



Stratégie d'Investissement – Juin 2017

L'environnement est favorable à la hausse des actions. Cette embellie est-elle durable ?

Pour l'instant, peu de voyants sont au rouge. La bonne tenue des indices américains trouble les investisseurs qui s'inquiètent de l'absence de correction. Pourtant, l'activité économique mondiale reste bien orientée, l'inflation se modère et ceci est favorable aux marchés financiers. Les niveaux de valorisation sont élevés aux Etats-Unis mais ce seul critère n'a jamais été décisif pour déclencher des marchés baissiers. Les risques de consolidation demeurent, peut-être à l'approche de l'été, mais les catalyseurs d'un marché baissier nous semblent encore absents. Dans ce contexte, comme les risques politiques propres à notre zone s'estompent, les actions européennes et de la zone euro disposent d'un potentiel de rattrapage qui n'est pas épuisé. Nous les surpondérons. Toute correction offrira des occasions de se renforcer.

Les marchés actions ont fait une pause au mois de mai, sauf aux Etats-Unis où ils ont atteint de nouveaux records grâce aux grandes valeurs technologiques notamment. Mais la baisse du dollar a pénalisé les placements hors zone Euro.

Cette baisse de la devise est alimentée par plusieurs facteurs: le risque Trump, les évolutions de l'inflation, les anticipations de taux d'intérêt et le retour en grâce de la zone euro auprès des investisseurs.

Donald Trump ne se normalise pas. Outre les risques de destitution qu'il encourt à terme, son attitude vis-à-vis des partenaires de son pays choque toujours. Mais ses gesticulations n'inquiètent plus guère. Mieux, les menaces de protectionnisme ont reculé ! Et en cas de destitution, son vice-président serait beaucoup plus apprécié que lui !

En revanche, qu'en est-il des réformes fiscales et des plans de relance ? Les marchés n'y croient plus guère et ont enfourché d'autres thèmes d'investissement. Tout ceci pèse sur le dollar car la hausse des taux sera moins rapide que prévu, d'autant que l'inflation a également reflué. Dans le même temps, la confiance revient en zone euro, ce qui pourrait amener la BCE à adopter un ton un peu moins conciliant. A court terme, nous n'y croyons pas mais cela renforce l'euro.

Les perspectives économiques restent bonnes, sans surchauffe, ni risque de retour en récession ou en déflation. Les entreprises voient leurs chiffres d'affaires et leurs résultats croître à nouveau. Les prévisions des analystes restent orientées à la hausse. Les réunions de la BCE, le 8 juin, et de la FED, le 14 juin, ne devraient pas obscurcir ce panorama.

A l'approche de l'été, les marchés actions affichent des performances proches de 10% et parfois les dépassent (France, Espagne, Pays Bas). Parallèlement, malgré deux mois de rebond, les performances des produits de taux sont assez décevantes. **Cette embellie des Bourses est-elle durable ?**

Les catalyseurs potentiels de l'arrêt du marché haussier américain sont bien connus: durcissement trop prononcé de la FED, forte hausse des taux longs, rechute en récession, bulle spéculative sur les actions. Mais ces conditions ne sont pas encore réunies.

La volatilité des marchés financiers est très faible. Les actions américaines, assez chères, continuent à s'apprécier. Certains indicateurs techniques délivrent des messages de prudence, que l'on ne peut pas ignorer complètement.

Nous assistons à une poussée d'optimisme qui devrait permettre aux marchés américains de surmonter les corrections passagères et aux autres marchés de poursuivre leur rattrapage.

Ce rebond est justifié par le retard du cycle économique européen ou par le rebond de l'activité dans les pays émergents.

Les risques politiques semblent avoir peu de prise sur les Bourses. La perspective d'élections anticipées en Italie ne diffuse pas d'inquiétude sur la zone euro. Restent les risques géopolitiques (Corée, Iran, Russie, attentats...) déjà présents, dont les marchés s'émeuvent peu.

Nous avons maintenu nos prévisions pour les principaux indices boursiers, celle sur le Nikkei a été revue en hausse. Le potentiel d'appréciation des indices actions d'ici à fin décembre est d'environ 4%. Il est plus proche de 8 à 10% à horizon d'un an.

Nous surpondérons modérément les actions à court terme. Nous augmentons légèrement notre surpondération à court terme sur les actions européennes et plus spécialement en zone euro. Nous surpondérons également les actions asiatiques. Nous conservons une légère sous pondération sur les actions américaines à court terme. A moyen terme, nous surpondérons les actions sur les Bourses américaine et européenne.

Le contexte actuel complique le choix des secteurs et des valeurs. Tant que les taux longs ne remontent pas, les secteurs dits de croissance (Technologie, Luxe), les Services Publics, les Télécommunications devraient mieux se comporter que les secteurs financiers ou cycliques (Produits de Base). Les thèmes liés à la reflation ne sont plus en vogue. Nous gardons cependant un biais value par une surpondération des financières dont les valorisations nous semblent attractives.

Nous avons peu modifié nos préférences sectorielles à court terme : nous avons relevé à Neutre le secteur Distribution. A moyen terme, nous avons relevé les Services Financiers à Surpondérer et les Services

Publics à Neutre alors que nous avons abaissé à Neutre le secteur Automobile.

Nous maintenons une position Neutre sur le dollar mais les marges de fluctuation de l'euro se sont élargies entre 1.05 et 1.15 face au dollar.

La perte du momentum haussier du dollar affecte les performances des investissements en produits de taux US et émergents. Nous ne gardons une opinion positive à court terme que sur les obligations à haut rendement ou convertibles de la zone Euro. **En conséquence, nous adoptons une position Sous pondérer sur les produits de taux à court terme comme à moyen terme.**

Achévé de rédiger le 7 juin 2017.

Vincent GUENZI
Directeur de la Stratégie d'Investissement

CLASSE D'ACTIFS	RECOMMANDATION		TENDANCE	
	Court Terme	Moyen Terme	Court Terme	Moyen Terme
ACTIONS	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
USA (non couvert)	Sous pondérer	Sur pondérer	↘	↗
EUROPE	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
JAPON (couvert)	Neutre	Neutre	↗	↗
ASIE HORS JAPON	Sur pondérer	Neutre	→	↗
AMERIQUE LATINE	Neutre	Neutre	↘	→
EUROPE EST	Neutre	Neutre	↘	↗
PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	Sous pondérer	Sous pondérer	→	→
EMPRUNTS D'ETAT US (non couverts)	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	→
EMPRUNTS D'ETAT EUROPE AAA	Sous pondérer	Sous pondérer	→	↘
EMPRUNTS D'ETAT EUROPE non AAA	Sous pondérer	Sous pondérer	→	↘
OBLIGATIONS PAYS EMERGENTS (non couvertes)	Neutre	Neutre	→	→
OBLIGATIONS SOCIETES US (non couvertes)	Neutre	Neutre	↘	→
OBLIGATIONS SOCIETES US (haut rendt, non couvert)	Neutre	Neutre	↘	↗
OBLIGATIONS SOCIETES EUROPE	Sous pondérer	Sous pondérer	→	↘
OBLIGATIONS SOCIETES EUR (haut rendement)	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
OBLIGATIONS CONVERTIBLES	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
GESTION ALTERNATIVE	Neutre	Neutre	→	→
SICAV MONETAIRES	Neutre	Sous pondérer	↘	↘
EURO/DOLLAR *	Neutre	Neutre	↗	→
OR ET METAUX PRECIEUX	Neutre	Neutre	→	→
MATIERES PREMIERES INDUSTRIELLES	Neutre	Neutre	↘	→

Explication des couleurs: amélioration (en vert) ou dégradation (en rouge) des tendances et des recommandations par rapport au mois précédent

Les avis et opinions que CHOLET-DUPONT est susceptible d'émettre, dans cette étude, sur les marchés financiers et/ou les instruments financiers, ne peuvent engager sa responsabilité et peuvent changer à tout moment. Cette communication est faite uniquement à titre d'information de son destinataire. Elle s'appuie sur des données publiques et des études de place considérées comme fiables à la date de la diffusion de la présente étude, néanmoins CHOLET-DUPONT ne garantit pas ces éléments. Par ailleurs CHOLET-DUPONT attire l'attention de l'investisseur sur le fait que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et que la valeur des investissements peut varier à la hausse et à la baisse.

Economie: la croissance mondiale se poursuit, l'inflation se modère à nouveau.

Le contexte économique est stable. Les prévisions de croissance du consensus pour 2017 ont été très légèrement relevées en zone Euro et au Japon alors qu'elles ont été très modestement abaissées pour les Etats-Unis.

Croissance économique (consensus Bloomberg)- prévision et révision mens.

