

La guerre commerciale s'arrêtera si Wall Street souffre

Conclusions

Comme on pouvait s'y attendre, la guerre commerciale provoquée par Donald Trump avec le reste de la planète prend de l'ampleur en passant du stade verbal aux actes. La bataille fait rage sur tous les fronts, mais on fait un peu attention au grand partenaire Chinois. Il est vrai que l'Amérique a quelques raisons de s'inquiéter de sa balance commerciale qui a atteint 573 Mds de \$ de déficit, atteignant 3% du PIB, et qui s'est creusée de 11% sur un an. La raison primordiale de ce déficit est selon nous liée au taux de change du \$ qui n'a cessé de s'apprécier depuis la crise. Le dérapage de la balance commerciale à partir de 2014 est concomitant avec l'appréciation du \$. La perte de compétitivité est accentuée par le différentiel d'inflation par rapport aux principaux partenaires.

Le cas de la Chine est intéressant, car le pays connaît une inflation supérieure à celle des Etats Unis, et une appréciation du renminbi sur longue période. La balance commerciale chinoise a fortement rétréci sauf avec les Etats Unis. Mais ces statistiques sont biaisées par l'imbrication des grands groupes : la Chine a importé 1M\$ de smart Phone mais Apple en a vendu pour 50Mds\$! d'où la boutade « nous exportons le revenu et vous importez les profits ». Si la guerre commerciale devait éclater, la Chine perdrait du revenu mais les sociétés cotées perdraient leurs profits. La réaction de Wall Street serait très douloureuse et Donald Trump ne pourrait pas résister au lobbying de ses riches amis. La guerre s'arrêtera quand Wall Street va souffrir. D'ailleurs, Trump a déjà reculé sur les investissements en haute technologie. Une guerre sur les brevets serait sanglante, car Apple dépend lui-même de tas de brevets de Samsung... Sur les marchés, la Chine semble pour le moment plus impactée par une correction assez sévère sur ses sociétés. L'ambition avouée de la Chine est de s'affranchir de la dominance américaine dans la haute technologie. D'où un constant rachat de sociétés occidentales pour récupérer le know how. La Chine investit aussi massivement en Israël dans des start up pour être à la pointe. Elle a ses Amazon, Google et Facebook.

La guerre commerciale n'a pas encore créé de panique sur les marchés et le 1er semestre a été positif sauf pour les pays émergents. Mais des valeurs susceptibles de souffrir de la crise ont commencé à être punies telles les grandes multinationales exportatrices américaines. Des actifs se sont portés sur des valeurs refuges que sont le \$, les emprunts d'Etats et les spread en Eurozone se sont élargis. Nos fonds Digital maintiennent leur surperformance avec 2.5% pour Digital Stars Europe depuis le début de l'année, 3.5% pour Digital Stars Europe ex UK et 3.4% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.

L'économie américaine reste euphorique et tous les indicateurs sont au beau fixe sous l'effet de la réforme fiscale. Et c'est le seul pays où la croissance est revue en hausse à 2.9%. La zone Euro revient à 2.2% en raison des remous sur le commerce et de la hausse substantielle du pétrole. La surchauffe aux Etats Unis conduit l'inflation à 2.7% et 2.2% hors énergie, ce qui amènera la Fed à plus de rigueur. Pour le moment, la croissance mondiale prévue pour 2018 reste quasi inchangée à 3.4% dont 1.2% imputable à la Chine. Si la guerre commerciale devait s'intensifier, ces chiffres seraient fortement révisés.

La rentabilité de sociétés américaines reste très bien orientée à 20.4% en 2018 dont la moitié est due à la réforme fiscale. 2019 s'annonce également robuste à 9.8% mais le marché ne l'anticipe pas pour le moment. La situation des profits en Eurozone s'effrite et est réduite à 6.1% en 2018 avec autant de révisions en baisse qu'en hausse. Notre valorisation des marchés a légèrement augmenté en raison de la baisse des taux à 2789 points contre 2705 points pour le S&P 500. Pour le MSCI Emu, l'objectif est à 142 points en hausse de 16%. Nous maintenons notre opinion neutre sur les marchés (ou pondération normale selon son benchmark)

Jacques Chahine



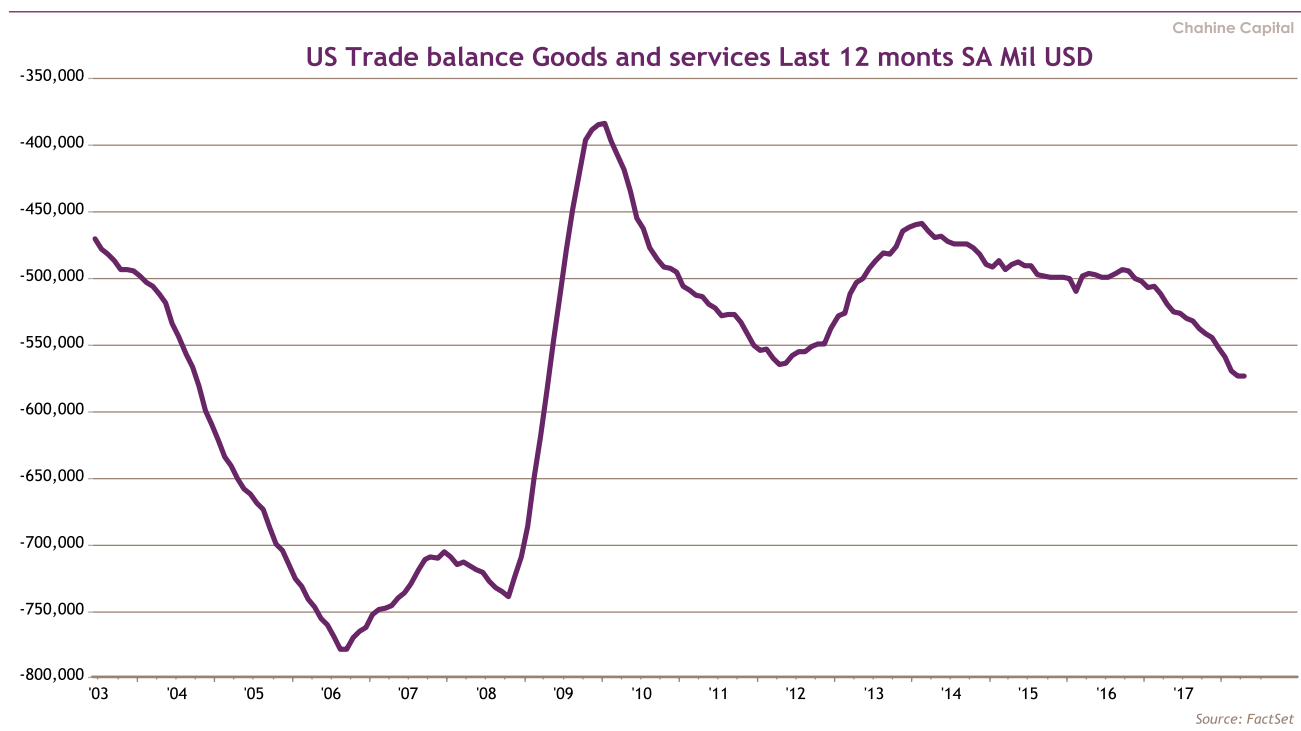
Le passage de la parole à l'acte

Comme on pouvait s'y attendre, la guerre commerciale provoquée par Donald Trump avec le reste de la planète prend de l'ampleur. Le stade verbal des menaces est dépassé et ce sont maintenant les actes qui se multiplient chaque jour dans l'espoir d'amener l'interlocuteur à genoux. Les observateurs assistent à une partie de poker où les enchères montent avant d'abattre les cartes. La bataille fait rage sur tous les fronts : avec le grand voisin mexicain qui doit renégocier le Nafta et faire face à l'immigration et au mur. Le Canada, membre du Nafta n'est pas mieux traité, voire insulté. L'Union Européenne subit de plein fouet les tarifs sur l'acier et l'aluminium et se voit menacé de droits de douane sur l'automobile, avec Angela Merkel en ligne de mire. Le géant chinois est aux premières loges et les escarmouches vont bon train. Je taxe, tu taxes, il taxe, nous taxons... Tout partenaire commercial significatif s'est vu signifier des menaces commerciales qui ont été suivies d'effet. Le Japon, silencieux, attend avec anxiété le sort de son industrie automobile.

