



Avril 2022

Vers une nouvelle guerre des changes pilotée par les Banques Centrales ?

Conclusions

Le conflit entre la Russie et l'Ukraine fait passer au second plan un changement majeur opéré depuis le début de l'année : le passage à l'acte de certaines grandes Banques Centrales et la mise en place d'une politique monétaire volontairement moins accommodante que par le passé. Après la hausse de 25 points de base des taux directeur par la Banque d'Angleterre (Bank of England) le 3 février dernier (passé de 0,25 % à 0,5 %), la Fed a ainsi opéré mi-mars une augmentation de son principal taux directeur similaire à celle de la Banque d'Angleterre le mois précédent : +25 bp pour le porter à 0,5 % désormais. À cette occasion, Jerome Powell a précisé que les hausses pourraient gagner en importance et qu'elles interviendront autant de fois que nécessaire... estimant que l'origine de l'inflation américaine était suffisamment endogène pour actionner le levier des taux.

D'un autre côté, la guerre en Ukraine a fondamentalement changé la nature de l'inflation sur le Vieux Continent : d'une énergie chère (inflation conjoncturelle), nous sommes passés à une énergie rare (inflation structurelle) puisqu'il va falloir se priver à court et moyen termes des approvisionnements russes (pour rappel, le gaz russe représente 19 % de la consommation en gaz de l'UE et le pétrole russe, 16 %). Or cela fait déjà 9 mois que l'objectif d'inflation à 2 % de la BCE a été dépassé, précisément en raison de la hausse des prix de l'énergie. En février, la hausse des prix à la consommation s'est ainsi établie à +5,9 % (en variation annuelle) et le problème va logiquement s'aggraver. De la sorte, la BCE considère selon différents scénarios que l'inflation s'établira entre +5,1 % et +7,1 % cette année... Et l'institution monétaire européenne a également revu ses prévisions de croissance à la baisse à +3,7 % pour la zone euro en 2022 (contre +4,2 % précédemment). Mais dans la mesure où le conflit russo-ukrainien semble s'enliser, les prévisions seront inévitablement revues à la baisse dans les mois à venir.

L'asymétrie de comportement des Banques Centrales ne sera pas anodine sur l'évolution du marché des changes dans les mois à venir, amenant un surplus de volatilité sur les actifs internationaux.

Le meilleur exemple nous est donné par le Japon, avec une chute du Yen conséquente de -6 % depuis le début de l'année et de -17 % depuis début 2021. La monnaie japonaise réatteint désormais son plus bas de 2015 et de 2007. La raison est simple : le positionnement clair de la Banque Centrale japonaise est de poursuivre sa stratégie de soutien inconditionnel de l'économie en général et du gouvernement en particulier, en poursuivant ses interventions sur les marchés et en maintenant les taux à un niveau écrasé. L'écart de taux en résultant dégrade l'attractivité du yen pour les investisseurs internationaux, qui préfèrent se tourner vers des zones comme le Royaume-Uni et surtout les Etats-Unis, qui font de la lutte contre l'inflation une priorité et ont déjà enclenché un processus clair de remontée des taux.

Côté micro, la saison de publication du T4 2021 s'est terminée sur une très bonne note. En effet, la progression des bénéfices du S&P 500 s'est établie à +31,5 % (contre seulement +21,2 % attendus en fin d'année dernière par le consensus fourni par FactSet). Soit le 4^{ème} trimestre consécutif affichant une progression des bénéfices supérieures à 30 %, du jamais vu depuis la période allant du T4 2009 au T3 2010 ! On notera tout de même qu'au T4 2021, le consensus n'a été battu que de 8,2 % en agrégé alors qu'au cours des 5 dernières années, les entreprises le battaient en moyenne de 8,6 %. Cela constitue selon nous le signe avant-coureur de la disparition de la tendance observée au cours des précédents trimestres de flux très importants de surprises positives sur le front de la microéconomie dès le début d'année 2022.

Finalement, dans un contexte où le différentiel de croissance devrait s'accroître entre les Etats-Unis et l'Europe, avec comme conséquence une microéconomie mieux orientée outre-Atlantique que sur le Vieux Continent et un taux de change plus favorable au dollar, nous estimons que les conditions sont désormais réunies pour que les marchés actions américains surperforment à nouveau les marchés actions européens à court et moyen termes.

Michaël Sellam



La Fed emboite le pas de la Bank of England (BoE)

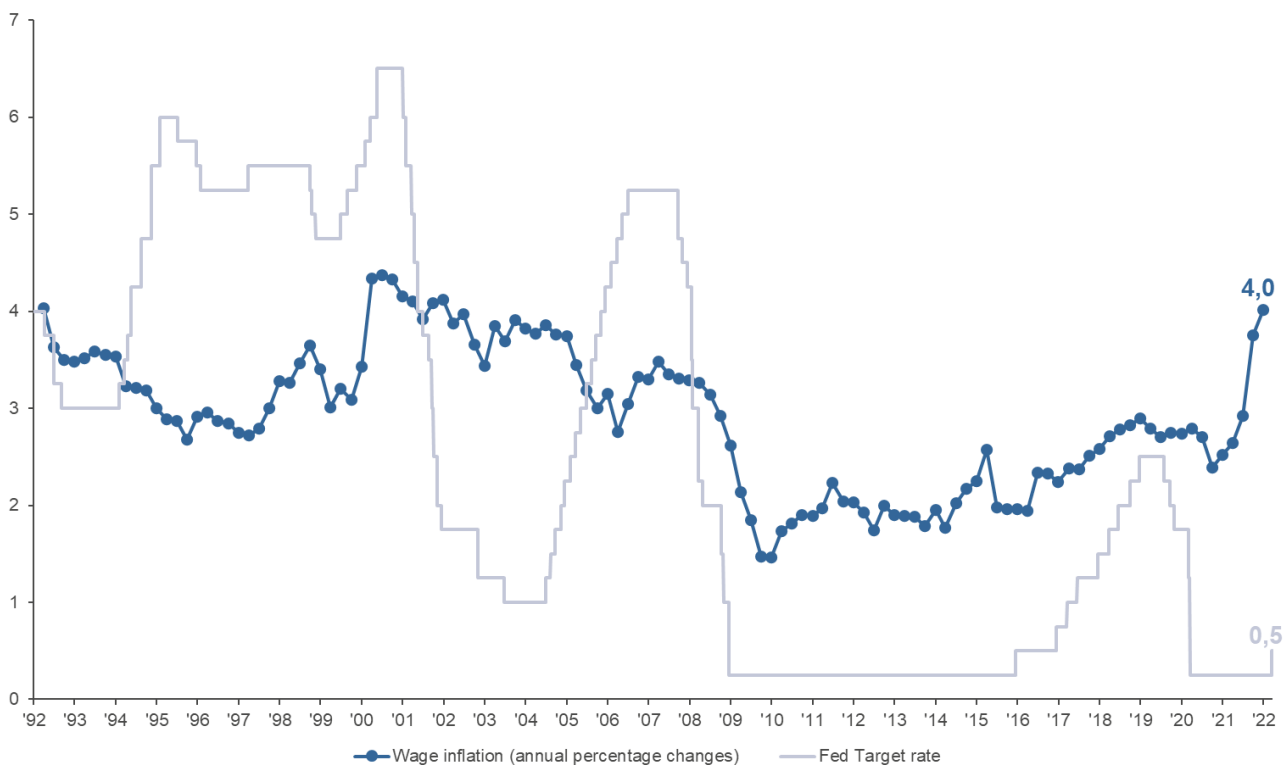
Le conflit entre la Russie et l'Ukraine fait finalement passer au second plan un changement majeur opéré depuis le début de l'année : le passage à l'acte de certaines grandes Banques Centrales et la mise en place d'une politique monétaire volontairement moins accommodante que par le passé. Après la hausse de 25 points de base des taux directeur par la Bank of England le 3 février dernier (passé de 0.25 % à 0.5 %), la Fed a ainsi opéré mi-mars une augmentation de son principal taux directeur similaire à celle de la Banque d'Angleterre le mois précédent : +25 bp pour le porter à 0,5 % désormais. À cette occasion, Jerome Powell a précisé que les hausses pourraient gagner en importance et qu'elles interviendront autant de fois que nécessaire... estimant que l'origine de l'inflation américaine était suffisamment endogène pour actionner le levier des taux. Mais est-ce bien raisonnable dans le contexte actuel ?

