



Stratégie d'Investissement – Novembre 2018

La correction d'octobre a remis les pendules à l'heure.

Cette correction a eu deux mérites : réduire les valorisations des actions les plus chères et amener les investisseurs à davantage intégrer le risque de ralentissement économique. Pourtant, l'évolution des fondamentaux de l'économie et de l'activité des entreprises, qui ne se sont que légèrement dégradés, ne permet pas d'affirmer que ce mouvement va s'amplifier. En revanche, les marchés sont plus conscients du risque récessif découlant de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine. Heureusement, les négociations entre les deux pays continuent ainsi qu'avec le Japon et l'Europe. Et l'issue sans surprise des élections américaines est jugée positive par les marchés. C'est pourquoi le rebond des indices boursiers, encore hésitant, pourrait se prolonger, non sans volatilité, pendant quelques mois. Mais, il ne permettra pas de dépasser les récents points hauts de cette année sans un retour plus marqué de la confiance dans une croissance plus soutenue. Les actions ont retrouvé un potentiel de hausse mais celui-ci est plus limité. Le repli des marchés en octobre a donné l'opportunité d'acheter des actions dans de bonnes conditions. Si l'occasion se présente à nouveau dans les prochains jours, il faudra la saisir.

Comme en début d'année, la correction a commencé avec la hausse des taux longs américains qui a fait reculer les grandes valeurs les mieux valorisées, particulièrement les entreprises technologiques ou du luxe. Par la suite, pendant la période de publications des résultats trimestriels, les messages de prudence, délivrés par les entreprises les plus sensibles à l'activité économique et aux échanges mondiaux, ont inquiété les investisseurs. La question de la fin du cycle économique américain et du pic des marges des entreprises s'est à nouveau posée. La correction amorcée n'était-elle pas annonciatrice d'un fort ralentissement ? Pouvait-elle se transformer en crise boursière ? La rapidité et l'ampleur de la baisse avaient de quoi être préoccupantes en effet. Mais heureusement, les conditions techniques des marchés ont finalement arrêté la chute. Et après avoir mieux analysé les raisons de celles-ci, les investisseurs en ont conclu qu'il y avait eu un excès de baisse des cours et ont commencé à racheter des actions. Un apaisement des tensions commerciales avec la Chine, sous la forme d'une entrevue à venir lors du G20 de fin novembre et le repli des cours du pétrole ont eu un effet d'entraînement supplémentaire et plus récemment, l'issue des élections américaines a apporté également un soulagement. Revenons rapidement sur tous ces points.

La croissance mondiale connaît un petit ralentissement, essentiellement dans l'industrie, mais il est très inégal selon les pays.

L'expansion reste vigoureuse aux Etats-Unis, comme l'a encore relevé la FED qui continuera à relever graduellement ses taux. Les risques de dérapage inflationniste ne sont pas manifestes en dépit de la hausse des salaires. Certes, les entreprises

américaines ont des marges très élevées et celles-ci ont commencé à baisser. Mais cela n'est pas une condition suffisante pour faire baisser les profits ou générer un arrêt de la hausse de Wall Street. De plus, une reprise bénéfique des investissements et de la productivité ne peut être exclue, ce qui permettrait de prolonger le cycle de croissance. Les résultats des entreprises pourront encore progresser à un rythme plus modeste. **Il n'y a aucun signal précurseur de récession aux Etats-Unis. La principale menace pour l'année 2019 reste celle du protectionnisme et des droits de douane qui peuvent être imposés sur la totalité des exportations chinoises.** Dans un premier temps, l'impact éventuel avait été jugé assez faible par les investisseurs mais ceux-ci ont montré en octobre qu'ils pouvaient changer d'avis assez rapidement... Le répit actuel est peut-être passager.