Le \$ surévalué à l'origine des problèmes

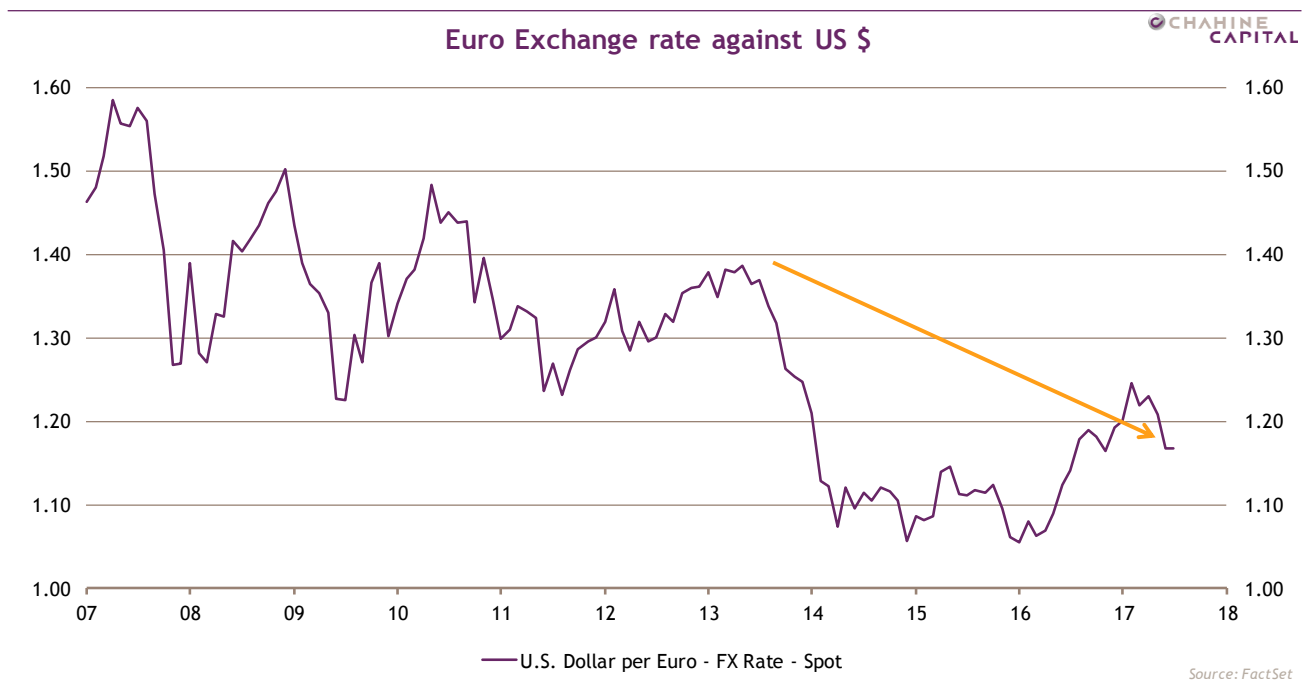
Il est vrai que l'Amérique a quelques raisons de s'inquiéter de sa balance commerciale qui a atteint 573 Mds de \$ de déficit sur les 12 derniers mois, atteignant 3% du PIB et qui s'est creusée de 11% sur un an. La balance des paiements qui inclut les transactions financières est un peu plus favorable avec 344Mds\$ mais a tendance à se creuser. La raison primordiale de ce déficit est selon nous à rechercher dans le taux de change du \$ qui n'a cessé de s'apprécier depuis la crise. Le change avait dépassé les 1.50\$ pour 1 € en 2008 et n'a pas cessé de s'apprécier depuis cette date au point de frôler la parité. La corrélation avec le déficit est flagrante comme le montre le graphique ci-dessous où le dérapage de la balance commerciale à partir de 2014 est concomitant avec l'appréciation du \$.

Dérapiage du déficit avec l'appréciation de l'Euro





Forte appréciation du \$ depuis 2014



L'appréciation du \$ n'est pas cantonnée à l'Euro, mais à la plupart des partenaires commerciaux. Le \$ s'est apprécié de 5 à 7% par rapport à un panier de devises depuis 2014 et notamment par rapport au Yen. La perte de compétitivité américaine est accentuée par le différentiel d'inflation sur la zone Euro. Depuis 2014, l'inflation américaine a été 3% supérieure à celle de l'Eurozone.

La Chine exporte le revenu et les US importent les profits

Le cas de la Chine est intéressant, car le pays connaît une inflation supérieure à celle des Etats Unis, et une appréciation du renminbi sur longue période qui est passé du taux fixe de 8.27 pour 1 \$ à 6.62 aujourd'hui, en passant par une phase de dépréciation en 2015-2016. Ces évolutions ont eu un net impact sur l'excédent de la balance commerciale chinoise qui a rétréci de plus de 600Mds\$ à 400Mds. Pendant ce temps, l'excédent avec les US n'a cessé de s'agrandir atteignant 390Mds, ce qui signifie que le commerce de la Chine est équilibré à travers le monde et que l'excédent provient uniquement des Etats Unis.

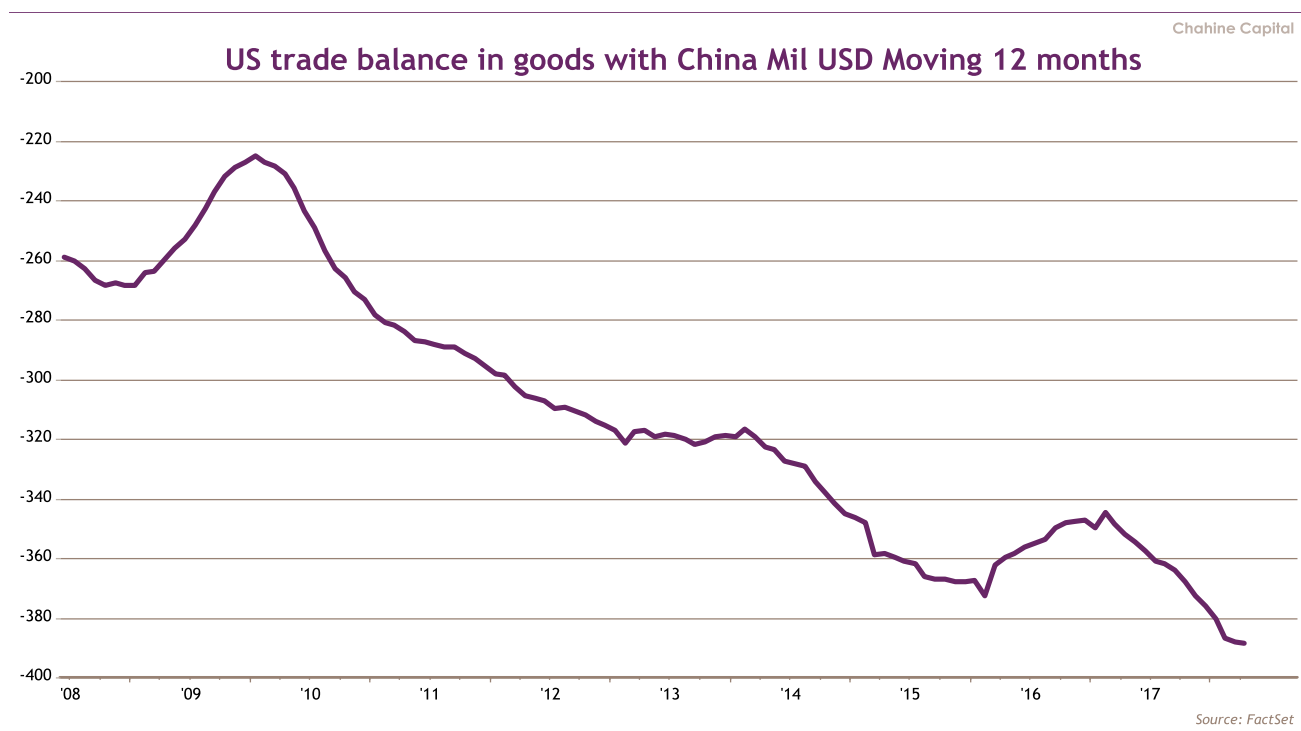
Mais les Etats Unis affichent un excédent dans les services et surtout des profits qui ne sont pas traduits dans les exportations. L'exemple cité d'Apple est instructif. La Chine affiche 1M\$ d'importations de Smartphones alors qu'Apple a vendu pour 50Mds\$ en Chine. Ces chiffres n'apparaissent pas dans les statistiques commerciales, eu égard aux montages fiscaux élucubrés d'Apple. Il est probable que beaucoup de grandes multinationales américaines font de même. Il y a la Hi Tech mais aussi toute la pharmacie. La boutade « nous exportons le revenu et vous importez les profits » illustre la situation. Si la guerre commerciale devait éclater, la Chine perdrait du revenu mais les sociétés cotées perdraient leur âme et les profits. La réaction de Wall Street serait très douloureuse et Donald Trump ne pourrait pas résister au lobbying de ses riches amis. Il peut certes faire aussi du mal à la Chine en décrétant un embargo sur la haute technologie, comme on l'a vu dans le cas de l'énorme société de télécom ZTE. Cette dernière avait enfreint l'embargo sur l'Iran et la Corée du Nord et se voyait donc coupée du marché américain en subissant un embargo sur les puces de haute technologie de Qualcomm et Intel. Elle a du plier avec des amendes co-



lossales. Jouer ce jeu à grande échelle par Donald Trump serait un effondrement de Wall Street via les sociétés Hi Tech qui perdraient leur plus gros marché et une récession mondiale pourrait suivre.

Du coup, les menaces de Trump en matière de haute technologie avec la Chine ont fortement rétrogradé. Alors qu'il avait l'intention de bloquer toute acquisition chinoise dans la haute technologie, la mesure a été reléguée à une législation à établir par le Congrès pour surveiller les investissements étrangers. Des sociétés comme Qualcomm, Intel, Nvidia... pourraient lourdement souffrir d'un arrêt de leurs exportations. Les américains pourraient eux même souffrir de mesures de rétorsions dans certains composants exclusifs à la Corée ou au Japon. Le leader en design des puces, Arms Holding, appartient maintenant à des japonais. Une guerre ouverte sur les brevets en haute technologie mettrait tous les grands groupes à genoux, car ils sont interdépendants. Même Apple ne peut pas se passer de son archi-rival Samsung qui lui fournit des composants vitaux.

