



Stratégie d'Investissement – Février 2018

Brusque retour de la volatilité sur les marchés. Restons calmes !

Le mois de janvier a été à la hauteur des attentes mais il s'est terminé sur une note plus mitigée. La remontée des taux longs a fini par provoquer une forte correction. Mais celle-ci ne constitue pas la fin du cycle de hausse des actions aux Etats-Unis ou en Europe. Pour que la baisse s'amplifie, il faudrait que l'environnement change radicalement et rapidement, ce qui ne nous semble pas être le cas. Dans ce contexte, il faut se garder de prendre des décisions hâtives ou de vendre trop tard. Il vaut mieux garder une position assez équilibrée sans prise de risque excessive. La correction peut également être mise à profit pour initier de nouvelles positions en actions dans des portefeuilles insuffisamment investis.

Le mois de janvier a été à la hauteur des attentes mais il s'est terminé sur une note plus mitigée.

L'accumulation de bonnes nouvelles sur la croissance mondiale et l'adoption de la réforme fiscale aux Etats-Unis ont constitué deux motivations puissantes pour acheter des actions. De fait, en devises locales, la hausse des indices a été très forte dans de nombreux pays, les Etats-Unis en tête. Parallèlement, cet environnement a poussé les taux d'intérêt à la hausse, sans émouvoir les investisseurs dans un premier temps.

Par ailleurs, le dollar et l'euro ont connu de fortes fluctuations. L'appréciation de l'euro, qui semble justifiée à moyen terme, a été rapide. La BCE l'a bien signalé mais sans arriver à stopper la tendance. Parallèlement, la nouvelle baisse du dollar a suscité de nombreuses interrogations car la forte croissance économique et le relèvement progressif des taux de la FED devraient plutôt favoriser le dollar. Il est vrai que les déclarations ambiguës des représentants américains au forum de Davos et les craintes d'un retour du protectionnisme ont pesé sur la devise. Ces mouvements sur la parité Euro/dollar ont plutôt aidé les actions américaines et pénalisés les actions européennes au cours du mois.

Vers la fin du mois de janvier, une certaine euphorie gagnait les places boursières américaines à la suite des bons résultats publiés par les sociétés, alors que la hausse des taux longs s'amplifiait parallèlement.

La publication des données sur le marché du travail américain, avec des créations d'emplois fortes et inattendues et une hausse **des salaires horaires de 2.9% sur un an, a constitué le catalyseur de la correction actuelle.** Après avoir ignoré en partie l'intention de la FED de relever 3 fois ses taux en 2018, les investisseurs se sont mis à craindre une remontée plus forte de ceux-ci. Les taux américains à 10 ans se sont rapprochés de 3% (niveau jamais

atteint depuis 2013) ce qui a renforcé les craintes des investisseurs boursiers.

Cette correction, qui menaçait, marque-t-elle la fin de la hausse des actions aux Etats-Unis et par voie de conséquence en Europe ? Ses catalyseurs et son ampleur pourraient le faire croire. Pourtant, nous n'en sommes pas convaincus pour plusieurs raisons.

Comme souvent, l'ampleur de la correction est proportionnée à la durée et à l'importance de la hausse qui l'a précédée. Une baisse si rapide est généralement le signe de ventes automatiques d'investisseurs de court terme (comme des fonds alternatifs) ou d'investisseurs particuliers désorientés (à l'image de la baisse du bitcoin). Cela ne signifie pas forcément le début d'un marché baissier.

Pour que la baisse s'amplifie, il faudrait que l'environnement d'inflation ou de croissance change radicalement et rapidement, ce qui ne nous semble pas être le cas.

Résumons les arguments défavorables: de fortes créations d'emplois et un faible taux de chômage sont le signe d'une économie forte et mature. L'accélération de la hausse du salaire horaire traduit la pénurie de main d'œuvre et les pressions salariales. Ceci se traduirait en inflation plus forte et amènerait la FED à durcir sa position (4 hausses des taux et non 3). La poursuite de cet enchaînement pourrait créer la spirale inflationniste qui met fin aux phases de croissance...**Rien n'est moins sûr.**

En effet, les données sur la hausse du salaire horaire sont très fluctuantes et sujettes à révision. Celles de janvier ont été impactées par des hausses du salaire minimum, par des effets climatiques et elles n'ont concerné que peu de secteurs. De plus, depuis 2016, la hausse du salaire horaire a oscillé entre 2.3% et 2.9%, sans marquer d'accélération en tendance. Cela n'a pas entraîné de résurgence de l'inflation qui est restée aux alentours de 2%.

Il faut donc se garder d'extrapoler ces données et d'en déduire prématurément une forte accélération de l'inflation. Nous préférons garder le scénario plus probable de remontée très progressive de ces variables économiques.

Aujourd'hui, l'écart entre les taux américains à 2 ans et à 10 ans est remonté à 0.7% et il devrait rester positif même si la FED réalise ses 3 hausses de taux. Il faudrait que cet écart soit négatif pour anticiper une récession à 10/12 mois. Nous en sommes loin.

De plus, le risque de récession et de fin de cycle boursier n'augmentera pas sérieusement tant que les taux de la FED diminués de l'inflation n'atteindront pas 1%. Ils sont aujourd'hui à -0.25% et pourraient passer à +0.50% fin 2018, ce qui laisse encore de la marge.

Enfin, si la valorisation des marchés actions est élevée dans de nombreux pays, **une hausse raisonnable des taux longs ne remettrait pas en cause les tendances de moyen terme tant qu'il y a de la croissance économique et des bénéfiques en progression.** Le comportement des marchés au mois de janvier l'a bien illustré.

En résumé, l'activité mondiale ne nous semble pas menacée par un ralentissement dans un avenir proche. Un contexte de croissance soutenue et de remontée très progressive des taux devrait nous permettre d'éviter une forte crise boursière.

La correction actuelle nous semble être une alerte dans un cycle toujours haussier. Il y en aura certainement d'autres à l'avenir, ce qui se traduira par une remontée tendancielle de la volatilité.

Dans ce contexte, il faut se garder d'agir trop vite ou de vendre trop tard. Il vaut mieux garder une position assez équilibrée et ne pas prendre de risque supplémentaire tant que la situation des marchés ne s'est pas stabilisée.

En revanche, cette correction peut être mise à profit pour initier de nouvelles positions en actions dans des portefeuilles insuffisamment investis.

Nous avons relevé nos prévisions à fin décembre pour les indices américain S&P500 et japonais Nikkei.

Nous avons maintenu un objectif assez bas pour le S&P500 à fin juin pour prendre en compte le risque de correction au 1^{er} semestre après une hausse très rapide en janvier. **Sur l'année 2018, le potentiel d'appréciation des indices est d'environ 10%.**

Nous avons adopté, à la fin du mois, une recommandation Neutre sur les actions à court terme, avec une petite préférence pour les actions asiatiques. Nous conservons une opinion Surpondérer à moyen terme en privilégiant les actions américaines, européennes, japonaises et asiatiques à moyen terme. Nous relevons notre opinion à court terme sur les secteurs Industrie, Produits de Base, Banques et Services financiers, qui devraient être favorisés par la hausse des taux. Nous abaissons à Sous-pondérer le secteur Alimentation/Boissons. A moyen terme, nous réduisons à Sous-pondérer le secteur Services Publics.

Nous conservons une position Sous pondérer sur les produits obligataires à court terme comme à moyen terme, même si, après une hausse des taux si forte, un repli temporaire pourrait intervenir. **Nous réduisons notre opinion à court terme sur les obligations privées à haut rendement de la zone Euro à Neutre** et conservons une opinion Neutre sur les obligations convertibles de cette même zone.

Nous maintenons une position Neutre sur l'euro/dollar à court terme et une position surpondérer à moyen terme.

Dans notre allocation équilibrée, nous avons encore allégé le poids des actions en fin de mois, en le réduisant de 50.8% à 49.8%. Les actions européennes ont été réduites au profit des actions américaines et japonaises couvertes du risque de change.

Dans la partie défensive, l'essentiel de nos investissements repose sur des fonds de multi stratégie obligataire, associant dettes privées et souveraines et capables de profiter de la hausse comme de la baisse des taux longs. **Nous avons augmenté le poids des produits Inflation/Indexés et des obligations émergentes.** Nous avons allégé les Obligations privées américaines et les liquidités.

Achévé de rédiger le 8 février 2018.

Vincent GUENZI
Directeur de la Stratégie d'Investissement

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: croissance soutenue dans les pays développés, en reprise pour les émergents

Le FMI a relevé les perspectives d'activité des pays développés. La croissance s'accélère et bénéficiera de la réforme fiscale américaine. Ses prévisions pour la croissance mondiale dépassent celles du consensus (+3.9% pour 2018 et 2019). Dans les pays émergents, les perspectives de croissance sont globalement stables, le rythme d'activité ré accélère.