D'un côté, si la Fed essaie véritablement de contrer l'inflation qui a atteint +7.9 % sur un an en février dernier par une politique monétaire restrictive, les hausses de taux devront être telles qu'une récession serait alors assurée. De l'autre côté, les agents économiques (ménages, entreprises et Etat) commencent à voir les politiques expansionnistes comme dangereuses, notamment au regard du risque d'hyperinflation durable sapant à terme le pouvoir d'achat et entraînant le pays dans la stagflation (pour rappel, le bilan de la Fed a augmenté de +115 % depuis deux ans et atteint désormais 8 955 Mds \$). La Fed n'a donc désormais plus le choix qu'entre Charybde et Scylla...

La Réserve fédérale doit-elle être blâmée ? Si les autorités monétaires américaines ont certainement tardé à réagir à l'inflation, il faut tout de même reconnaître que la hausse des salaires (la seule envers laquelle il est impératif de réagir, en raison de sa nature structurelle) n'est apparue que très tardivement : à partir du T3-2021 seulement (cf. graphique ci-dessous). En réalité, le diagnostic sur l'origine de l'inflation reste aujourd'hui complexe et confus entre l'enchaînement des difficultés du côté de l'offre (Covid, reprise trop rapide de la Chine puis guerre en Ukraine) et une liquidité surabondante entraînant une surchauffe possible de la demande interne.

La récente accélération de l'inflation salariale n'a plus laissé le choix aux autorités monétaires

Wage inflation vs Target rate - United States (%)



Source: FactSet

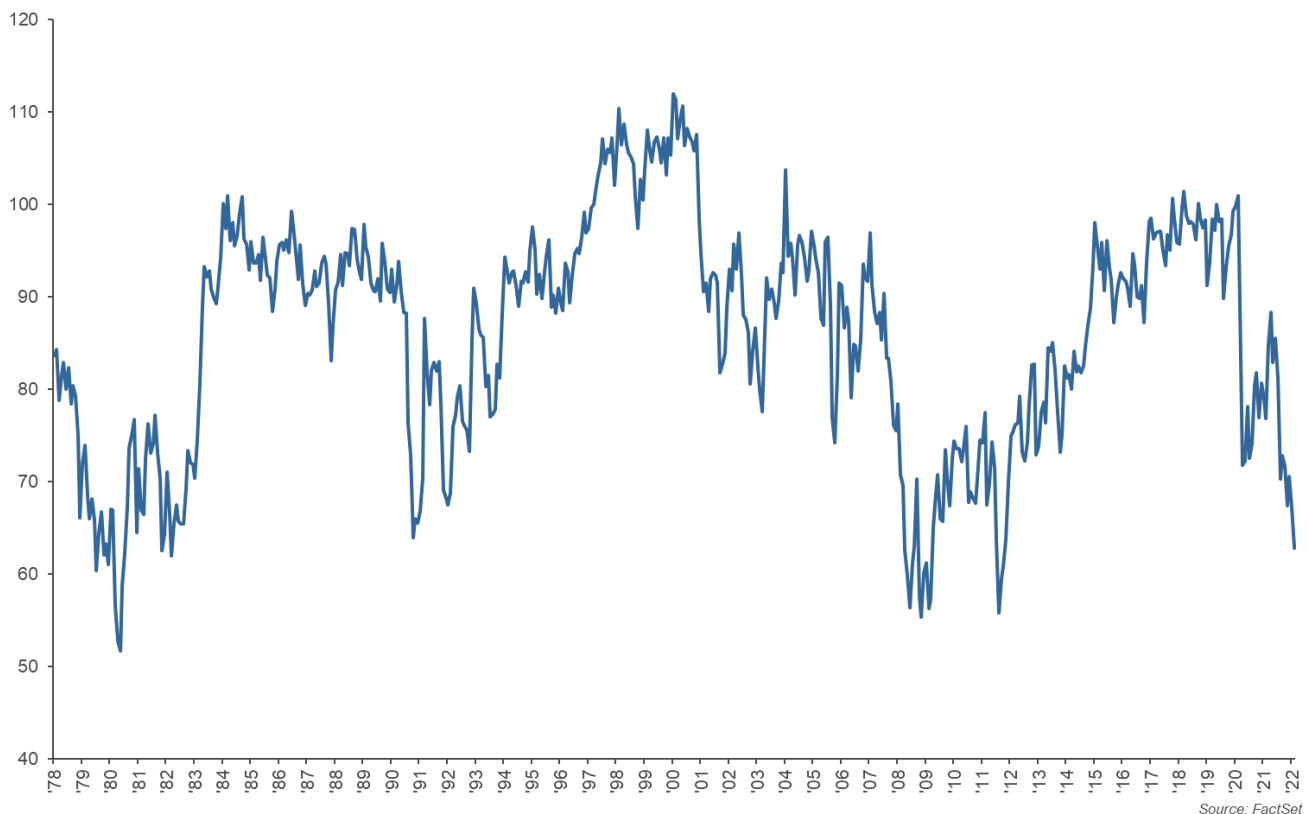


Nous estimons peu probable une remontée brutale des taux d'intérêts aux Etats-Unis à moyen terme, dans un contexte où la dette publique, à 123,5 % du PIB au T3-2021, tout comme la dette privée qui atteint 158,4 % du PIB, restent très élevées. Une hausse importante du coût du financement alourdirait ainsi rapidement les charges financières des agents américains, entraînant une dégradation rapide de la conjoncture américaine.

Autre facteur nous laissant penser que la Fed ne pourra pas aller trop loin, les indices de confiance des ménages américains atteignent déjà des niveaux inquiétants, historiquement synonymes de récession. Le *Michigan Consumer Sentiment* n'a atteint qu'à 6 reprises le niveau actuel depuis l'après-guerre : en 1974, 1980, 1982, 1991, 2008 ou encore 2011 (cf. graphique ci-dessous). Dans un pays dans lequel la consommation des ménages pèse plus de 70 % du PIB, le ralentissement prévisible de la première économie mondiale ne saurait tarder...