Les élections de mi-mandat ont permis au Parti Démocrate de regagner le Congrès. Cela n'empêchera pas Donald Trump de garder toutes ses prérogatives dans le domaine du commerce extérieur et des droits de douane. En revanche, les Républicains ont conservé leur majorité au Sénat, ce qui réduit les risques de harcèlement judiciaire du Président. Enfin, la cohabitation va obliger les deux partis et le Président à s'entendre pour élaborer les budgets et les projets de loi. La hausse des dépenses publiques et la dégradation du déficit budgétaire devraient donc s'atténuer ce qui pourrait calmer les ardeurs de la FED. En clair, la remontée des taux pourrait être ralentie ou suspendue plus rapidement en cas de nécessité, et ce d'autant que l'inflation reste maîtrisée pour l'instant. C'est un facteur de soutien pour les marchés. Enfin, il n'est pas exclu que le projet de relance dans les infrastructures du pays puisse aboutir. **Finalement, ce résultat électoral vient quelque peu contrebalancer le risque protectionniste.**

En Europe, la croissance ralentit toujours et elle reste handicapée par plusieurs facteurs. Le maintien du projet de budget italien, jugé non conforme par Bruxelles, et l'affaiblissement politique de la Chancelière allemande ne permettent pas d'envisager une amélioration du climat des affaires domestiques. Par ailleurs, l'imbroglio du Brexit reste entier et fait perdre un temps précieux aux fonctionnaires européens, outre le risque qu'il fait peser sur la croissance anglaise et l'activité des entreprises européennes concernées. L'apaisement des tensions commerciales devient crucial pour la croissance européenne.

La croissance des pays émergents est toujours assez forte globalement mais elle tend aussi à ralentir. Cependant, quelques signaux positifs viennent d'apparaître au Brésil à l'issue des élections présidentielles mais aussi en Russie et en Inde. En revanche, l'activité en Chine continue à s'affaiblir. Mais les mesures de soutien engagées par les Autorités du pays devraient produire leurs effets dans les prochains mois et compenser partiellement l'impact de la guerre commerciale. **La situation des pays émergents ne devrait donc pas se dégrader aussi vite que les marchés l'ont craint.**

Le retour des sanctions américaines envers l'Iran n'a pas provoqué la crise redoutée. En autorisant finalement les exportations iraniennes vers quelques pays dont la Chine, le Japon, la Corée, l'Inde ou l'Italie, Donald Trump a effacé les risques de déséquilibres d'offre et de demande sur le marché pétrolier. Le repli des cours du pétrole qui s'en est suivi est une bonne chose pour les consommateurs et pour l'inflation. **C'est un facteur de risque qui s'éloigne des marchés financiers.**

La valorisation des marchés actions s'est détendue, que ce soit en termes de multiple des résultats (PER) ou de valorisation par rapport aux obligations (la prime de risque). Ils sont donc un peu moins risqués et offrent à nouveau un potentiel de redressement. Mais l'incertitude qui pèse sur l'activité et sur la croissance des résultats bloquera sans doute le rebond des cours, probablement à l'approche des plus hauts niveaux de cette année. En résumé, le risque de forte baisse s'est réduit mais le potentiel de hausse également, du moins pour l'instant.

Dans notre dernière lettre, nous attendions des opportunités d'achat. Le mois d'octobre nous en a apporté. Traditionnellement après une forte

correction, les indices rebondissent non sans rester encore hésitants. L'essentiel de la baisse a sans doute été fait. Mais il n'est pas exclu qu'après un rebond de 5%, les indices marquent une pause et rebaissent un peu. **Cela serait une nouvelle occasion de renforcer les positions en actions** pour jouer la poursuite d'une reprise qui pourraient ramener les indices à des niveaux proches des plus hauts de cette année.

En revanche, celle-ci ne permettra pas de dépasser ces niveaux sans un retour plus marqué de la confiance des investisseurs dans une croissance plus soutenue. Il est encore un peu tôt pour se prononcer sur ce point tant les aléas sont nombreux. L'évolution des marchés financiers en 2019 en dépendra.

Nous avons sensiblement abaissé nos prévisions pour la fin de l'année et plus modestement pour la fin-juin 2018. Compte tenu du rebond des derniers jours, le potentiel d'appréciation d'ici à la fin de l'année est d'environ 5% en Europe et de 4% aux Etats-Unis.