Var. sur 1 an	2016	Rév.	2017	Rév.	2018	Rév.
Etats-Unis	1.60%	-	2.15%	-0.05%	2.30%	-0.05%
Zone Euro	1.70%	-	1.70%	0.10%	1.60%	-
Japon	1.00%	-	1.30%	0.10%	1.00%	-
Monde	2.90%	-	3.30%	-	3.40%	-

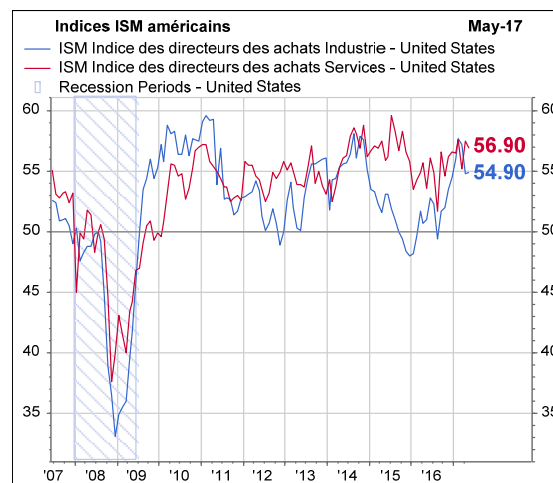
Aux Etats-Unis, l'estimation de la croissance du 1^{er} trimestre a été relevée à +1.2% en rythme annualisé contre +0.7% précédemment. La consommation des ménages et l'investissement se sont avérés meilleurs que prévus au cours de ce trimestre.

La consommation des ménages s'est redressée en avril ainsi que la hausse des revenus. Le taux d'épargne est resté stable. L'activité s'est légèrement tassée dans le secteur immobilier. La hausse de la production industrielle s'est accentuée mais les commandes de biens durables ont été décevantes. En

mai, le taux de chômage a baissé mais les créations d'emplois ont été plus faibles (et même révisées en baisse sur avril et mars). Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion de l'activité s'est maintenue dans l'industrie et a décéléré dans les services. Les indices de confiance se sont encore affaiblis. L'inflation a été positive en avril mais elle continue à refluer sur un an à +2.2% et à +1.9%, hors énergie et alimentation. **Après un premier trimestre en creux, le rebond de l'activité devrait se poursuivre même si les données publiées dans le mois ont été plus mitigées.**

USA- Données mensuelles	May-17	Apr-17	Mar-17	Feb-17
Consommation Ménages (% m/m, sa)	-	0.4	0.3	0.1
Ventes de détail (% m/m, sa)	-	0.4	0.1	-0.2
Revenus (% m/m, sa)	-	0.4	0.2	0.5
Taux d'épargne (%)	-	5.3	5.3	5.3
Taux de chômage (%)	4.3	4.4	4.5	4.7
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	138	174	50	232
Permis de construire (millions)	-	1.23	1.26	1.22
Mise en chantiers (millions)	-	1.17	1.20	1.29
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.57	0.64	0.61
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	195.4	193.5
Inflation (% m/m, sa)	-	0.2	-0.3	0.1
Production industrielle (% m/m, sa)	-	1.0	0.4	0.2
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-0.8	2.4	1.4
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	117.9	119.4	124.9	116.1
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	54.9	54.8	57.2	57.7
Indice directeurs d'achats Services (%)	56.9	57.5	55.2	57.6
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	0.3	0.3	0.5

Indices ISM : la progression globale de l'activité se maintient.

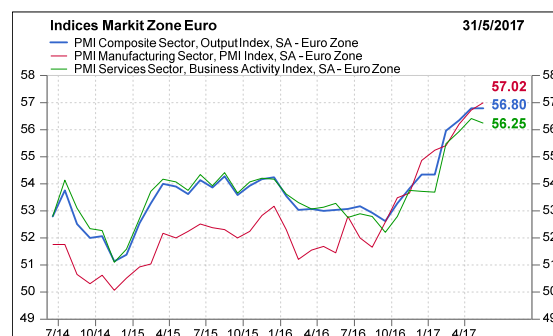


En Zone Euro, la 2^{ème} estimation de la croissance du 1^{er} trimestre est restée inchangée +1.9% en rythme annualisé mais celle de la France a été revue en hausse (+1.8% contre 1.2%). La reprise se poursuit.

Les ventes de détail ont peu progressé en avril. Le taux de chômage a reculé. La production industrielle a poursuivi son rebond en mars. Les indices de

confiance et de sentiment restent bien orientés. L'inflation globale reflue sur un an à +1.4% et à +1% hors énergie et alimentation. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de progression de l'activité s'est encore accru dans l'industrie, particulièrement en Allemagne et en Espagne. Il s'est maintenu dans les services, accélérant en France et décélérant en Italie et au Royaume-Uni.

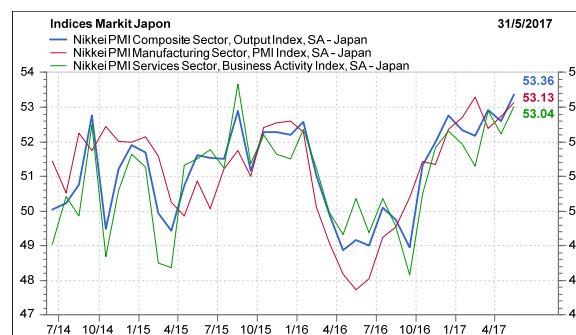
EUROZONE - Données mensuelles	May-17	Apr-17	Mar-17	Feb-17
Ventes de détail (% m/m, sa) ex autos	-	0.1	0.2	0.6
Taux de chômage (%)	-	9.3	9.4	9.4
Inflation (% a/a)	1.9	1.9	1.5	2.0
Production industrielle (% m/m)	-	-	1.9	1.4
Indice Confiance Consommateur (% bal)	-3	-4	-5	-6
Indice de Sentiment Economique	109.2	109.7	108.0	108.0
Indice IFO (2000=100)	114.6	113.0	112.2	111.1
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	20.6	19.5	12.8	10.4
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	57.0	56.7	56.2	55.4
Indice directeurs d'achats Services (%)	56.3	56.4	56.0	55.5



Au Japon, la croissance au 1^{er} trimestre a atteint +2.2% en rythme annualisé contre +1% attendu. Cette bonne surprise a permis de relever la prévision pour 2017 à 1.30%. Les données du mois d'avril se sont améliorées et l'expansion de l'activité domestique s'est accrue en mai.

JAPON - Données mensuelles	May-17	Apr-17	Mar-17	Feb-17
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	3.2	2.1	0.3
Taux de chômage (%)	-	2.8	2.8	2.8
Revenus (% m/m)	-	-2.9	0.4	-0.3
Inflation (% a/a)	-	0.4	0.2	0.2
Production industrielle (% m/m)	-	4.0	-1.9	3.2
Indice de Sentiment Economique	48.9	48.6	50.5	47.7
Indice de Confiance des Consommateurs	43.0	42.8	41.7	41.4
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	-	0.8	0.1
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	53.1	52.7	52.4	53.3
Indice directeurs d'achats Services(%)	53.0	52.2	52.9	51.3

Les statistiques économiques d'avril ont montré la poursuite d'un fort rebond des ventes de détail alors que les revenus ont baissé. Le taux de chômage est resté stable. La production industrielle a fortement rebondi. L'inflation a légèrement progressé. Les indices de confiance se redressent. Les indices des directeurs d'achat montrent une hausse du rythme d'expansion dans l'industrie et dans les services



Pour les pays émergents, les prévisions de croissance pour 2017 et 2018 restent stables à 4.6% et 4.9% respectivement. Si les BRIC ont tous été en croissance au 1^{er} trimestre, les tendances récentes semblent moins homogènes : amorce de reprise au Brésil et en Russie, stabilisation ou modération de l'expansion, à un niveau élevé, en Inde et en Chine.

Croissance économique (consensus Bloomberg) et révision mens.						
Var. sur 1 an	2016	Rév.	2017	Rév.	2018	Rév.
Brésil	-3.50%	-	0.60%	-0.10%	2.20%	-
Russie	-0.50%	-	1.20%	-	1.55%	-
Inde	7.50%	-	7.00%	-	7.35%	0.05%
Chine	6.70%	-	6.60%	0.10%	6.30%	0.10%

Le Brésil commence à sortir de récession. La croissance a atteint au 1^{er} trimestre un rythme annualisé de 4%. Mais les dernières statistiques sont encore mitigées: recul toujours marqué des ventes de détail sur un an en mars, légère baisse du chômage en avril et rechute de la production industrielle. Le recul de l'inflation s'est poursuivi et a permis une nouvelle baisse du taux directeur. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion de l'activité s'est accélérée dans l'industrie. En revanche, l'activité est revenue en contraction dans les services.

En Chine, la croissance semble se modérer. La hausse des ventes de détail et de la production industrielle ralentit. Le commerce extérieur a été moins dynamique pour les exportations et les importations. L'inflation s'est redressée. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité s'est légèrement contractée dans l'industrie mais son expansion s'est accélérée dans les services.