Les indicateurs de confiance n'indiquent déjà rien de bon outre-Atlantique

Michigan Consumer Sentiment - United States

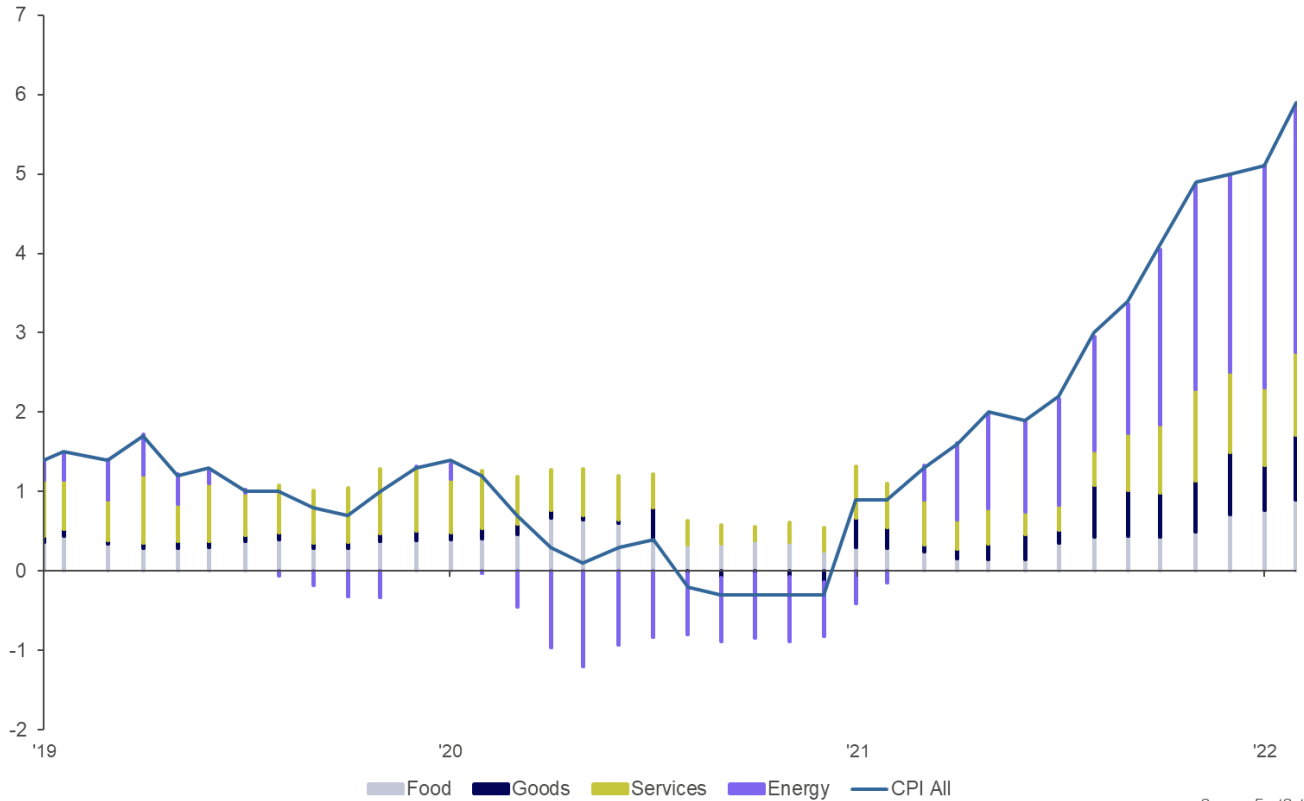


La BCE peut-elle véritablement suivre la même trajectoire que la Fed ?

La guerre en Ukraine a fondamentalement changé la nature de l'inflation sur le Vieux Continent : d'une énergie chère (inflation conjoncturelle), nous sommes passés à une énergie rare (inflation structurelle) puisqu'il va falloir se priver à court et moyen termes des approvisionnements russes (pour rappel, le gaz russe représente 19 % de la consommation en gaz de l'UE et le pétrole russe, 16 %). Or cela fait déjà 9 mois que l'objectif d'inflation à 2 % de la BCE a été dépassé, précisément en raison de la hausse des prix de l'énergie (cf. graphique ci-dessous). En février, la hausse des prix à la consommation s'est ainsi établie à +5,9 % (en variation annuelle) et le problème va logiquement s'aggraver. De la sorte, la BCE considère selon différents scénarios que l'inflation s'établira entre +5,1 % et +7,1 % cette année... Et l'institution monétaire européenne a également revu ses prévisions de croissance à la baisse à +3,7 % pour la zone euro en 2022 (contre +4,2 % précédemment). Mais dans la mesure où le conflit russo-ukrainien semble s'enliser, les prévisions seront inévitablement revues à la baisse dans les mois à venir.

Depuis un an maintenant, l'énergie est le principal facteur de déstabilisation des prix

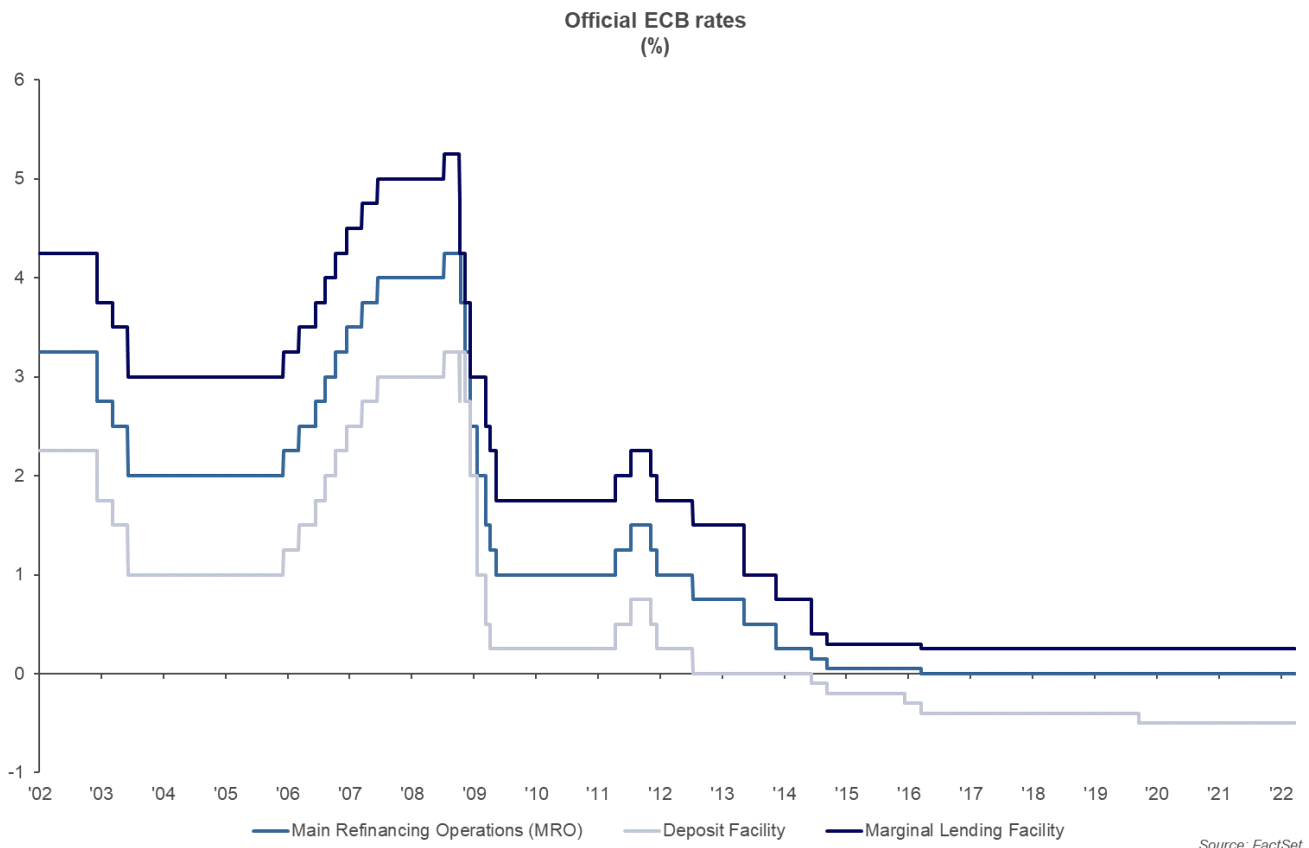
Inflation rate (%) & the contribution of food, goods, services and energy prices - Eurozone



Malgré la complexité de la situation et l'incertitude tenace, la BCE a conservé son objectif de sortir prochainement de sa politique monétaire expansionniste : le PEPP (Programme d'achats d'urgence face à la pandémie) de 1 850 Mds € va bel et bien prendre fin d'ici la fin du mois et l'APP (*Asset Purchase Programme*) ne prendra le relais que jusqu'au terme du T3-2022, moment où il retrouvera son rythme normal (20 Mds € d'achats d'actifs par mois). Quant à la politique des taux, celle-ci reste inchangée même si la Banque fédérale d'Allemagne (par l'intermédiaire de son nouveau président Joachim Nagel) a d'ores et déjà plaidé pour une remontée dans le courant de l'année...