Nous avons conservé notre recommandation globale sur les actions, toujours Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme. Mais nous avons profité de la correction pour **relever notre position à court terme sur les actions américaines à Surpondérer et celles sur les actions émergentes d'Amérique Latine et d'Europe de l'Est à Neutre.**

Nous avons relevé nos recommandations sectorielles à court terme à Neutre pour les secteurs Distribution et Télécommunications et à moyen terme à Surpondérer sur les secteurs Santé et Assurance. Nous avons abaissé nos recommandations à court et moyen terme sur le secteur Biens et Services Industriels à Neutre.

Nous conservons notre opinion Neutre sur les produits obligataires à court terme et Sous pondérer à moyen terme. Nous n'avons abaissé notre recommandation à moyen terme sur les obligations convertibles à Neutre.

Dans notre allocation équilibrée, nous avons maintenu une position prudente à court terme. En fin de mois, nous avons relevé tactiquement la pondération des actions de 1.2% sur les Etats-Unis et l'Europe. Nous avons réduit le poids des liquidités et des produits de multi-stratégie obligataires.

Vincent GUENZI
Directeur de la Stratégie d'Investissement

Achévé de rédiger le 9 novembre 2018.

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: une croissance mondiale toujours inégale qui commence à s'affaiblir.

Les prévisions de croissance n'ont pas été modifiées substantiellement malgré les signes de ralentissement en Europe ou en Chine. L'activité mondiale sera néanmoins un peu moins forte en 2019, surtout si le protectionnisme continue à s'intensifier. L'économie américaine reste la plus dynamique alors que le rebond tarde à intervenir en Europe.

Croissance économique (consensus Bloomberg)- prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2017	Rév.	2018	Rév.	2019	Rév.
Etats-Unis	2.3%	-	2.9%	-	2.5%	0.0%
Zone Euro	2.5%	-	2.0%	0.0%	1.8%	0.0%
Japon	1.6%	-	1.1%	-	1.1%	-
Emergents	4.6%	-	4.8%	-	5.0%	-0.1%
Monde	3.6%	-	3.8%	0.1%	3.6%	-

Etats-Unis : l'activité mollit alors que les tensions inflationnistes restent contenues.

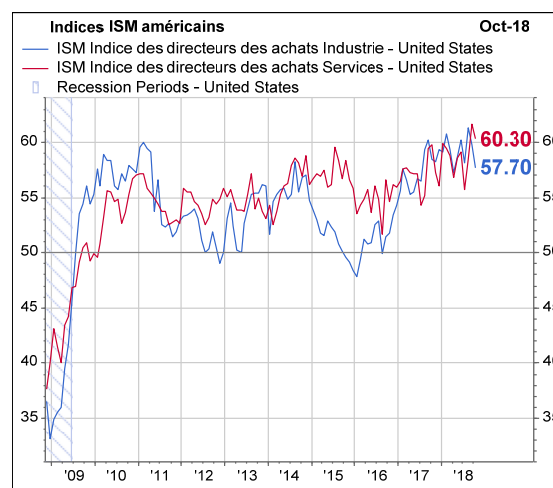
La croissance au 3^{ème} trimestre s'est atténuée à 3.5% en rythme annualisé c.4.2% au trimestre précédent. Après un mois de septembre un peu mitigé, l'activité semble se modérer davantage en octobre.

La hausse des revenus a ralenti en septembre, entraînant un recul du taux d'épargne et un tassement de la consommation des ménages. La progression de la production industrielle s'est également modérée ainsi que l'activité immobilière. Les créations d'emplois ont été fortes et le taux de

chômage s'est stabilisé à 3.7%. Ceci explique que les indices de confiance restent au plus haut depuis l'an 2000. En octobre, la hausse mensuelle du salaire horaire n'a atteint que 0.2% c. 0.3% en septembre mais, sur un an, la progression atteint 3.1% c.2.8%. Pourtant, l'inflation sur un an s'est atténuée de 2.7% à 2.3% et elle est restée à 2.2% hors alimentation et énergie. Selon les indices des directeurs d'achat d'octobre, l'expansion de l'activité s'est modérée dans l'industrie et dans les services.