En Russie, la croissance au 1^{er} trimestre a atteint +0.5% sur 12 mois contre 0.3% au trimestre précédent. Les statistiques d'avril montrent une stabilité des ventes de détail et un nouveau rebond de la production industrielle. Le taux de chômage a encore baissé. L'inflation a encore reflué. Les récents indices des directeurs d'achat montrent une reprise de l'expansion dans l'industrie et, de manière plus modeste, dans les services.

BRIC- Données mensuelles		May-17	Apr-17	Mar-17	Feb-17
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	-4.0	-3.7
	Taux Chômage (%)	-	13.6	13.7	13.2
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	4.1	4.6	4.8
	Production Industrielle (%a/a)	-	-4.5	1.3	-0.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.0	50.1	49.6	46.9
	Indice directeurs d'achats Services(%)	49.2	50.3	47.7	46.4
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	0.0	-0.4	-2.6
	Taux Chômage (%)	-	5.3	5.4	5.6
	Inflation (% a/a)	4.1	4.1	4.3	4.6
	Production Industrielle (% a/a)	-	2.3	0.8	-2.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.4	50.8	52.4	52.5
	Indice directeurs d'achats Services(%)	56.3	56.1	56.6	55.5
Inde	Inflation (% a/a)	-	3.0	3.9	3.7
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	2.5	-1.2
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.6	52.5	52.5	50.7
	Indice directeurs d'achats Services(%)	52.2	50.2	51.5	50.3
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	10.7	10.9	10.7
	Inflation (% a/a)	-	1.2	0.9	0.8
	Production Industrielle (% a/a)	-	6.5	7.6	-
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.6	50.3	51.2	51.7
Indice directeurs d'achats Services(%)	52.8	51.5	52.2	52.6	

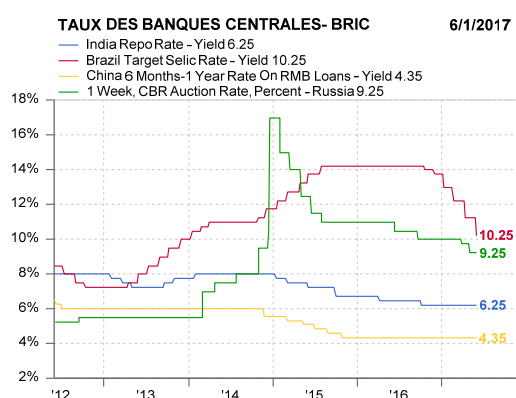
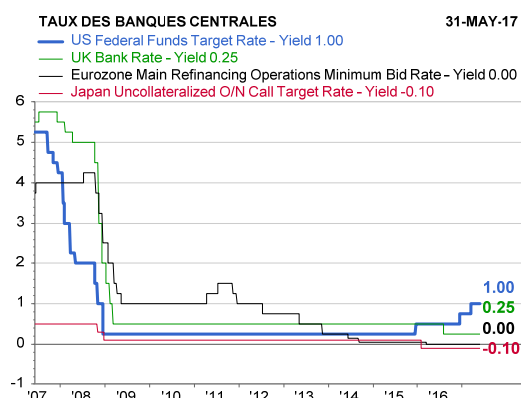
En Inde, la croissance s'est établie en baisse à 6.1% sur 12 mois au 1^{er} trimestre contre +7% au précédent. La production industrielle a rebondi en mars et l'inflation a reflué ce qui pourrait permettre une nouvelle baisse des taux. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion de l'activité s'est modérée dans l'industrie et s'est accrue dans les services.

Marchés de taux d'intérêt : évolutions positives en mai.

Le mois de juin sera important pour les banques centrales. Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale devrait relever ses taux de 0.25% le 14 juin prochain à moins que le reflux de l'inflation ou des créations d'emplois ne l'incite à repousser cette décision. Quant à la réduction de la taille de son bilan, les investisseurs ne s'en inquiètent pas, jugeant cette question

prématurée. En Europe, la BCE se réunit le 8 juin et elle ne devrait pas modifier sa position.

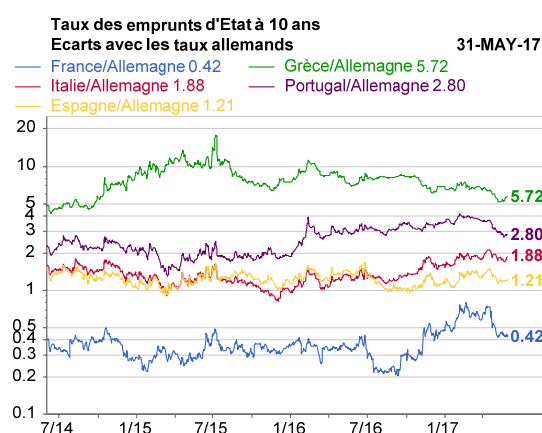
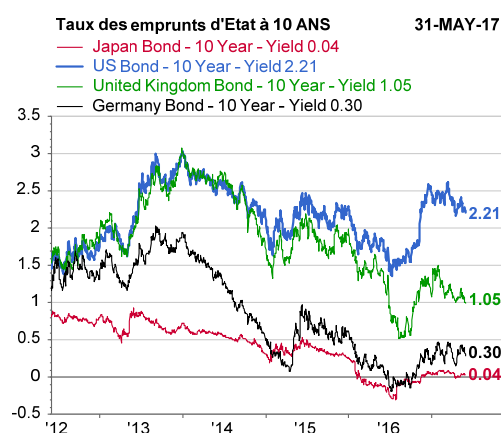
Au Brésil, une nouvelle baisse de 1% est intervenue en mai. En Inde, le repli de l'inflation pourrait permettre à la Bank of India de reprendre sa baisse des taux. En Chine, les conditions monétaires restent resserrées pour limiter la hausse du crédit.



Les marchés obligataires ont connu des évolutions positives, la baisse des signaux inflationnistes entraînant une baisse des taux longs. Les taux américains ont fini le mois en légère baisse de 0.08 point de base. Les taux européens ont suivi les mêmes trajectoires. Les spreads de taux de l'Europe périphérique et de la France se sont une nouvelle fois détendus avec la victoire d'Emmanuel Macron aux élections présidentielles. Mais plus récemment, la perspective d'élections législatives anticipées a pesé sur les taux italiens.

Les emprunts d'état européens ont regagné 0.5% en moyenne (de +0.1% à +0.8% selon la durée). Aux Etats-Unis, les emprunts d'Etat ont gagné 0.5% en dollar mais ils ont perdu 2.7% en euro.

Taux à 10 ans Données au 5/31/2017	Taux fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	2.21	-0.08	-0.06
Allemagne	0.30	-0.02	-
France	0.72	-0.11	-0.10
Espagne	1.52	-0.12	-0.10
Italie	2.18	-0.10	-0.08
Portugal	3.09	-0.36	-0.35
Grèce	6.02	-0.23	-0.22
Royaume-Uni	1.05	-0.04	-0.02
Japon	0.04	0.03	0.05
Suisse	-0.16	-0.04	-0.02



Le compartiment du crédit s'est également bien comporté. Aux Etats-Unis, les obligations privées Investment Grade ont gagné 1.5% en dollar et ont perdu 1.7% en euro, celles à haut rendement +0.6%

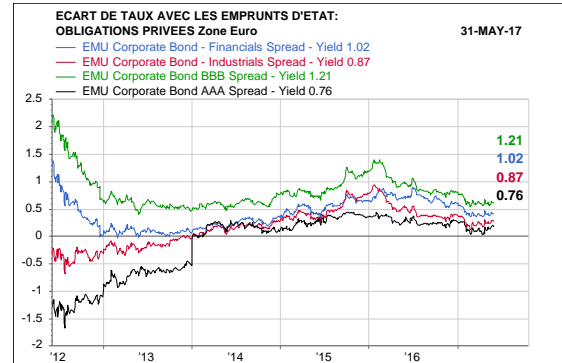
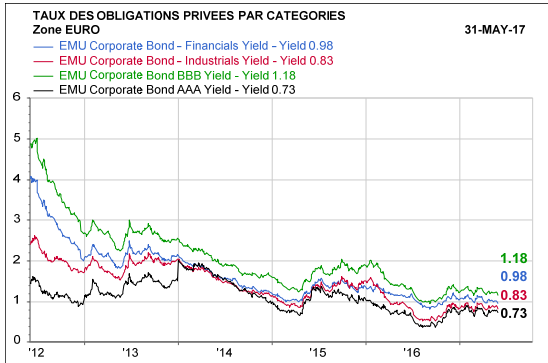
et -2.6% respectivement. En zone Euro, les obligations Investment Grade ont gagné 0.4% et celles à haut rendement 1%.

Les obligations des pays émergents, libellées en dollar, ont gagné 0.3% et ont perdu 2.8% en euro.