Croissance économique (consensus Bloomberg)- prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2017	Rév.	2018	Rév.	2019	Rév.
Etats-Unis	2.3%	-	2.6%	0.1%	2.2%	0.1%
Zone Euro	2.4%	0.1%	2.2%	0.1%	1.8%	-
Japon	1.7%	-	1.3%	-	1.0%	-
Emergents	4.56%	-	4.95%	-	5.06%	0.1%
Monde	3.6%	-	3.7%	-	3.6%	-

Etats-Unis : l'investissement compense le tassement de la consommation.

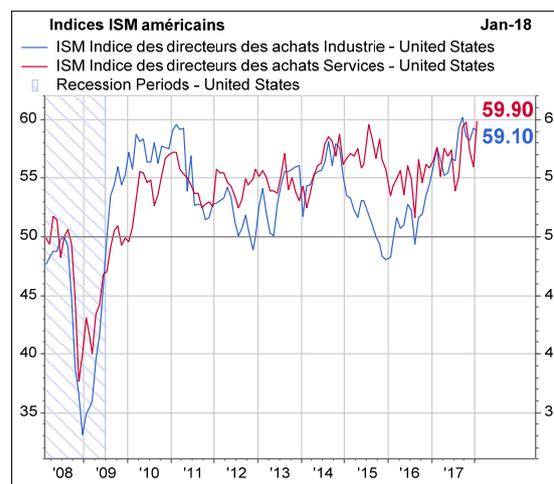
La croissance américaine au 4^{ème} trimestre a été estimée à 2.6% en rythme annualisé contre +3.2% au 3^{ème} trimestre, une baisse due à des facteurs exceptionnels. Le rythme d'expansion de l'activité s'est redressé sensiblement en janvier.

Décembre a été marqué par un tassement de la hausse de la consommation des ménages et une baisse du taux d'épargne malgré des revenus en hausse. L'activité du secteur immobilier s'est affaiblie.

USA- Données mensuelles	Jan-18	Dec-17	Nov-17	Oct-17
Consommation Ménages (% m/m, sa)	-	0.4	0.8	0.3
Ventes de détail (% m/m, sa)	-	0.3	0.9	0.7
Revenus (% m/m, sa)	-	0.4	0.3	0.4
Taux d'épargne (%)	-	2.4	2.5	3.0
Taux de chômage (%)	4.1	4.1	4.1	4.1
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	200	160	216	271
Permis de construire (millions)	-	1.30	1.30	1.32
Mise en chantiers (millions)	-	1.19	1.30	1.26
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.63	0.69	0.60
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	204.2	203.7
Inflation (% m/m, sa)	-	0.1	0.4	0.1
Production industrielle (% m/m, sa)	-	0.9	-0.1	1.8
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	2.8	1.7	-0.4
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	125.4	123.1	128.6	126.2
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	59.1	59.3	58.2	58.5
Indice directeurs d'achats Services (%)	59.9	56.0	57.3	59.8
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	0.6	0.5	1.3

La production industrielle s'est redressée avec une accélération des commandes de biens durables. L'inflation sur un an s'est atténuée, passant de 2.2% à 2.1% mais, hors alimentation et énergie, elle est remontée à 1.8% c. 1.7%. En janvier, le taux de chômage a été stable et les créations d'emplois ont été plus fortes. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance s'est effrité dans l'industrie mais il a ré-acceléré dans les services.

Indices ISM : accélération du rythme de croissance.



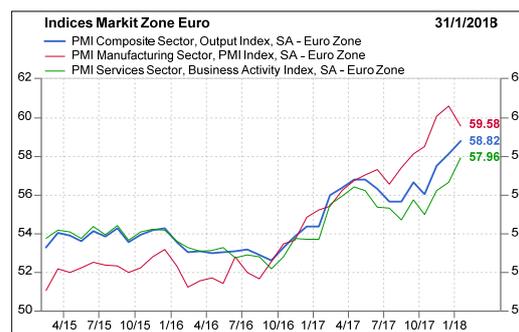
Zone Euro : poursuite de l'accélération de l'activité.

La croissance du 4^{ème} trimestre a atteint 2.4% en rythme annualisé alors que celle du 3^{ème} trimestre a été revue en hausse à 2.7%. Le rythme d'activité s'est encore accentué en janvier.

En décembre, les ventes de détail se sont repliées et le taux de chômage a été stable. La production industrielle a sans doute faibli. En janvier, les indices

de sentiment se sont améliorés. L'inflation globale s'est repliée à 1.3% sur un an mais elle est remontée à 1.2% hors alimentation et énergie. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de progression de l'activité s'est accentué, reculant dans l'industrie et augmentant dans les services.

EUROZONE - Données mensuelles	Jan-18	Dec-17	Nov-17	Oct-17
Ventes de détail (% m/m, sa) ex autos	-	-1.1	2.0	-1.2
Taux de chômage (%)	-	8.7	8.7	8.8
Inflation (% a/a)	1.3	1.4	1.5	1.4
Production industrielle (% a/a)	-	-	3.2	3.9
Indice Confiance Consommateur (% bal)	1.3	0.5	0.0	-1.1
Indice de Sentiment Economique	114.7	115.3	114.0	113.5
Indice IFO (2000=100)	117.6	117.2	117.6	116.9
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	20.4	17.4	18.7	17.6
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	59.6	60.6	60.1	58.5
Indice directeurs d'achats Services (%)	58.0	56.6	56.2	55.0



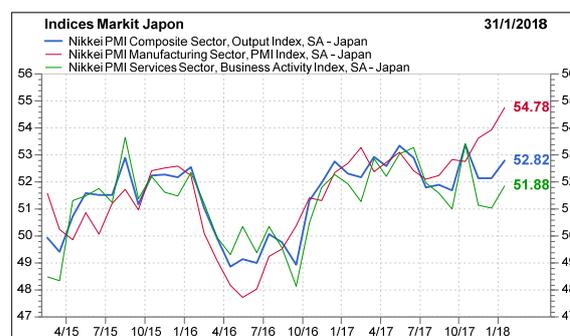
Japon : consommation et industrie bien orientées

La croissance du 4^{ème} trimestre est attendue en légère baisse. Les données du mois de décembre ont été satisfaisantes. Le rythme de l'expansion a accéléré en janvier.

En décembre, les ventes de détail ont encore progressé alors que les revenus diminuaient. Le taux de chômage s'est redressé. La hausse de la

JAPON - Données mensuelles	Jan-18	Dec-17	Nov-17	Oct-17
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	3.7	2.1	-0.3
Taux de chômage (%)	-	2.8	2.7	2.8
Revenus (% a/a)	-	-0.5	1.7	2.3
Inflation (% a/a)	-	1.1	0.5	0.2
Production industrielle (% m/m)	-	2.7	0.5	0.5
Indice de Sentiment Economique	-	-	-	50.6
Indice de Confiance des Consommateurs	44.7	44.7	44.9	44.5
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	-	1.7	0.0
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	54.8	54.0	53.6	52.8
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.9	51.1	51.2	53.4

production industrielle s'est accentuée. Les indices de confiance des consommateurs restent bien orientés. L'inflation totale s'est redressée de 0.5% à 1.1% mais, hors alimentation et énergie, elle n'a pas varié à 0.1%. Les indices des directeurs d'achat de janvier montrent une hausse du rythme d'expansion dans l'industrie et dans les services.



Pays émergents : retour à la croissance synchronisée dans les BRIC

Les perspectives de croissance des pays émergents pour 2018 ou 2019 restent favorables. L'activité progresse à nouveau dans tous les BRIC. Elle s'est redressée au Brésil et accélère encore en Chine. L'expansion se poursuit à un rythme plus modéré en Russie et en Inde.

Croissance économique (consensus Bloomberg) et révision mens.						
Var. sur 1 an	2017	Rév.	2018	Rév.	2019	Rév.
Brésil	1.0%	-	2.5%	-	2.8%	0.3%
Russie	1.7%	-0.1%	1.9%	0.1%	1.8%	-
Inde	6.3%	-	6.6%	-0.1%	7.4%	-
Chine	6.9%	0.1%	6.5%	-	6.3%	0.1%
Emergents	4.6%	-	5.0%	-	5.1%	0.1%

Au Brésil, l'activité a redémarré. En novembre, la hausse des ventes de détail s'est accentuée. En décembre, le rebond de la production industrielle s'est atténué, le chômage a baissé à nouveau mais le redressement de l'inflation s'est poursuivi. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion dans l'industrie a ralenti en janvier mais la contraction dans les services s'est arrêtée, contribuant à relancer la croissance globale.