L'excédent global chinois porté par les Etats Unis



La Chine plus impactée pour le moment

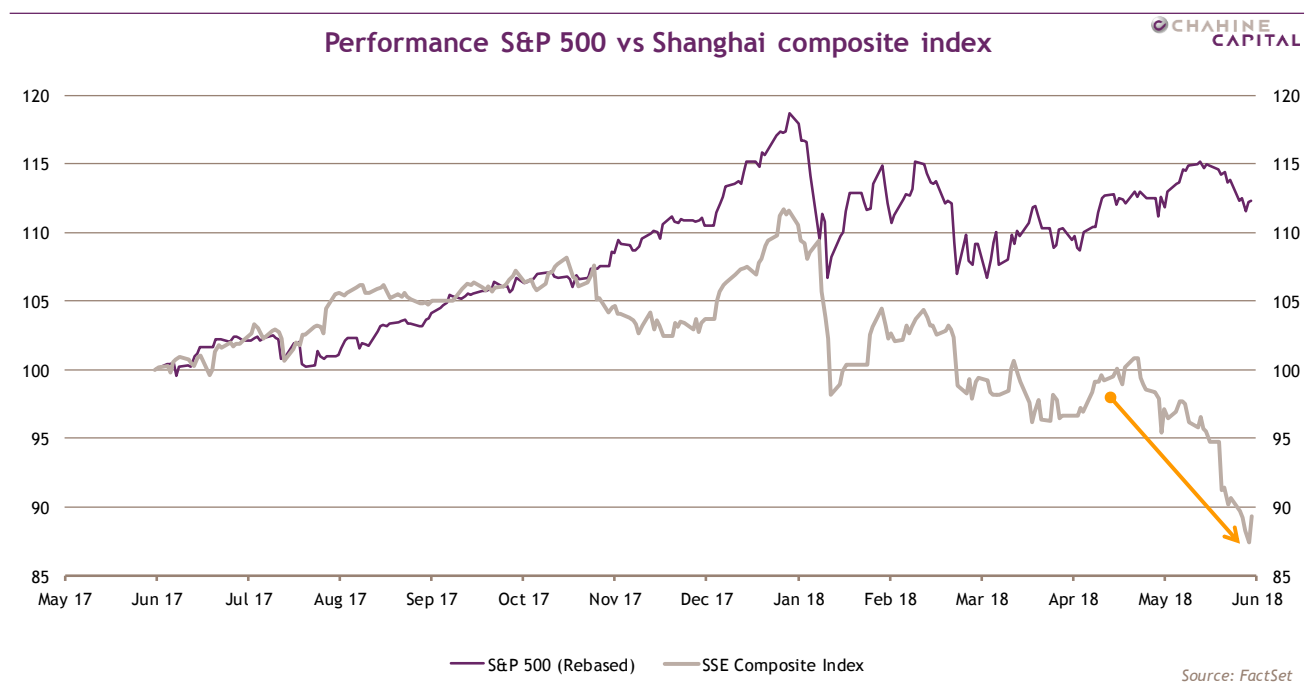
Le marché estime pour le moment que la Chine a plus à perdre que l'Amérique dans une confrontation commerciale. L'indice Chinois Shanghai composite a perdu 11% depuis le 22 Mai alors que le S&P 500 était quasi inchangé. Le secteur financier a été lourdement impacté et il serait le premier à souffrir si l'activité ralentissait et les sociétés endettées voyaient leurs débouchés se réduire aux US avec faillites en cascade.

Le marché boursier chinois est l'un des plus opaques qui puisse exister et aucun indice boursier ne reflète l'économie du pays. L'indice Shanghai composite que nous affichons n'inclut pas deux monstres que sont Alibaba et Tencent. L'indice Hang Seng inclut des grands groupes qu'on ne trouve pas dans les indices chinois. L'indice professionnel MSCI Chine se limite à des sociétés transparentes listées surtout sous forme d'Adr et Alibaba représente 53% de sa capitalisation. Mais on n'y trouve pas Tencent qui est listée à Hong



Kong. On trouve ensuite les classes d'action A, B, H, N, ADR... qui ont leurs propres restrictions. Tous nos lecteurs ne connaissent pas forcément ces subtilités, mais nous voulions illustrer l'absence de réciprocité en matière d'investissements pour les non résidents. Le monde occidental est grand ouvert aux Chinois, mais les barrières à l'investissement en Chine sont redoutables. Dans ce contexte, nous ne critiquons pas Trump pour sa volonté de faire craquer les barrières hypocrites érigées par le régime communiste et l'Europe devrait se joindre de tout cœur à ce combat.

La Chine souffre plus, pour le moment...



La Chine cherche à s'affranchir dans la haute technologie

L'économie Chinoise atteint en 2017 12.7 trillions\$ contre 19.4 pour les Etats Unis. L'ambition non avouée de la Chine est de dépasser les Etats Unis et de s'affranchir de la dominance américaine dans la haute technologie. Et la hantise des américains est de voir ce pays devenir un concurrent redoutable et s'affranchir de leurs fourches caudines. Depuis des années, la Chine récupère patiemment les brevets les plus pointus et devient un concurrent de celui qui les a cédés. L'histoire du TGV en est l'illustration. Après avoir patiemment acquis le know how via diverses concessions, les derniers TGV chinois « Designed in China » roulent à 400km/heure, ont tous le wifi et tous les sièges dans le sens de la marche. L'élève a donc dépassé le maître. L'acquisition de Volvo n'est qu'un prétexte pour acquérir un paquet de brevets et permettre à la Chine d'avoir sa propre industrie automobile. Tous les groupes automobiles étrangers en Chine ont un chaperon chinois qui possède 50% de l'affaire et qui est souvent fabricant lui-même. Une fois la production maîtrisée, les Chinois prendront leur autonomie et envahiront le monde en automobiles, comme l'ont fait les Japonais et le Coréens.

Cette recherche effrénée d'indépendance industrielle se tourne vers le futur, c'est-à-dire la Hi Tech qui reste le fer de lance des Etats Unis. La Chine investit énormément et a récemment décidé de mettre 50Mds\$ sur la table pour contrer la menace d'embargo sur les micro processeurs de pointe après l'amende infligée à ZTE. Depuis des années, la Chine s'est tournée vers Israël pour les innovations et a investi la ba-



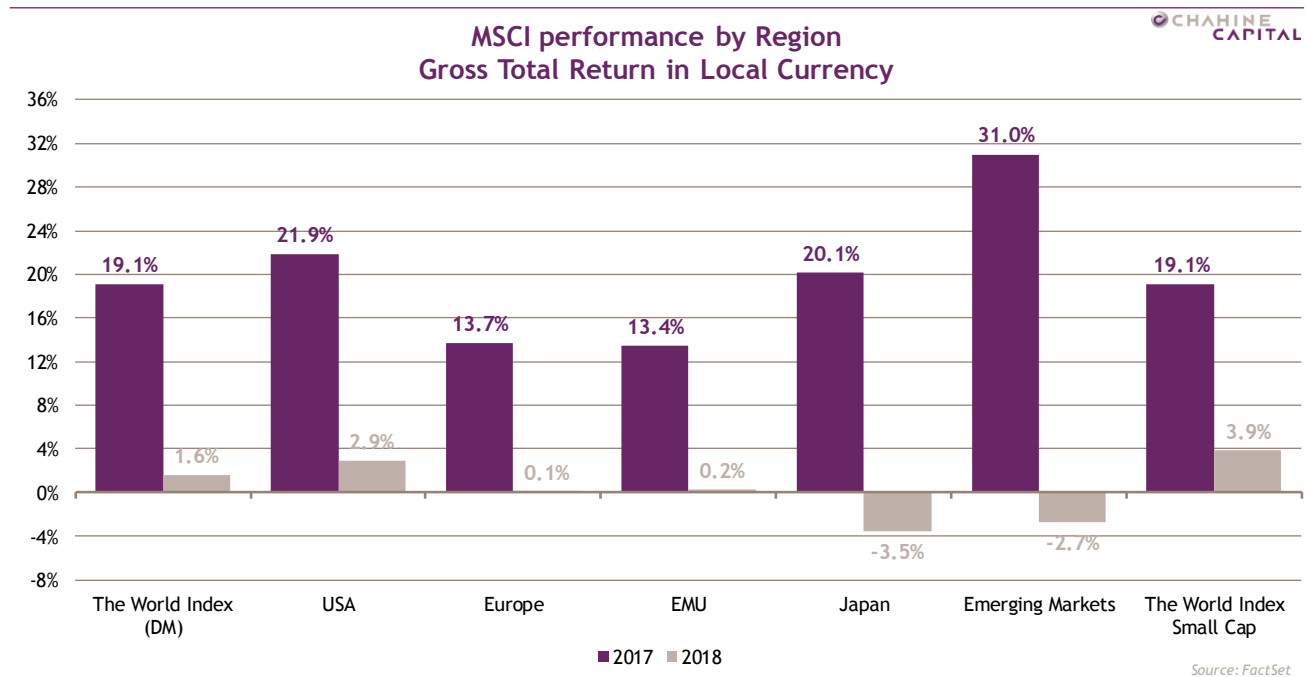
gabelle de 16Mds\$ dans des start up. Dans le monde de l'Internet, les majors américains ont perdu la bataille, Alibaba contre Amazon, Baidu contre Google, Tencent contre Facebook et autres. Seul Apple arrive à tirer son épingle du jeu avec son système IOS qui est le cœur du réacteur.