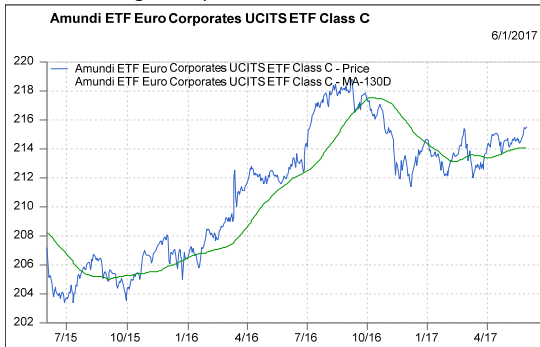
En Europe, les obligations « corporate » à haut rendement continuent à mieux se comporter que les obligations Investment Grade. Les placements en

obligations émergentes et en obligations américaines subissent l'impact de la faiblesse du dollar (-3%).

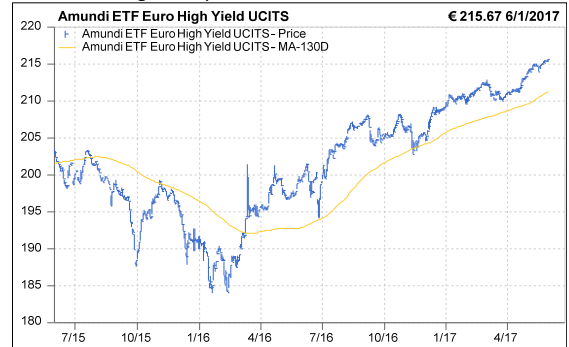
Obligations à haut rendement en zone Euro et obligations émergentes couvertes du risque de change restent les placements leaders cette année.



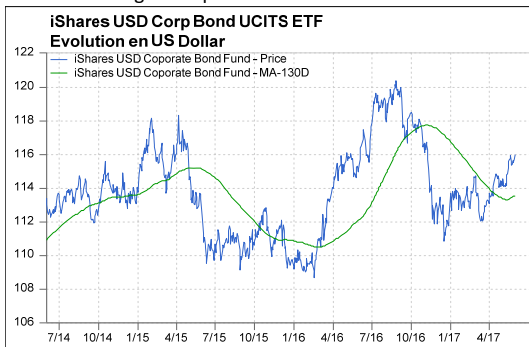
Cours des Obligations privées Zone Euro Investment Grade



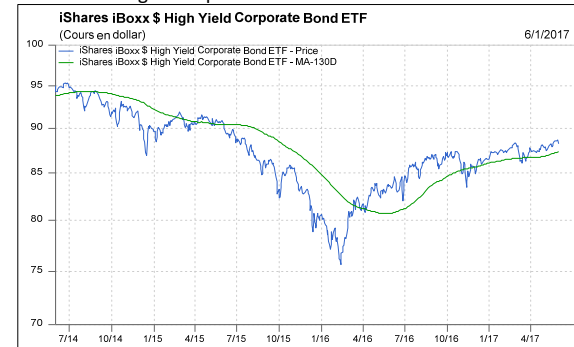
Cours des Obligations privées Zone Euro Haut Rendement



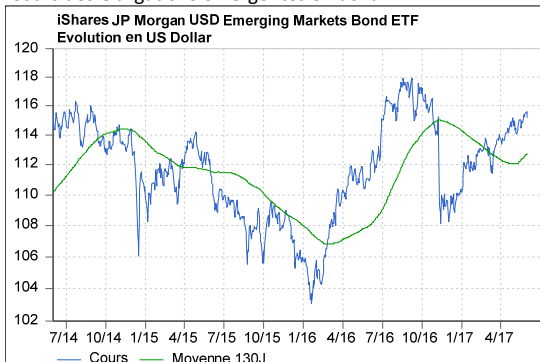
Cours des Obligations privées USA Investment Grade



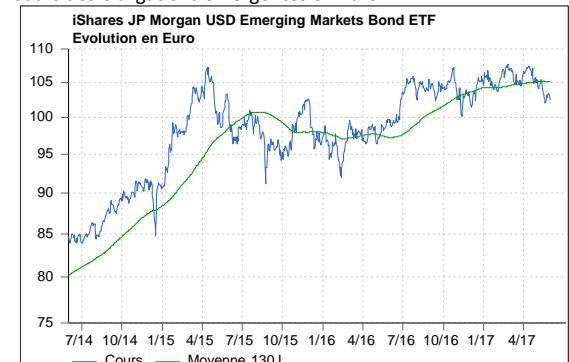
Cours des Obligations privées USA Haut Rendement



Cours des Obligations émergentes en dollar



Cours des Obligations émergentes en Euro

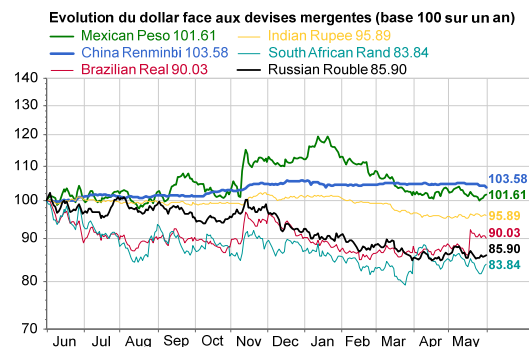
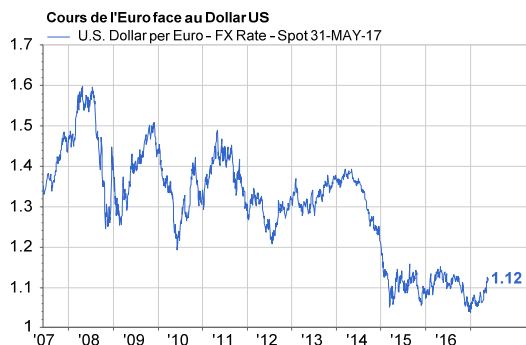


Marchés des changes et des Matières Premières : amplification de la hausse de l'euro.

Sur le marché des changes, l'euro s'est fortement apprécié face à toutes les devises. Le dollar s'est affaibli face à de nombreuses devises sauf face au Real brésilien et à la Roupie indienne.

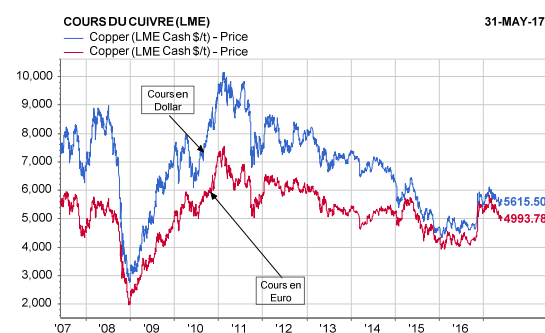
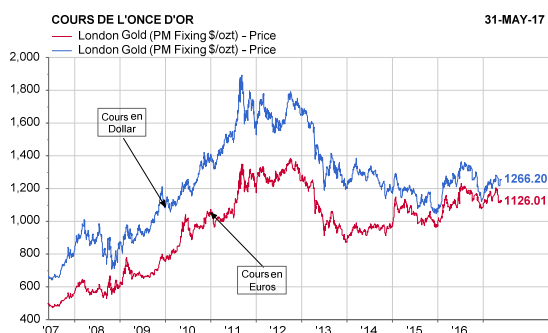
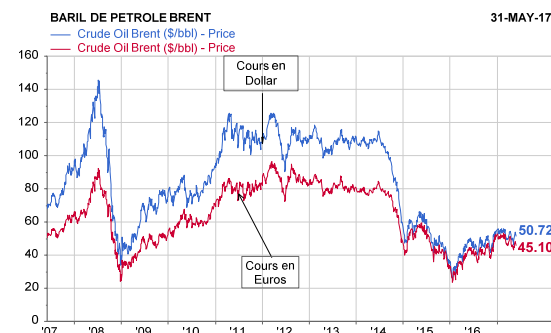
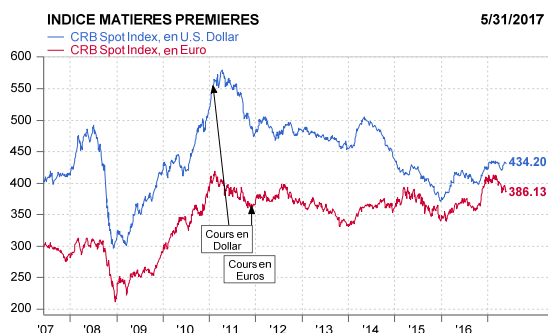
Le mouvement d'appréciation de l'euro a pris de la consistance et l'a amené à franchir le seuil de 1.1 en direction de 1.15. Cependant, ce niveau devrait constituer un point de résistance important et pourrait permettre de revenir vers des niveaux de 1.10 face au dollar.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/05/17	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.12	-3.2%	-4.9%	-6.2%
JPY - Japan Yen	124.35	-2.4%	-4.2%	-1.1%
CHF - Swiss Franc	1.09	-0.4%	-1.6%	-1.5%
GBP - Sterling.	0.87	-3.4%	-1.8%	-2.0%
BRL - Brazilian Real	3.65	-4.5%	-6.9%	-5.9%
RUB - Russian Rouble	63.83	-2.8%	-5.6%	0.9%
INR - Indian Rupee	72.55	-3.4%	-4.3%	-1.3%
CNY-Chine Renminbi	7.67	-2.1%	-3.9%	-4.4%



Les cours des matières premières ont évolué diversement. Les cours du pétrole brut ont d'abord baissé puis se sont redressés temporairement à l'annonce de la prolongation de 6 mois de l'accord de réduction des quotas de production de l'OPEP et de la Russie. Le cours de l'or a été stable, celui du cuivre a perdu 1.3%. Depuis le début de l'année 2016 et en dépit des hésitations actuelles, la tendance des cours du pétrole et des matières premières semble rester haussière.

