



Mai 2022

En route vers la récession, les États-Unis réussiront-ils une ultime parade ?

Conclusions

Au mois de mars, l'inflation américaine des prix à la consommation a augmenté de +8,6 % sur un an (+6,5 % sans l'énergie et l'alimentation). Dans une perspective historique, il faut remonter aux chocs pétroliers (1973 pour le premier, 1979 pour le deuxième) pour constater une telle évolution. Même en 2008, lors de la crise des *subprimes* et dans le courant de ce que certains commentateurs ont appelé le « troisième choc pétrolier » (le pétrole avait alors frôlé les 150 \$/bbl, contre environ 105 \$/bbl actuellement pour le WTI), l'inflation américaine n'avait jamais atteint que +5,5 % mi-2008 avant de se résorber de manière extrêmement rapide. Pire, l'inflation sous-jacente n'avait pas dépassé les +3,0 % à l'époque... soit deux fois moins qu'aujourd'hui ! À l'heure actuelle, l'ampleur du phénomène est tout autre et implique un changement de paradigme pour la Fed qui brandit désormais l'arme des taux.

Avec la crise de la Covid, il y a eu à la fois une hausse des coûts des matières premières et une hausse des coûts salariaux unitaires. Pour rappel, la première était due à la rapide reprise économique de la Chine (succès initial de sa stratégie Zéro Covid) et la seconde, à l'adaptation des modes de production aux normes sanitaires (télétravail, gestes barrières, etc.). Logiquement, l'inflation aurait dû surgir rapidement et s'installer durablement. Or ce n'est pas ce qui s'est passé dans un premier temps en raison d'un effort de productivité (du travail) : en 2020 aux États-Unis, le PIB par heure travaillée a augmenté de +2,6 % (en glissement annuel) malgré la pandémie. En plus de rester relativement contenue jusqu'au printemps 2021, l'inflation a donc longtemps revêtu un caractère transitoire en apparence, leurrant les commentateurs tout autant que les experts...

La récente inversion de la courbe des taux ne laisse plus vraiment place au doute : les marchés ne croient plus du tout que l'inflation sera transitoire mais qu'au contraire, la situation va rapidement se dégrader. À raison, ils anticipent que la Fed va sérieusement durcir sa politique monétaire, ce qui orientera vraisemblablement l'économie américaine vers la récession. Les déclarations de Jerome Powell vont d'ailleurs en ce sens puisqu'il a annoncé une hausse des taux directeurs (actuellement à 0,5 % depuis la mi-mars) de 50 bp en mai. De plus, une deuxième hausse du même ordre a conjointement été envisagée... Même si la Fed a

maintenant pris pour habitude de guider la sphère économique avec des effets d'annonce et des demi-mesures, il ne faut pas se tromper : il est désormais très probable qu'elle ait réellement changé son fusil d'épaule, la faute d'une politique budgétaire mal calibrée.

La saison de publication du T1 2022 a débuté (55% des sociétés qui composent le S&P500 ont d'ores et déjà publié) et contraste, comme attendu, avec les résultats stratosphériques observés en 2021. En effet, la progression des bénéfices du S&P 500 est aujourd'hui anticipée à +7,1 %, soit la plus faible progression depuis le T4 2020 ! Pour autant la dynamique de révisions positives reste de vigueur : le consensus fourni par FactSet attendait en effet seulement +4,7 % à la fin mars, mais surtout le nombre de surprises positives reste élevé (80 %). C'est seulement l'ampleur des surprises qui diminue drastiquement.

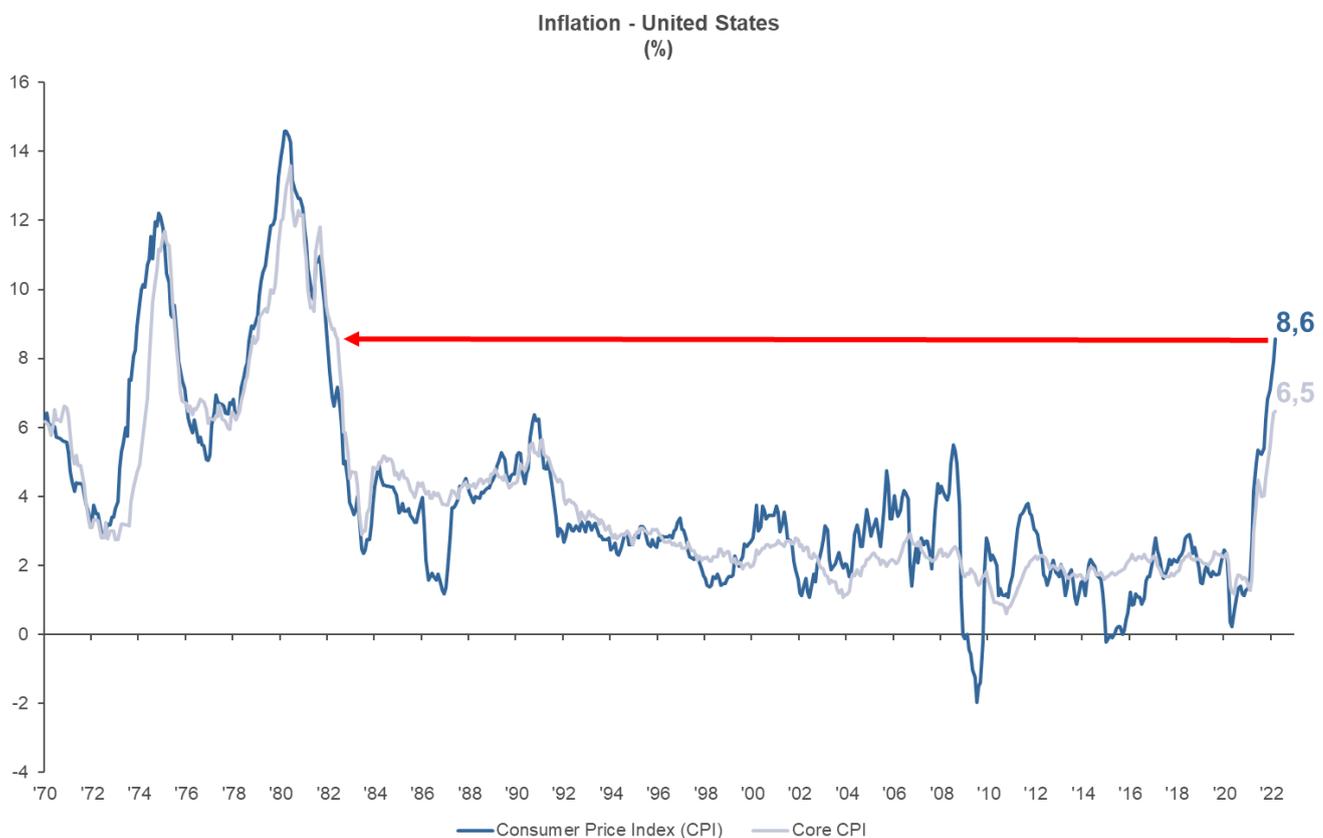
L'année 2021 a vu les entreprises du S&P 500 afficher des profits en très nette hausse de +47,7 % ! Alors que dans le même temps, l'indice large américain n'a progressé que de +26,9 % ce qui a eu pour impact immédiat de faire largement refluer les niveaux de valorisations stratosphériques que l'on avait pu observer en 2020. Et la baisse récente des marchés en ce début d'année a amplifié le phénomène. Les nombreuses craintes des investisseurs face aux risques d'affaiblissement de l'économie américaine, de flambée des prix, le tout saupoudré du conflit ukrainien qui pèse à la hausse sur le cours des matières premières a ainsi fait plonger l'indice large américain de -13,3 % depuis le début d'année. La baisse est encore plus marquée pour l'indice des valeurs technologiques fortement sensibles aux taux d'intérêt : le Nasdaq a ainsi chuté de -21,2 % depuis le début d'année ! Les niveaux de valorisations se sont ainsi normalisés et sont aujourd'hui revenus sur leurs niveaux d'avant-crise quelle que soit la méthodologie de calcul utilisée (en se basant sur les résultats publiés au cours des 12 derniers mois ou en utilisant le consensus à venir des analystes).

Michaël Sellam

Inflation américaine : prendre la mesure du problème...

Au mois de mars, l'inflation américaine des prix à la consommation a augmenté de +8,6 % sur un an (+6,5 % sans l'énergie et l'alimentation). Dans une perspective historique, il faut remonter aux chocs pétroliers (1973 pour le premier, 1979 pour le deuxième) pour constater une telle évolution (cf. graphique ci-dessous). Même en 2008, lors de la crise des *subprimes* et dans le courant de ce que certains commentateurs ont appelé le « troisième choc pétrolier » (le pétrole avait alors frôlé les 150 \$/bbl, contre environ 105 \$/bbl actuellement pour le WTI), l'inflation américaine n'avait jamais atteint que +5,5 % mi-2008 avant de se résorber de manière extrêmement rapide. Pire, l'inflation sous-jacente n'avait pas dépassé les +3,0 % à l'époque... soit deux fois moins qu'aujourd'hui ! À l'heure actuelle, l'ampleur du phénomène est tout autre et implique un changement de paradigme pour la Fed qui brandit désormais l'arme des taux.