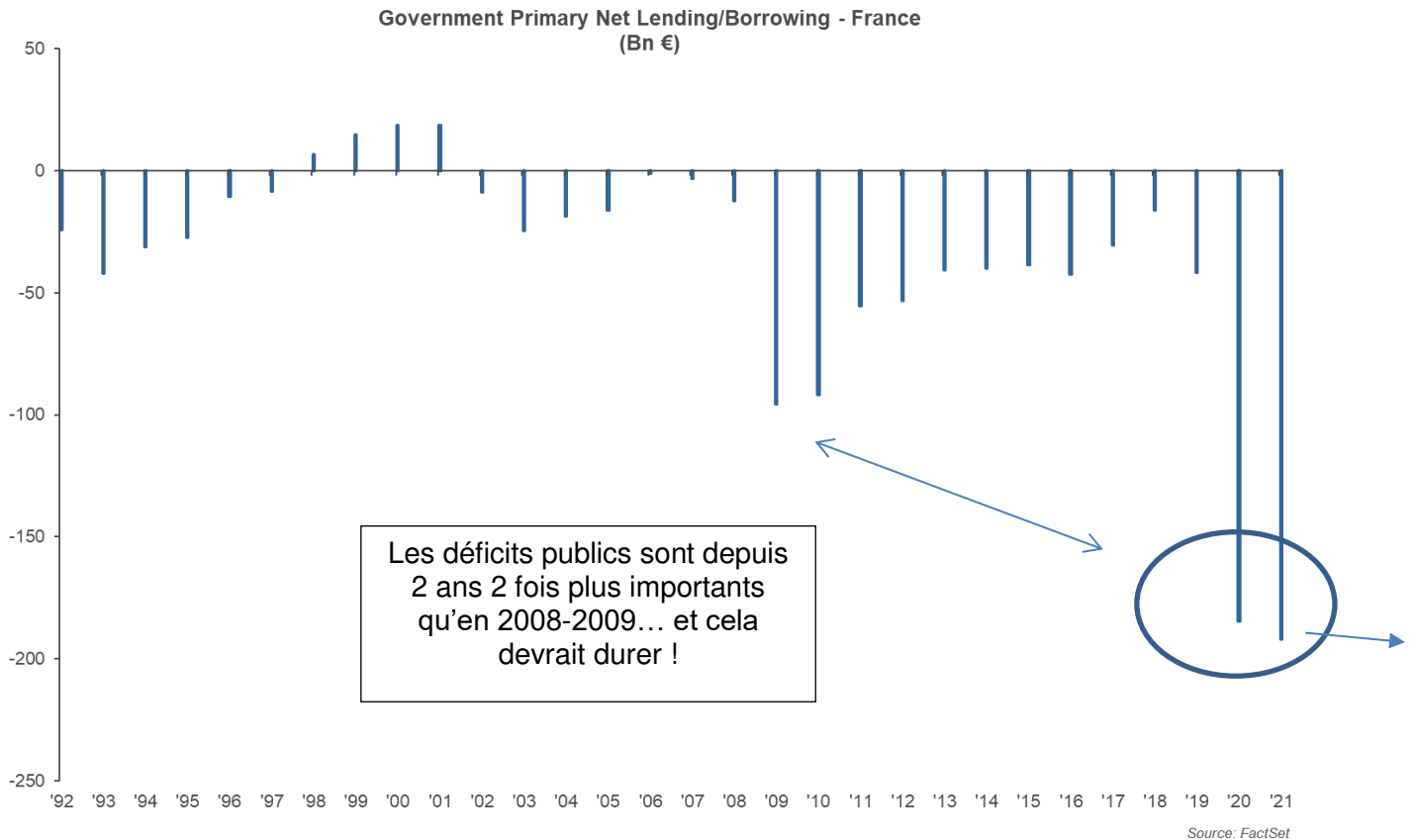


Remonter les taux directeurs européens n'aurait malheureusement aucun effet sur les prix de l'énergie...



Les conséquences n'ont pas tardé sur le marché des taux, puisque les obligations souveraines européennes ont gagné près de 100 points de base en moins de 3 mois. Ce nouveau positionnement est ainsi venu enrailler l'accès de faiblesse de la monnaie unique par rapport au billet vert, lié au conflit entre la Russie et l'Ukraine. Attention toutefois car nous émettons des doutes quant à la durabilité des prises de positions récentes de la BCE. La raison est simple : la situation en Europe n'a pas grand-chose à voir avec la situation américaine. L'inflation étant essentiellement importée sur le Vieux Continent et provenant des matières premières et non de hausse des salaires, il est peu probable qu'une politique monétaire plus restrictive est un quelconque effet sur l'inflation finale européenne. Pire, dans un contexte où la dégradation des finances publiques est actée et où plusieurs grandes économies de la zone euro sont très endettées (au T3-2021, la dette publique s'élève à 116 % du PIB pour la France, à 122 % du PIB pour l'Espagne et à 155 % du PIB pour l'Italie), l'augmentation du besoin de financement public pourrait peser sur la valorisation des autres actifs sur le Vieux Continent, l'essentiel de l'épargne privée étant préempté par les obligations souveraines. La baisse du prix des actifs comme les actions ou l'immobilier engendrée par l'attentisme de la BCE pourrait ainsi exacerber le ralentissement en cours, jusqu'à provoquer une récession.

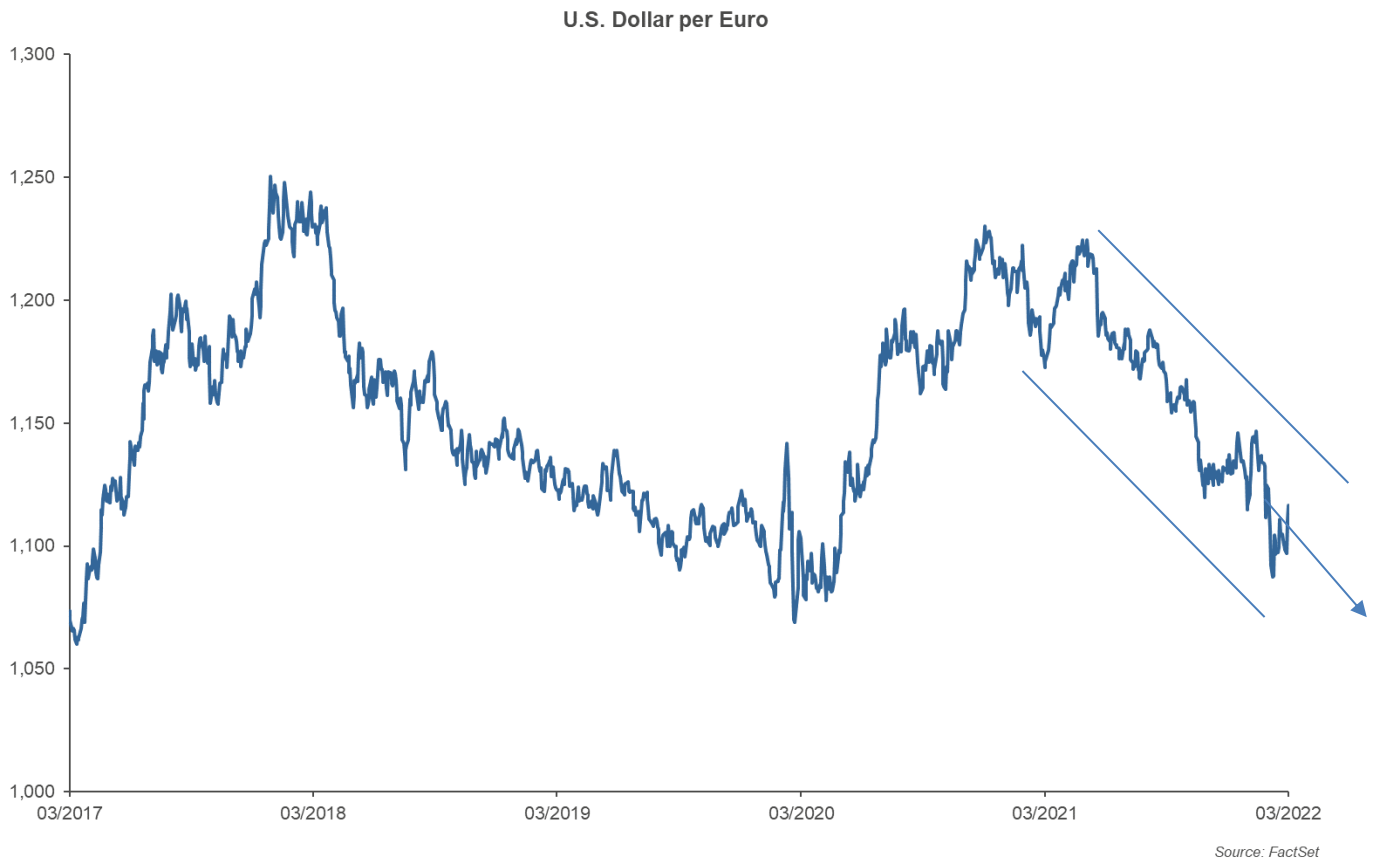
La persistance de besoins de financement colossaux de la part des gouvernements européens pourrait mettre les autres actifs sous pression, à un moment où la BCE hésite à maintenir son soutien



Finalement, seule une intervention massive de la BCE pourrait permettre d'éviter cet effet richesse négatif... Cela devrait pousser l'institution de Francfort à rapidement changer son fusil d'épaule et rejoindre les rangs des Banques Centrales qui choisissent de poursuivre leur politique monétaire expansionniste, au contraire des grandes Banques Centrales anglo-saxonnes. Dans ce contexte, l'euro pourrait connaître à moyen terme un nouvel accès de faiblesse, à l'image du Japon depuis un an et demi.