Matières Premières - Variation des cours				
au 01/06/17	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Indice GS commo	-1.3%	-5.1%	-4.4%	-11.0%
Pétrole Brent: 50.72\$	2.5%	-7.7%	-0.7%	-13.4%
Produits Agricoles	-0.4%	2.4%	-3.6%	-4.0%
Once d'or: 1266.2\$	0.0%	10.5%	-3.2%	3.6%
Cuivre	-1.3%	2.1%	-4.4%	-4.3%



Résultats des entreprises, évolutions des secteurs européens.

Les publications des résultats du 1^{er} trimestre ont été de bonne qualité, un peu moins qu'à fin avril. Les résultats des sociétés du S&P500 ont progressé de 14% sur un an, dépassant les attentes de 6% pour 74 % d'entre elles, ce qui est supérieur à la moyenne historique. Les chiffres d'affaires sont également meilleurs qu'attendus avec 7.6% de hausse.

En Europe, sur 97% des sociétés du Stoxx600 ayant publié, les résultats ont progressé de 28% sur un an, dépassant les attentes de 5% pour 57 % d'entre elles. Les chiffres d'affaires s'inscrivent en hausse de 16%.

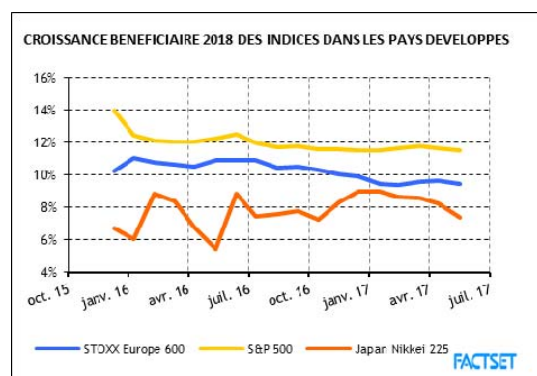
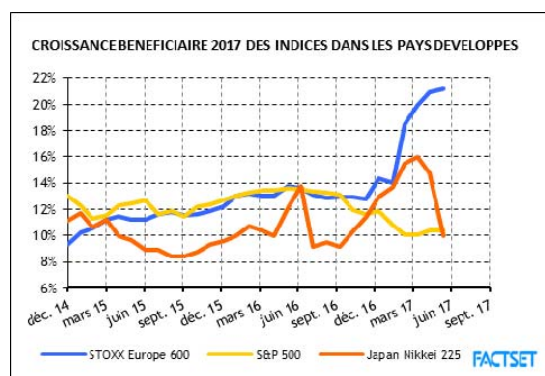
Les estimations de résultats 2017 des grands indices ont été révisées en hausse et celles de 2018 en baisse. La croissance bénéficiaire attendue sur 2017 s'est établie à +10.4% pour le S&P500 comme en avril.

Elle a été relevée à 21.2% contre +19.9% en avril pour le Stoxx600.

Pour 2018, la croissance bénéficiaire a été révisée en baisse aux Etats-Unis à +11.6% contre +11.7% en avril et en Europe à +9.5% contre +9.7%.

Au Japon, les perspectives de croissance bénéficiaire 2017 se replient (+10% contre +14.6%) de même pour 2018 (+7.4% contre +8.5%).

Consensus FactSet au 31/05/17	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations		Var. annuel. des résultats par action (médian)	
	2017(e)	2018(e)	2017(e)	2018(e)	2017(e)	2018(e)
Euro Stoxx 50	14.9%	9.7%	0.7%	0.3%	13.0%	8.7%
Stoxx 600 Europe	21.2%	9.5%	0.1%	-0.5%	9.7%	10.0%
CAC 40	9.6%	9.7%	0.6%	0.1%	7.0%	12.8%
S&P 500	10.4%	11.6%	0.0%	-0.1%	9.9%	10.7%
Nikkei 225	10.0%	7.4%	0.8%	-0.4%	16.2%	12.7%



Révisions bénéficiaires pendant les six derniers mois (moyenne 2017 et 2018)

Indice mise à jour le 31/05/17	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 30/04/17	Révision sur un mois au 31/03/17	Révision sur un mois au 28/02/17	Révision sur un mois au 31/01/17	Révision sur un mois au 31/12/16	Révision sur un mois au 30/11/16
STOXX Europe 600	-0.2%	0.8%	0.1%	0.6%	0.3%	0.4%	1.8%
Services financiers	7.1%	6.9%	3.2%	-6.5%	1.6%	5.0%	5.2%
Banques	1.5%	0.4%	-1.5%	2.1%	1.0%	0.7%	1.3%
Automobile	1.2%	2.7%	1.1%	0.9%	1.2%	0.2%	-0.4%
Télécommunications	1.1%	-1.3%	-0.7%	-1.3%	-2.3%	-1.1%	1.2%
Chimie	0.5%	1.4%	-0.8%	1.6%	-0.1%	0.4%	0.3%
Construction & matériaux	0.1%	0.2%	0.7%	1.5%	0.6%	0.5%	-0.2%
Technologie	-0.1%	-3.7%	0.4%	0.6%	-0.6%	0.1%	-0.9%
Biens et Serv. Industriels	-0.8%	1.4%	0.0%	0.6%	0.0%	0.1%	1.0%
Service Publics	-0.8%	1.2%	2.0%	-0.5%	0.0%	-3.3%	2.0%
Tourisme-Loisirs	-0.8%	2.3%	1.6%	0.7%	-1.2%	-1.3%	6.9%
Santé	-0.9%	-0.1%	-0.6%	-0.1%	-1.8%	0.0%	1.4%
Pétrole et Gaz	-1.0%	-0.3%	0.0%	-0.4%	1.0%	0.3%	4.2%
Assurance	-1.1%	0.8%	0.1%	0.6%	-0.4%	1.1%	1.7%
Produits de base	-1.2%	2.0%	4.9%	5.8%	5.9%	12.8%	14.2%
Alimentation/boissons	-1.3%	-0.3%	-2.5%	-1.0%	-0.8%	0.0%	1.3%
Distribution	-1.3%	0.7%	-0.9%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	1.3%
Biens de Conso.non cycl.	-1.3%	1.7%	0.6%	0.4%	1.6%	-0.5%	2.1%
Immobilier	-1.9%	0.4%	6.7%	0.0%	2.8%	-2.3%	-3.1%
Media	-2.2%	1.8%	-0.6%	0.3%	-0.7%	-0.3%	2.7%

Au niveau des secteurs du Stoxx 600 Europe, les estimations bénéficiaires ont été sensiblement revues en hausse pour les secteurs Services Financiers, Banques, et plus modestement, pour les secteurs Automobile, Télécommunications et Chimie. A

l'inverse, les estimations des secteurs Média, Immobilier, Biens de Consommation non cycliques, Distribution, Alimentation & Boissons, Produits de Base, Assurance et Pétrole & Gaz ont été révisées en baisse.

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/05/17	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2017	Variation Bén.Net par Act. 2018	PER 2017	Révision 1 mois (%) Bna 2017	Révision 1 mois (%) Bna 2018	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	0.7%	7.9%	21.2%	9.5%	16.2	0.1%	-0.5%			
Service Publics	7.0%	11.2%	-3.8%	5%	15.0	-0.8%	-0.9%	3.7%	=	= ↗
Télécommunications	6.0%	6.9%	12.2%	14%	18.7	2.0%	0.2%	4.0%	=	-
Alimentation/boissons	4.5%	10.1%	15.6%	10%	22.7	-1.4%	-1.2%	6.5%	=	=
Santé	2.8%	10.7%	5.6%	9%	18.3	-0.7%	-1.0%	12.2%	=	=
Technologie	2.7%	17.4%	11.8%	17%	23.0	0.0%	-0.2%	3.9%	+	+
Tourisme-Loisirs	2.7%	12.9%	9.6%	10%	15.5	-0.7%	-1.0%	1.6%	+	=
Biens de Conso.non cycl.	1.5%	16.4%	13.5%	10%	21.4	-1.5%	-1.1%	8.8%	+	=
Immobilier	1.5%	5.1%	4.0%	6%	21.1	-0.2%	-3.5%	1.8%	=	=
Media	1.3%	3.3%	12.2%	10%	17.6	-2.1%	-2.3%	2.4%	=	=
Distribution	1.2%	3.6%	9.8%	12%	20.8	-1.4%	-1.3%	2.7%	= ↗	-
Pétrole et Gaz	-0.2%	-6.0%	85.7%	17%	15.6	0.2%	-2.3%	5.9%	=	+
Services financiers	-0.2%	15.3%	1.3%	10%	17.5	6.2%	8.1%	1.7%	+	+
Biens et Serv. Industriels	-0.5%	11.6%	12.5%	12%	18.8	-0.9%	-0.6%	11.5%	+	+
Construction & matériaux	-0.5%	10.6%	14.1%	12%	18.6	-0.1%	0.2%	3.0%	+	+
Assurance	-1.1%	2.1%	1.6%	6%	11.4	-1.0%	-1.2%	6.1%	+	=
Chimie	-1.2%	7.2%	9.4%	8%	17.5	0.5%	0.4%	5.1%	+	+
Banques	-1.8%	6.0%	70.4%	11%	12.5	2.4%	0.6%	12.7%	+	+
Produits de base	-4.8%	-2.0%	86.0%	-9%	11.3	0.4%	-2.7%	3.0%	=	=
Automobile	-5.1%	1.2%	23.1%	7%	8.1	1.3%	1.1%	3.1%	=	= ↘