L'Europe a une carte à jouer dans cette confrontation en s'alliant avec la Chine dans un libre échange plus équilibré pour faire face à l'Amérique si le protectionnisme se répand. La multiplication d'accords commerciaux hors Etats Unis est la seule façon d'isoler Donald Trump dans ses vellétés de faire régner l'ordre mondial.

Pas de panique encore face à la guerre commerciale

Dans un contexte dominé par la guerre commerciale et ses possibles conséquences néfastes sur l'économie, il est encore miraculeux que les marchés n'aient pas tangué plus que ça. L'indice MSCI World est encore positif pour le semestre avec +1.6% incluant le dividende global et l'Amérique surperforme l'Europe. La performance des marchés émergents selon MSCI est négative à -2.7% en monnaie locale et -6.5% en \$. Elle serait plus accentuée si la Chine était mieux représentée dans l'indice. La crainte de l'escalade commerciale a poussé les investisseurs vers les valeurs refuges comme le \$ et les emprunts d'Etat américains où le 10 ans a reflué nettement en dessous des 3%. Par secteur, ce sont les grandes multinationales américaines que le marché voit comme premières victimes, comme les fabricants de cigarettes ou les équivalents de Procter. Les financières américaines mondialisées sont également dans la cible. Par contre le secteur informatique termine le semestre en hausse de 9.8%.

Des marchés qui résistent malgré la guerre commerciale



La preuve de la recherche de sécurité est l'écartement substantiel des taux dans l'Eurozone où les pays du Sud ont vu les taux se tendre alors que l'Allemagne a vu le 10 ans revenir à 0.3%. La France est heureusement restée dans le club des pays du Nord.

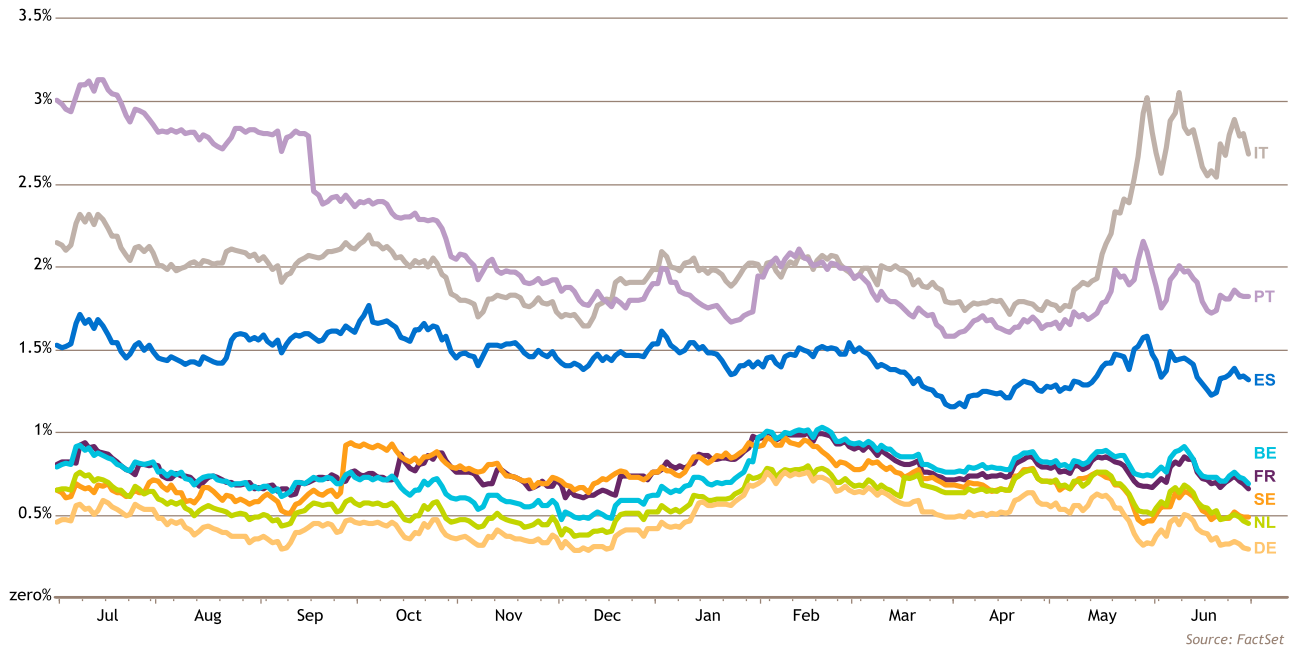
Nos fonds Digital maintiennent leur surperformance avec 2.5% pour Digital Stars Europe depuis le début de l'année, 3.5% pour Digital Stars Europe ex UK et 3.4% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.



Les spread des taux toujours tendus dans la zone euro

Chahine Capital

10-year Bond Yield for Eurozone Countries



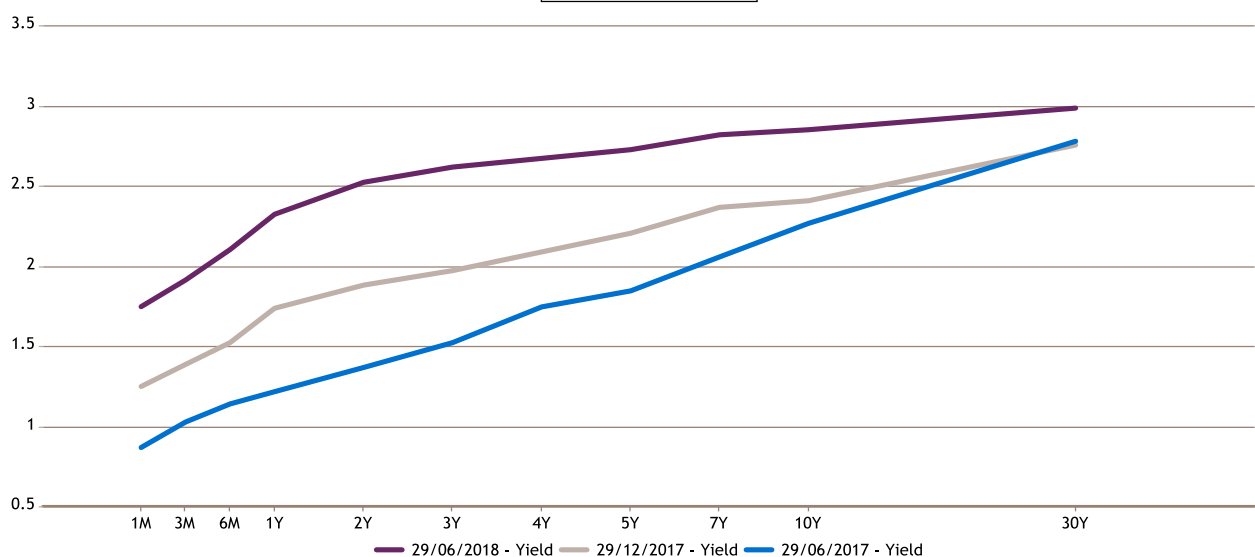
Source: FactSet

La recherche de la sécurité a entraîné le déplacement des actions vers les emprunts d'État américains et la courbe des taux ne cesse de s'aplatir ce qui laisse anticiper que la Fed va calmer ses ardeurs notamment en cas de volatilité accrue sur les marchés actions.

Poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux

Chahine Capital

US Yield Curve



Source: FactSet

Chahine Capital

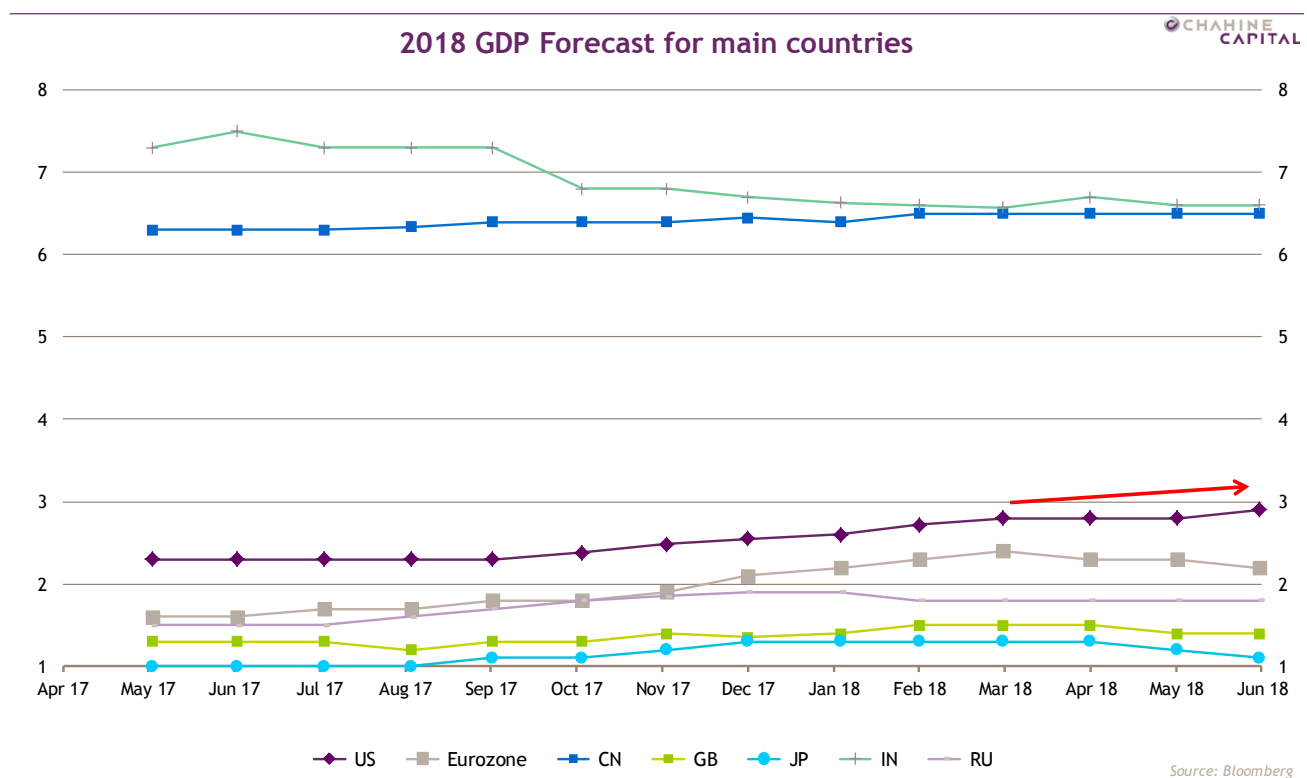
Source: FactSet



L'Amérique euphorique sous l'effet de la réforme fiscale

L'Amérique reste pour le moment en pleine euphorie boostée par la réforme fiscale de Donald Trump qui a fait exploser les profits des sociétés pour 2018. Les économistes constatent également que l'année 2018 sera l'une des meilleures avec 2.9% de hausse du PIB, qui a été révisé de 2.6% en début d'année. Hélas, quelques nuages sont constatés dans la zone Euro et les prévisions du Pib sont en train d'être revues à la baisse d'un plus haut récent de 2.4% à 2.2%. C'est notamment le cas pour l'Allemagne où les chiffres de croissance ont été abaissés de 2.5% à 2.1%. Le Japon voit également des révisions à la baisse alors que la Chine et l'Inde et plus généralement toute l'Asie affichent de forts taux de croissance intouchés pour le moment.

Révisions en hausse aux US et en baisse en zone euro



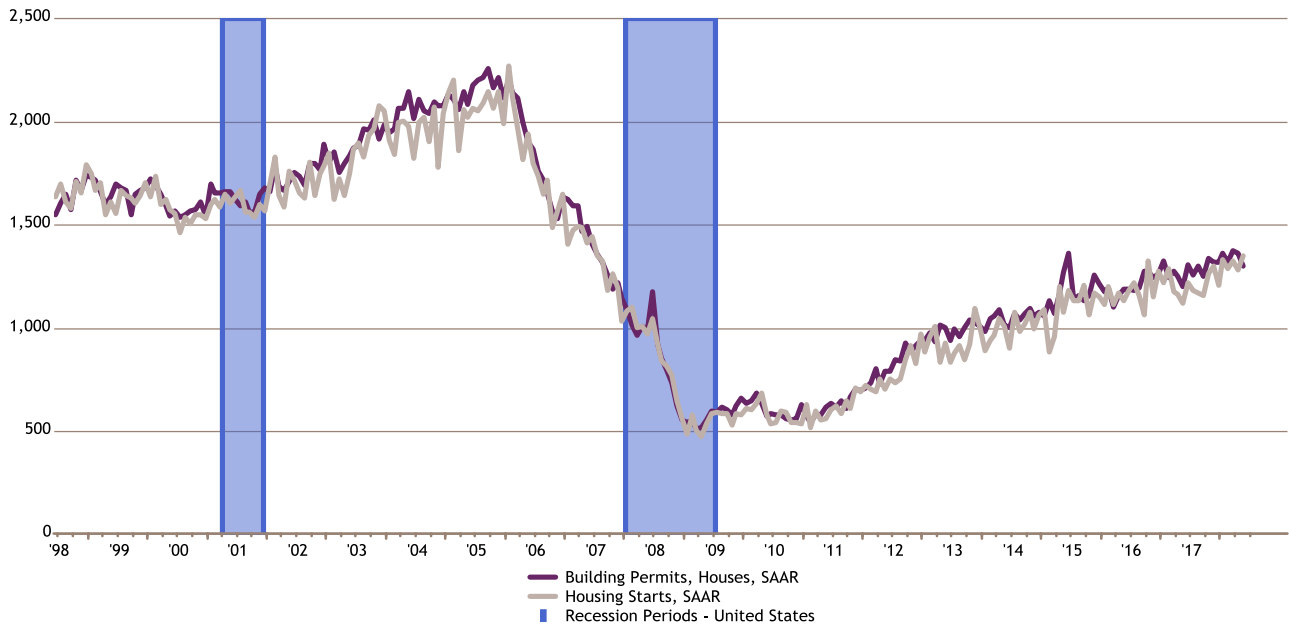
Les indicateurs macro économiques américains restent bien orientés avec un niveau très élevé de la confiance des consommateurs qui consomment sans compter, un chômage au plus bas historique, un indice ISM nettement au dessus de 50. Le secteur de la construction, très lent à se remettre, affiche des mises en chantier au plus haut depuis la crise. Tous ces bons indicateurs commencent à créer une surchauffe d'autant plus que le pétrole s'est remis dans la danse avec un baril qui vole de record en record. Du coup, l'inflation commence à inquiéter quelque peu atteignant 2.7% sur 1 an et 2.2% hors énergie et alimentation, que la Fed affirme vouloir temporairement accepter. Mais si cette tension persiste, la Fed ne pourra plus reculer les échéances. Par ailleurs, les économistes ne croient nullement en une croissance soutenable au niveau actuel et révisent à la baisse 2019 à 2.4%.



Poursuite du redressement du secteur de la construction

Chahine Capital

US Permits and Housing Starts (in thousands), Saar

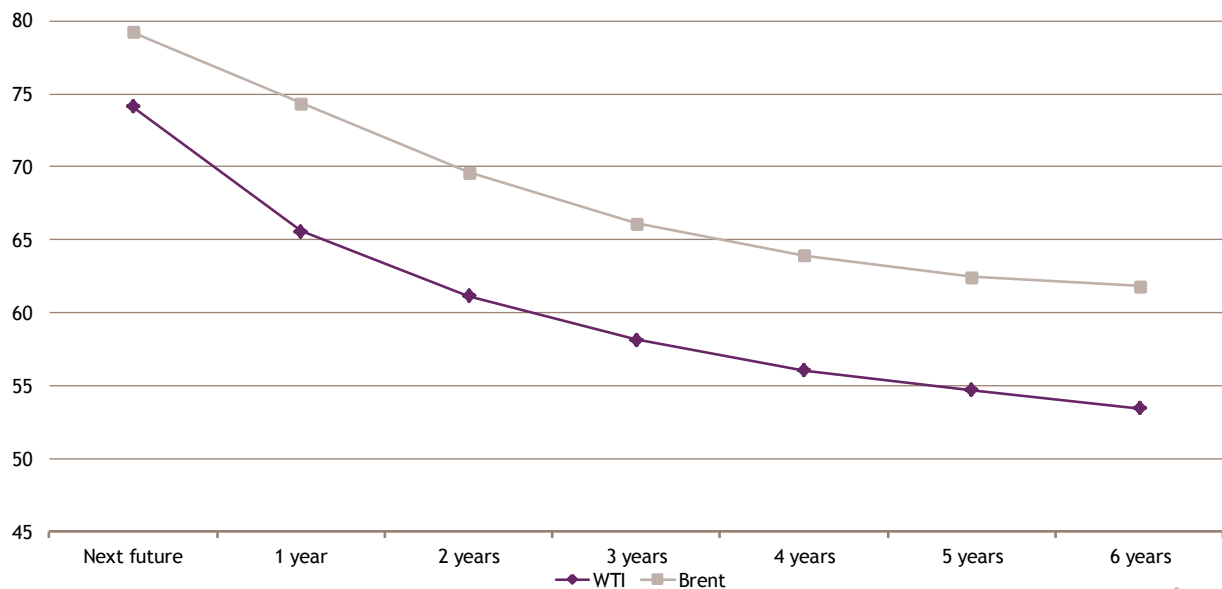


Alors que l'Amérique est devenue indépendante en matière pétrolière, l'Europe est frappée de plein fuet par l'emballement selon nous temporaire du prix du baril.