Le dollar se renforce grandement face à l'euro

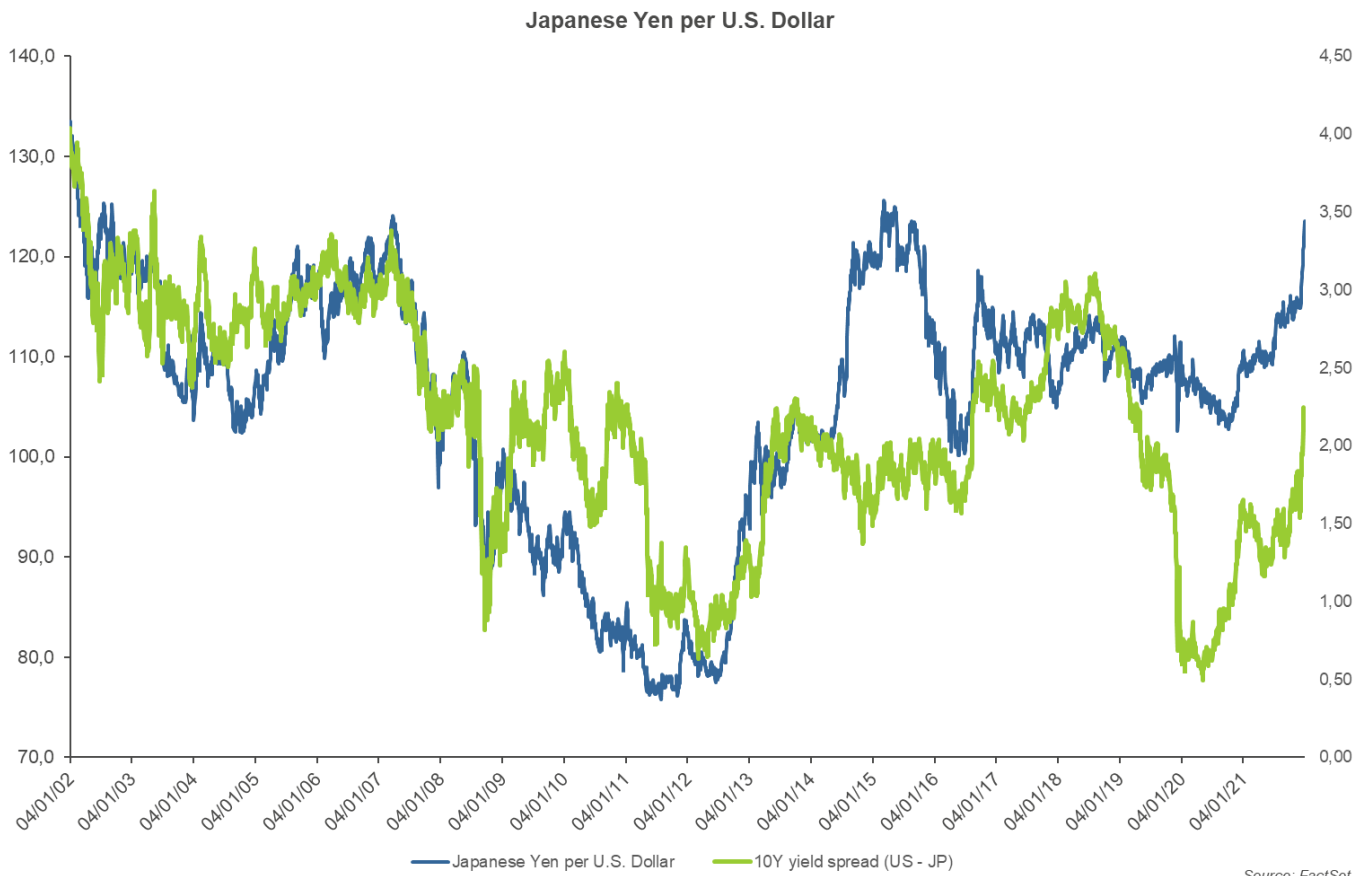


Le Japon montre la voie à l'Europe, avec l'affaïssement du Yen

L'asymétrie de comportement des Banques Centrales ne sera pas anodine sur l'évolution du marché des changes dans les mois à venir, amenant un surplus de volatilité sur les actifs internationaux. Le meilleur exemple nous est donné par le Japon, avec une chute du Yen conséquente de -6 % depuis le début de l'année et de -17 % depuis début 2021. La monnaie japonaise réatteint désormais son plus bas de 2015 et de 2007. La raison est simple : le positionnement clair de la Banque Centrale japonaise est de poursuivre sa stratégie de soutien inconditionnel de l'économie en général et du gouvernement en particulier, en poursuivant ses interventions sur les marchés et en maintenant les taux à un niveau écrasé. L'écart de taux en résultant dégrade l'attractivité du yen pour les investisseurs internationaux, qui préfèrent se tourner vers des zones comme le Royaume-Uni et surtout les Etats-Unis, qui font de la lutte contre l'inflation une priorité et ont déjà enclenché un processus clair de remontée des taux.



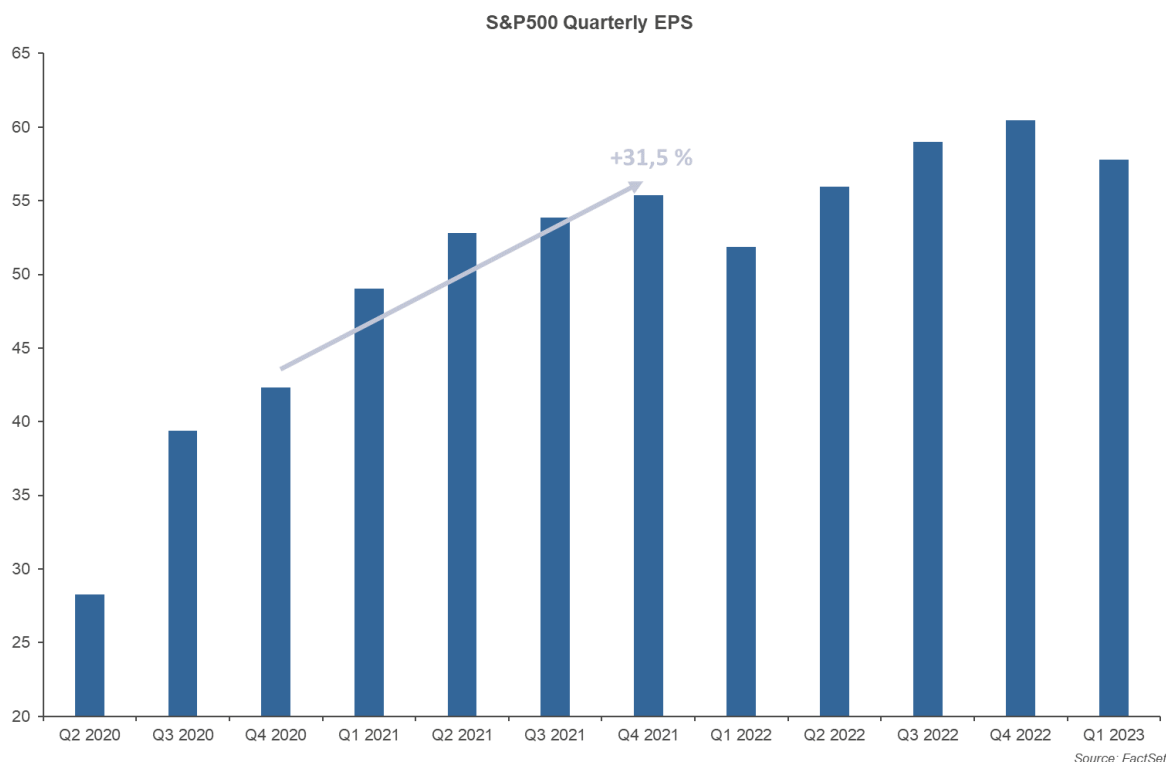
La politique monétaire accommodante du Japon pave la voie à une dépréciation du Yen



Après une fin d'année 2021 très bien orientée, 2022 devrait marquer un ralentissement microéconomique notamment au premier semestre

La saison de publication du T4 2021 s'est terminée sur une très bonne note. En effet, la progression des bénéfices du S&P 500 s'est établie à +31,5 % (contre seulement +21,2 % attendus en fin d'année dernière par le consensus fourni par FactSet). Soit le 4^{ème} trimestre consécutif affichant une progression des bénéfices supérieures à 30 %, du jamais vu depuis la période allant du T4 2009 au T3 2010 !