Aux États-Unis, l'inflation atteint désormais des taux inobservés depuis les chocs pétroliers (1973,1979)



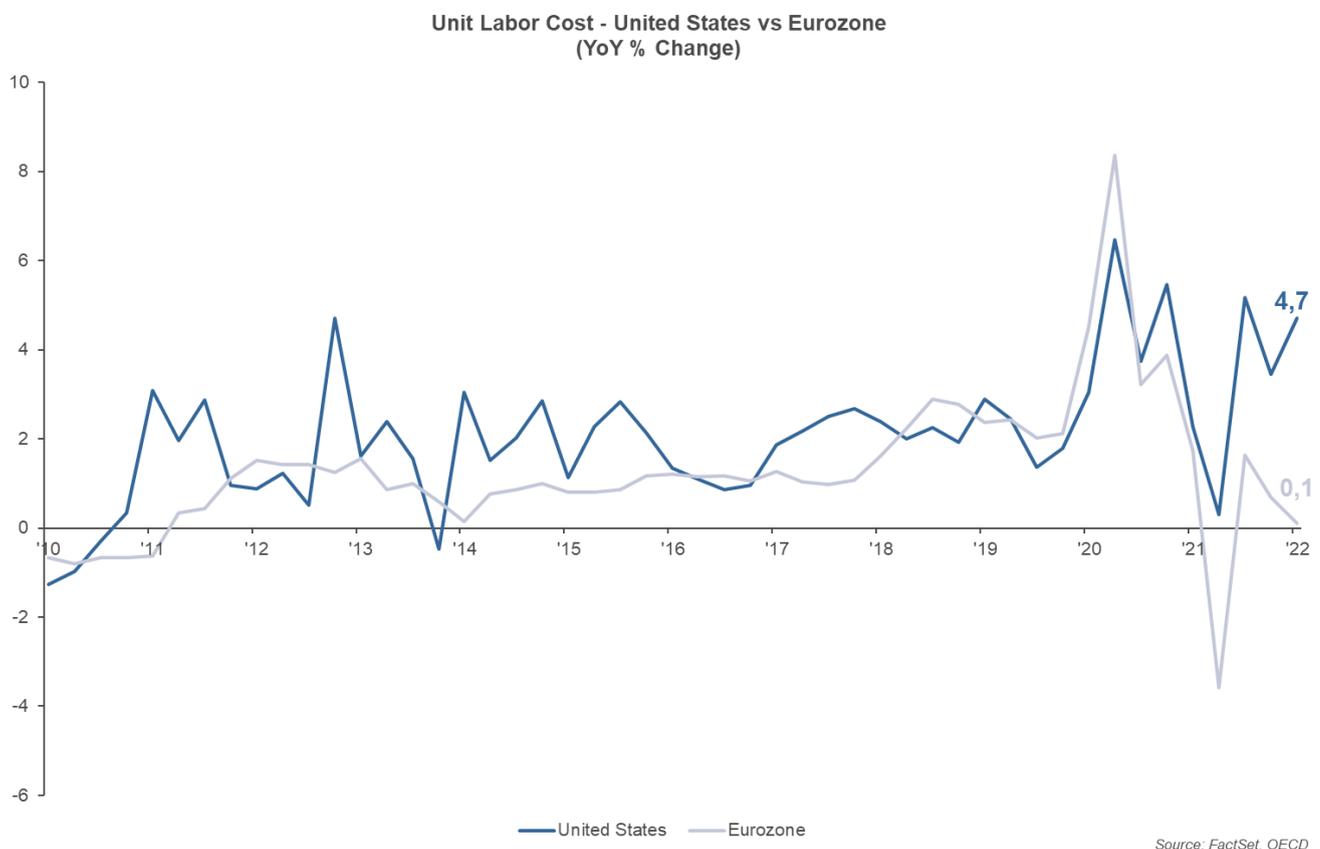
Dans le détail de l'inflation aux États-Unis, l'augmentation des prix de l'énergie (+32,2 % sur un an en mars) et de l'alimentation (+8,8 % pour la même période) donne le tournis. Rien d'étonnant dans le contexte de la guerre en Ukraine qui impacte, entre autres, les prix du gaz et des céréales au niveau mondial. Aux États-Unis, le gaz naturel (Henry Hub) a ainsi dépassé 7 \$/MMBtu mi-avril (+140 % sur un an), le blé dur (ingrédient des pâtes) augmente de près de +85 % sur un an sur la place de Kansas City et le blé tendre (farine du pain), de +60 % à St-Louis.

Mais il y a plus inquiétant encore puisque les prix continuent leur ascension également en dehors de l'énergie et de l'alimentation : +21,6 % sur un an en mars pour les équipements de transport, +10,8 % pour l'ameublement ou encore +6,8 % pour l'habillement. Les prix des véhicules d'occasion, qui flambaient déjà en 2021 en raison de la pénurie mondiale de semi-conducteurs, se renchérissent encore et toujours (+35,3 % sur un an en mars). À regret, il faut y voir le signe que les difficultés économiques se superposent les unes aux autres avant d'avoir eu le temps de se résorber...

La hausse des coûts salariaux valide le scénario d'une inflation plus durable aux États-Unis

Avec la crise de la Covid, il y a eu à la fois une hausse des coûts des matières premières et une hausse des coûts salariaux unitaires¹ (cf. graphique ci-dessous). Pour rappel, la première était due à la rapide reprise économique de la Chine (succès initial de sa stratégie Zéro Covid) et la seconde, à l'adaptation des modes de production aux normes sanitaires (télétravail, gestes barrières, etc.). Logiquement, l'inflation aurait dû surgir rapidement et s'installer durablement. Or ce n'est pas ce qui s'est passé dans un premier temps en raison d'un effort de productivité (du travail) : en 2020 aux États-Unis, le PIB par heure travaillée a augmenté de +2,6 % (en glissement annuel) malgré la pandémie. En plus de rester relativement contenue jusqu'au printemps 2021, l'inflation a donc longtemps revêtu un caractère transitoire en apparence, leurrant les commentateurs tout autant que les experts...

La dynamique de l'inflation salariale n'a rien à voir aux États-Unis et en Europe



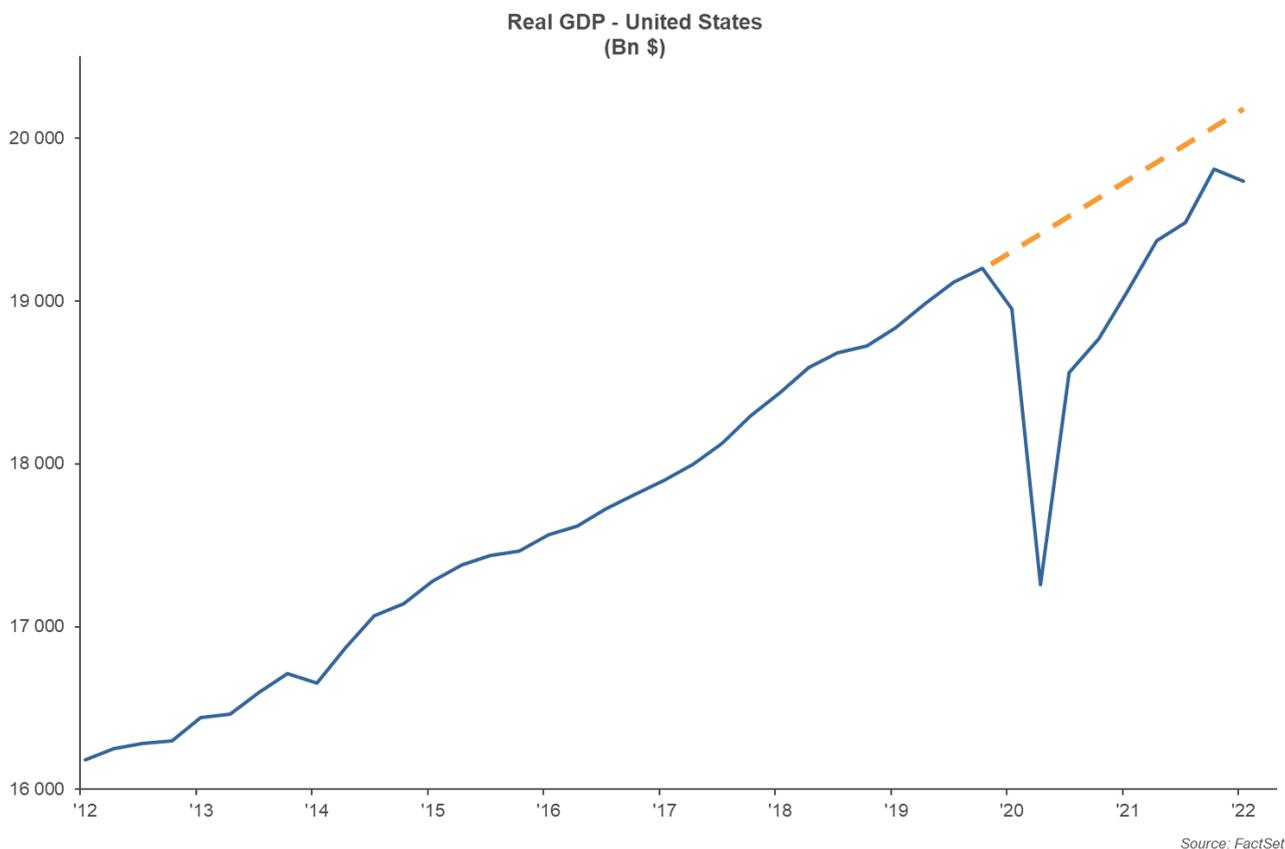
En cause, les dispositifs de relance, voulus aux États-Unis par le président Biden, ont largement changé la donne à partir du printemps 2021. Pour rappel, le *Build Back Better Plan* a permis d'injecter des milliards de dollars dans l'économie américaine : 1 900 Mds \$ pour l'*American Rescue Plan* (contre la Covid) et 1 200 Mds \$ pour l'*Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA)*. Ces dispositifs ont autorisé les travailleurs qui approchaient de la retraite de la prendre par anticipation et les employés qui n'étaient pas satisfaits de leurs conditions de travail d'en changer, donnant ainsi lieu à la « grande démission » (*Big Quit*). Cette pénurie (organisée) de main-d'œuvre a engendré une nouvelle hausse des coûts salariaux (celle de 2021 sur le graphique ci-dessus), toujours très forte à l'heure actuelle aux États-Unis (+4,7 % en mars en glissement annuel) et qui fait penser que l'inflation est encore appelée à durer tant que le soutien public ne faiblit pas.