En décembre, les ventes de détail et le commerce extérieur ont été moins soutenus. Mais le rythme de hausse de la production industrielle et de l'investissement s'est maintenu. L'inflation a rebondi. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion global s'est encore accru en janvier, se maintenant dans l'industrie et augmentant dans les services.

En Russie, la croissance au 4^{ème} trimestre a été estimée à 1.5% sur 12 mois contre 1.8% au 3^{ème} trimestre. En décembre, la hausse des ventes de détail s'est redressée, l'inflation a été stable, le repli de la production industrielle s'est atténué, le chômage s'est stabilisé. Les derniers indices des directeurs d'achat montrent une diminution du rythme de la croissance, avec une légère hausse de l'expansion dans l'industrie et un ralentissement de celle-ci dans les services.

En Inde, la hausse de la production industrielle s'est fortement accentuée en novembre. L'inflation s'est encore redressée en décembre. Selon les indices des directeurs d'achat, la progression de l'activité est moins soutenue, avec une expansion moins forte dans l'industrie et plus forte dans les services.

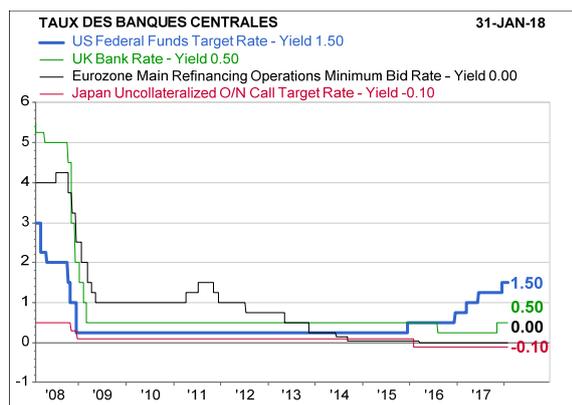
En Chine, la croissance au 4^{ème} trimestre a été estimée à 6.8% sur 12 mois comme au 3^{ème} trimestre.

BRIC - Données mensuelles		Jan-18	Dec-17	Nov-17	Oct-17
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	5.9	2.6
	Taux Chômage (%)	-	11.8	12.0	12.2
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	3.0	2.8	2.7
	Production Industrielle (%a/a)	-	4.3	4.7	5.5
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.2	52.4	53.5	51.2
Indice directeurs d'achats Services(%)	50.0	47.4	46.9	48.8	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	3.1	2.7	3.0
	Taux Chômage (%)	-	5.1	5.1	5.1
	Inflation (% a/a)	-	2.5	2.5	2.7
	Production Industrielle (% a/a)	-	-1.5	-3.6	0.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.1	52.0	51.5	51.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	55.1	56.8	57.4	53.9	
Inde	Inflation (% a/a)	-	5.2	4.9	3.6
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	8.4	2.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.4	54.7	52.6	50.3
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.7	50.9	48.5	51.7	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	9.4	10.2	10.0
	Inflation (% a/a)	-	1.8	1.7	1.9
	Production Industrielle (% a/a)	-	6.2	6.1	6.2
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.5	51.5	50.8	51.0
Indice directeurs d'achats Services(%)	54.7	53.9	51.9	51.2	

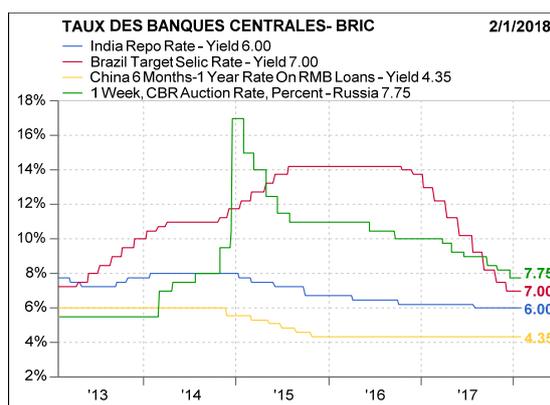
Marchés de taux d'intérêt : performances très négatives pour les produits de taux

Aucune modification de taux directeur n'est intervenue aux Etats-Unis, en Europe, au Japon ou dans les BRIC.

Les Banques Centrales ont réitéré leurs intentions : 3 hausses pour la FED, réduction des achats d'obligation pour la BCE et stabilité des taux pendant une « longue » période au-delà de l'arrêt de ces achats vers la fin 2018.



L'inflation est maintenant la question centrale. Une augmentation de celle-ci se traduira sur les marchés par des anticipations de normalisation plus rapide. Nous constatons depuis quelques semaines. Nous surveillerons surtout l'évolution des salaires aux Etats-Unis. Cependant, dans l'environnement actuel, l'inflation ne devrait pas accélérer fortement ce qui limiterait aussi les risques de dérapage des taux.



Les marchés obligataires souverains ont été mal orientés. Les bons chiffres économiques ont ramené les investisseurs à la réalité et ceux-ci intègrent maintenant les 3 hausses de taux promises par la FED pour 2018. En outre, le discours plutôt modéré de la BCE n'a pas empêché les taux allemands d'accompagner le mouvement. Nous considérons cependant que l'inflation restera plus faible en Europe et que les anticipations de normalisation plus rapide de la politique de la BCE sont prématurées.

En revanche, les écarts de taux des pays d'Europe du Sud ont fortement baissé, ce qui illustre l'absence de tensions et la recherche continue d'un meilleur rendement de la part des investisseurs.

Les emprunts d'Etat en zone euro ont perdu jusqu'à 1.1%. Les obligations américaines ont également baissé de 1.2% en dollar et de 4.8% en euros alors que les obligations émergentes ont été aussi négatives.

Le compartiment du crédit (obligations privées) n'a pas échappé à cette tendance négative.