Les futurs n'ont jamais autant décroché du spot

CHAHINE CAPITAL

WTI and Brent Futures prices



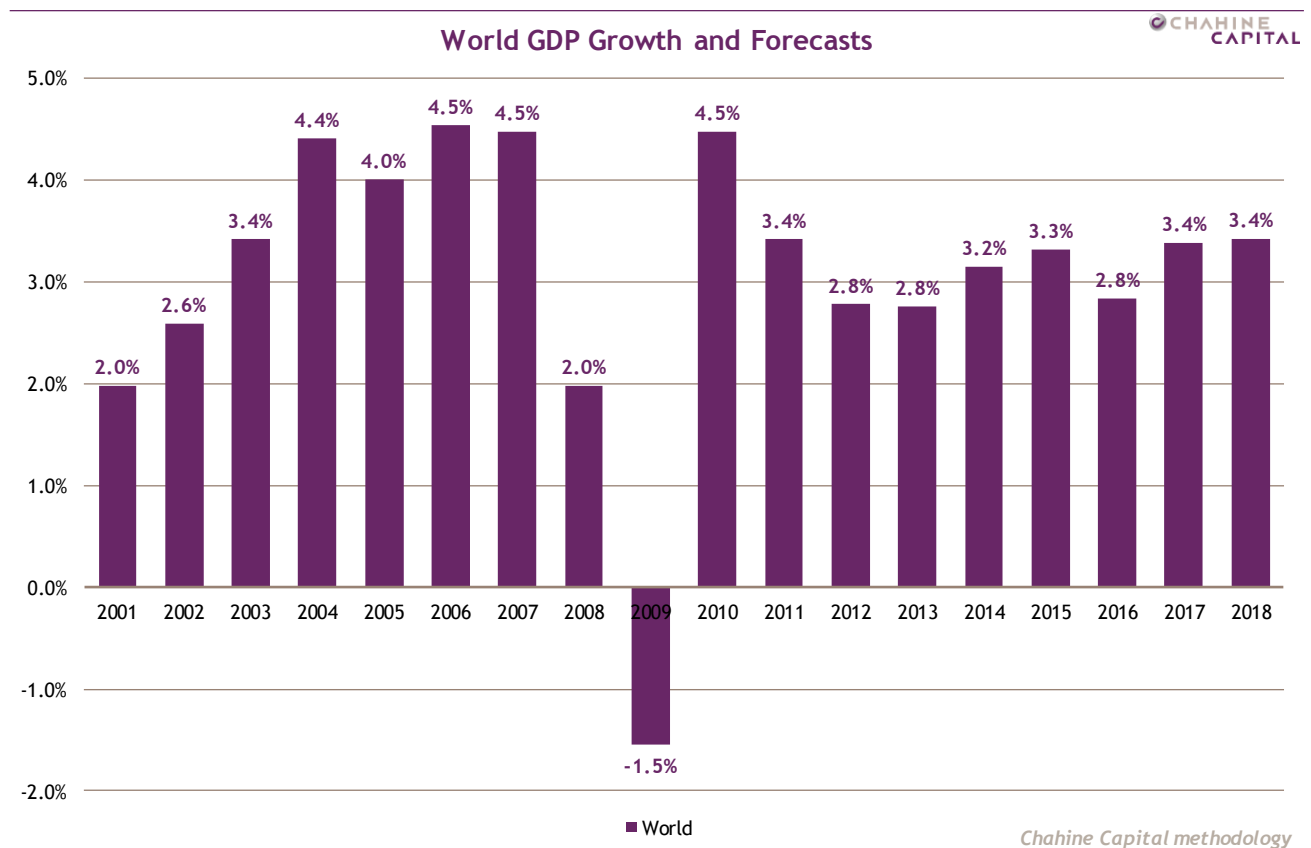


Alors que le WTI spot se négocie à un plus haut de 75\$, le futur à 3 ans est à 58\$ ce qui signifie que le marché ne pense pas que les tensions actuelles sur la production de l'Opep, l'éclatement du Venezuela et les ruptures sur l'Iran seront durables. En attendant, l'Europe doit absorber ce choc et c'est l'une des raisons de la révision à la baisse des perspectives de croissance.

La croissance mondiale inchangée pour le moment

Pour le moment, la croissance mondiale prévue pour 2018 reste quasi inchangée à 3.4% (3.7% en parité de pouvoir d'achat). Les pays émergents contribuent pour 1.8 point à cette hausse dont 1.2 point pour la seule Chine. Ces prévisions peuvent malheureusement vite s'inverser si une guerre commerciale éclatait en bonne et due forme. Mais, comme nous l'avons souligné, Trump s'arrêtera le jour où les cours de bourse des grands groupes américains vont commencer à tanguer.

Croissance mondiale toujours robuste

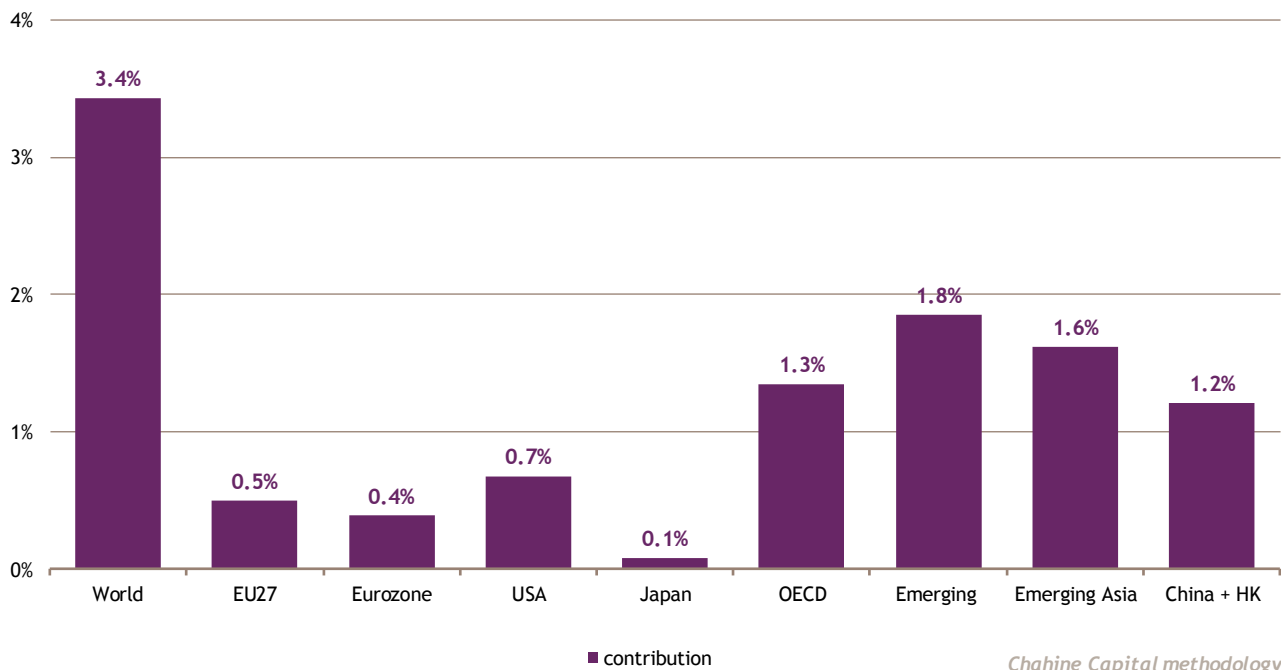




Très forte contribution des pays émergents au PIB mondial

Contribution to 2018 World GDP Growth by Geographic zones

CHAHINE
CAPITAL



Chahine Capital methodology

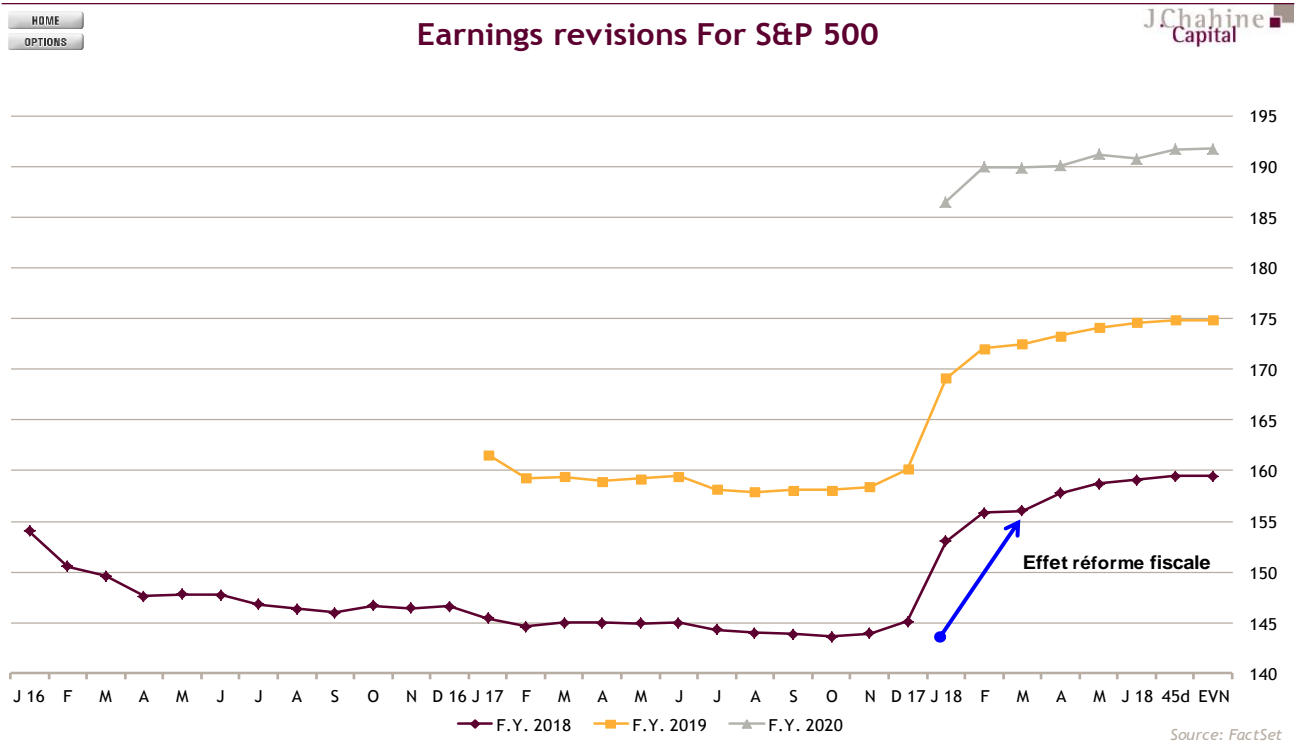
Excellente rentabilité aux US, déception en Europe

La bonne tenue de l'économie américaine et la réforme fiscale agressive de Donald Trump permettent d'afficher des profits record pour 2018 de 20.4% dont la moitié est attribuée à la réforme fiscale. Hélas, ce bon chiffre a déjà été anticipé sur l'année 2017 qui a vu l'indice S&P 500 grimper de 21.8%. Les prévisions robustes des profits de 9.8% pour 2019 se sont pas encore anticipées par le marché, soit qu'il n'y croit pas, soit qu'il est inquiet pour le moment sur l'issue de la guerre commerciale. Si celle-ci trouve une issue favorable, on peut espérer un meilleur second semestre que le premier.