¹ Ratio entre le coût de la main-d'œuvre et la productivité du travail.

La relance budgétaire n'est pas allée au bout de son objectif

Dire que la politique budgétaire très active voulue par le président Biden ne s'est pas montrée efficace à contrer la crise serait globalement faux. Dès 2020, l'économie américaine a commencé à combler une grande partie du gouffre abyssal dû à la Covid (cf. graphique ci-dessous). Elle s'est même redressée très rapidement en 2020 et 2021, sa capacité de « résilience » était alors souvent évoquée. Néanmoins, il convient de remarquer que, fin 2021, elle n'avait toujours pas retrouvé sa dynamique d'avant-Covid... Et cela pose question parce qu'aucune politique de relance budgétaire n'est efficace à long terme en raison de l'ajustement du niveau des prix (mécanisme d'ores et déjà très activement à l'œuvre au vu de l'inflation actuelle) ... Il faut donc croire que la politique de l'administration américaine sera continuellement moins efficace dans les mois à venir, sauf à encore faire monter les prix... c'est le serpent qui se mord la queue : la dépense publique commence désormais à générer plus d'externalités négatives que positives.

La relance a permis à l'économie américaine de combler assez largement son retard sans toutefois retrouver sa tendance d'avant-Covid



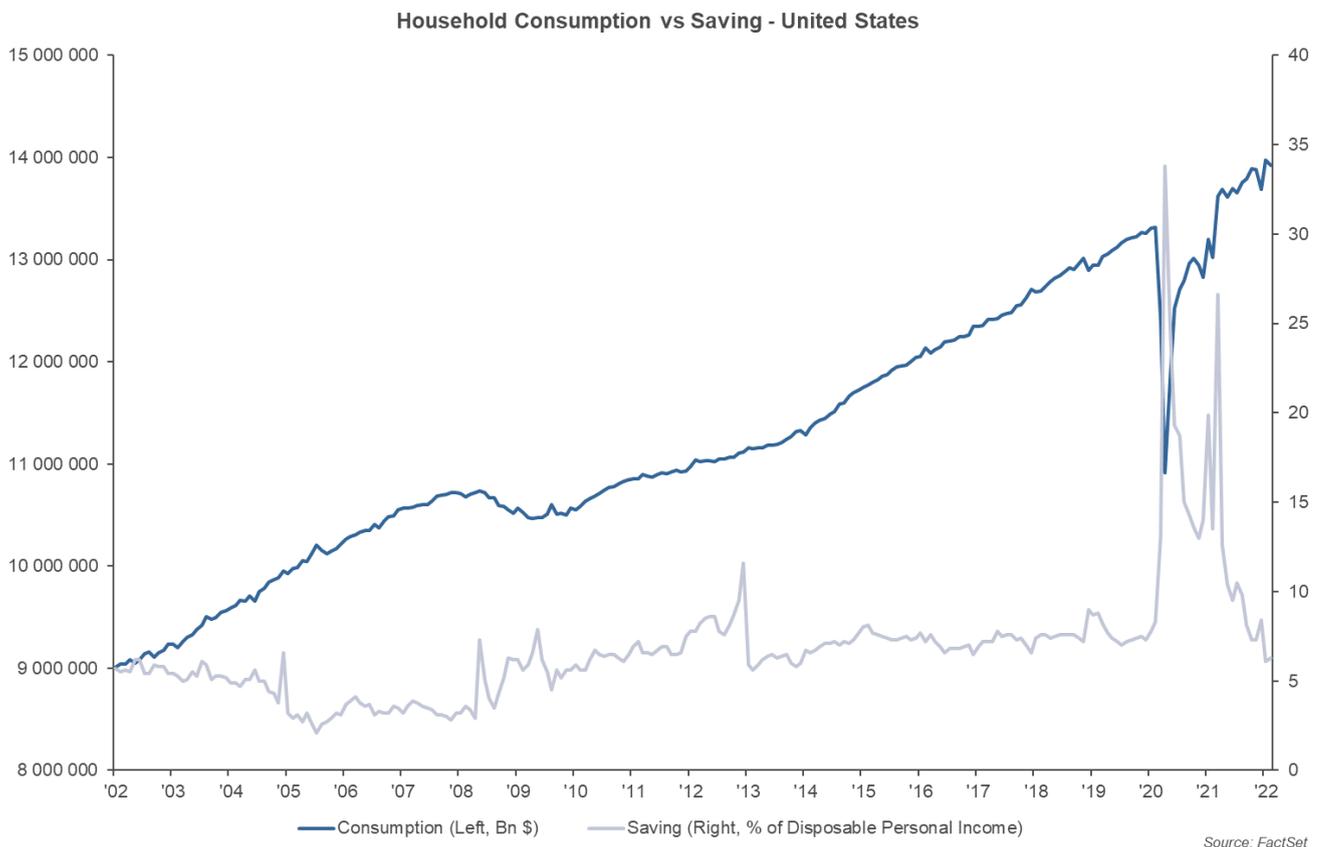
Avec la crise de la Covid, le comportement d'épargne des ménages américains a été drastiquement modifié. Culturellement, les ménages américains épargnent relativement peu : autour de 7,2 % du revenu disponible au cours des années 2010 (contre environ 12,5 % dans la zone euro), ce qui s'explique aisément compte tenu des facilités dont dispose l'économie américaine pour se financer. Les deux pics d'« excès d'épargne » qui ont pu être constatés à l'occasion de la Covid sont donc extrêmement frappants : jusqu'à 33,8 % du revenu disponible en avril 2020 et 26,6 % en mars 2021 (cf. graphique ci-dessous). Pour l'économie américaine moderne, c'est inédit : les précédents hauts avaient été atteints à l'issue des chocs pétroliers (17,3 % du revenu disponible en mai 1975 puis 12,9 % en avril 1982), mais l'ordre de grandeur était alors bien différent !

Les motivations profondes de cette forte propension à épargner continuent toujours d'être discutées : s'agissait-il d'une épargne forcée, conséquence de reports de consommation dus aux normes sanitaires, puis aux pénuries ? D'une épargne de précaution en raison des incertitudes liées à la pandémie ? Ou encore, de l'anticipation d'une hausse de la fiscalité compte tenu du caractère très expansionniste des politiques budgétaires ? Toutes ces causes ont certainement joué ! Quoi qu'il en soit, ce surcroît d'épargne a



assurément entravé la politique de relance, à tout le moins dans sa temporalité (pourtant primordiale) ...

En plus d'avoir neutralisé une partie de la relance, le comportement d'épargne des ménages favorise maintenant l'inflation



À l'inverse des deux années écoulées, les ménages américains n'ont plus (ou n'ont plus pu) épargné que 6,3 % de leur revenu disponible en mars 2022 (bien en-deçà des 7,8 % pré-pandémiques), signe qu'ils ne souhaitent plus maintenir leur effort d'épargne. Pour autant, cette normalisation des comportements de consommation arrive trop tardivement pour appuyer efficacement la politique de relance... Pire, elle survient au mauvais moment puisqu'elle va maintenant renforcer l'inflation !

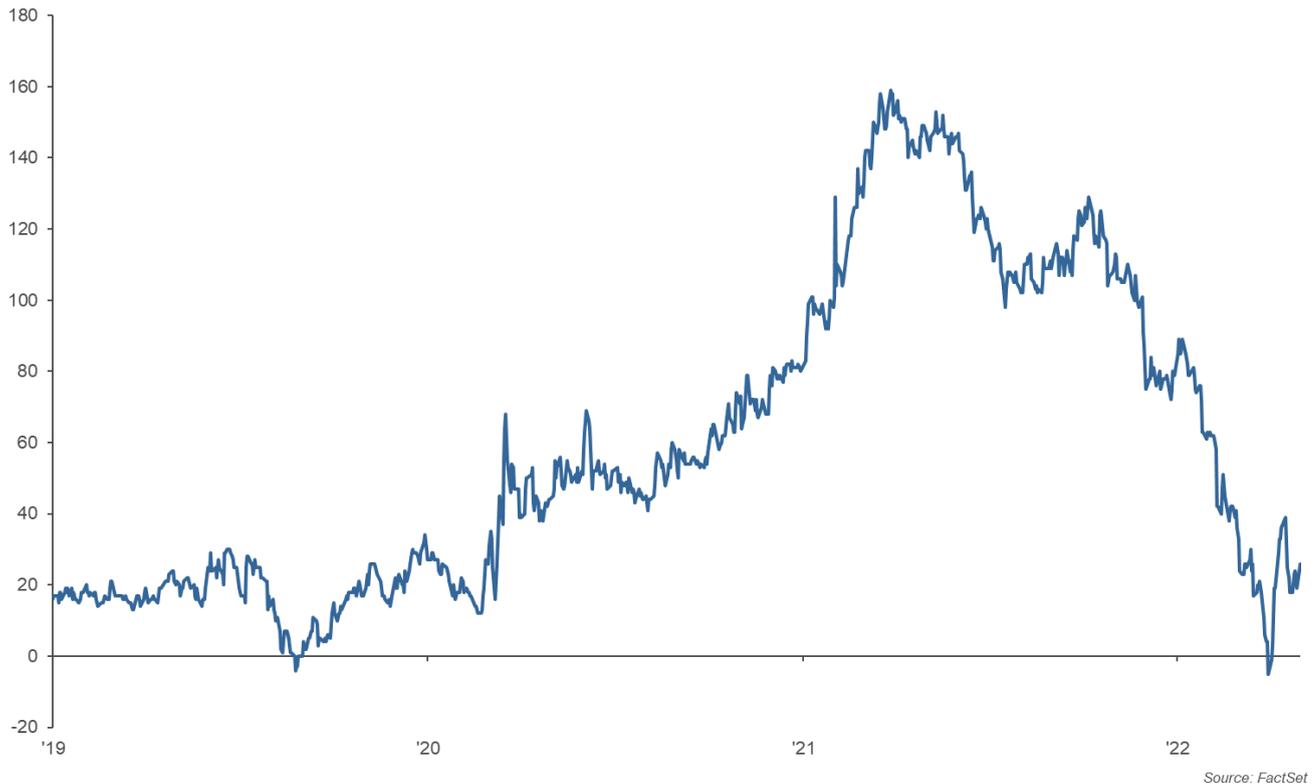
Vers la récession ? Et alors...