Les performances des secteurs révèlent plusieurs tendances. Ainsi la hausse de l'euro et la baisse des taux longs ont sans doute favorisé des secteurs domestiques comme les Services Publics et les Télécommunications. La valorisation des secteurs Alimentations, Santé, Technologie, Biens de Consommation profitent aussi de la baisse des taux. A l'inverse, le secteur financier a souffert de la baisse des taux longs et surtout de l'aplatissement de la courbe des taux. Les secteurs Pétrole et Produits de Base ont évidemment pâti de la baisse des cours des matières premières. Enfin la crainte de l'imminence d'un haut de cycle pénalise le secteur automobile.

Visiblement, le thème reflationniste n'est plus en vogue. Est-ce temporaire ou définitif? La réponse nous sera donnée par les évolutions de l'inflation et des taux longs dans les prochains mois...

Heureusement, les tendances sectorielles restent favorables, la plupart des secteurs évoluant en tendance haussière.

Seul le secteur Produits de Base est en tendance baissière. Le Pétrole & Gaz reste en tendance neutre. La tendance de l'Automobile s'est dégradée à neutre, celle de la Distribution est redevenue haussière.

Les tendances relatives ont évolué comme suit. La tendance relative des secteurs Distribution et Télécommunications s'est redressée à neutre. Celle du secteur Chimie s'est infléchi de positive à neutre.

Les secteurs Automobile et Assurance sont passés d'une tendance relative neutre à négative.

Secteurs en tendance haussière	Secteurs en tendance neutre	Secteurs en tendance baissière
Biens et Serv. Industriels Chimie, Télécommunications Santé, Alimentation/boissons Services financiers, Banques Technologie, Automobile Construction & matériaux Biens de Conso.non cycl. Assurance, Distribution ↗ Tourisme-Loisirs, Media Immobilier, Service Publics	Pétrole et Gaz Automobile ↘	Produits de base

Secteurs en tendance relative positive	Secteurs en tendance relative neutre	Secteurs en tendance relative négative
Biens et Serv. Industriels Construction & matériaux Technologie Biens de Conso.non cycl. Tourisme-Loisirs Services financiers	Alimentation/boissons Media Banques Services Publics Immobilier Santé Distribution ↗ Télécommunications ↗ Chimie ↘	Pétrole & Gaz Produits de base Automobile ↘ Assurance ↘

Evolution des marchés actions et des valorisations : le rebond de l'Europe s'intensifie

Avec la baisse du dollar, presque tous les indices MSCI affichent des performances négatives en euro sur le mois. Seuls les indices MSCI Europe et China sont positifs.

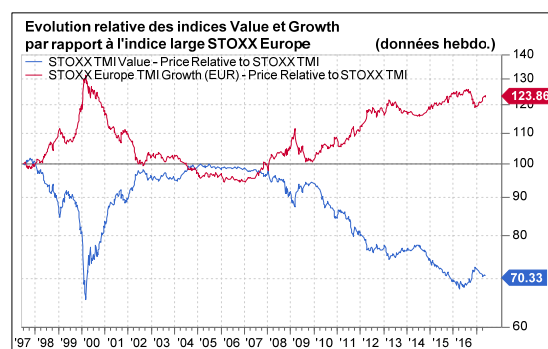
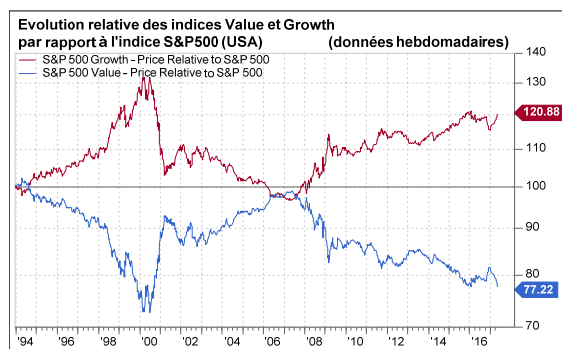
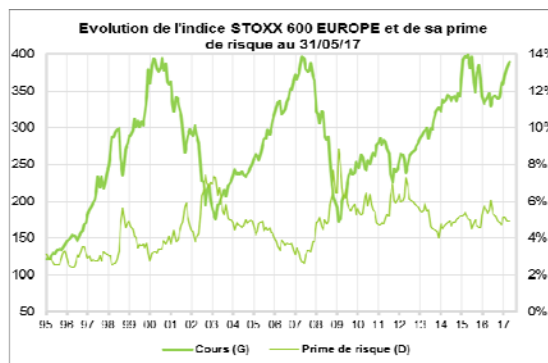
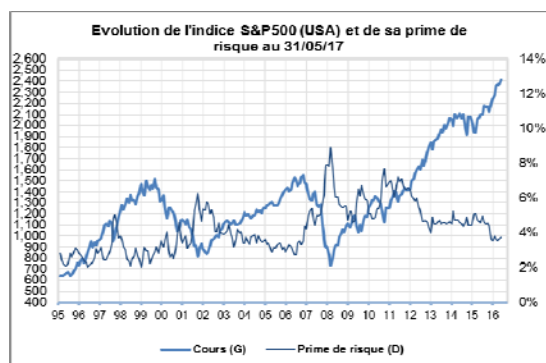
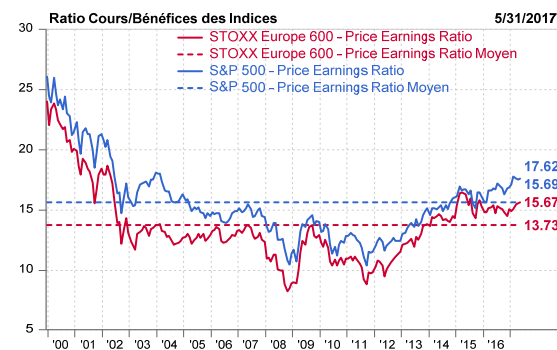
La Bourse brésilienne et le Real ont payé un lourd tribut au scandale qui touche maintenant le Président brésilien dans l'affaire de corruption qui secoue le pays depuis plus d'un an. La Bourse russe a souffert de la baisse des matières premières.

Mais la plupart des indices mondiaux ont progressé en devises locales : S&P500 +1.2%, Nikkei +2.4%, Inde +4.1%, Stoxx 600 Europe +0.7%, CAC40 +0.3%, Italie +0.6%, etc... Ils ont été encore portés par la bonne orientation de Wall Street, des flux d'achats en Europe et par l'environnement économique et financier toujours favorable.

Sur le mois, la valorisation des marchés actions s'est stabilisée aux Etats-Unis, avec un PER en hausse de 0.2% seulement à 17.6, alors que les estimations de bénéfice par action à 12 mois progressaient de 1%. En Europe, la valorisation a augmenté avec une hausse du PER de 0.8% (de 15.5 à 15.6) quand les bénéfices estimés restaient inchangés. Les niveaux des PER européens restent toujours en deçà de leurs niveaux historiques récents. La décote pourrait continuer à se résorber, d'autant que le cycle économique et celui de la rentabilité des entreprises sont très en retard en Europe par rapport à celui des Etats-Unis. La prime de risque des actions par rapport aux obligations est restée assez stable, encore

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 31/05/17	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
MSCI The World Index	-1.4%	-1.9%	2.4%
MSCI USA	-2.1%	-2.9%	1.2%
MSCI Europe	0.8%	2.1%	7.4%
MSCI Japan	-0.3%	-1.1%	1.2%
MSCI EM (Emerging Markets)	-0.5%	-0.2%	9.4%
MSCI Asia Pacific ex Japan	-0.9%	-1.2%	9.4%
MSCI EM Latin America	-5.7%	-7.8%	1.5%
MSCI EM Eastern Europe	-6.7%	-6.0%	-7.2%
MSCI Brazil	-8.2%	-10.2%	-2.8%
MSCI Russia	-9.4%	-11.2%	-16.5%
MSCI India	-1.5%	-1.5%	13.4%
MSCI China	1.8%	2.6%	14.3%

confortable pour permettre d'absorber une hausse graduelle des taux à long terme.