Le T4 et l'année 2021 auront été d'une facture exceptionnelle sur le plan de la microéconomie



On notera tout de même qu'au T4 2021, le consensus n'a été battu que de 8,2 % en agrégé alors qu'au cours des 5 dernières années, les entreprises le battaient en moyenne de 8,6 %. Cela constitue selon nous le signe avant-coureur de la disparition de la tendance observée au cours des précédents trimestres de flux très importants de surprises positives sur le front de la microéconomie dès le début d'année 2022.

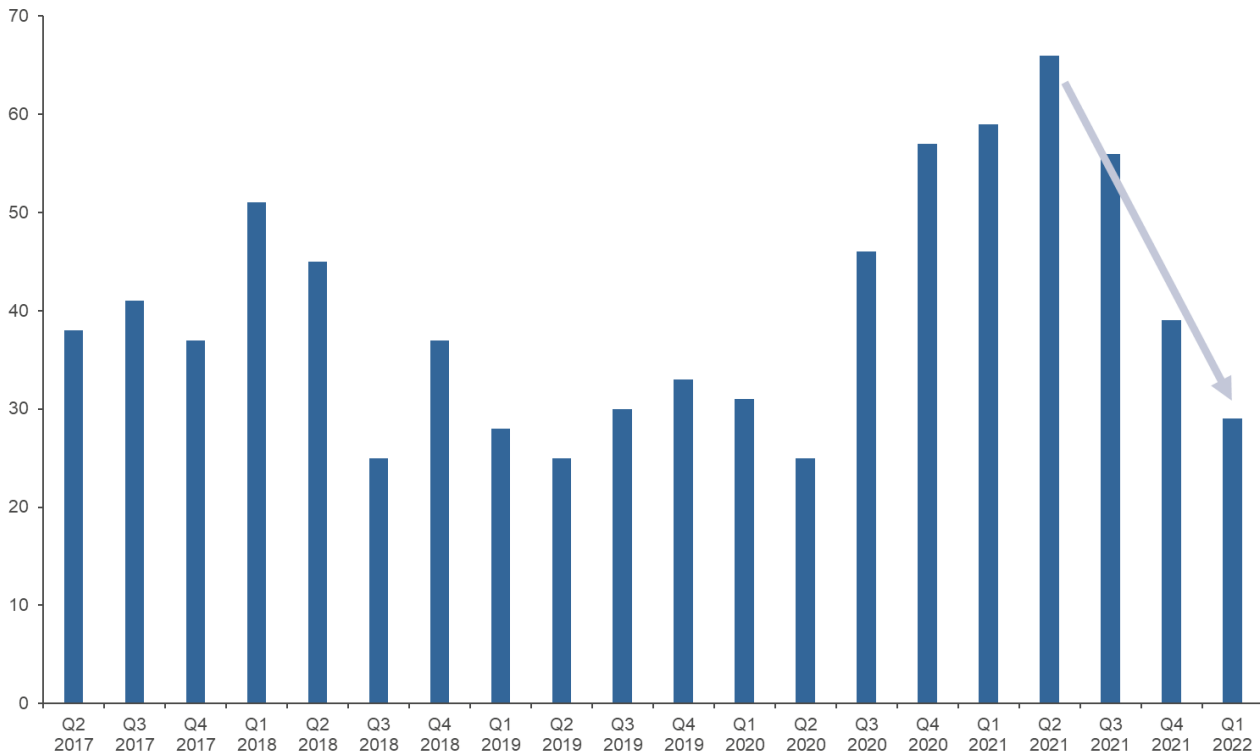
D'ores et déjà, les prévisions de croissance bénéficiaires pour le T1 2022 se situent bien en deçà des précédents trimestres avec seulement +4,8 % de hausse des bénéfices, soit le plus faible niveau de croissance observé depuis le T4 2020. Plus inquiétant, les prévisions de croissance bénéficiaire sont constamment revues à la baisse mois après mois (le consensus FactSet attendait en fin d'année dernière une croissance bénéficiaire de +5,7 % pour le T1 2022).

Autre facteur marquant un changement majeur, le nombre de sociétés affichant des *negative guidance* est en constante augmentation avec un 3^{ème} trimestre consécutif de hausse de leur nombre (66 sociétés ont émis des *negative guidance* pour le trimestre en cours), tandis qu'à l'opposé, le nombre de *positive guidance* ne cesse de baisser depuis le T2 2021 pour se normaliser autour des niveaux pré Covid-19.



Le nombre de positive guidance se normalise sur la tendance pré Covid-19...

S&P500 Number of positive EPS Guidance

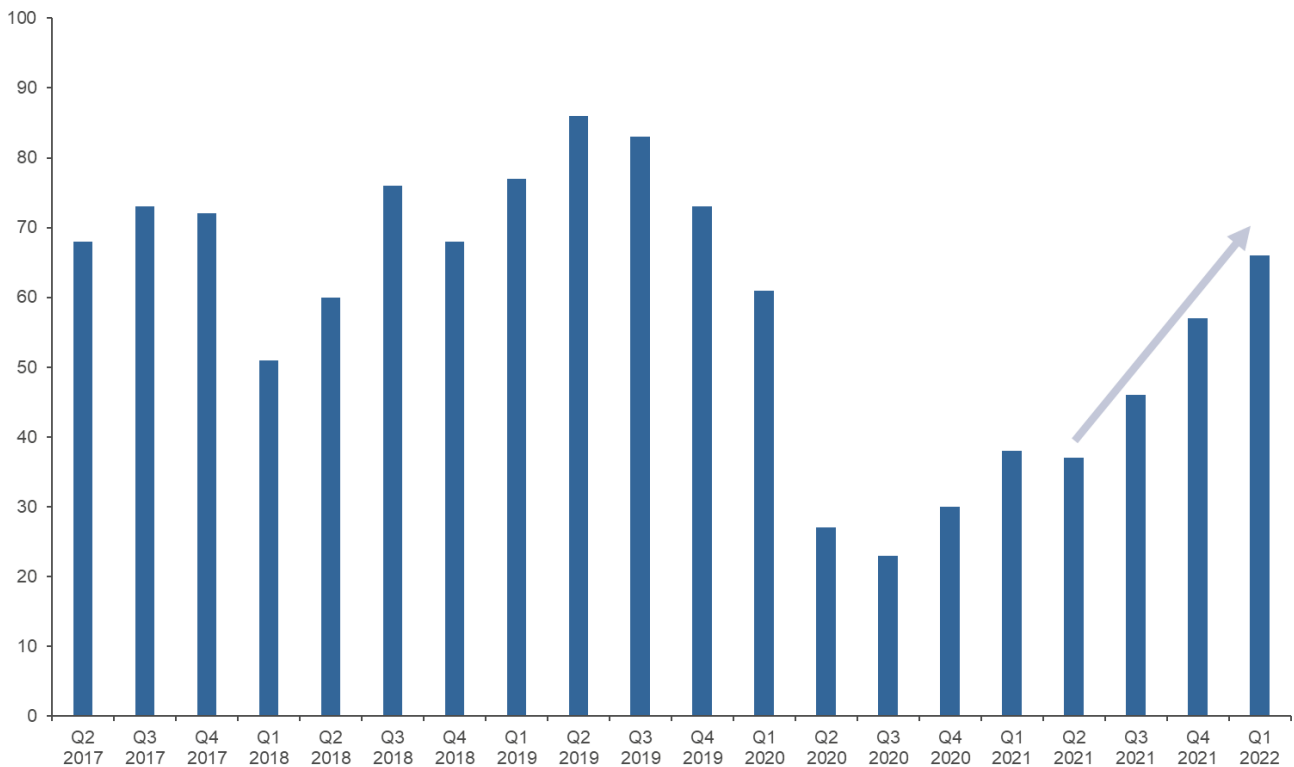


Source: FactSet

... et la conséquence inverse est également
vraie : le nombre de *negative guidance* ne
cesse inévitablement d'augmenter