USA- Données mensuelles	Oct-18	Sep-18	Aug-18	Jul-18
Consommation Ménages (%m/m,sa)	-	0.4	0.5	0.5
Ventes de détail (% m/m, sa)	-	0.4	0.0	0.5
Revenus (% m/m, sa)	-	0.2	0.4	0.3
Taux d'épargne (%)	-	6.2	6.4	6.5
Taux de chômage (%)	3.7	3.7	3.9	3.9
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	250	118	286	165
Permis de construire (millions)	-	1.27	1.25	1.30
Mise en chantiers (millions)	-	1.20	1.27	1.18
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.55	0.59	0.60
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	213.7	213.8
Inflation (% m/m, sa)	-	0.1	0.2	0.2
Production industrielle (% m/m, sa)	-	0.3	0.4	0.3
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	0.7	4.7	-1.2
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	137.9	135.3	134.7	127.9
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	57.7	59.8	61.3	58.1
Indice directeurs d'achats Services (%)	60.3	61.6	58.5	55.7
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	0.5	0.4	0.7

Indices ISM : amorce de repli à partir d'un haut niveau.



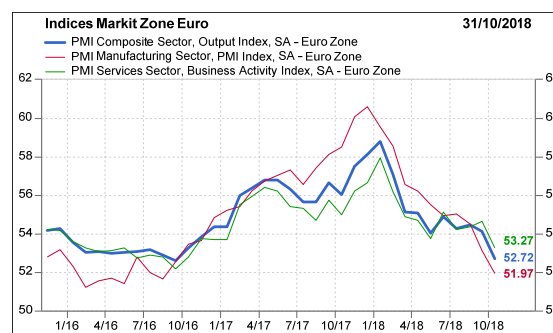
Zone Euro : le rythme de croissance a diminué au cours du 3^{ème} trimestre et au mois d'octobre.

La croissance au 3^{ème} trimestre a été ramenée à 0.8% en rythme annualisé c.1.6% au trimestre précédent. L'expansion de l'activité a continué à ralentir en octobre.

Les ventes de détail ont stagné en septembre. Les indices de sentiment ont encore reculé. Pourtant, le

taux de chômage s'est stabilisé. L'inflation s'est redressée de 2.1% à 2.2% sur un an et de 0.9% à 1.1% hors alimentation et énergie. La production industrielle s'était redressée en août mais, depuis, selon les directeurs d'achat, le rythme de progression de l'activité ralentit dans l'industrie et les services.

EUROZONE - Données mensuelles	Oct-18	Sep-18	Aug-18	Jul-18
Ventes de détail (%m/m, sa) ex autos	-	0.0	0.3	-0.6
Taux de chômage (%)	-	8.1	8.1	8.1
Inflation (% a/a)	2.0	2.1	2.0	2.1
Production industrielle (% a/a)	-	-	0.9	0.3
Indice Confiance Consommateur (% bal)	-2.7	-2.9	-1.9	-0.5
Indice de Sentiment Economique	109.8	110.9	111.6	112.1
Indice IFO (2000=100)	104.1	105.3	105.3	104.6
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-24.7	-10.6	-13.7	-24.7
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.0	53.2	54.6	55.1
Indice directeurs d'achats Services (%)	53.7	54.7	54.4	54.2



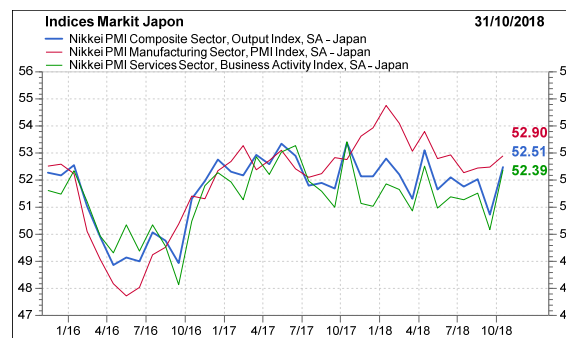
Japon : l'activité semble s'être redressée en octobre après un mois de septembre ralenti par des typhons.

