 x	18.7 x	8.7%	8.8%	-10.3%	3.06%	0.3%	0.1%
MSCI Europe Energy	1.0%	-37.27%	3.55%	9.6 x	14.5 x	50.7%	399.2%	-88.4%	5.31%	-2.4%	0.7%
MSCI Europe Financials	3.4%	-17.39%	17.31%	9.4 x	11.2 x	18.2%	22.5%	-37.5%	4.51%	0.4%	0.4%
MSCI Europe Health Care	3.0%	-3.07%	28.40%	15.1 x	16.8 x	10.7%	7.7%	-3.0%	2.78%	-0.5%	-0.3%
MSCI Europe Industrials	3.2%	3.33%	32.02%	18.4 x	21.9 x	18.7%	59.2%	-43.5%	2.25%	0.1%	0.3%
MSCI Europe Information Technol	1.6%	15.05%	36.00%	25.2 x	29.4 x	16.8%	10.9%	-11.1%	1.04%	0.1%	-0.4%
MSCI Europe Materials	1.7%	7.08%	21.39%	15.8 x	16.2 x	2.3%	8.8%	2.6%	3.55%	4.1%	5.9%
MSCI Europe Real Estate	0.3%	-15.06%	18.93%	16.0 x	16.1 x	0.5%	-5.8%	-15.7%	3.75%	2.0%	5.6%
MSCI Europe Communication Serv	1.0%	-16.30%	0.60%	13.1 x	14.9 x	13.3%	11.5%	-23.4%	4.47%	-1.3%	-0.2%
MSCI Europe Utilities	1.3%	8.43%	24.29%	16.0 x	17.3 x	7.7%	11.0%	-10.4%	4.38%	0.4%	0.0%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 31/12/2020



### 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).