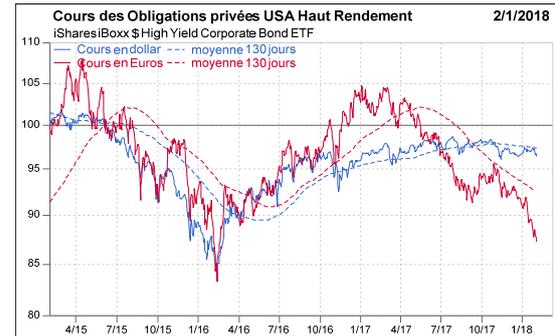
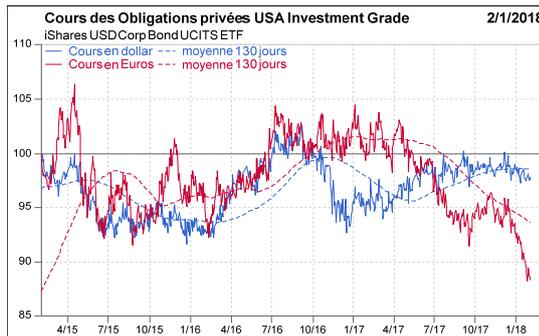
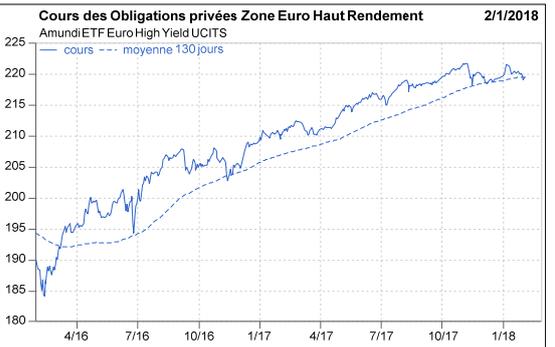
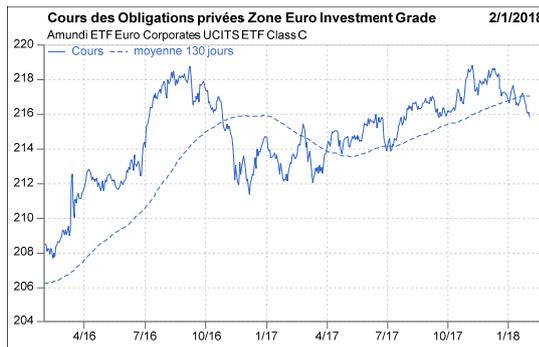
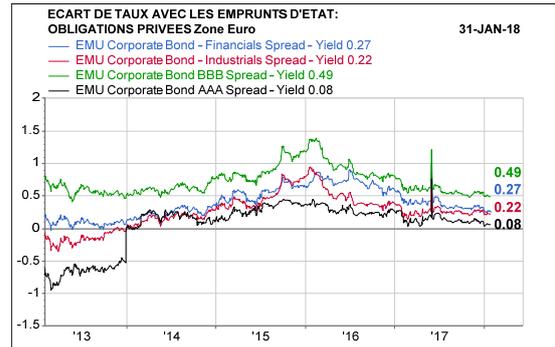
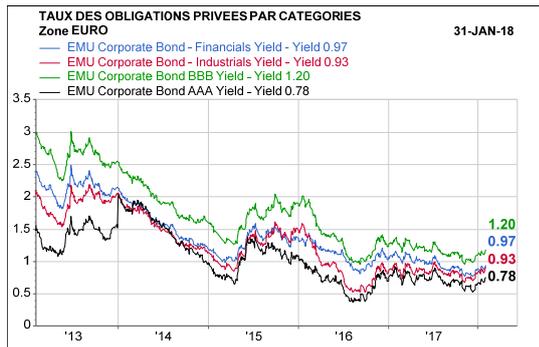
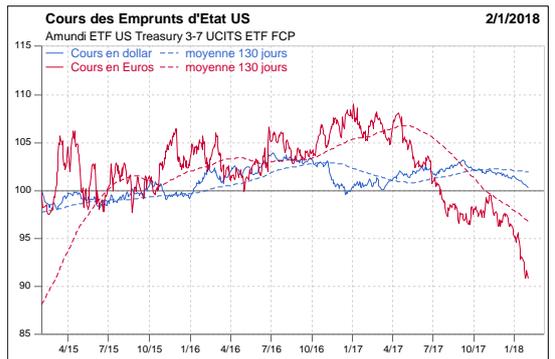
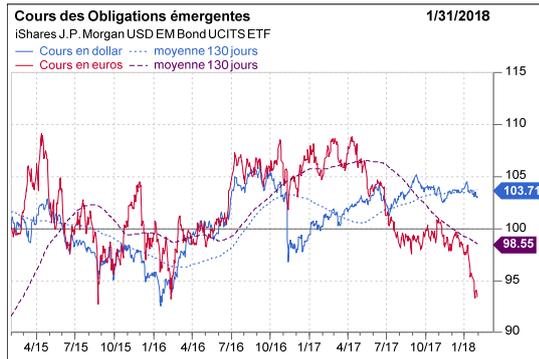
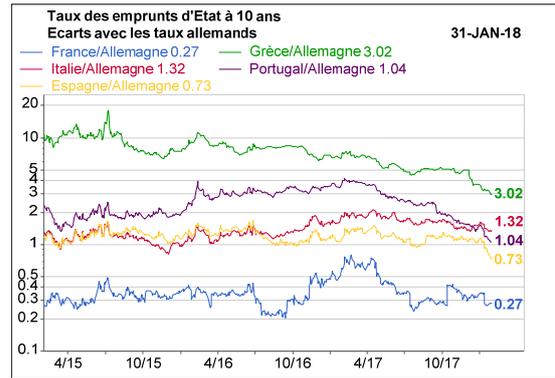
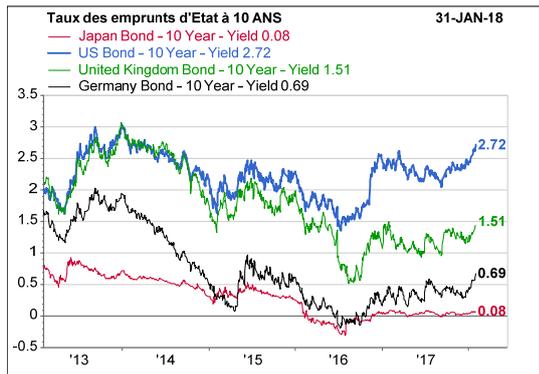
Les obligations Investment Grade de la zone euro ont perdu 0.4% et celles à haut rendement -0.1%. Celles des sociétés américaines ont perdu 1% en dollar, pour les mieux notées (Investment Grade) et les plus risquées (Haut Rendement) sont restées stables. La baisse du dollar a amplifié ces évolutions défavorables en euro (-4.5% et -3.6%).

Les seules catégories qui maintiennent une tendance au mieux neutre sont les obligations émergentes couvertes du risque de change, les obligations privées européennes à haut rendement et les emprunts d'Etats d'Europe du Sud. Pour les obligations

américaines ou émergentes, la tendance en euros à moyen terme reste baissière.

Taux à 10 ans Données au 1/31/2018	Taux fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	2.72	0.31	0.04
Allemagne	0.69	0.27	-
France	0.97	0.19	-0.08
Espagne	1.43	-0.11	-0.38
Italie	2.02	0.03	-0.24
Portugal	1.73	-0.17	-0.44
Grèce	3.71	-0.36	-0.63
Royaume-Uni	1.51	0.32	0.06
Japon	0.08	0.04	-0.23
Suisse	0.10	0.19	-0.08

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
31/01/18	Var. Mois	Var. Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-0.4%	-0.4%	-0.4%
- les mieux notés	-1.1%	-1.1%	-1.1%
- les moins bien notés	0.1%	0.1%	0.1%
- durée 1 à 3 ans	-0.2%	-0.2%	-0.2%
-durée plus de 10 à 15 ans	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Emprunts d'Etats USA (\$)	-1.2%	-1.2%	-1.2%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-4.8%	-4.8%	-4.8%
Obligations émergentes (eur)	-4.5%	-4.5%	-4.5%
Obligations privées Euro Inv.Grade	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-1.0%	-1.0%	-1.0%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	0.0%	0.0%	0.0%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-4.5%	-4.5%	-4.5%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-3.6%	-3.6%	-3.6%

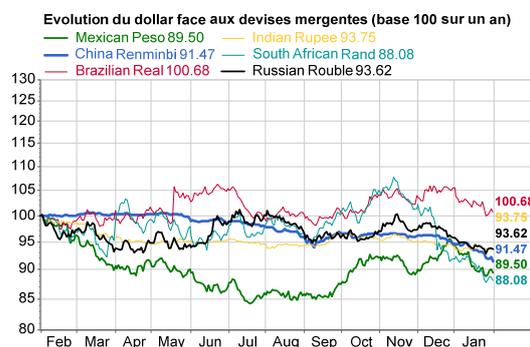


Marchés des changes et des Matières Premières : faiblesse du dollar et hausse du pétrole

Sur le marché des changes, le dollar s'est affaibli face à toutes les devises et l'euro a fait preuve de fermeté. Le Peso mexicain, le Real brésilien, le Franc suisse, le Sterling et les devises nordiques ont été également assez fermes.

Le repli du dollar s'est accentué après des déclarations en ce sens de responsables américains au Forum de Davos qui ont laissé croire à une guerre des changes, propos qui ont été minimisés par la suite. C'est plutôt l'évolution relative des économies américaine et de la zone euro qui devrait expliquer les variations de change.

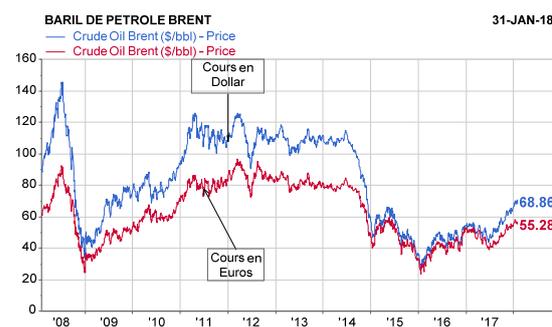
Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/01/18	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.25	-3.6%	-3.6%	-3.6%
JPY - Japan Yen	135.98	-0.5%	-0.5%	-0.5%
CHF - Swiss Franc	1.16	1.0%	1.0%	1.0%
GBP - Sterling.	0.88	1.3%	1.3%	1.3%
BRL - Brazilian Real	3.95	1.0%	1.0%	1.0%
RUB - Russian Rouble	70.09	-1.4%	-1.4%	-1.4%
INR - Indian Rupee	79.23	-3.3%	-3.3%	-3.3%
CNY-Chine Renminbi	7.84	-0.2%	-0.2%	-0.2%



Les cours des principales matières premières ont encore accentué leur progression en janvier.

La faiblesse du dollar contribue toujours à ce rebond ainsi que le relèvement des perspectives de l'économie mondiale.

Matières Premières - Variation des cours				
au 31/01/18	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Indice GS commo	3.2%	3.2%	-0.5%	-0.5%
Pétrole Brent: 68.86\$	3.2%	3.2%	-0.5%	-0.5%
Produits Agricoles	1.2%	1.2%	-2.4%	-2.4%
Once d'or: 1345.05\$	4.2%	4.2%	0.4%	0.4%
Cuivre	-0.8%	-0.8%	-4.4%	-4.4%



Résultats des entreprises, évolutions des secteurs européens.

Sur le dernier mois, les estimations de résultats 2017 et 2018 ont été révisées en hausse aux Etats-Unis, grâce à la réforme fiscale, et au Japon. Elles amorcent un rehaussement timide en Europe.