Après quelques hésitations cet été, le rythme de l'expansion s'est redressé en octobre.

La hausse des ventes de détail a ralenti en septembre du fait d'une quasi-stagnation des revenus des ménages. La production industrielle a rechuté. Le taux de chômage a reflué mais l'indice de confiance des consommateurs est resté stable. L'inflation totale

JAPON - Données mensuelles	Oct-18	Sep-18	Aug-18	Jul-18
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	2.1	2.8	1.5
Taux de chômage (%)	-	2.3	2.4	2.5
Revenus (% a/a)	-	0.1	4.5	-0.7
Inflation (% a/a)	-	1.2	1.3	0.9
Production industrielle (% m/m)	-	-1.1	0.2	-0.2
Indices des indicateurs avancés	-	-0.6	0.6	-0.8
Indice de Confiance des Consommateurs	43.0	43.4	43.3	43.5
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	-0.6	0.6	-0.8
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.9	52.5	52.5	52.3
Indice directeurs d'achats Services(%)	52.4	50.2	51.5	51.3

est passée de 1.3% à 1.2% et de 0.2% à 0.1% hors alimentation et énergie. Les indices des directeurs d'achat montrent un redressement du rythme d'expansion en octobre, léger dans l'industrie et plus marqué dans les services mais ce rebond est peut-être consécutif à l'impact dépressif des typhons qui ont touché le pays en septembre.



Pays émergents : la croissance déçoit en Chine mais accélère dans les autres BRIC.

Les révisions des perspectives de croissance des pays émergents pour 2018 ou 2019 sont modestes mais plutôt orientées à la baisse. En octobre, le rythme d'expansion de l'activité dans les BRIC a évolué assez diversement, avec une faiblesse en Chine, un redressement au Brésil et une accentuation de la croissance en Russie et en Inde.

Au Brésil, les tendances restent mitigées. Les ventes de détail ont rebondi en août et le taux de chômage a reculé en septembre. Mais la production industrielle a rechuté et le recul de l'inflation s'est interrompu. Selon les indices des directeurs d'achat, la croissance de l'activité s'est accentuée dans l'industrie et a repris dans les services. La victoire du candidat d'extrême droite aux élections présidentielles a été saluée par les marchés qui apprécient le programme libéral de son ministre de l'économie. Mais la mise en œuvre des réformes ne sera pas aussi simple.

En Russie, le rythme d'expansion de l'activité accélère sensiblement. En septembre, la hausse des ventes de détail s'était atténuée ainsi que celle de la production industrielle mais le taux de chômage avait baissé. L'inflation s'est redressée. Mais les derniers indices des directeurs d'achat montrent un net rebond de l'expansion dans l'industrie et dans les services.

En Inde, l'activité semble accélérer à nouveau. L'inflation s'est redressée. La hausse de la production industrielle en août avait été moins soutenue mais les indices des directeurs d'achat d'octobre montrent un rebond plus sensible du rythme d'expansion de l'activité, dans l'industrie comme dans les services.

En Chine, la croissance au 3^{ème} trimestre a baissé à 6.5% sur un an c. 6.7% au trimestre précédent.