Stratégie d'investissement: regain d'intérêt pour les actions de la zone euro

A l'approche du milieu de l'année, les marchés actions affichent des performances proches de 10% ou les dépassant (France, Espagne, Pays Bas...). En parallèle, malgré deux mois de rebond, les performances des produits de taux sont assez décevantes.

Cette embellie des Bourses est-elle durable?

L'environnement économique reste positif. Les marchés ne s'inquiètent pas des hausses de taux de la FED et l'inflation très modérée maintient les taux d'intérêt à long terme à des niveaux très favorables pour la valorisation des actions. Les risques politiques semblent avoir peu de prise sur les Bourses.

La volatilité des marchés financiers est très faible. Les actions américaines, déjà chères, continuent à s'apprécier même si la hausse des indices repose sur les très grosses valeurs. Certains indicateurs techniques commencent à délivrer des messages de prudence. Nous assistons donc à une poussée d'optimisme sur les marchés américains qui permet aux autres marchés de poursuivre leur rattrapage.

Ce rebond est justifié par le retard du cycle économique européen par exemple ou par le rebond de l'activité dans les pays émergents. En outre, les entreprises des pays européens ont un potentiel de hausse important de leurs résultats à moyen terme alors que les marges et les résultats des entreprises américaines sont au plus haut historique. Enfin, la perception d'une réduction du risque politique en Europe est un facteur d'attrait important.

Les catalyseurs potentiels de l'arrêt de ce marché haussier sont bien connus mais ces conditions ne sont pas encore réunies. Restent les risques géopolitiques (Corée, Iran, Russie, attentats...) déjà présents, dont les marchés s'émeuvent peu.

Si la tendance haussière se maintient, elle peut néanmoins être interrompue brièvement à chaque déception économique ou politique (enlèvement législatif aux Etats-Unis ou nouvelle menace de destitution du Président Trump). **Mais les corrections des Bourses sont très brèves et peu appuyées.**

Nous avons maintenu nos prévisions pour les principaux indices boursiers, celle sur le Nikkei a été revue en hausse. Le potentiel d'appréciation des indices actions à fin décembre est d'environ 4% et plus proche de 8 à 10% à horizon d'un an.

Nous surpondérons modérément les actions à court terme. Nous augmentons légèrement notre surpondération à court terme sur les actions européennes et plus spécialement en zone euro. Nous surpondérons également les actions asiatiques. Nous conservons une légère sous pondération sur les actions américaines à court terme. A moyen terme, nous surpondérons les Bourses américaine et européenne.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices	Au 31/05/17	Prévision 30/06/2017	Prévision 30/12/2017
CAC40	5283.63	5300 →	5500 →
Eurostoxx 50	3554.59	3600 →	3750 →
S&P 500	2411.80	2400 →	2500 →
Nikkei	19650.57	20000 ↗	20500 ↗
Taux d'Intérêt	Au 31/05/17	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	0.30	0.40 (e)	0.50 (e)
Taux 10 ans \$	2.21	2.40 (e)	2.5 (e)
Taux 10 ans Yen	0.04	0.05 (e)	0.10 (e)
Taux BCE	0.00	0.00 (e)	0.00 (e)
Taux FED	1.00	1.25 (e)	1.50 (e)
Taux BOJ	-0.10	-0.10 (e)	-0.10 (e)
Monnaies	Au 31/05/17	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.12	1.14 (e)	1.10 (e)
Dollar/yen	110.58	113 (e)	115 (e)

Le thème reflationniste n'est plus en vogue. Est-ce temporaire ou définitif ? Nous gardons cependant un biais value par une surpondération des financières dont les valorisations nous semblent attractives. **Nous avons peu modifié nos préférences sectorielles à court terme** où nous avons relevé à Neutre le secteur Distribution. A moyen terme, nous avons relevé les Services Financiers à Surpondérer et les Services Publics à Neutre alors que nous avons abaissé à Neutre le secteur Automobile.






























Opinions et changements d'opinion sectorielles		
Secteurs	court terme	moyen terme
Banques	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Chimie	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Construction & matériaux	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Services financiers	Surpondérer (+)	Surpondérer (+) ↗
Biens et Serv. Industriels	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Technologie	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Assurance	Surpondérer (+)	Neutre (=)
Biens de Conso.non cycl.	Surpondérer (+)	Neutre (=)
Tourisme-Loisirs	Surpondérer (+)	Neutre (=)
Pétrole et Gaz	Neutre (=)	Surpondérer (+)
Automobile	Neutre (=)	Neutre (=) ↘
Produits de base	Neutre (=)	Neutre (=)
Alimentation/boissons	Neutre (=)	Neutre (=)
Santé	Neutre (=)	Neutre (=)
Media	Neutre (=)	Neutre (=)
Immobilier	Neutre (=)	Neutre (=)
Service Publics	Neutre (=)	Neutre (=) ↗
Distribution	Neutre (=)	↗ Sous-pondérer (-)
Télécommunications	Neutre (=)	Sous-pondérer (-)

Nous maintenons une position Neutre sur le dollar mais les marges de fluctuation de l'euro se sont élargies entre 1.05 et 1.15 face au dollar.

La perte du momentum haussier du dollar affecte les performances des investissements en produits de taux US et émergents. Nous ne gardons une opinion positive à court terme que sur les obligations à haut rendement ou convertibles de la zone Euro. **En conséquence, nous adoptons une position Sous pondérer sur les produits de taux à court terme comme à moyen terme.**

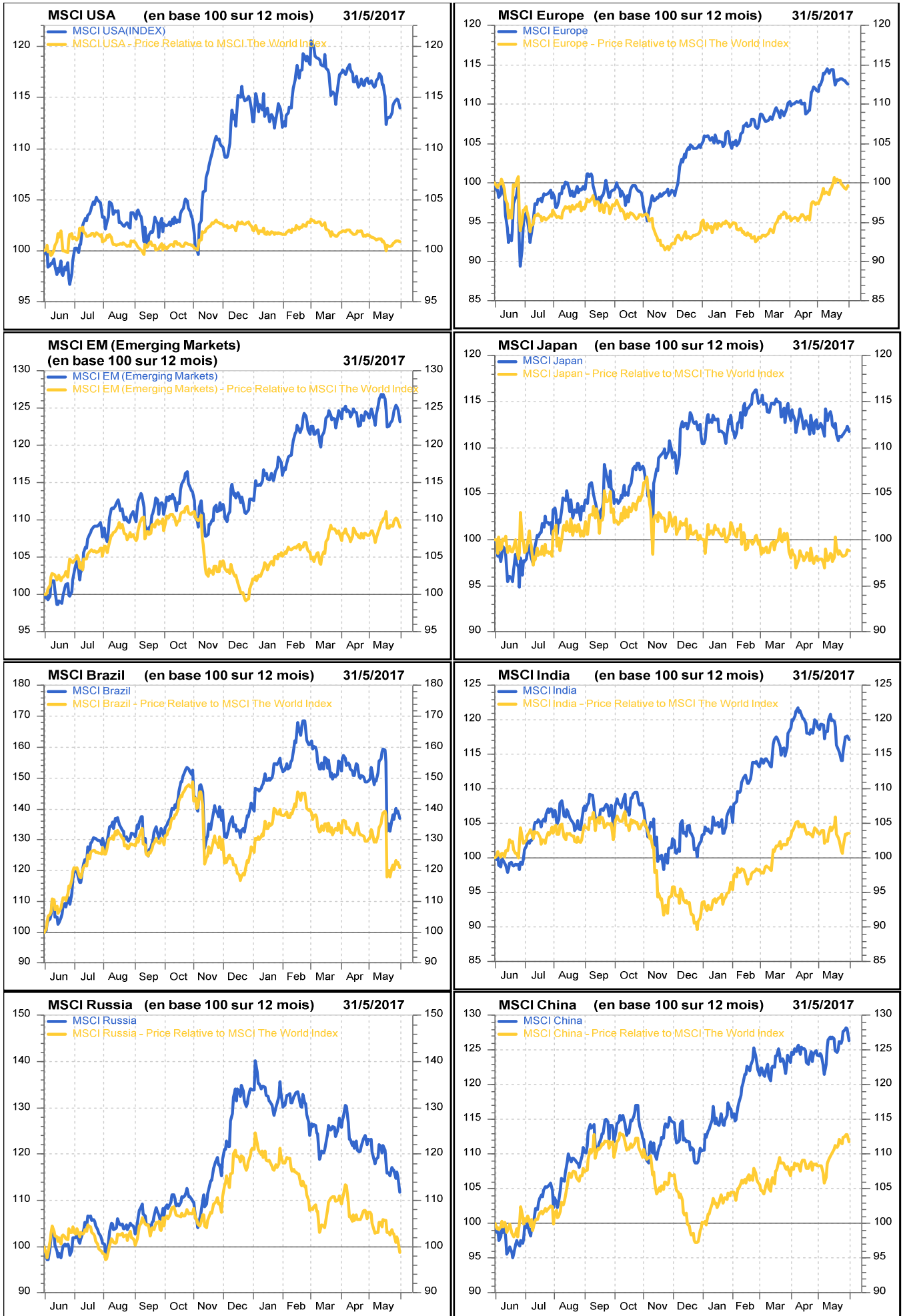
VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 31/05/17