A fin janvier, la moitié des sociétés du S&P500 a publié ses résultats trimestriels, en hausse de 15% sur un an, dépassant les attentes de 4% pour 75% d'entre elles.

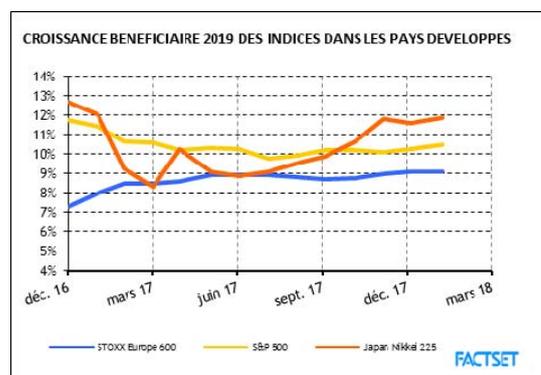
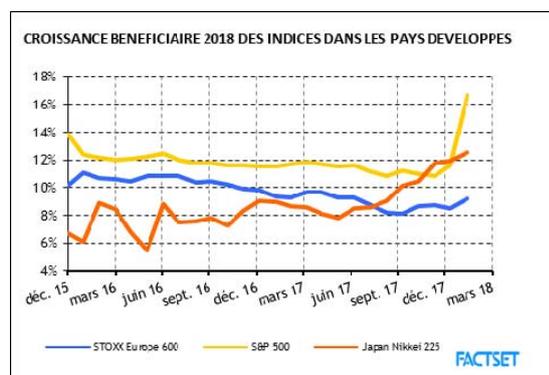
En Europe, seulement 20% des sociétés du Stoxx600 ont publié leurs résultats, en baisse de 6% et inférieurs aux attentes de 5.6%

Désormais, pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 s'établit à +16.7% c. +11.4% en décembre, et pour 2019, elle a été relevée à 10.5% c. +10.3%.

Pour le Stoxx600, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 a été relevée à 9.2% contre 8.5% en décembre. Pour 2019, elle est maintenue à +9.1%.

Au Japon, les perspectives de croissance bénéficiaire sont remontées à +12.7% c. +11.9% pour 2018 et à +11.9% c.11.6% pour 2019.

Consensus FactSet au 31/01/18	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations		Var. annuel. des résultats par action (médian)	
	2018(e)	2019(e)	2018(e)	2019(e)	2018(e)	2019(e)
EuroStoxx 50	10.0%	9.7%	-0.6%	-0.5%	14.0%	10.0%
Stoxx600 Europe	9.2%	9.1%	0.1%	0.1%	11.0%	10.2%
CAC 40	7.3%	9.5%	-0.4%	-0.3%	11.2%	8.8%
S&P 500	16.7%	10.5%	4.6%	4.8%	14.7%	11.7%
Nikkei 225	12.7%	11.9%	1.0%	1.1%	13.4%	11.3%

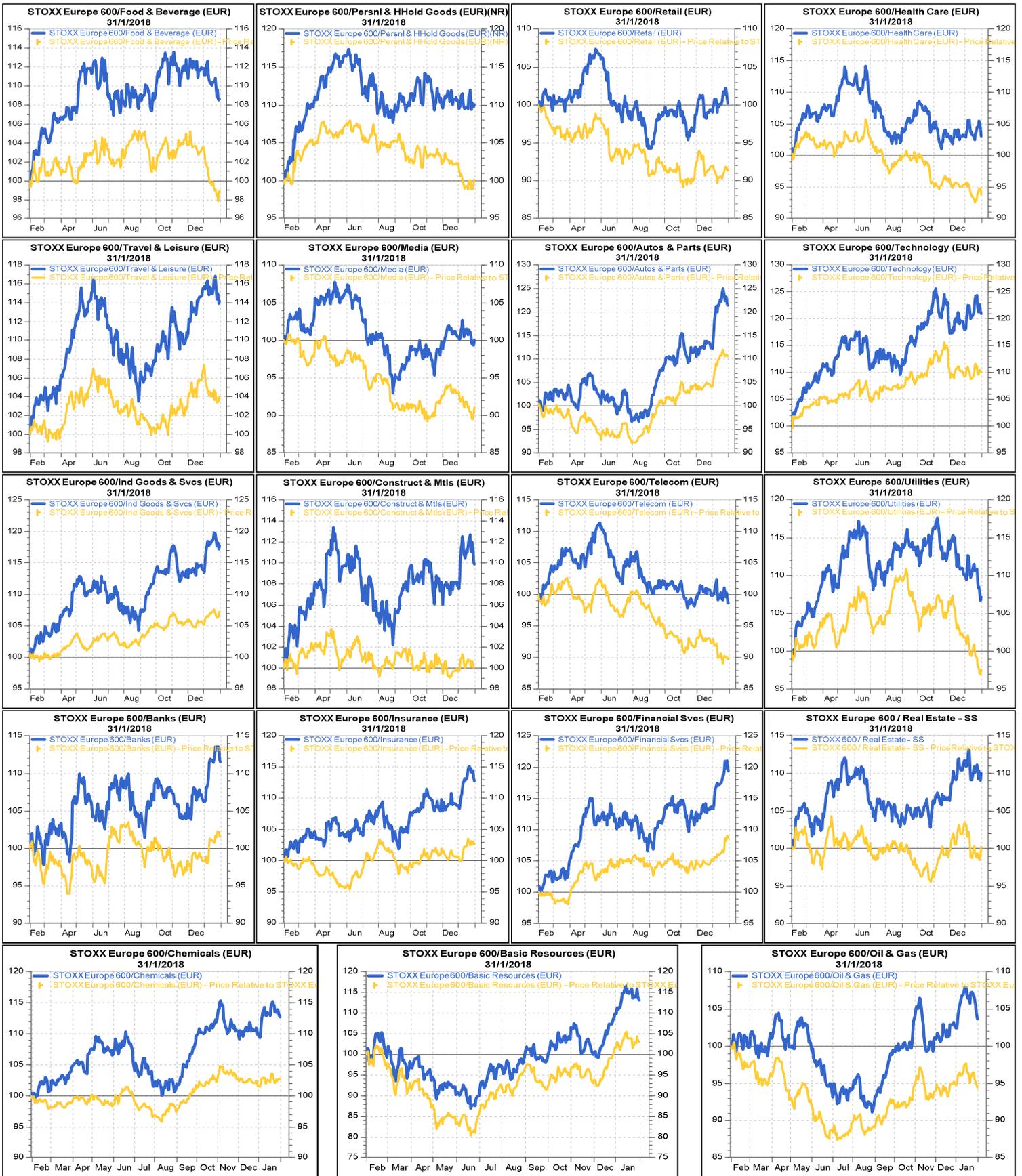


Révisions bénéficiaires pendant les six derniers mois (moyenne 2018 et 2019)							
Indice mise à jour le 02/02/18	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 31/12/17	Révision sur un mois au 30/11/17	Révision sur un mois au 31/10/17	Révision sur un mois au 30/09/17	Révision sur un mois au 31/08/17	Révision sur un mois au 31/07/17
STOXX Europe 600	0.1%	-0.1%	-0.6%	0.3%	0.9%	-0.7%	-1.5%
Immobilier	4.3%	-1.1%	6.8%	3.9%	-1.8%	1.1%	2.6%
Produits de base	3.0%	-0.6%	2.2%	9.5%	3.1%	0.6%	-3.0%
Pétrole et Gaz	2.4%	3.4%	0.5%	3.2%	1.7%	-6.4%	-8.5%
Services financiers	2.0%	-0.4%	0.9%	-0.2%	-7.2%	2.9%	-1.2%
Automobile	1.6%	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%	-0.3%	0.3%
Chimie	1.6%	0.6%	0.2%	2.0%	0.5%	0.2%	-0.5%
Tourisme-Loisirs	0.7%	-0.7%	-1.1%	1.7%	1.6%	-1.0%	1.2%
Assurance	0.5%	-0.4%	-0.4%	0.8%	1.6%	-0.5%	-1.3%
Biens et Serv. Industriels	0.2%	0.5%	-1.1%	-0.5%	1.3%	-0.8%	-0.5%
Biens de Conso.non cycl.	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	1.6%	-0.3%	-1.2%
Service Publics	-0.1%	-1.2%	-0.6%	0.4%	0.7%	-0.3%	-0.2%
Banques	-0.6%	0.1%	-1.4%	-0.5%	1.0%	0.6%	-0.4%
Construction & matériaux	-0.6%	-0.1%	0.1%	-1.4%	0.1%	-0.7%	-1.7%
Distribution	-0.8%	-2.2%	-1.0%	0.3%	-2.0%	-3.2%	-1.0%
Media	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	4.3%	-3.6%	-1.6%
Alimentation/boissons	-1.3%	-0.7%	-0.9%	0.1%	0.5%	-0.7%	-3.0%
Télécommunications	-1.5%	-0.8%	-2.7%	-1.8%	0.6%	0.0%	-1.0%
Technologie	-1.6%	0.2%	0.0%	-2.6%	1.3%	-0.5%	-0.7%
Santé	-2.0%	-0.8%	-2.3%	-0.9%	0.5%	-1.0%	-2.5%

Au niveau des secteurs du Stoxx 600 Europe, les estimations bénéficiaires ont été sensiblement revues en hausse pour les secteurs Immobilier, Produits de Base, Pétrole et Gaz, Services Financiers, Automobile, Chimie et relevées dans une moindre mesure pour les secteurs Tourisme & Loisirs et Assurance.