La récente inversion de la courbe des taux ne laisse plus vraiment place au doute : les marchés ne croient plus du tout que l'inflation sera transitoire mais qu'au contraire, la situation va rapidement se dégrader. À raison, ils anticipent que la Fed va sérieusement durcir sa politique monétaire, ce qui orientera vraisemblablement l'économie américaine vers la récession. Les déclarations de Jerome Powell vont d'ailleurs en ce sens puisqu'il a annoncé une hausse des taux directeurs (actuellement à 0,5 % depuis la mi-mars) de 50 bp en mai. De plus, une deuxième hausse du même ordre a conjointement été envisagée... Même si la Fed a maintenant pris pour habitude de guider la sphère économique avec des effets d'annonce et des demi-mesures, il ne faut pas se tromper : il est désormais très probable qu'elle ait réellement changé son fusil d'épaule, la faute d'une politique budgétaire mal calibrée.



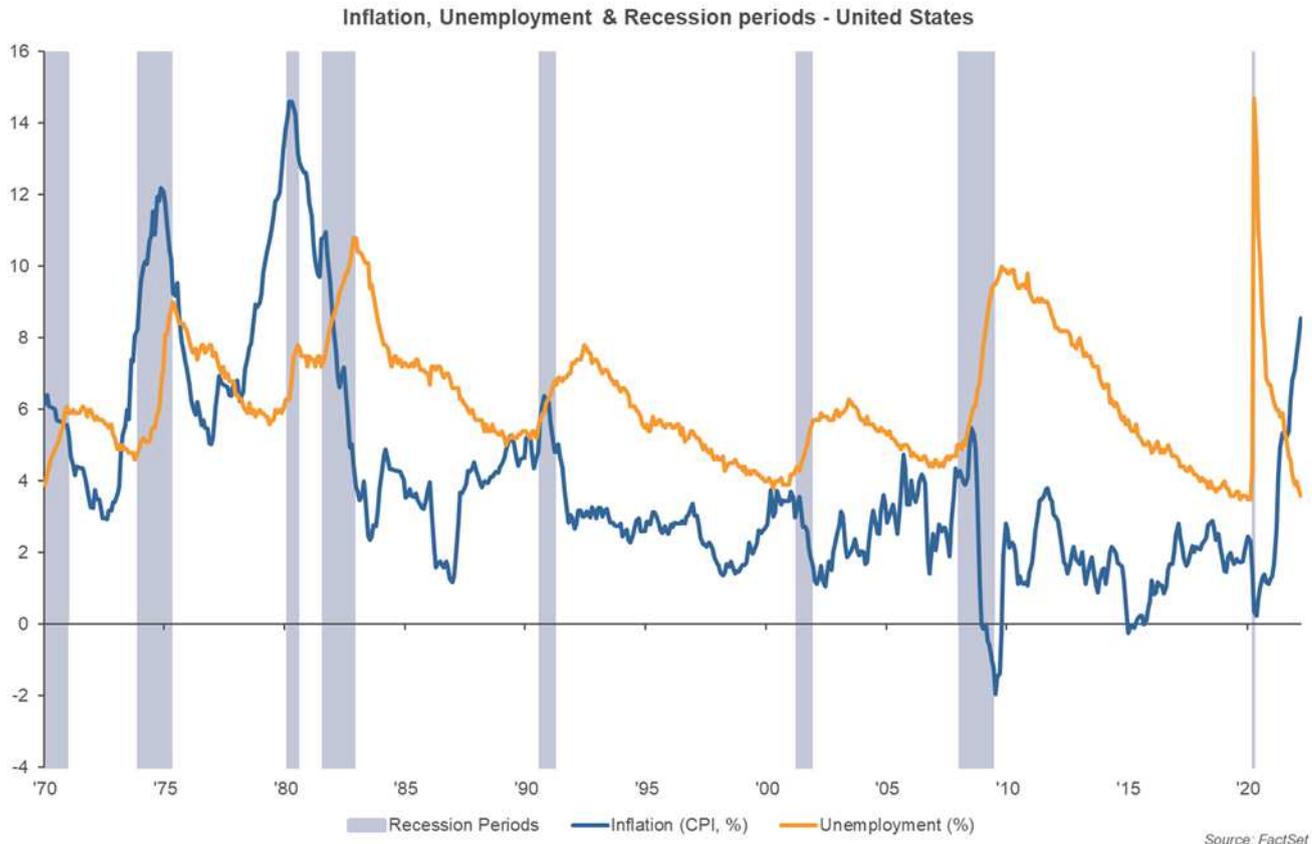
Depuis le début de l'année le spread de taux américains (10 ans - 2 ans) s'est drastiquement resserré

Treasury bond spreads (10 Years - 2 Years) - United States
(in basis points)



Une fois n'est pas coutume, les indicateurs financiers concordent avec ceux de la macroéconomie qui pointent, eux-aussi, en direction de la récession. Pourquoi ? La vigueur de l'inflation va à nouveau faire diverger le marché du travail, actuellement à 3,6 % de chômage (9,3 % en comptant les temps partiels et les chômeurs découragés). Et celui-ci pourrait même rapidement se réorienter vers une situation de sous-emploi (*cf.* graphique ci-dessous). Dans la configuration actuelle (inflation par les matières *et* par les coûts), il serait illusoire de croire que les autorités politiques et monétaires puissent laisser courir l'inflation, le risque d'une déstabilisation économique et sociale (voire systémique) étant bien trop élevé...

Dans l'économie américaine moderne, l'inflation combinée à un chômage faible préfigure généralement une récession

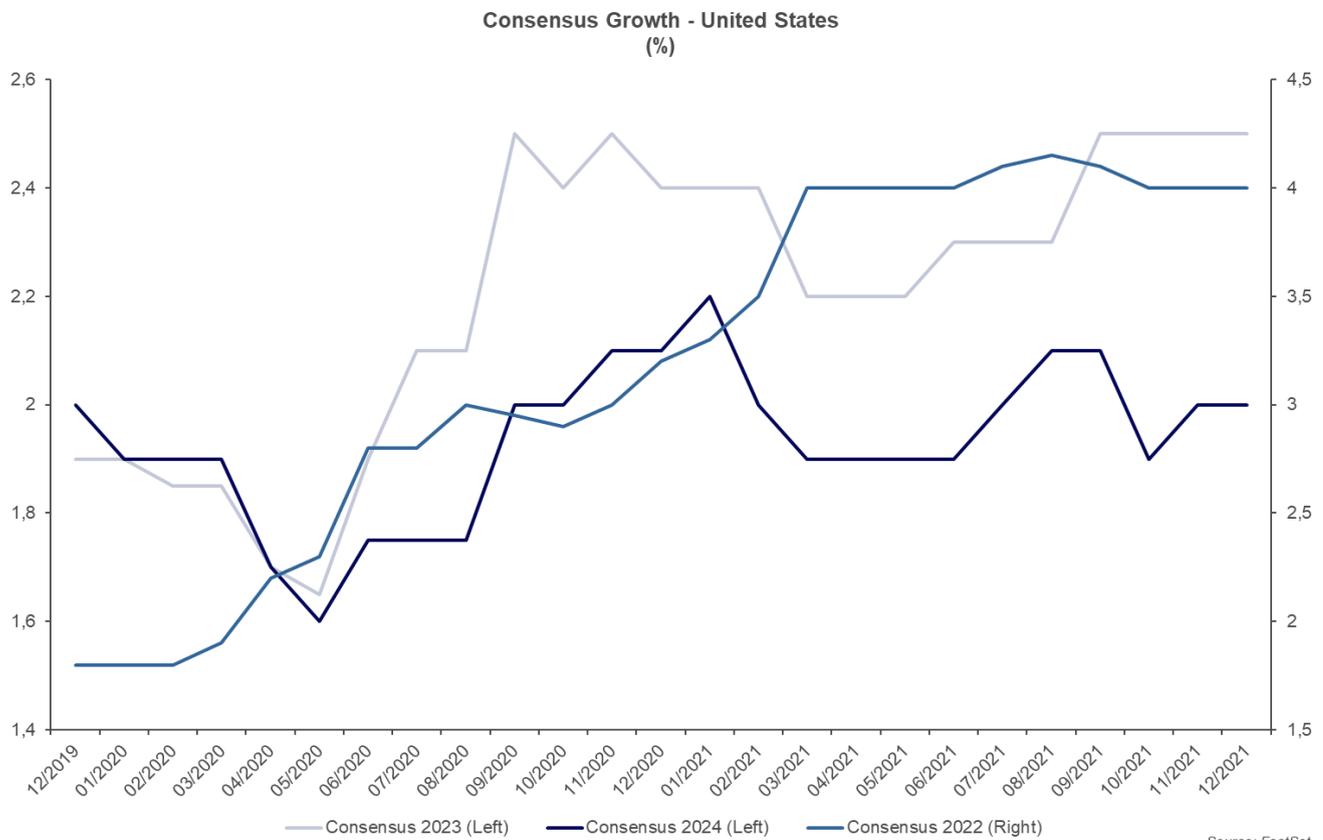


Finalement, il faut garder à l'esprit que les autorités américaines ne vont pas forcément chercher à éviter la récession... même si cela peut sembler paradoxal. En effet, face à la volonté du gouvernement de maintenir des dispositifs de soutien public démesurés, la Fed pourrait choisir de « paramétrer » (en montant adéquatement les taux) une récession pour pousser les travailleurs à revoir leurs prétentions salariales à la baisse et les entreprises à comprimer leurs marges... Ce serait une réponse violente mais somme toute standard à une inflation par les coûts. Si les États-Unis peuvent mener ce genre de politique malgré une dette de 30 420 Mds \$ en mars 2022, ce n'est qu'en raison du rôle prépondérant du dollar sur le marché monétaire international, leur permettant de siphonner l'épargne internationale pour faire face aux déficits de financement de l'économie américaine dans son ensemble... Comme souvent, les difficultés des États-Unis risquent de s'exporter au reste du monde rapidement, ce dernier étant déjà en difficulté (pour des raisons différentes d'ailleurs).