Pour la saison de parution qui va s'ouvrir pour le deuxième trimestre, le consensus attend une hausse de 20.4% dont nous ne doutons pas de la réalisation voire du dépassement. Les quelques parutions dont nous disposons déjà montrent que les sociétés réalisent, voire dépassent, le consensus comme de coutume, mais c'est plus par un effet bénéfique par action via réduction de coûts et financial engineering que par un effet volume. Depuis le rapatriement des profits facilité par la réforme fiscale, les sociétés ont accéléré le rythme d'achat de leurs actions à 3.2%, ce qui augmente d'autant les bénéfices par action. Les profits élevés de 2017 et 2018 ont permis de réduire le multiple de capitalisation à 15.6x 2019 et 17.1x 2018.

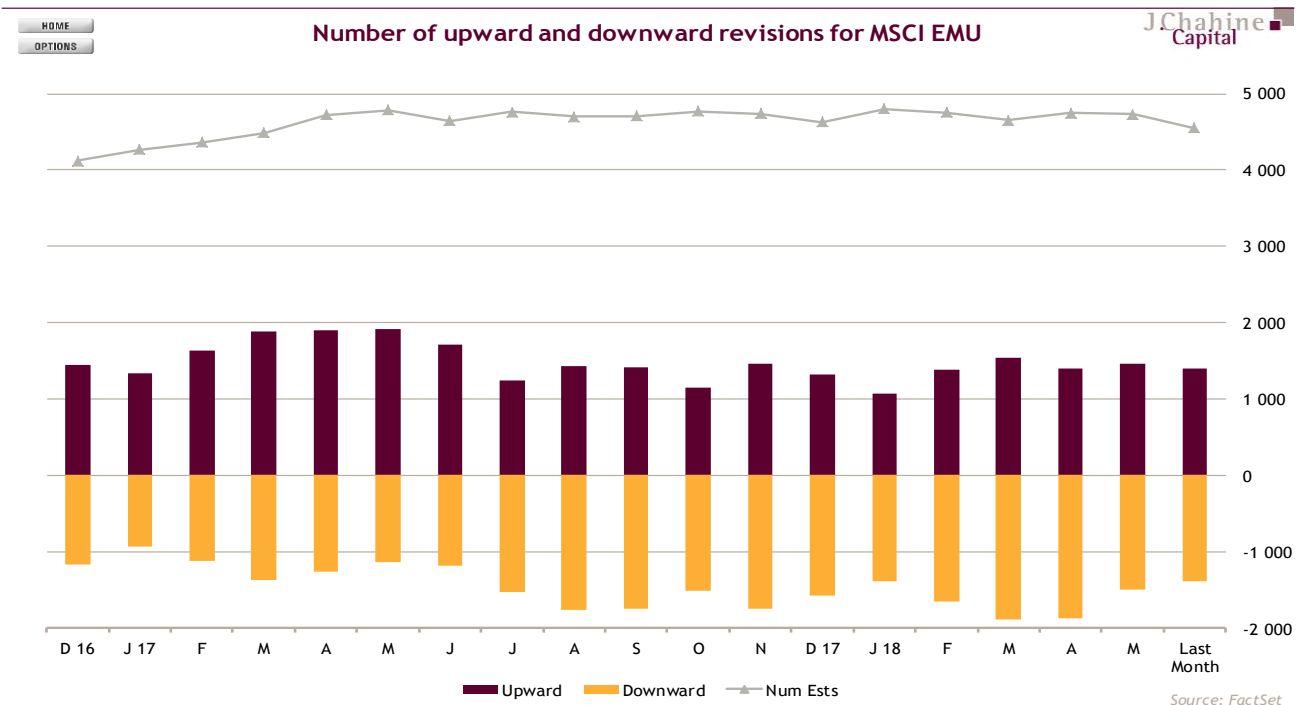


Des perspectives toujours favorables pour les sociétés américaines



En zone Euro, rien de très excitant sur les profits des grands groupes en 2018 où la hausse a décliné à 6% avec autant de révisions à la baisse qu'à la hausse.

Profits pas très appétissants en zone Euro





Les P/E attractifs en zone Euro sont le reflet de faibles croissances futures et le caractère cyclique du marché bourré de sociétés comme l'automobile et les industrielles. Les financières sont pour beaucoup en mauvaise posture comme Deutsche Bank et les banques italiennes. Les quelques pépites du secteur sont le luxe et l'aéronautique, alors que la technologie est réduite à une peau de chagrin.

Valorisation des marchés

Les performances sans relief depuis le début de l'année s'expliquent parfaitement par le fait que les marchés sont à leur prix et naviguent au gré des nouvelles. Notre objectif de cours oscille autour des variations du taux à 30 ans et augmente légèrement ce mois à 2789 points contre 2705 points le mois dernier, grâce à une baisse des taux à 30 ans de 3.13% à 3%. Le marché a terminé le semestre à 2716 points. Le CAGR sur 8 ans s'établit à 6.0% influencé par la hausse exceptionnelle de 2018. Hors cet impact, le CAGR est à 4.8%, reflétant une inflation à 2.2% et une hausse du PIB de 2.6%. Si le 30 ans devait monter à 3.25%, l'objectif reviendrait à 2655 points. Le scénario d'un retournement de marché en fin de cycle mettrait l'indice à 2200 points. Le déclencheur d'une correction peut être la montée incontrôlée du protectionnisme ou le retour de l'inflation obligeant la Fed de réagir de façon plus vigoureuse. Les risques géopolitiques sur l'Iran et la Corée du Nord ne sont pas à négliger. Nous pensons toujours que la Corée du Nord ne renoncera jamais à son arsenal nucléaire. Enfin, il y a le risque sur la fragilité de plusieurs banques dans la zone Euro. Ces éventuelles perturbations peuvent renforcer le \$ et le refuge vers des classes d'actifs plus sûrs comme le \$, le Franc Suisse, le Bund ou les emprunts américains.

La fin de la guerre commerciale favoriserait les marchés

S&P 500 - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2017

| | 30 Years Gvt bonds | | | | |
|--|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2.50% | 2.75% | 3.00% | 3.25% | 3.50% |
| Mild recession: 16.4% in 2018 and -3.1% in 2019 - CAGR =1.4% | 2 212 | 2 100 | 1 997 | 1 903 | 1 817 |
| Implied Scenario CAGR 6.2% over 8 years | 3 024 | 2 863 | 2 716 | 2 582 | 2 458 |
| Base scenario: 20.4% in 2018 and 9.8% in 2019 - CAGR = 6.0% | 3 095 | 2 935 | 2 789 | 2 655 | 2 532 |
| Current Index S&P 500 | 2 716 | | | | |

En zone Euro, le taux moyen pondéré des emprunts à 30 ans est légèrement en baisse à 1.60%. Le marché reste attractif jusqu'à des taux à 2%, mais la rentabilité des grosses capitalisations reste faible. Avec un objectif de taux de 1.75% pour la fin de l'année, le potentiel de hausse s'établit à 16%, mais restera dépendant de Wall Street.



Un marché soutenu par des taux très bas

MSCI EMU - Valuation end 2018

CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2017

| | 30 Years Gvt bonds | | | | |
|--|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 1.25% | 1.50% | 1.60% | 1.75% | 2.00% |
| Depression scenario: 6% in 2018 and -5% in 2019 - CAGR = -5.0% | 125 | 118 | 115 | 112 | 106 |
| Implied Scenario: CAGR -4.3% over 8 years | 133 | 125 | 122 | 118 | 112 |
| Base scenario: 6.2% in 2018 and 9.6% in 2019 - CAGR = -1.8% | 159 | 150 | 147 | 142 | 134 |
| Current Index MSCI EMU | | | 122 | | |



Conclusions

Comme on pouvait s'y attendre, la guerre commerciale provoquée par Donald Trump avec le reste de la planète prend de l'ampleur en passant du stade verbal aux actes. La bataille fait rage sur tous les fronts, mais on fait un peu attention au grand partenaire Chinois. Il est vrai que l'Amérique a quelques raisons de s'inquiéter de sa balance commerciale qui a atteint 573 Mds de \$ de déficit, atteignant 3% du PIB, et qui s'est creusée de 11% sur un an. La raison primordiale de ce déficit est selon nous liée au taux de change du \$ qui n'a cessé de s'apprécier depuis la crise. Le dérapage de la balance commerciale à partir de 2014 est concomitant avec l'appréciation du \$. La perte de compétitivité est accentuée par le différentiel d'inflation par rapport aux principaux partenaires.