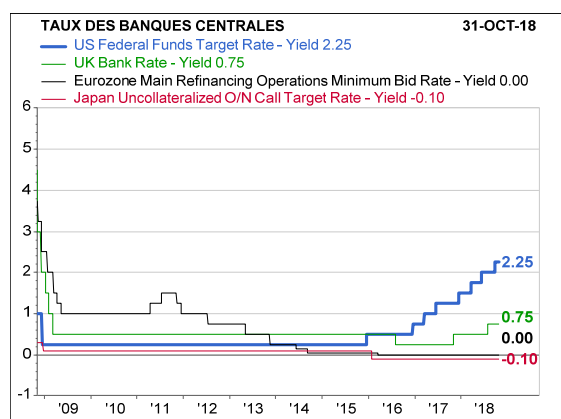
Croissance économique (consensus Bloomberg) et révision mens.						
Var. sur 1 an	2017	Rév.	2018	Rév.	2019	Rév.
Brésil	1.0%	-	1.4%	-0.1%	2.3%	-0.1%
Russie	1.5%	-	1.8%	-	1.5%	-
Inde	6.3%	-	7.5%	0.1%	7.4%	-
Chine	6.9%	-	6.6%	-	6.2%	-0.1%
Emergents	4.6%	-	4.8%	-	5.0%	-0.1%

L'activité continue à marquer le pas après un mois de septembre assez satisfaisant grâce à la hausse des ventes de détail, du crédit et des exportations alors que la croissance de la production industrielle s'est tassée. L'inflation s'est redressée. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion a ralenti en octobre dans les services alors que l'activité stagne dans l'industrie.

BRIC- Données mensuelles		Oct-18	Sep-18	Aug-18	Jul-18
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	4.1	-1.0
	Taux Chômage (%)	-	11.9	12.1	12.3
	Inflation (IPCA, % a/a)	4.6	4.5	4.2	4.5
	Production Industrielle (%a/a)	-	-2.0	1.7	4.1
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.1	50.9	51.1	50.5
	Indice directeurs d'achats Services(%)	50.5	46.4	46.8	50.4
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	2.2	2.8	2.5
	Taux Chômage (%)	-	4.5	4.6	4.7
	Inflation (% a/a)	3.5	3.4	3.1	2.5
	Production Industrielle (% a/a)	-	2.1	2.7	3.9
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.3	50.0	48.9	48.1
	Indice directeurs d'achats Services(%)	56.9	54.7	53.3	52.8
Inde	Inflation (% a/a)	-	3.8	3.7	4.2
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	4.3	6.5
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	53.1	52.2	51.7	52.3
	Indice directeurs d'achats Services(%)	52.2	50.9	51.5	54.2
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	9.2	9.0	8.8
	Inflation (% a/a)	-	2.5	2.3	2.1
	Production Industrielle (% a/a)	-	5.8	6.1	6.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.1	50.0	50.6	50.8
Indice directeurs d'achats Services(%)	50.8	53.1	51.5	52.8	

Marchés de taux d'intérêt : évolutions des taux longs assez contrastées.

Les investisseurs s'attendent à une 4^{ème} hausse des taux de la FED en décembre malgré le tassement de l'activité car la hausse des salaires sur un an s'est amplifiée. Pour 2019, les anticipations sont moins tranchées.



Les taux longs ont évolué diversement. La bonne santé de l'économie américaine a poussé les taux longs américains qui ont atteint 3.25% avant de refluer un peu. En Europe, les taux allemands ou français ont bénéficié des incertitudes alors que les taux périphériques, italiens principalement, se tendaient à nouveau. Le gouvernement italien compte maintenir son projet de budget malgré l'avis négatif de la Commission Européenne mais les agences de notation n'ont pas été très sévères dans leurs révisions, ce qui a rassuré les marchés.

Les emprunts d'Etat en zone euro ont reculé en moyenne de 0.1%, les moins bien notés de 0.4%. Ceux des pays les mieux notés ont gagné 0.5%. Les obligations américaines ont été stables en dollar et ont progressé en euro de 2.6%. Les obligations émergentes ont encore regagné 0.6%.