Dans ce contexte, nous devrions observer la poursuite des révisions en baisse des perspectives de croissance dans les mois à venir, qu'elles soient américaines (passées de +4.2 % mi 2021 à +3.3 % aujourd'hui) ou mondiales (cf. graphique ci-dessous).



Les prévisions de croissance devraient être revues à la baisse dans les mois à venir



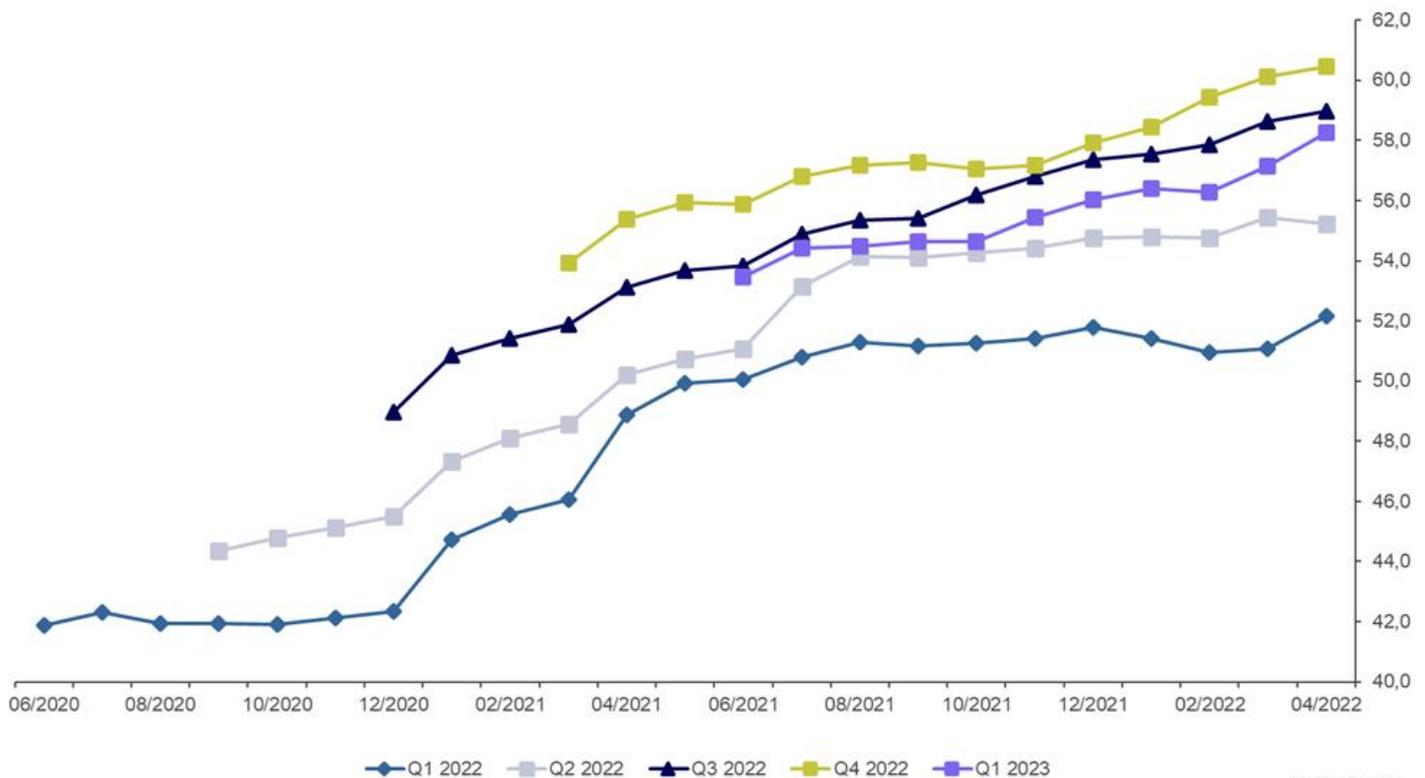
La saison de publication du T1 2022 ne déçoit pas malgré une normalisation attendue des résultats des entreprises

La saison de publication du T1 2022 a débuté (55% des sociétés qui composent le S&P 500 ont d'ores et déjà publié) et contraste, comme attendu, avec les résultats stratosphériques observés en 2021. En effet, la progression des bénéfices du S&P 500 est aujourd'hui anticipée à +7,1 %, soit la plus faible progression depuis le T4 2020 !

Pour autant la dynamique de révisions positives reste de vigueur : le consensus fourni par FactSet attendait en effet seulement +4,7 % à la fin mars, mais surtout le nombre de surprises positives reste élevé (80 %). C'est seulement l'ampleur des surprises qui diminue drastiquement.

Les croissances bénéficiaires se normalisent mais la tendance des révisions reste largement positive

Estimates Quarterly EPS for S&P 500



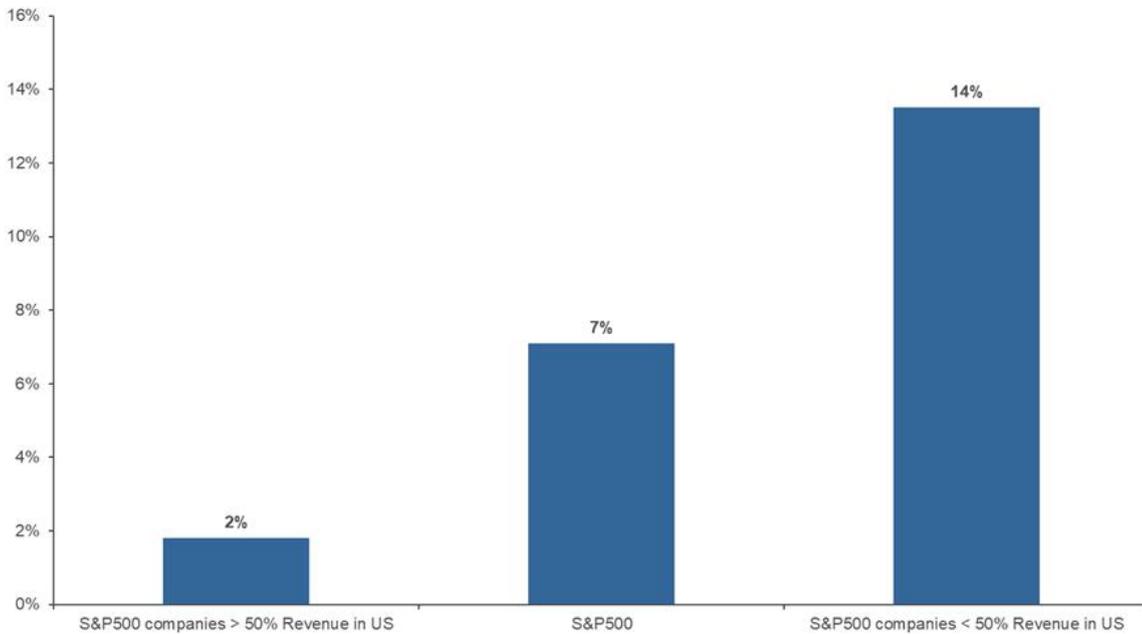
Cette bonne tenue des bénéfices pour le T1 2022 est à mettre au profit des entreprises du S&P 500 qui sont les plus globalisées. En effet, si l'on subdivise les sociétés composant l'indice large américain en deux groupes avec d'un côté les sociétés qui réalisent plus de 50 % de leur chiffre d'affaires hors des Etats-Unis et de l'autre celles pour lequel le chiffre d'affaires est majoritairement réalisé sur le territoire américain, on s'aperçoit que le groupe des sociétés qui ont une exposition internationale élevée affichent une croissance bénéficiaire de +13,5 % contre seulement +1,8 % pour le second groupe traduisant le tassement de la demande intérieure déjà observé dans les données macroéconomiques.

Il convient néanmoins de relativiser ce fort différentiel. En effet, si l'on enlève de l'échantillon trois des plus gros contributeurs du groupe des sociétés qui réalisent plus de 50 % de leur chiffre d'affaires hors des Etats-Unis - à savoir Exxon Mobil et Chevron qui sont largement favorisées par l'envolée du cours du pétrole avec le conflit ukrainien et Pfizer du côté du secteur de la santé toujours largement porté par les revenus liés au Covid-19 - les chiffres se normalisent amplement et le +13,5 % se transforme en +5,1 % soit un différentiel bien plus faible avec le reste de la cote.