Le cas de la Chine est intéressant, car le pays connaît une inflation supérieure à celle des Etats Unis, et une appréciation du renminbi sur longue période. La balance commerciale chinoise a fortement rétréci sauf avec les Etats Unis. Mais ces statistiques sont biaisées par l'imbrication des grands groupes : la Chine a importé 1M\$ de smart Phone mais Apple en a vendu pour 50Mds\$! d'où la boutade « nous exportons le revenu et vous importez les profits ». Si la guerre commerciale devait éclater, la Chine perdrait du revenu mais les sociétés cotées perdraient leurs profits. La réaction de Wall Street serait très douloureuse et Donald Trump ne pourrait pas résister au lobbying de ses riches amis. *La guerre s'arrêtera quand Wall Street va souffrir.* D'ailleurs, Trump a déjà reculé sur les investissements en haute technologie. Une guerre sur les brevets serait sanglante, car Apple dépend lui-même de tas de brevets de Samsung... Sur les marchés, la Chine semble pour le moment plus impactée par une correction assez sévère sur ses sociétés. L'ambition avouée de la Chine est de s'affranchir de la dominance américaine dans la haute technologie. D'où un constant rachat de sociétés occidentales pour récupérer le know how. La Chine investit aussi massivement en Israël dans des start up pour être à la pointe. Elle a ses Amazon, Google et Facebook.

La guerre commerciale n'a pas encore créé de panique sur les marchés et le 1er semestre a été positif sauf pour les pays émergents. Mais des valeurs susceptibles de souffrir de la crise ont commencé à être punies telles les grandes multinationales exportatrices américaines. Des actifs se sont portés sur des valeurs refuges que sont le \$, les emprunts d'Etats et les spread en Eurozone se sont élargis. Nos fonds Digital maintiennent leur surperformance avec 2.5% pour Digital Stars Europe depuis le début de l'année, 3.5% pour Digital Stars Europe ex UK et 3.4% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.

L'économie américaine reste euphorique et tous les indicateurs sont au beau fixe sous l'effet de la réforme fiscale. Et c'est le seul pays où la croissance est revue en hausse à 2.9%. La zone Euro revient à 2.2% en raison des remous sur le commerce et de la hausse substantielle du pétrole. La surchauffe aux Etats Unis conduit l'inflation à 2.7% et 2.2% hors énergie, ce qui amènera la Fed à plus de rigueur. Pour le moment, la croissance mondiale prévue pour 2018 reste quasi inchangée à 3.4% dont 1.2% imputable à la Chine. Si la guerre commerciale devait s'intensifier, ces chiffres seraient fortement révisés.

La rentabilité de sociétés américaines reste très bien orientée à 20.4% en 2018 dont la moitié est due à la réforme fiscale. 2019 s'annonce également robuste à 9.8% mais le marché ne l'anticipe pas pour le moment. La situation des profits en Eurozone s'effrite et est réduite à 6.1% en 2018 avec autant de révisions en baisse qu'en hausse. Notre valorisation des marchés a légèrement augmenté en raison de la baisse des taux à 2789 points contre 2705 points pour le S&P 500. Pour le MSCI Emu, l'objectif est à 142 points en hausse de 16%. Nous maintenons notre opinion neutre sur les marchés (ou pondération normale selon son benchmark)

Jacques Chahine



Main ratios for markets and sectors as of 25/05/2018 (in local currency)

| | Weight vs | Perf | | Weighted P/E | | % Wted EPS Chge | | | 2 018 | Revision vs M-2% | |
|------------------------------------|------------|--------|-------|--------------|--------|-----------------|--------|--------|-----------|------------------|-----------|
| | MSCI World | 2018 | 2017 | 2018 | 2017 | 2019 | 2018 | 2017 | Div Yield | Fiscal 18 | Fiscal 17 |
| MSCI The World Index | 100.0% | -0.6% | 20.1% | 15.9 x | 18.2 x | 9.0% | 14.4% | 20.0% | 2.49% | -0.1% | 0.0% |
| MSCI USA | 59.4% | 1.9% | 19.6% | 17.3 x | 20.8 x | 10.1% | 20.6% | 12.1% | 1.95% | 0.2% | 0.0% |
| MSCI Japan | 8.3% | -4.3% | 16.6% | 12.7 x | 13.4 x | 4.6% | 6.1% | 26.9% | 2.37% | 0.7% | -0.4% |
| MSCI EMU | 15.0% | -2.2% | 10.2% | 13.8 x | 14.7 x | 9.6% | 6.1% | 22.4% | 3.49% | -0.4% | 0.0% |
| MSCI Europe | 27.1% | -2.0% | 10.0% | 15.0 x | 16.6 x | 8.8% | 10.7% | 13.8% | 3.47% | -0.7% | -0.5% |
| MSCI Europe ex Energy | 24.9% | -2.9% | 10.8% | 15.2 x | 16.4 x | 9.1% | 8.2% | 11.5% | 3.36% | -1.1% | -0.5% |
| MSCI Austria | 0.1% | -8.0% | 36.4% | 10.1 x | 10.8 x | 4.1% | 6.2% | 28.8% | 3.57% | 1.8% | 0.7% |
| MSCI Belgium | 0.7% | -4.4% | 1.7% | 17.2 x | 19.2 x | 7.9% | 11.6% | 13.4% | 4.05% | 0.6% | 0.1% |
| MSCI Denmark | 0.7% | -6.8% | 16.3% | 17.7 x | 18.9 x | 6.4% | 6.8% | 4.3% | 2.58% | -0.3% | -0.1% |
| MSCI Finland | 0.5% | 9.6% | 4.7% | 17.7 x | 18.2 x | 9.7% | 3.2% | 13.6% | 4.33% | 0.9% | 0.0% |
| MSCI France | 5.3% | 1.0% | 11.2% | 14.9 x | 16.2 x | 10.4% | 8.9% | 9.3% | 3.30% | 0.2% | 0.1% |
| MSCI Germany | 4.1% | -7.0% | 9.8% | 12.9 x | 13.1 x | 8.8% | 1.6% | 13.9% | 3.22% | -1.0% | 0.2% |
| MSCI Great-Britain | 6.7% | -1.0% | 7.2% | 13.8 x | 15.2 x | 5.9% | 10.4% | 23.3% | 4.27% | 1.4% | -0.1% |
| MSCI Ireland | 0.2% | -5.9% | 21.1% | 16.6 x | 16.5 x | 4.9% | -0.8% | 5.8% | 1.47% | 0.5% | 0.3% |
| MSCI Italy | 1.2% | -0.9% | 9.3% | 11.1 x | 13.3 x | 11.8% | 19.5% | 398.3% | 4.41% | -0.9% | 0.1% |
| MSCI Netherlands | 1.4% | 1.0% | 15.6% | 15.9 x | 16.4 x | 9.0% | 3.3% | 21.3% | 2.95% | -1.4% | -0.5% |
| MSCI Norway | 0.5% | 2.3% | 18.0% | 14.4 x | 17.3 x | 11.3% | 20.1% | 49.6% | 4.21% | 2.0% | -0.1% |
| MSCI Spain | 1.5% | -5.0% | 7.8% | 12.3 x | 12.9 x | 9.9% | 4.5% | 37.1% | 4.44% | -0.2% | 0.1% |
| MSCI Sweden | 1.0% | 0.0% | 6.4% | 15.7 x | 17.2 x | 6.3% | 9.3% | 3.2% | 4.09% | 0.8% | -0.1% |
| MSCI Switzerland | 2.9% | -2.1% | 30.8% | 20.0 x | 25.6 x | 12.3% | 28.1% | -1.2% | 2.55% | -1.1% | -1.3% |
| MSCI Europe Consumer Discretionary | 3.5% | -1.1% | 7.2% | 12.4 x | 13.1 x | 8.6% | 5.8% | 22.1% | 3.27% | -1.1% | -0.4% |
| MSCI Europe Consumer Staples | 3.8% | -4.5% | 6.6% | 18.8 x | 20.1 x | 9.4% | 7.1% | 7.1% | 3.20% | -0.6% | 0.1% |
| MSCI Europe Energy | 2.2% | 10.6% | 0.1% | 13.0 x | 19.2 x | 6.4% | 47.4% | 63.5% | 4.95% | 3.4% | -0.1% |
| MSCI Europe Financials | 5.1% | -9.6% | 8.1% | 10.8 x | 12.3 x | 9.6% | 14.2% | 12.8% | 4.90% | -0.6% | 0.1% |
| MSCI Europe Health Care | 3.1% | -1.3% | 0.6% | 16.1 x | 16.5 x | 8.1% | 2.9% | -3.1% | 3.12% | -0.4% | 0.0% |
| MSCI Europe Industrials | 3.6% | -2.1% | 13.1% | 17.2 x | 18.1 x | 13.1% | 5.3% | 11.5% | 2.77% | -1.3% | -0.1% |
| MSCI Europe Information Technology | 1.4% | 8.0% | 17.5% | 22.8 x | 25.7 x | 15.4% | 12.8% | 8.2% | 1.43% | 0.2% | 0.1% |
| MSCI Europe Materials | 2.0% | 0.4% | 30.1% | 19.2 x | 22.3 x | 7.7% | 16.1% | 21.7% | 2.31% | -3.1% | -3.3% |
| MSCI Europe Real Estate | 0.3% | -1.9% | 7.3% | 15.2 x | 13.1 x | -3.2% | -13.9% | -11.4% | 4.38% | 1.3% | 0.1% |
| MSCI Europe Telecommunication Ser | 1.0% | -12.4% | -2.4% | 13.7 x | 13.4 x | 7.2% | -1.6% | 13.7% | 5.55% | -0.6% | -0.6% |
| MSCI Europe Utilities | 1.2% | 0.3% | 4.3% | 13.8 x | 13.7 x | 5.3% | -0.6% | 6.6% | 5.30% | -0.3% | -0.1% |

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 29/06/2018



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.