Indices		Dernier	Perf.	Perf.	Perf.	PER	PER	BNA	BNA	Rendt
		Cours (Dev Locale)	depuis début mois	depuis début trim.	depuis le 1er janvier	2017 médian	2018 médian	Var 2017	Var 2018	Net 2017
DJ Stoxx 600		389.99	0.75%	2.32%	7.90%	16.2 x	14.8 x	21.2%	9.5%	3.3%
DJ Stoxx 50		3219.26	1.15%	1.85%	6.93%	16.0 x	14.8 x	14.2%	8.1%	3.8%
DJ Euro Stoxx 50		3554.59	-0.14%	1.53%	8.03%	15.6 x	14.2 x	14.9%	9.7%	3.3%
DJ Stoxx Large 200		393.57	0.77%	1.87%	6.99%	16.0 x	14.6 x	22.5%	9.1%	3.4%
DJ Stoxx Mid 200		465.53	1.01%	3.98%	11.03%	16.5 x	15.0 x	14.7%	10.2%	2.9%
DJ Stoxx Small 200		288.05	0.00%	3.98%	11.95%	18.3 x	16.4 x	23.8%	11.6%	2.7%
Dow Jones (US)		21008.65	0.33%	1.67%	6.31%	17.3 x	15.7 x	11.0%	9.8%	2.5%
S&P 500 (US)		2411.80	1.16%	2.08%	7.73%	18.4 x	16.5 x	10.4%	11.6%	2.0%
NASDAQ Composite (US)		6198.52	2.50%	4.85%	15.15%	24.1 x	20.5 x	13.8%	17.1%	1.2%
Russell 2000 (US)		1370.21	-2.16%	-1.13%	0.96%					
Nikkei 225 (JP)		19650.57	2.36%	3.92%	2.81%	17.3 x	16.1 x	10.0%	7.4%	1.8%
TOPIX 500 (JP)		14.18	3.21%	4.48%	8.93%					
CAC 40		5283.63	0.31%	3.15%	8.67%	15.5 x	14.1 x	9.6%	9.7%	3.2%
SBF 120		4213.76	0.84%	3.75%	9.86%	16.6 x	14.9 x	9.1%	11.0%	2.9%
SBF 250		4145.34	0.94%	3.84%	9.98%	16.9 x	15.1 x	9.8%	11.5%	2.9%
CAC Mid 60		13965.17	3.86%	8.27%	17.10%	20.7 x	17.6 x	20.8%	17.4%	2.3%
CAC Small		12909.72	7.08%	8.98%	16.62%	35.7 x	24.8 x	117.6%	47.5%	1.3%
DAX Price Return (DE)		5990.58	-0.23%	0.62%	7.20%	13.9 x	12.9 x	13.7%	7.6%	2.8%
SMI (CH)		9016.64	2.31%	4.13%	9.69%	18.1 x	16.3 x	11.7%	10.8%	3.4%
Ibex 35 (ES)		10880.00	1.53%	3.99%	16.34%	15.2 x	13.7 x	37.2%	11.0%	3.5%
FTSE MIB		23312.78	3.88%	6.36%	14.91%	15.5 x	13.1 x	464.4%	17.8%	3.4%
FTSE 100 (GB)		7519.95	4.39%	2.69%	5.28%	15.2 x	14.1 x	23.2%	7.4%	4.0%
CECE Index (EUR.EST)		1743.26	-0.71%	6.95%	17.56%	11.9 x	11.6 x	34.4%	2.7%	3.1%
RTS Interfax (Russie)		1053.30	-5.49%	-5.43%	-8.59%	6.3 x	5.7 x	11.6%	11.2%	5.6%
SSE Composite Index - Price		3117.18	-1.19%	-3.27%	0.44%	19.2 x	16.1 x	27.9%	18.1%	1.6%
Sensex 30 (IN)		31145.80	4.10%	5.15%	16.97%	20.4 x	17.2 x	10.6%	18.6%	1.5%
Bovespa (BR)		62711.47	-4.12%	-3.50%	4.12%	11.8 x	10.8 x	73.1%	9.3%	3.4%
Merval Bench (AR)		22348.61	6.32%	10.28%	32.10%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		48788.44	-0.96%	0.51%	6.89%	18.3 x	16.1 x	29.8%	14.0%	2.3%

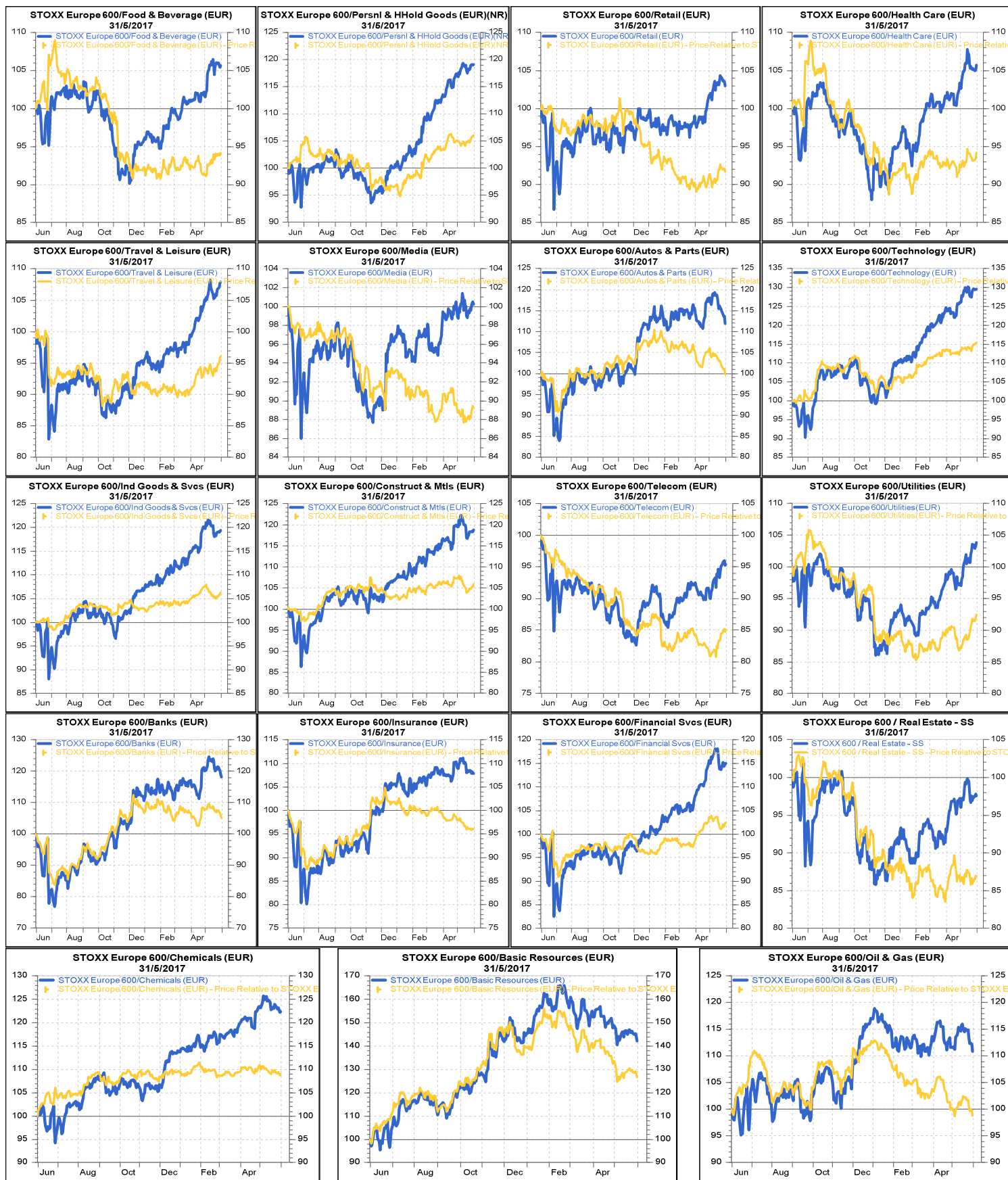
Source Factset

EVOLUTION DES INDICES ACTIONS MSCI EN ABSOLU, ET EN RELATIF PAR RAPPORT A L'INDICE MONDE



Source FactSet

EVOLUTION DES INDICES SECTORIELS DE L'INDICE STOXX600 SUR UN AN GLISSANT
(en absolu et en relatif par rapport au Stoxx600)



Source FactSet