A l'inverse, les estimations des secteurs Santé, Technologie, Télécommunications, Alimentation, Médias, Distribution, Construction & Matériaux et Banques ont été révisées en baisse.

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



Source FactSet

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/01/18	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2018	Variation Bén.Net par Act. 2019	PER 2018	Révision 1 mois (%) Bna 2018	Révision 1 mois (%) Bna 2019	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	1.6%	1.6%	9.2%	9.1%	15.5	0.1%	0.1%			
Automobile	8.0%	8.0%	7.1%	6%	8.9	1.5%	1.7%	3.4%	+	+
Banques	5.0%	5.0%	13.9%	11%	12.2	-0.8%	-0.5%	13.2%	+	↗
Services financiers	5.0%	5.0%	-11.1%	12%	17.4	2.8%	1.1%	2.0%	+	↗
Assurance	3.6%	3.6%	17.9%	7%	11.7	0.1%	0.8%	6.0%	+	+
Biens et Serv. Industriels	3.4%	3.4%	12.4%	12%	18.4	-0.2%	0.4%	11.7%	+	↗
Produits de base	2.9%	2.9%	3.1%	-2%	13.2	4.2%	2.6%	3.1%	+	↗
Chimie	2.7%	2.7%	6.5%	9%	17.9	1.3%	1.9%	4.9%	=	=
Technologie	2.6%	2.6%	13.6%	16%	21.3	0.2%	-0.5%	4.3%	=	+
Construction & matériaux	2.0%	2.0%	11.4%	12%	17.3	-0.8%	-0.3%	3.0%	=	=
Distribution	0.9%	0.9%	10.3%	11%	19.0	-0.4%	-0.4%	2.6%	=	-
Pétrole et Gaz	0.7%	0.7%	13.8%	7%	15.2	2.6%	1.4%	5.9%	+	+
Santé	-0.1%	-0.1%	5.0%	9%	17.0	-1.5%	-2.0%	11.4%	-	-
Media	-0.5%	-0.5%	6.4%	8%	16.1	-0.8%	-1.1%	2.3%	=	=
Biens de Conso.non cycl.	-0.6%	-0.6%	8.3%	9%	18.8	0.2%	0.1%	8.6%	-	=
Tourisme-Loisirs	-1.2%	-1.2%	5.9%	9%	13.2	0.7%	0.5%	1.8%	+	+
Télécommunications	-1.2%	-1.2%	8.1%	11%	15.7	-0.9%	-1.2%	3.7%	-	-
Immobilier	-1.5%	-1.5%	-1.5%	8%	21.2	3.3%	6.7%	1.8%	=	=
Service Publics	-2.6%	-2.6%	2.1%	8%	14.1	-0.1%	-0.2%	3.8%	-	- ↘
Alimentation/boissons	-3.0%	-3.0%	10.7%	10%	21.1	-1.5%	-1.0%	6.6%	-	↘

La reprise des indices européens s'est accompagnée de la poursuite de la rotation sectorielle débutée le mois dernier, à l'avantage des secteurs cycliques et financiers et au détriment des secteurs défensifs.

Quatre secteurs sont passés en tendance haussière: Banques, Constructions et Matériaux, Chimie et Distribution.

A l'inverse, deux secteurs ont vu leurs tendances devenir baissières: l'Alimentation/Boisson et les Télécommunications.

Aucun secteur n'est en tendance neutre, ce qui montre des choix plus discriminants des investisseurs.

Les tendances relatives ont évolué de manière assez similaire aux tendances absolues.

Les secteurs Banques, Services Financiers et Biens et Services Industriels ont retrouvé une tendance relative positive.

La tendance relative du secteur Immobilier s'est retournée de positive à neutre.

Les secteurs Alimentation et Télécommunications sont passés d'une tendance relative neutre à négative.

Il faut remarquer que les 5 secteurs en tendance baissière absolue sont aussi sous performants, ce qui traduit également une opinion négative plus marquée de la part des investisseurs.

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

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

Evolution des marchés actions et des valorisations : hausse marquée des indices en janvier

Le mois de janvier a été marqué une forte progression des indices actions en monnaie locale. Les analystes financiers ont intégré en partie les effets de la réforme fiscale américaine dans leurs prévisions de résultats. Comme en décembre, la faiblesse des devises a atténué la hausse des indices en euro. Cependant les indices de la zone euro ont plus progressé que les indices européens qui ont été pénalisés par la Suisse et l'Angleterre. La place japonaise a été décevante.

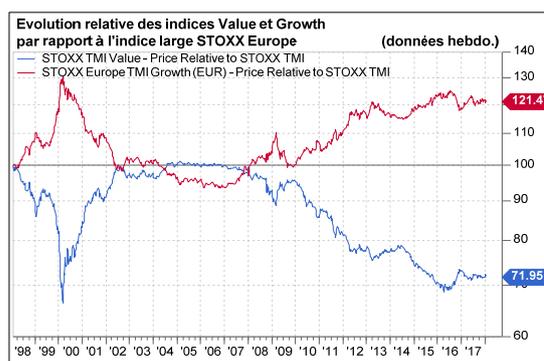
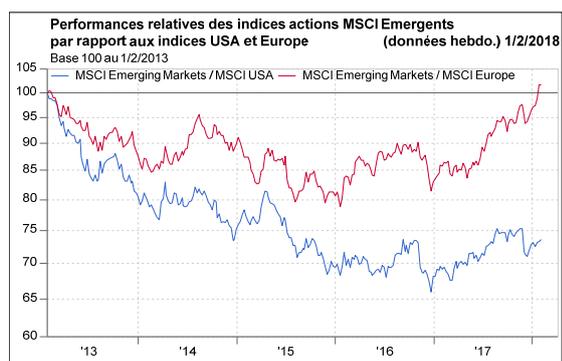
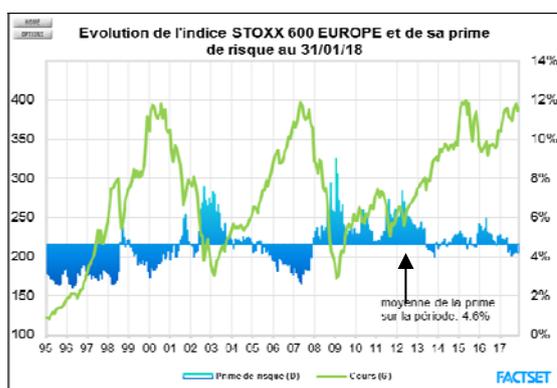
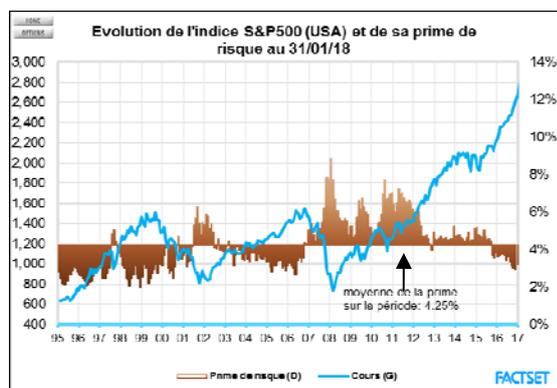
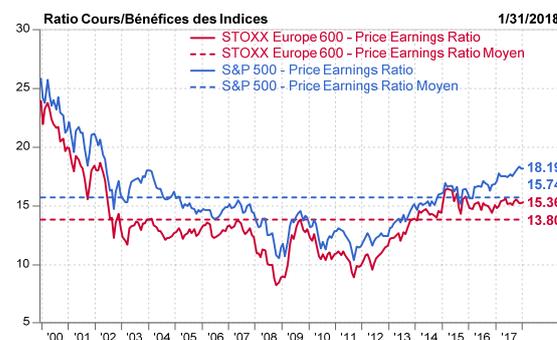
L'amélioration du contexte économique et la hausse des matières premières a permis la poursuite du fort rebond des actions des pays émergents.