Les entreprises largement ouvertes à l'international ont porté la cote sur le plan microéconomique

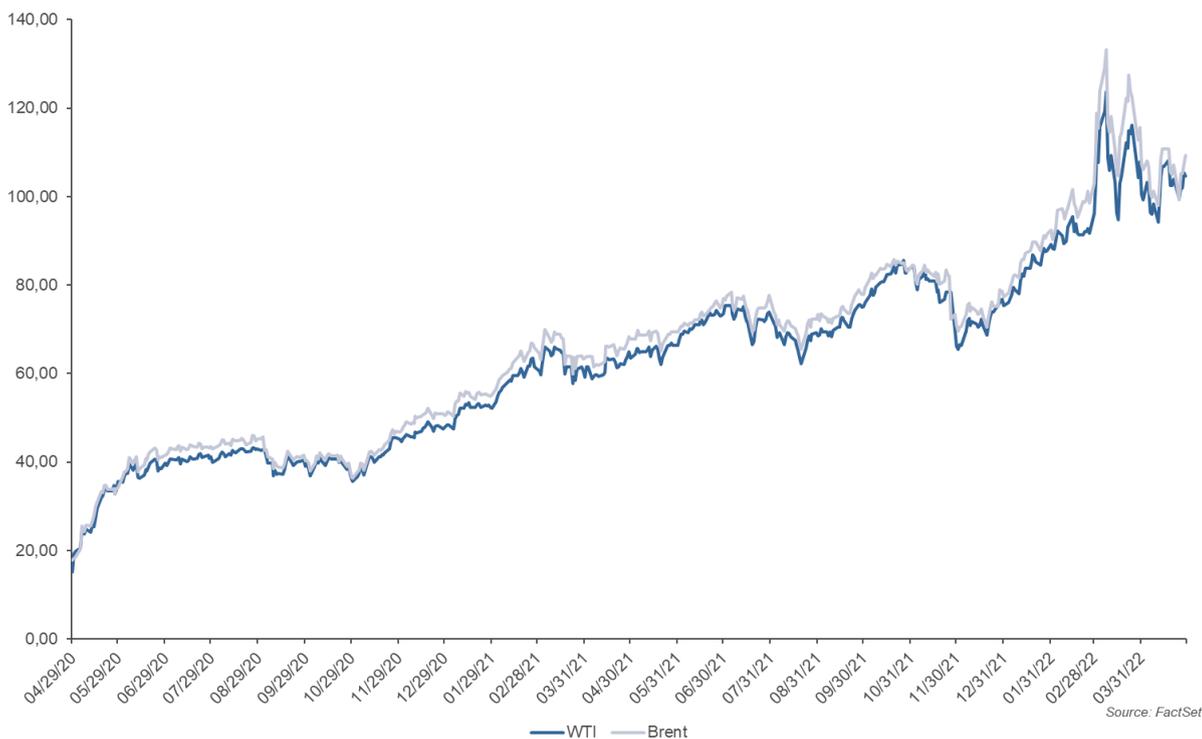
S&P500 Geographic Exposure Earning Growth Q3 2021



Source: FactSet

Ceci est en grande partie lié à l'explosion des cours du pétrole qui a fait s'envoler les bénéfices des géants pétroliers américains

WTI vs. Brent prices



Source: FactSet

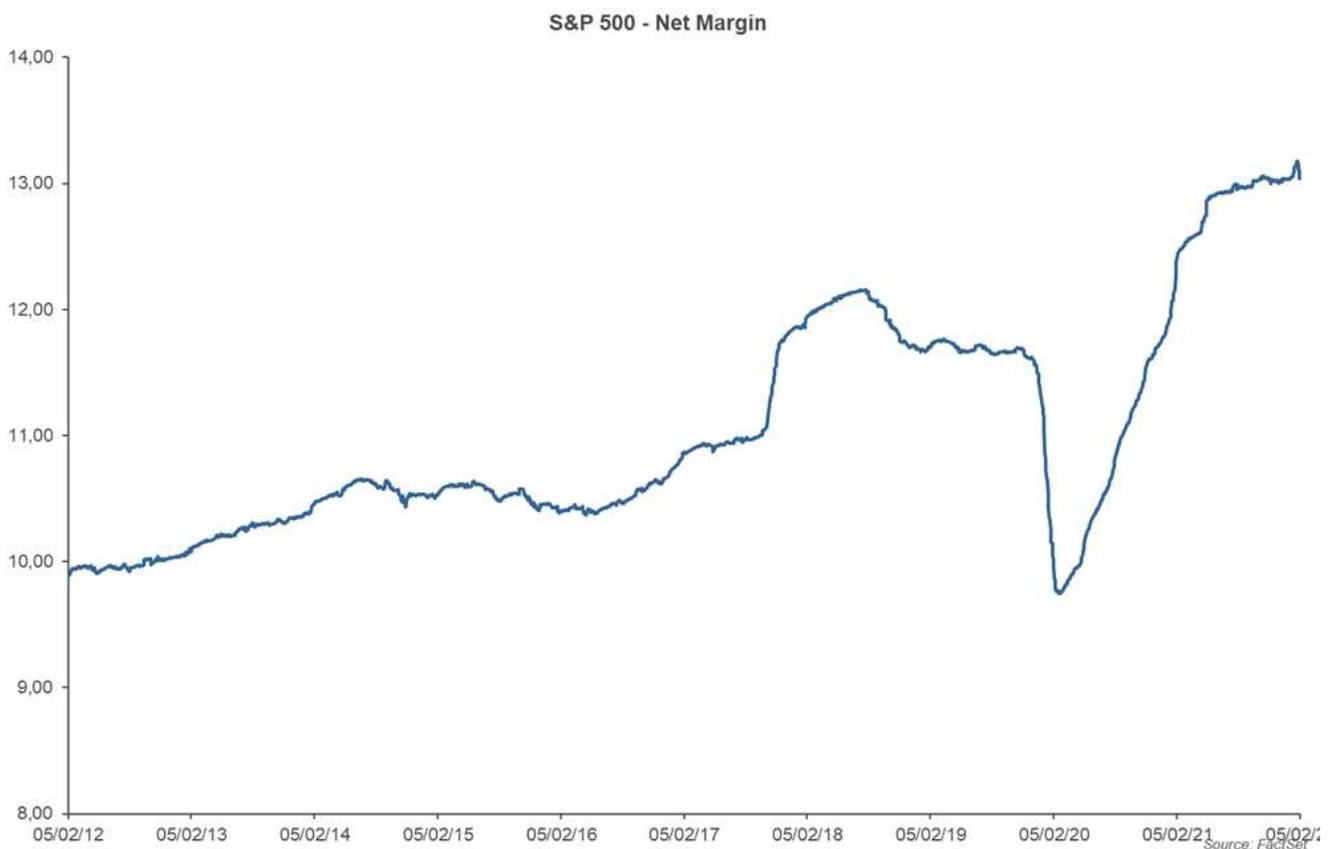


A titre de comparaison, le cours du WTI était de 57,9\$ le baril en moyenne au cours du T1 2021 contre 94,9\$ le baril durant le T1 2022, soit une augmentation substantielle de 64 % ! Cela explique facilement la très bonne tenue des deux géants du pétrole américain pour qui la crise en Ukraine aura donc été bénéfique.

Au contraire, on remarquera également que certains géants de l'indice comme Amazon ont largement déçu au T1 2022, pénalisés par les problématiques de chaîne d'approvisionnement toujours présentes et une inflation galopante qui commence à peser sur la consommation. Ainsi les bénéfices négatifs publiés par Amazon au T1 2022 contribuent négativement à l'indice S&P 500 de l'ordre de -2,75 % ! Si l'on venait à retirer Amazon des sociétés du S&P 500, la croissance de l'indice phare américain passerait ainsi de +7,1 % à +10,1 %, soit une différence substantielle.

Du côté de la rentabilité, la marge bénéficiaire nette du S&P 500 pour le T1 2022 reste bien orientée avec 12,2 %, la 5^{ème} plus forte marge affichée par l'indice depuis que FactSet a commencé à suivre cette métrique en 2008, soit une valeur plus élevée que la moyenne au cours des 5 dernières années (11,2 %). Cependant la tendance du taux de marge est baissière depuis plusieurs trimestres désormais : en effet avec 12,2 % pour le T1 2022, cela marquerait le 3^{ème} trimestre consécutif de baisse des marges nettes de l'indice phare américain.