S&P500 Number of negative EPS Guidance



Source: FactSet

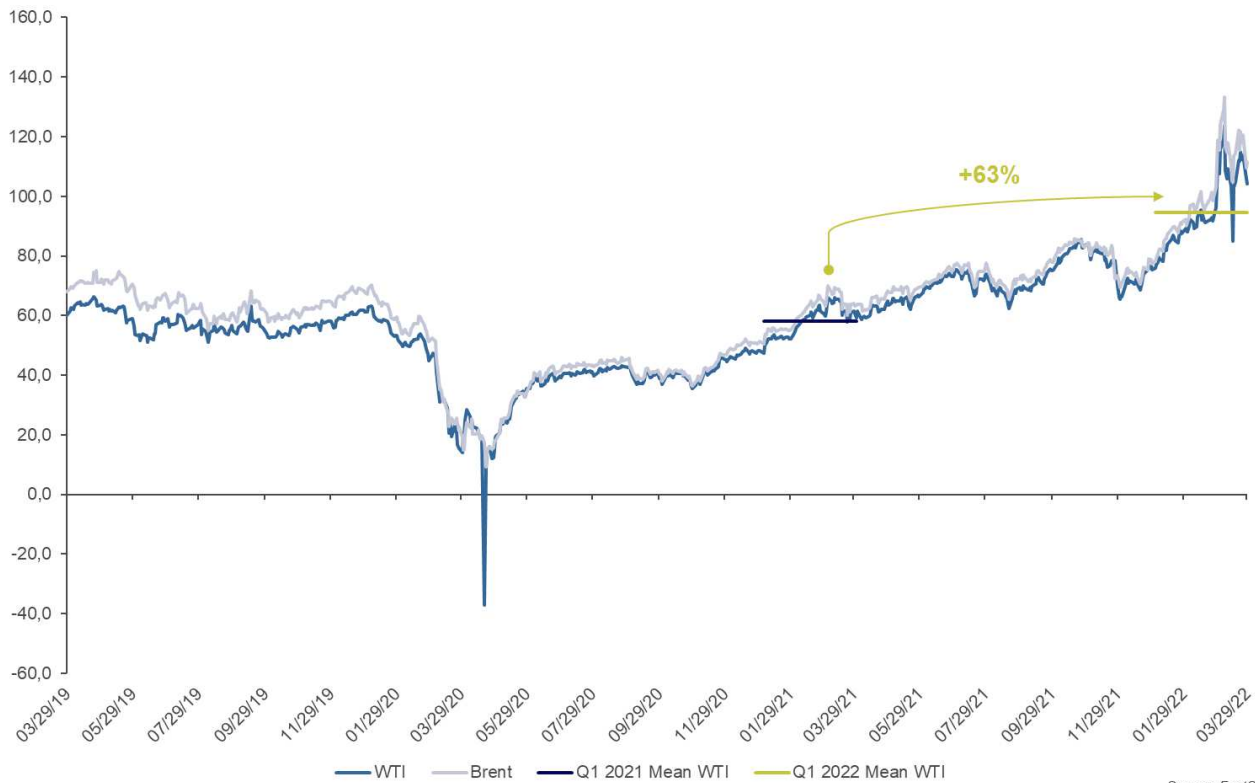
Seul le secteur de l'énergie affiche une croissance insolente en ce début d'année, bien aidé par la flambée des cours du pétrole

Sur le plan sectoriel, on notera bien évidemment que le secteur de l'énergie devrait afficher la plus forte croissance bénéficiaire pour le T1 2022 avec +237,4 % (contre + 165,2 % attendu en fin d'année dernière par le consensus FactSet). Cela est bien évidemment à mettre en relation avec la forte hausse du prix des matières premières énergétiques et notamment de l'or noir dont le cours a flambé depuis la fin d'année dernière (+40 % environ). Au cours du T1 2021, le cours du baril WTI atteignait 58,09\$ en moyenne alors que ce dernier se situe à 94,63\$ en moyenne pour le T1 2022, soit un différentiel substantiel de +63 % !

Le prix de l'or noir permet au secteur de l'énergie d'afficher des profits en forte hausse en ce début d'année



WTI & Brent prices



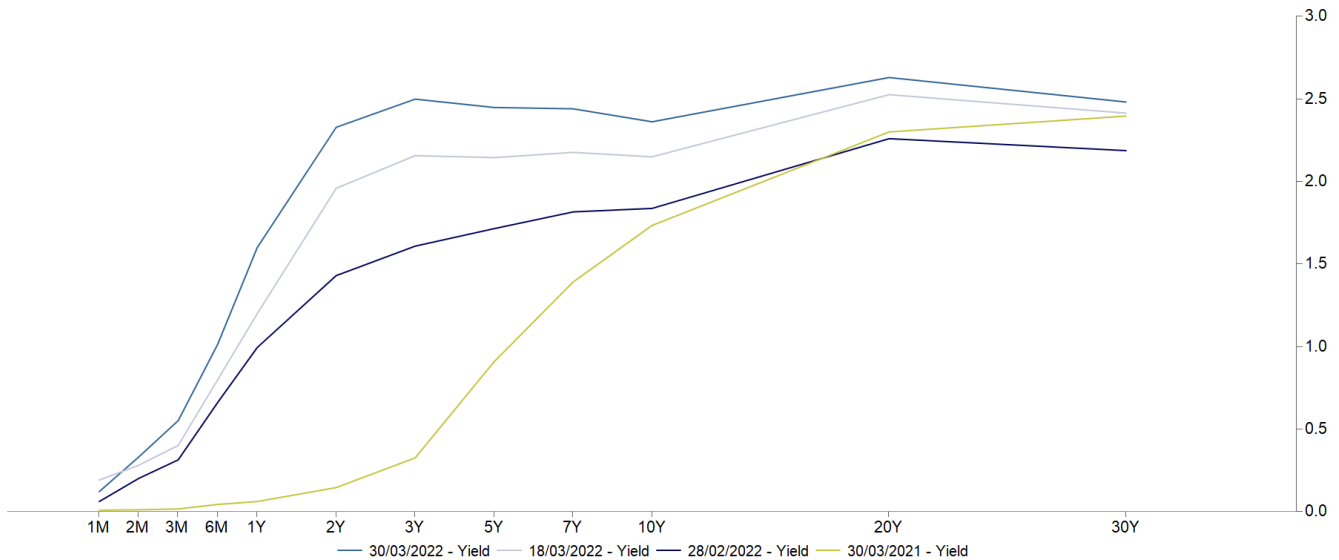
Source: FactSet

Le secteur affichant la croissance bénéficiaire anticipée la plus faible en 2022 est sans aucune surprise, le secteur financier (-23,5 % anticipé) avec en tête le secteur bancaire (-32 %). Deux facteurs viennent expliquer cela. En premier lieu, l'effet de base lié aux provisions (qui impactent les bénéfices mais pas le chiffre d'affaires) réalisées par les banques. En effet, celles-ci ont énormément provisionné en 2020 à cause de la conjoncture économique dégradée en raison de la pandémie de la Covid-19. Cet effet de base positif observé en 2021 va donc disparaître en 2022 et ainsi pénaliser « artificiellement » les résultats du secteur. En deuxième lieu, la pente de la courbe des taux devrait pénaliser la transformation financière des banques si la courbe des taux continue de s'inverser dans les mois qui viennent, dans un contexte où les opérations de marché seront moins porteuses que l'année dernière.