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 31/01/18	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
MSCI The World Index	1.4%	1.4%	1.4%
MSCI USA	1.8%	1.8%	1.8%
MSCI Europe	1.6%	1.6%	1.6%
MSCI Japan	0.8%	0.8%	0.8%
MSCI EM (Emerging Markets)	4.4%	4.4%	4.4%
MSCI Asia Pacific ex Japan	2.8%	2.8%	2.8%
MSCI EM Latin America	9.0%	9.0%	9.0%
MSCI EM Eastern Europe	7.1%	7.1%	7.1%
MSCI Brazil	12.5%	12.5%	12.5%
MSCI Russia	8.5%	8.5%	8.5%
MSCI India	-0.3%	-0.3%	-0.3%
MSCI China	8.4%	8.4%	8.4%

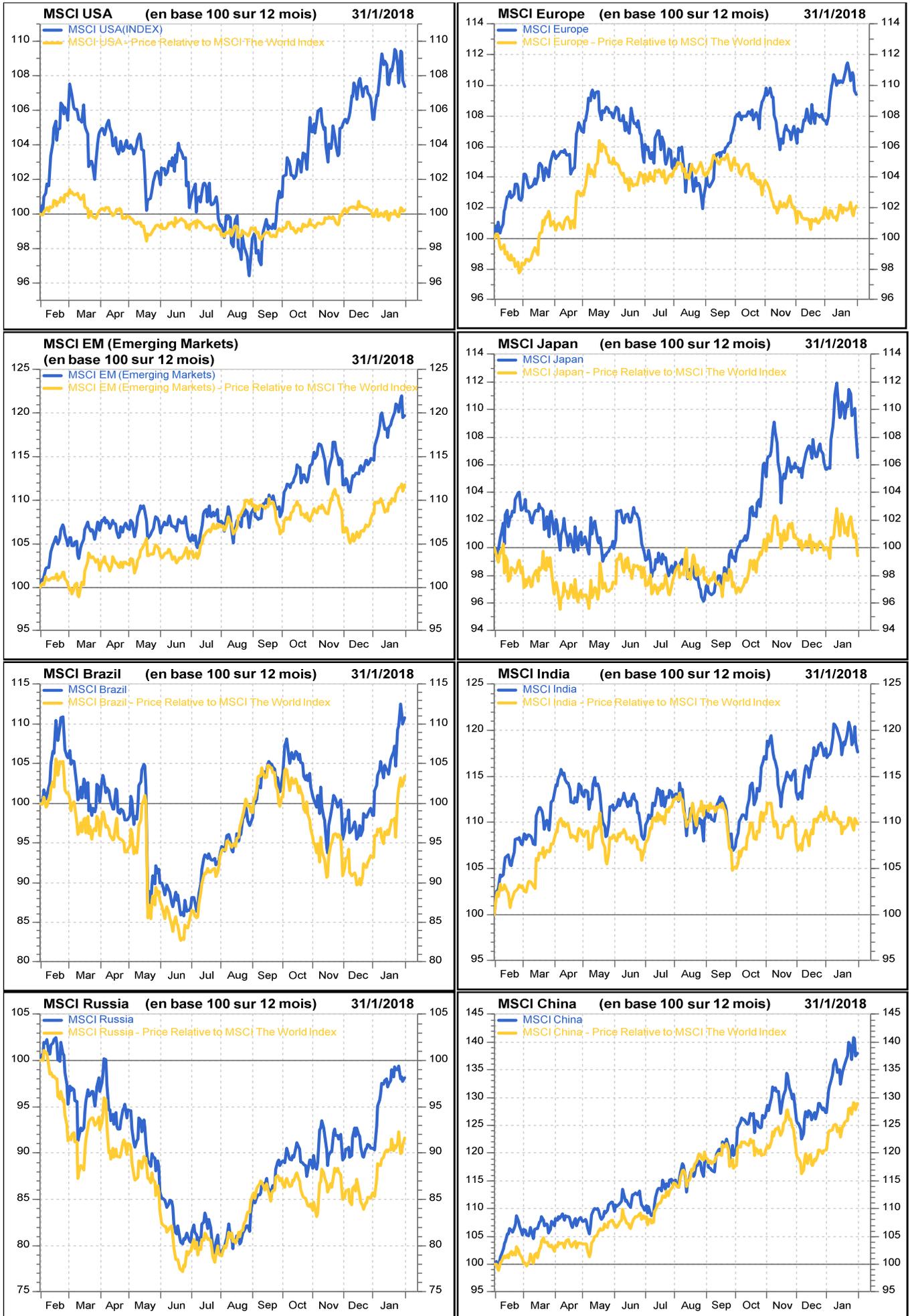
Sur le mois, la valorisation des marchés actions n'a pas varié aux Etats-Unis, avec un PER stable de 18.2, alors que les estimations de bénéfice par action à 12 mois progressaient de 5.7%. En Europe, la valorisation s'est redressée avec une hausse du PER de 0.7% (de 15.3 à 15.4) quand les bénéfices estimés étaient relevés de 1.1%.

La valorisation des indices américains est toujours élevée, supérieure à sa moyenne depuis l'an 2000, sans être extrême. Le bon environnement économique et le relèvement des prévisions de résultats ont donc encouragé la progression des indices. La hausse des taux longs a été bien absorbée par la prime de risque. Son niveau atteint 3% aux USA, ce qui est inférieur à sa moyenne historique mais cela laisse encore une marge de protection.

Les actions de la zone euro n'ont pas profité pleinement de l'amélioration de la conjoncture car celle-ci ne s'est pas encore accompagnée d'un relèvement suffisant des prévisions de résultat.



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



Source FactSet

Stratégie d'investissement : position neutre à court terme sur les actions.

Le mois de janvier a été à la hauteur des attentes, grâce à l'accumulation de bonnes nouvelles sur la croissance mondiale et à l'adoption de la réforme fiscale aux Etats-Unis, mais il s'est terminé sur une note plus mitigée. En effet, cet environnement a poussé les taux d'intérêt à la hausse, sans émouvoir les investisseurs dans un premier temps.

Vers la fin du mois de janvier, une certaine euphorie gagnait les places boursières américaines à la suite des bons résultats publiés par les sociétés, alors que la hausse des taux s'amplifiait parallèlement.

La publication des données du marché du travail américain, avec des créations d'emplois fortes et inattendues et une hausse des salaires horaires de 2.9% sur un an, a constitué le catalyseur de la correction actuelle. Les investisseurs ont commencé à craindre une remontée plus forte des taux américains à 10 ans et ceux-ci qui se sont rapprochés de 3% (niveau jamais atteint depuis 2013).

Cette correction, qui menaçait, marque-t-elle la fin de la hausse des actions aux Etats-Unis et par conséquent en Europe ? Nous n'en sommes pas convaincus.

Pour que la baisse s'amplifie, il faudrait que l'environnement change radicalement et rapidement, ce qui ne nous semble pas être le cas.

De plus, si la valorisation des marchés actions est élevée dans de nombreux pays, une hausse des taux raisonnable ne remettrait pas en cause les tendances de moyen terme tant qu'il y a de la croissance économique et des résultats en progression. L'évolution des marchés au mois de janvier l'a illustré.

En résumé, l'activité mondiale ne nous semble pas menacée par un ralentissement dans un avenir proche. Un contexte de croissance soutenue et de remontée très progressive des taux devrait nous permettre d'éviter une forte crise boursière.

La correction actuelle nous semble être une alerte dans un cycle toujours haussier. Il y en aura certainement d'autres à l'avenir, ce qui se traduira par une remontée tendancielle de la volatilité.

Dans ce contexte, il faut se garder d'agir trop vite ou de vendre trop tard. Il vaut mieux garder une position assez équilibrée et ne pas prendre de risque supplémentaire tant que la situation des marchés ne s'est pas stabilisée.

En revanche, cette correction peut être mise à profit pour initier de nouvelles positions en actions dans des portefeuilles insuffisamment investis.

Nous avons relevé nos prévisions à fin décembre pour les indices américain S&P500 et japonais Nikkei. Nous avions maintenu un objectif assez bas pour le S&P500 à fin juin pour prendre en compte le risque de correction au 1^{er} semestre après une hausse très rapide en janvier.