Les marges se stabilisent, avant une probable normalisation à venir



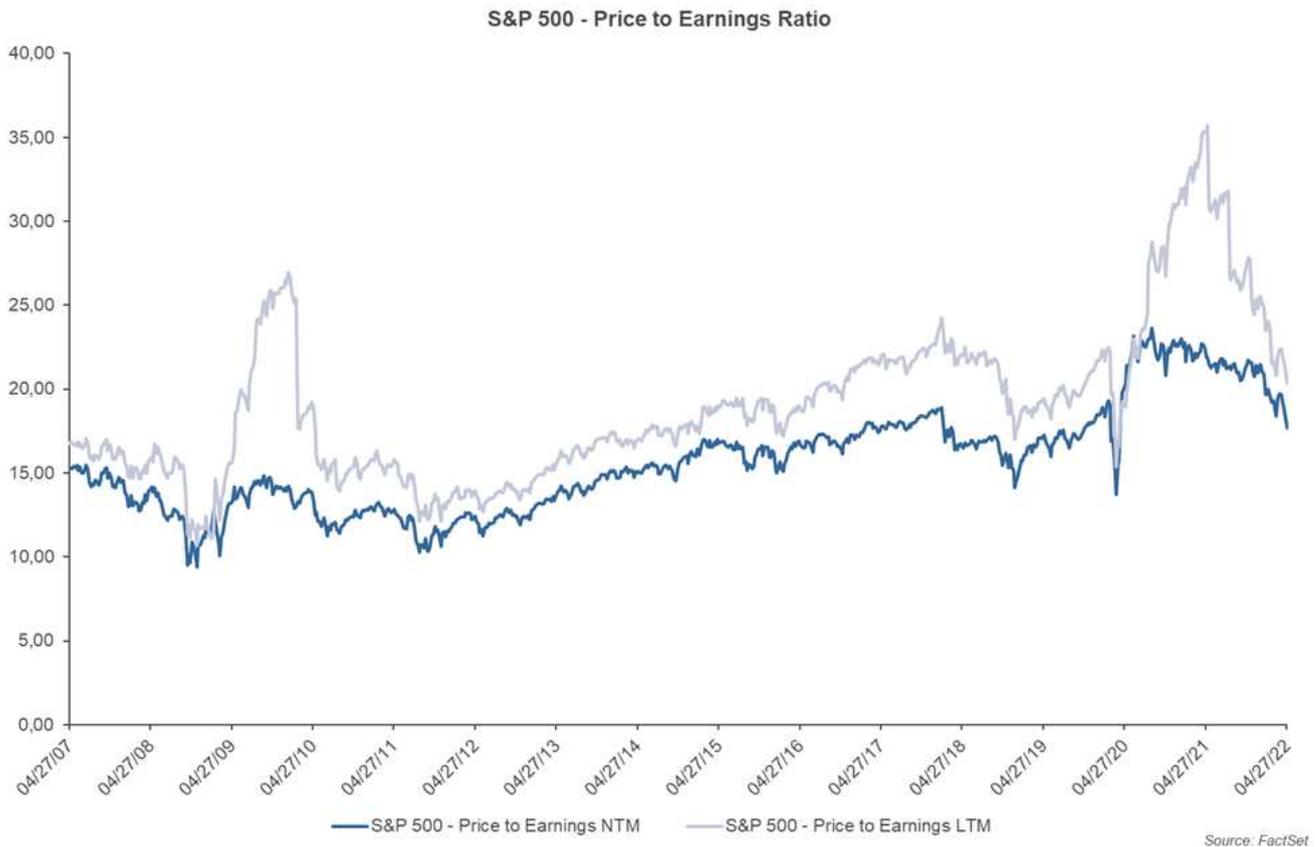
Bien évidemment, le secteur affichant la plus forte hausse de sa rentabilité est le secteur de l'énergie qui affiche pour le T1 2022 une marge nette de l'ordre de 10,6 % alors que cette dernière n'était que de 4,6 % il y a un an !



Les niveaux de valorisation se sont enfin normalisés avec la baisse récente des marchés actions

L'année 2021 a vu les entreprises du S&P 500 afficher des profits en très nette hausse de +47,7 % ! Alors que dans le même temps, l'indice large américain n'a progressé que de +26,9 % ce qui a eu pour impact immédiat de faire largement refluer les niveaux de valorisations stratosphériques que l'on avait pu observer en 2020. Et la baisse récente des marchés en ce début d'année a amplifié le phénomène. Les nombreuses craintes des investisseurs face aux risques d'affaiblissement de l'économie américaine, de flambée des prix, le tout saupoudré du conflit ukrainien qui pèse à la hausse sur le cours des matières premières a ainsi fait plonger l'indice large américain de -13,3 % depuis le début d'année. La baisse est encore plus marquée pour l'indice des valeurs technologiques fortement sensibles aux taux d'intérêt : le Nasdaq a ainsi chuté de -21,2 % depuis le début d'année ! Les niveaux de valorisations se sont ainsi normalisés et sont aujourd'hui revenus sur leurs niveaux d'avant crise quelle que soit la méthodologie de calcul utilisée (en se basant sur les résultats publiés au cours des 12 derniers mois ou en utilisant le consensus à venir des analystes).

Les ratios de valorisation retrouvent enfin leurs niveaux d'avant-crise



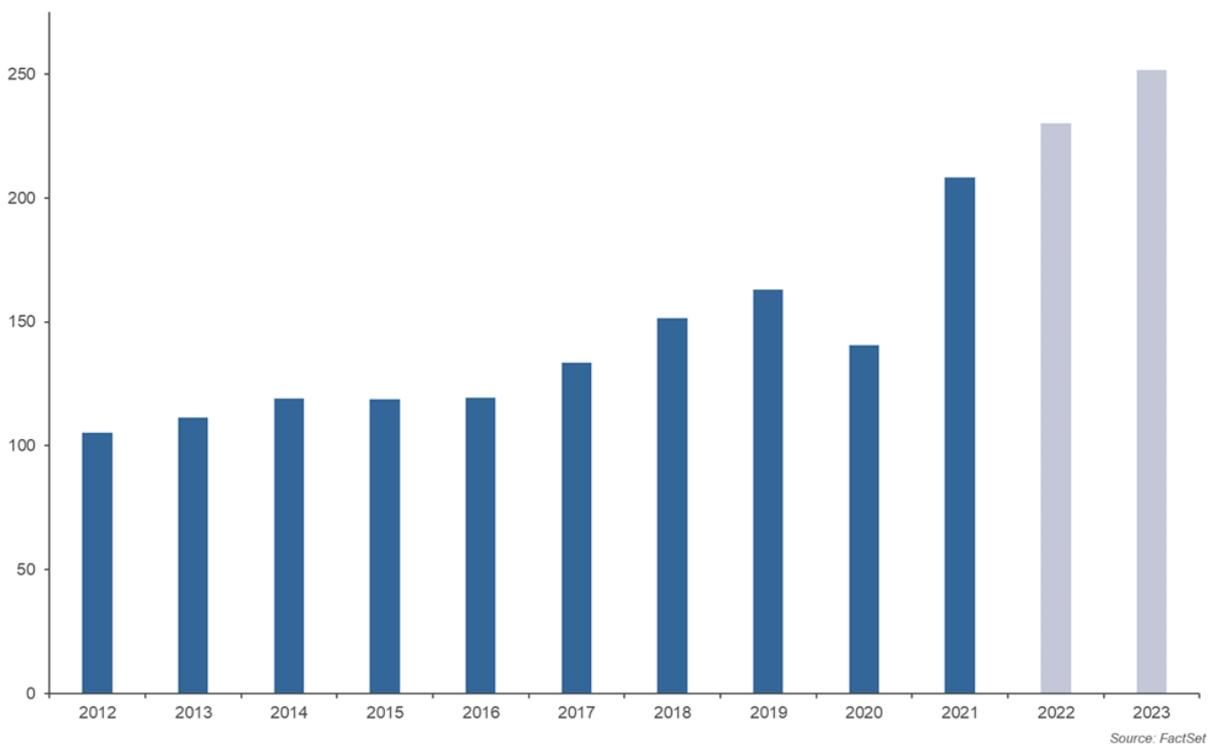


Les niveaux de valorisation se sont enfin normalisés avec la baisse récente des marchés actions

Notre discours est identique depuis plusieurs mois maintenant et de nombreux facteurs pourraient peser à la baisse sur la microéconomie. Hausse de l'inflation, problématiques d'approvisionnement, engorgement des chaînes de logistique, pénuries de main d'œuvre ou encore les hausses des salaires dans certains secteurs d'activité devraient rebattre les cartes en 2022. Et le conflit ukrainien n'arrange en aucun cas les choses. A périmètre constant, les attentes en termes de croissances bénéficiaires nous paraissent trop agressives pour les années à venir, aux Etats-Unis comme en Europe. Ainsi pour le S&P 500, les analystes prévoient une hausse des bénéfices de +10,3 % en 2022 et de +9,3 % en 2023. Il nous semble peu probable que cela soit réaliste, surtout si les conditions de financement venaient à se durcir drastiquement. En effet, Jerome Powell a de nouveau durci le ton. Pour le président de la FED, augmenter les taux de 50 bp dès la prochaine réunion de mai, serait « approprié ». Il ne fait donc guère de doute que la Banque Centrale américaine va recourir à des hausses de taux d'intérêt plus importantes que nous anticipions, et ce, plusieurs fois avant la fin d'année. Nous maintenons toutefois notre objectif de taux directeurs à 1,5 % d'ici la fin d'année, estimant que la hausse actuelle des taux longs (qui atteignent désormais 2,8 %) constitue d'ores et déjà une politique monétaire suffisamment restrictive qui pourrait entraîner un ralentissement de la demande finale US, la dégradation des fondamentaux et, par voie de conséquences, une pression à la baisse sur les prix. Dans ces conditions, la FED pourrait rapidement changer son fusil d'épaule en cours d'année.