La courbe des taux commence dangereusement à s'inverser

United States Treasury Yield Curve



Source : FactSet

2022 nous apparaît trop optimiste, même si le contexte pourrait favoriser les actifs américains

Comme évoqué depuis plusieurs mois, les nombreuses préoccupations qui taraudent les entreprises : 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'activités devraient rebattre les cartes en 2022. Et le conflit ukrainien n'arrange en aucun cas les choses, en particulier pour les entreprises européennes. 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, même s'il est important de signaler que comme à son habitude le pays de l'Oncle Sam devrait mieux s'en tirer notamment grâce à un meilleur pilotage de sa politique monétaire et surtout dans ce cas précis grâce à une dépendance beaucoup moins forte à la Russie que pour le Vieux Continent.

Finalement, dans un contexte où le différentiel de croissance devrait s'accroître entre les Etats-Unis et l'Europe, avec comme conséquence une microéconomie mieux orientée outre-Atlantique que sur le Vieux continent et un taux de change plus favorable au dollar, nous estimons que les conditions sont désormais réunies pour que les marchés actions américains surperforment à nouveau les marchés actions européens à court et moyen termes.



Main ratios for markets and sectors as of 30/03/2022 (in local currency)



Data as of

03/30/22	Weight vs World	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			Div Yield	Revision vs M-2%	
		2022	2021	2022	2021	2022	2021	2020	2021	Fiscal 22	Fiscal 21
World - Developed	100,0%	-5,18%	13,18%	17,2 x	18,6 x	13,68%	67,11%	-19,14%	2,0%	0,4%	2,6%
United States	57,5%	-4,74%	21,64%	21,2 x	22,6 x	14,08%	62,67%	-15,60%	1,4%	0,6%	3,3%
Japan	7,0%	-7,33%	-2,20%	13,7 x	15,3 x	13,83%	36,85%	-8,89%	2,3%	-3,5%	0,1%
Eurozone	10,1%	-10,01%	11,04%	14,2 x	15,7 x	11,92%	101,73%	-38,94%	2,9%	-0,3%	4,9%
Europe	19,3%	-8,18%	12,88%	14,4 x	15,8 x	13,01%	93,43%	-35,74%	3,0%	1,3%	3,9%
Austria	0,1%	-13,32%	25,54%	9,3 x	9,9 x	3,96%	123,48%	-41,34%	3,8%	-3,0%	4,6%
Belgium	0,4%	-3,78%	5,03%	19,2 x	19,4 x	3,91%	31,20%	-25,61%	3,2%	1,8%	3,0%
Denmark	0,7%	-7,68%	13,23%	19,1 x	20,3 x	11,24%	69,40%	-7,16%	2,1%	-1,0%	0,8%
Finland	0,3%	-14,34%	5,66%	16,3 x	16,2 x	-0,40%	43,76%	-13,69%	3,9%	-1,7%	2,1%
France	3,5%	-8,77%	19,06%	15,9 x	18,8 x	17,81%	169,60%	-55,00%	2,6%	-0,1%	6,0%
Germany	2,6%	-11,50%	4,34%	12,4 x	13,3 x	5,45%	81,04%	-20,04%	3,1%	0,3%	6,3%
United Kingdom	3,9%	-3,45%	12,03%	12,1 x	14,1 x	18,27%	103,90%	-40,25%	3,6%	4,3%	1,5%
Ireland	0,1%	-12,18%	12,86%	17,7 x	24,7 x	37,02%	5229,04%	-105,07%	1,2%	0,0%	14,3%
Italy	0,9%	-9,33%	13,37%	10,6 x	12,1 x	34,43%	82,51%	-41,54%	4,0%	-1,1%	1,5%
Netherlands	1,2%	-15,03%	14,28%	17,4 x	16,8 x	-1,80%	102,64%	-27,12%	1,8%	-1,4%	6,5%
Norway	0,6%	10,27%	14,05%	12,2 x	16,4 x	48,30%	215,39%	-55,06%	3,7%	14,9%	-1,0%
Spain	0,8%	-5,44%	-0,49%	13,7 x	14,0 x	4,61%	84,41%	-42,81%	3,7%	0,1%	-0,1%
Sweden	1,3%	-15,79%	21,33%	17,7 x	15,1 x	7,67%	134,26%	-38,43%	2,8%	0,9%	3,3%
Switzerland	2,6%	-7,03%	17,46%	19,3 x	19,2 x	0,98%	29,97%	-7,86%	2,6%	-1,1%	6,3%
Europe / Commercial Services	0,5%	-11,02%	9,58%	20,0 x	23,4 x	18,71%	61,01%	-29,26%	2,1%	-2,0%	-5,8%
Europe / Communications	0,5%	0,90%	0,96%	15,5 x	17,0 x	58,92%	-26,82%	4,86%	4,6%	-1,9%	0,0%
Europe / Consumer Durables	0,8%	-13,96%	21,32%	8,0 x	8,5 x	1,07%	314,88%	-58,41%	4,0%	0,4%	20,7%
Europe / Consumer Non-Durable	3,0%	-10,91%	13,18%	21,8 x	23,9 x	9,67%	32,82%	-21,01%	2,2%	-2,4%	6,2%
Europe / Consumer Services	0,3%	-9,21%	4,84%	23,8 x	197,1 x	649,04%	133,15%	-122,47%	1,6%	-4,8%	-1,4%
Europe / Distribution Services	0,2%	-14,81%	20,56%	17,8 x	20,7 x	18,93%	54,15%	-15,04%	2,2%	0,3%	1,5%
Europe / Electronic Technology	1,1%	-8,66%	15,23%	23,3 x	27,2 x	20,50%	149,11%	-51,15%	1,2%	-0,6%	1,8%
Europe / Energy Minerals	0,9%	17,48%	21,06%	6,8 x	9,4 x	49,13%	4591,11%	-92,11%	4,4%	17,5%	4,3%
Europe / Finance	3,6%	-6,01%	15,23%	11,0 x	10,3 x	-1,04%	87,44%	-34,83%	4,4%	-1,7%	3,6%
Europe / Health Services	0,2%	-16,07%	20,45%	20,5 x	20,1 x	-1,05%	24,64%	-0,81%	1,7%	-1,4%	-0,6%
Europe / Health Technology	2,3%	-4,44%	15,32%	20,9 x	21,3 x	8,01%	11,92%	-0,93%	2,3%	-0,6%	-0,9%
Europe / Industrial Services	0,3%	-2,49%	6,82%	15,5 x	16,9 x	15,24%	106,49%	-51,28%	3,3%	-1,5%	-7,4%
Europe / Miscellaneous	0,0%	-14,32%	35,07%	12,2 x	9,2 x	-27,00%	175,68%	-81,20%	3,2%	-3,6%	0,4%
Europe / Non-Energy Minerals	0,7%	7,36%	13,30%	7,1 x	7,2 x	0,46%	136,61%	26,97%	6,2%	13,5%	4,4%
Europe / Process Industries	0,8%	-10,68%	9,77%	16,8 x	17,8 x	6,01%	54,69%	-13,98%	2,9%	-0,6%	0,4%
Europe / Producer Manufacturin	1,3%	-17,19%	21,04%	18,3 x	21,3 x	14,76%	89,05%	-32,19%	2,2%	-2,4%	1,3%
Europe / Retail Trade	0,4%	-20,01%	-1,51%	19,2 x	22,5 x	16,18%	91,23%	-24,55%	2,6%	-4,2%	0,0%
Europe / Technology Services	0,9%	-19,15%	2,33%	24,5 x	26,9 x	10,51%	28,79%	-5,82%	0,9%	-2,1%	-0,2%
Europe / Transportation	0,6%	-7,75%	26,29%	11,4 x	21,4 x	93,27%	163,94%	-255,26%	3,2%	0,8%	7,6%
Europe / Utilities	0,9%	-6,34%	-4,61%	15,5 x	16,4 x	10,18%	21,59%	-17,21%	4,0%	0,0%	2,8%



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.