Sur l'année 2018, le potentiel d'appréciation des indices est d'environ 10%.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices	Cours au 31/01/18	Prévision 30/06/2018	Prévision 31/12/2018
CAC40	5481.93	5700	5800
Eurostoxx 50	3609.29	3825	3900
S&P 500	2823.81	2700	2950 ↗
Nikkei	23098.29	24000 ↗	25000 ↗
Taux d'Intérêt	Au 31/01/18	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	0.69	0.75 (e)	0.80 (e)
Taux 10 ans \$	2.72	2.80 (e)	2.90 (e)
Taux 10 ans Yen	0.08	0.10 (e)	0.12 (e)
Taux BCE	0.00	0.00 (e)	0.00 (e)
Taux FED	1.50	1.75 (e)	2.00 (e)
Taux BOJ	-0.10	-0.10 (e)	-0.10 (e)
Monnaies	Au 31/01/18	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.25	1.20 (e)	1.25 (e)
Dollar/yen	109.16	112 (e)	108 (e)

Nous avons adopté une recommandation Neutre sur les actions à court terme, avec une petite préférence pour les actions asiatiques. Nous conservons une opinion Surpondérer à moyen terme en privilégiant les actions américaines, européennes, japonaises et asiatiques à moyen terme.

Nous relevons notre opinion à court terme sur les secteurs Industrie, Produits de Base, Banques et Services financiers, qui ne devraient profiter de la hausse des taux. Nous abaissons à Sous-pondérer le secteur Alimentation/Boissons. A moyen terme, nous réduisons à Sous-pondérer le secteur Services Publics.

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

Nous conservons une position Sous pondérer sur les produits obligataires à court terme comme à moyen terme. Nous abaissons notre opinion court terme sur les obligations privées à haut rendement de la zone Euro à Neutre et conservons une opinion Neutre sur les obligations convertibles de la même zone. Nous maintenons une position Neutre sur l'euro/dollar à court terme et Surpondérer à moyen terme.

CLASSE D'ACTIFS	RECOMMANDATION		TENDANCE	
	Court Terme	Moyen Terme	Court Terme	Moyen Terme
Actions (Monde)	Neutre	Sur pondérer	↗	↗
Etats-Unis (couvert à 50%)	Neutre	Neutre	↗	↗
Europe	Neutre	Sur pondérer	↗	↗
Japon (couvert)	Neutre	Neutre	↗	↗
Asie hors Japon	Sur pondérer	Neutre	↗	↗
Amérique Latine	Neutre	Neutre	↗	→
Europe de l'Est	Neutre	Neutre	↗	→
Produits de taux et Produits Mixtes	Sous pondérer	Sous pondérer	→	→
Emprunts d'Etat USA (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)	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
Obligations Sociétés US (couvertes)	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	→
Obligations Sociétés US (haut rendt, couvertes)	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	→
Obligations Sociétés Europe	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	→
Obligations Sociétés Europe (haut rendement)	Neutre	Sur pondérer	→	↗
Obligations Convertibles Europe	Neutre	Sur pondérer	→	↗
Sivcav monétaires et liquidités	Neutre	Sous pondérer	↘	↘
Euro/Dollar *	Neutre	Sur pondérer	→	↗
Or et Métaux Précieux	Sous pondérer	Neutre	→	→
Matières Premières Industrielles	Sur pondérer	Neutre	↗	↗

Explication des couleurs: amélioration (en vert) ou dégradation (en rouge) des tendances et des recommandations par rapport au mois précédent
 *Parité de l'euro face au \$

Allocation d'actifs d'un fonds patrimonial Equilibré : poursuite de l'allègement des actions

Dans notre allocation équilibrée, nous avons encore allégé le poids des actions en fin de mois, en le réduisant de 50.8% à 49.8%. Les actions européennes ont été réduites au profit des actions américaines et japonaises couvertes du risque de change.

Dans la partie défensive, l'essentiel de nos investissements repose sur des fonds de multi stratégie

obligataire, associant dettes privées et souveraines et capables de profiter de la hausse comme de la baisse des taux longs. Nous avons augmenté le poids des produits Inflation/Indexés et des obligations émergentes. Nous avons allégé les Obligations privées américaines et les liquidités.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Allocation Actuelle	Modif.	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	49.8	↘	50.8	
	Etats-Unis	0	20	10.4	↗	9.9	73%
	Europe	10	60	31.3	↘	33.4	
	Japon	0	10	1.3	↗	1.1	100%
	Pays Emergents	0	10	6.8	↗	6.4	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	40.6	↗	38.0	
	Multi stratégie obligataire	0	30	22.0	↗	19.2	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	0.0		0.0	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	1.2		1.3	0%
	Obligations Pays Emergents	0	10	3.1	↗	1.9	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	2.4	↘	4.5	75%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	0.3		0.3	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	6.3	↗	5.5	
Obligations Convertibles Europe	0	15	5.3		5.3		
LIQUIDITES/DEVISES/MINES D'OR		0	60	9.6	↘	11.2	

VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 31/01/18

Indices		Dernier	Perf.	Perf.	Perf.	PER	PER	BNA	BNA	Rendt
		Cours (Dev Locale)	depuis début mois	depuis début trim.	depuis le 1er janvier	2018 médian	2019 médian	Var 2018	Var 2019	Net 2018
DJ Stoxx 600		395.46	1.61%	1.61%	1.61%	15.5 x	14.2 x	9.2%	9.1%	3.4%
DJ Stoxx 50		3212.27	1.08%	1.08%	1.08%	15.2 x	14.1 x	10.1%	8.1%	3.8%
DJ Euro Stoxx 50		3609.29	3.01%	3.01%	3.01%	14.7 x	13.4 x	10.0%	9.7%	3.5%
DJ Stoxx Large 200		395.75	1.56%	1.56%	1.56%	15.1 x	13.9 x	10.1%	8.8%	3.5%
DJ Stoxx Mid 200		484.40	1.74%	1.74%	1.74%	15.9 x	14.5 x	6.4%	9.6%	3.1%
DJ Stoxx Small 200		303.58	1.97%	1.97%	1.97%	18.0 x	16.3 x	6.9%	10.5%	2.8%
Dow Jones (US)		26149.39	5.79%	5.79%	5.79%	18.0 x	16.5 x	15.8%	9.4%	2.2%
S&P 500 (US)		2823.81	5.62%	5.62%	5.62%	18.4 x	16.6 x	16.7%	10.5%	1.9%
NASDAQ Composite (US)		7411.48	7.36%	7.36%	7.36%	23.4 x	20.1 x	21.7%	15.7%	1.1%
Russell 2000 (US)		1574.98	2.57%	2.57%	2.57%					
Nikkei 225 (JP)		23098.29	1.46%	1.46%	1.46%	17.5 x	15.7 x	12.5%	11.5%	1.8%
TOPIX 500 (JP)		16.83	4.29%	4.29%	4.29%					
CAC 40		5481.93	3.19%	3.19%	3.19%	15.0 x	13.7 x	7.3%	9.5%	3.2%
SBF 120		4382.40	3.09%	3.09%	3.09%	16.0 x	14.5 x	8.7%	10.3%	3.0%
SBF 250		4314.93	3.12%	3.12%	3.12%	16.2 x	14.6 x	9.7%	10.8%	3.0%
CAC Mid 60		14987.31	2.87%	2.87%	2.87%	19.5 x	17.3 x	13.5%	13.0%	2.6%
CAC Small		14027.40	4.65%	4.65%	4.65%	25.6 x	18.5 x	99.0%	36.2%	1.8%
DAX Price Return (DE)		6250.68	2.10%	2.10%	2.10%	13.7 x	12.6 x	10.2%	8.8%	3.0%
SMI (CH)		9335.40	-0.50%	-0.50%	-0.50%	16.7 x	15.1 x	28.9%	10.7%	3.4%
Ibex 35 (ES)		10451.50	4.06%	4.06%	4.06%	13.6 x	12.5 x	8.4%	9.3%	3.9%
FTSE MIB		29283.92	11.59%	11.59%	11.59%	14.3 x	12.4 x	51.2%	14.5%	3.4%
FTSE 100 (GB)		7533.55	-2.01%	-2.01%	-2.01%	14.4 x	13.6 x	7.2%	6.5%	4.1%
CECE Index (EUR. EST)		2007.53	5.32%	5.32%	5.32%	12.7 x	12.0 x	-2.1%	5.8%	3.3%
RTS Interfax (Russie)		1282.36	11.08%	11.08%	11.08%	6.8 x	6.6 x	9.5%	3.2%	5.6%
SSE Composite Index - Price		3480.83	5.25%	5.25%	5.25%	17.0 x	14.3 x	21.5%	18.3%	1.8%
Sensex 30 (IN)		35965.02	5.60%	5.60%	5.60%	20.5 x	17.2 x	19.2%	19.0%	1.4%
Bovespa (BR)		84912.70	11.14%	11.14%	11.14%	13.6 x	11.9 x	20.8%	14.3%	3.1%
Merval Bench (AR)		34972.73	16.29%	16.29%	16.29%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		50456.17	2.23%	2.23%	2.23%	17.3 x	15.3 x	10.3%	12.8%	2.3%

Source Factset