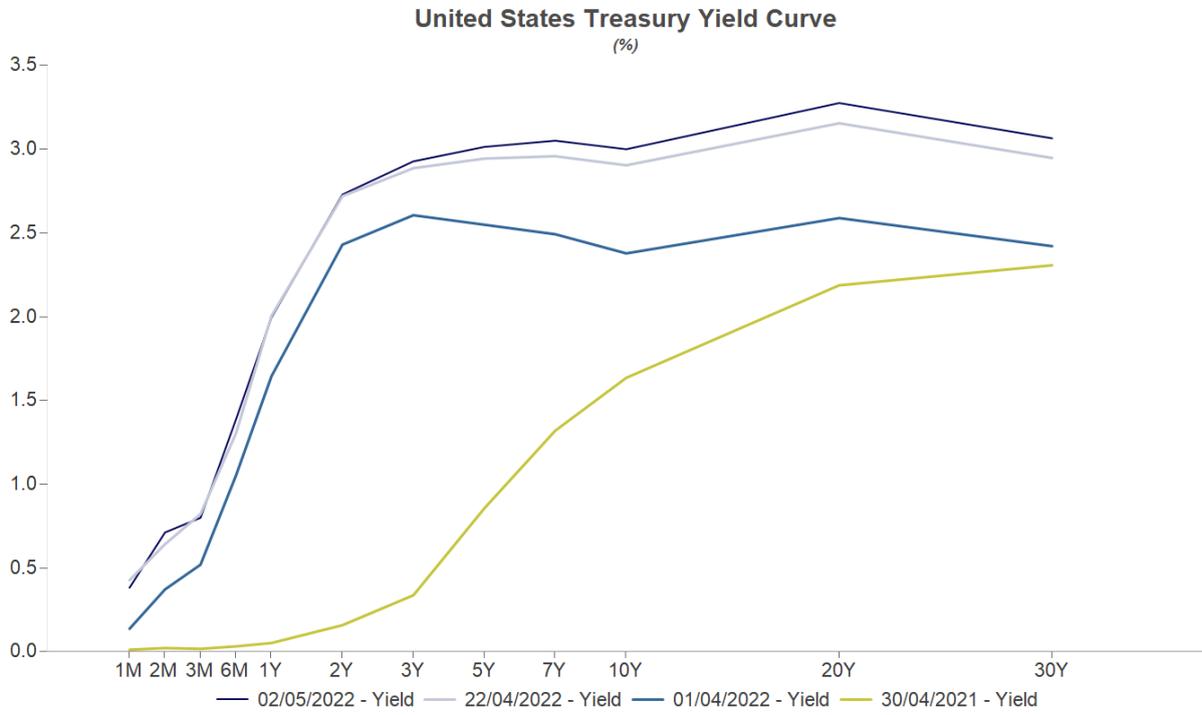
Les analystes nous apparaissent trop confiants pour les années à venir

S&P500 EPS Actual and Estimates (2022 & 2023)





Surtout si les taux continuent de monter,
pénalisant inévitablement le secteur de la
tech, locomotive des indices américains



Source: FactSet



Main ratios for markets and sectors as of 02/05/2022 (in local currency)



CHAHINE CAPITAL
PERFORMANCE ENGINEERING

Data as of	Weight vs World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield 2021	Revision vs M-2%	
		2022	2021	2022	2021	2022	2021	2020		Fiscal 22	Fiscal 21
02/05/22											
World - Developed	100,0%	-13,99%	13,18%	14,4 x	15,9 x	9,96%	14,47%	67,13%	2,2%	-1,4%	-1,3%
United States	57,0%	-14,35%	21,64%	17,0 x	19,0 x	11,80%	14,95%	62,76%	1,6%	0,6%	0,5%
Japan	7,0%	-16,13%	-2,20%	12,4 x	13,2 x	6,49%	13,14%	36,85%	2,5%	-5,7%	-5,5%
Eurozone	10,0%	-19,24%	11,04%	12,4 x	13,5 x	9,54%	8,91%	101,76%	3,2%	-4,2%	-3,9%
Europe	19,2%	-16,71%	12,88%	12,7 x	13,6 x	6,76%	13,00%	93,39%	3,3%	-3,1%	-2,8%
Austria	0,1%	-19,30%	25,54%	9,1 x	9,0 x	-1,23%	3,22%	123,44%	3,9%	-3,1%	-3,9%
Belgium	0,4%	-11,82%	5,03%	16,6 x	18,7 x	13,39%	3,39%	31,20%	2,6%	-4,1%	-4,1%
Denmark	0,7%	-13,89%	13,23%	20,1 x	17,7 x	-11,98%	15,53%	69,39%	2,4%	-2,8%	0,7%
Finland	0,3%	-21,31%	5,66%	14,6 x	15,6 x	6,64%	1,21%	43,76%	3,6%	-3,9%	-5,8%
France	3,5%	-18,52%	19,06%	13,5 x	15,4 x	14,72%	13,68%	169,88%	2,8%	-3,3%	-6,0%
Germany	2,5%	-21,42%	4,34%	11,1 x	11,7 x	5,91%	4,36%	80,98%	3,7%	-4,9%	-1,1%
United Kingdom	4,0%	-9,15%	12,03%	11,0 x	11,3 x	2,84%	22,81%	103,91%	3,8%	-0,6%	-0,9%
Ireland	0,2%	-15,69%	12,86%	14,1 x	17,8 x	26,01%	37,81%	5223,40%	1,6%	-3,7%	-3,9%
Italy	0,9%	-18,61%	13,37%	9,4 x	10,0 x	6,01%	35,33%	82,72%	4,5%	-5,2%	-3,9%
Netherlands	1,2%	-25,76%	14,28%	14,5 x	15,6 x	7,66%	-6,45%	102,63%	2,0%	-4,2%	-4,4%
Norway	0,5%	-5,41%	14,05%	10,6 x	9,9 x	-7,21%	65,16%	216,33%	4,5%	4,1%	2,7%
Spain	0,8%	-11,77%	-0,49%	12,2 x	13,3 x	9,69%	6,26%	84,07%	4,1%	-4,5%	-3,6%
Sweden	1,3%	-27,46%	21,33%	14,7 x	16,4 x	11,37%	8,99%	135,27%	2,8%	-6,0%	-4,8%
Switzerland	2,6%	-14,45%	17,46%	16,7 x	18,6 x	11,30%	-0,09%	29,41%	2,8%	-3,8%	-3,6%
Europe / Commercial Services	0,5%	-19,88%	9,58%	16,5 x	18,9 x	14,80%	19,44%	61,10%	2,3%	-4,1%	-4,1%
Europe / Communications	0,5%	-5,51%	0,96%	13,7 x	15,3 x	11,44%	55,89%	-26,80%	4,6%	-5,0%	-3,9%
Europe / Consumer Durables	0,8%	-24,09%	21,32%	6,9 x	7,5 x	9,36%	-1,42%	314,96%	4,8%	-4,9%	4,7%
Europe / Consumer Non-Durable	3,1%	-17,70%	13,18%	19,0 x	21,1 x	10,80%	10,68%	32,83%	2,4%	-3,5%	-4,0%
Europe / Consumer Services	0,3%	-16,61%	4,84%	16,2 x	23,0 x	42,30%	552,24%	132,92%	2,2%	-4,4%	-4,6%
Europe / Distribution Services	0,2%	-21,21%	20,56%	15,9 x	17,1 x	8,35%	20,33%	54,20%	2,3%	-2,6%	-1,2%
Europe / Electronic Technology	1,0%	-21,34%	15,23%	17,9 x	21,3 x	18,73%	20,30%	148,96%	1,5%	-4,4%	-5,0%
Europe / Energy Minerals	0,9%	12,08%	21,06%	6,7 x	5,8 x	-13,10%	71,98%	4592,05%	4,6%	7,5%	7,2%
Europe / Finance	3,5%	-17,02%	15,23%	9,4 x	10,4 x	11,47%	-5,94%	87,18%	4,6%	-4,6%	-6,0%
Europe / Health Services	0,2%	-27,11%	20,45%	17,1 x	18,9 x	10,14%	-1,47%	24,64%	1,9%	-4,7%	-4,9%
Europe / Health Technology	2,4%	-11,08%	15,32%	17,8 x	20,1 x	13,05%	8,14%	11,99%	2,2%	-3,3%	-2,9%
Europe / Industrial Services	0,3%	-10,18%	6,82%	12,7 x	15,3 x	20,40%	13,38%	105,61%	3,5%	-4,7%	-5,7%
Europe / Miscellaneous	0,0%	-29,91%	35,07%	13,5 x	15,1 x	5,60%	-10,48%	149,21%	2,6%	-3,4%	-3,7%
Europe / Non-Energy Minerals	0,6%	-3,46%	13,30%	7,9 x	6,0 x	-23,60%	8,81%	136,61%	6,4%	3,6%	2,0%
Europe / Process Industries	0,8%	-15,18%	9,77%	15,8 x	15,8 x	-0,22%	11,46%	54,70%	3,0%	-3,7%	-1,6%
Europe / Producer Manufacturin	1,2%	-28,04%	21,04%	14,3 x	17,2 x	20,24%	11,21%	89,72%	2,6%	-5,8%	-7,3%
Europe / Retail Trade	0,4%	-30,32%	-1,51%	15,1 x	18,3 x	20,86%	11,75%	91,23%	2,7%	-7,4%	-7,8%
Europe / Technology Services	0,9%	-29,80%	2,33%	18,0 x	22,6 x	25,23%	10,00%	28,78%	1,1%	-6,8%	-8,0%
Europe / Transportation	0,6%	-12,62%	26,29%	12,8 x	10,9 x	-14,74%	99,46%	164,15%	4,5%	-5,0%	-0,3%
Europe / Utilities	1,0%	-11,09%	-4,61%	14,7 x	19,5 x	33,15%	-12,54%	21,59%	3,9%	-5,0%	-15,0%



Avertissement

Il revient au lecteur d'évaluer et d'assumer tous les risques associés à l'utilisation des informations contenues dans ce document, dont le risque de confiance dans l'exactitude, l'exhaustivité, la sécurité ou l'utilité de cette information. Le contenu de ce document est publié uniquement à titre informatif et ne doit pas être interprété comme un conseil - financier ou autre - comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat de titres dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation serait illicite. Toute information exprimée dans le présent document à sa date de publication est susceptible d'être modifiée sans préavis. Les opinions ou affirmations contenues dans ce document ne représentent pas les opinions ou les croyances de Chahine Capital. Chahine Capital et/ou un ou plusieurs de ses employés ou rédacteurs peuvent détenir une position - dans l'un des titres mentionnés dans ce document.

Le contenu de ce document, y compris le texte et les graphiques, est protégé par les lois sur le droit d'auteur du Luxembourg et d'autres juridictions étrangères. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite sous quelque forme, ou par quelque moyen que ce soit, sans le consentement écrit préalable de Chahine Capital. Pour obtenir l'autorisation de reproduction, veuillez envoyer un e-mail à info@chahinecapital.com.