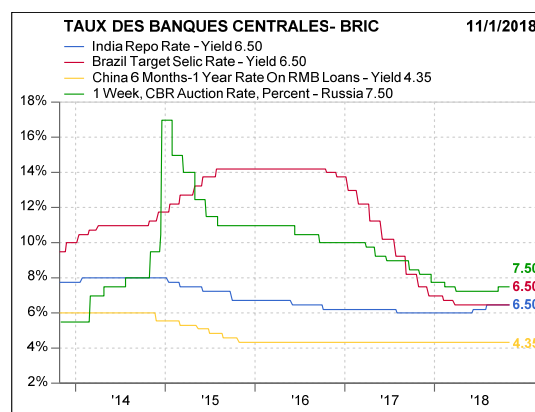
Nous envisageons toujours une poursuite de la remontée graduelle des taux longs d'ici à 6 mois, en direction de 3.35% aux Etats-Unis et de 0.65% en Allemagne.

Le compartiment du crédit (obligations privées) s'est moins bien comporté. Les obligations Investment Grade américaines ont perdu 1.8% en \$ et ont gagné 0.6% en euros, celles à Haut Rendement ont reculé de 2.4% en \$ et ont été stables en euros. Le compartiment du crédit européen a été assez maussade avec une baisse de -0.3% pour la catégorie Investissement Grade et -1% pour le haut rendement.

La tendance des produits obligataires souverains reste baissière en Europe, neutre à positive aux USA (en \$ ou en €) Celle des obligations émergentes reste baissière en dollar et neutre en euros.

La BCE a maintenu son statu quo et la réduction progressive de ses achats d'actifs. Sa 1^{ère} hausse des taux est prévue à l'été 2019.

Dans les pays émergents, les Banques Centrales des BRIC n'ont pas modifié leur politique monétaire.

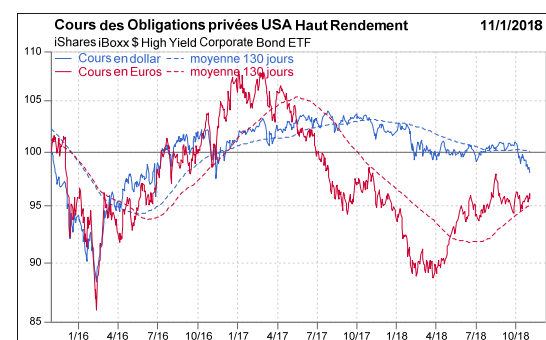
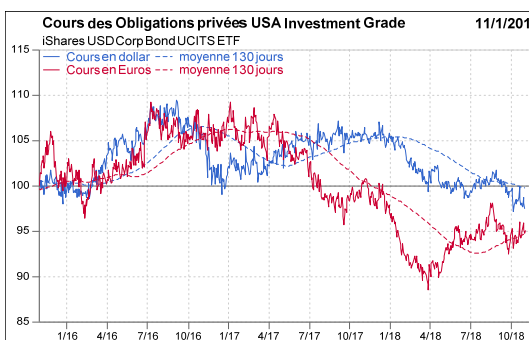
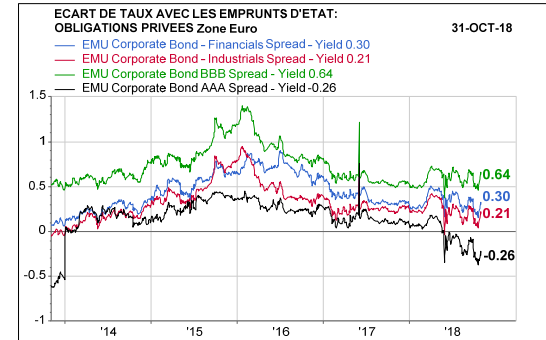
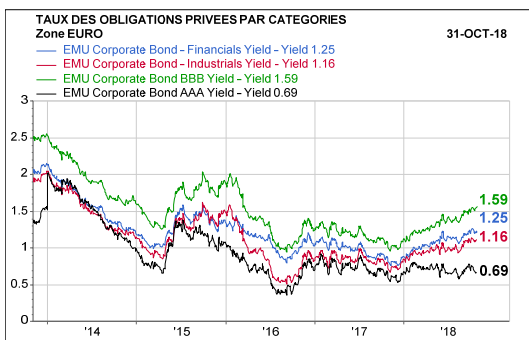
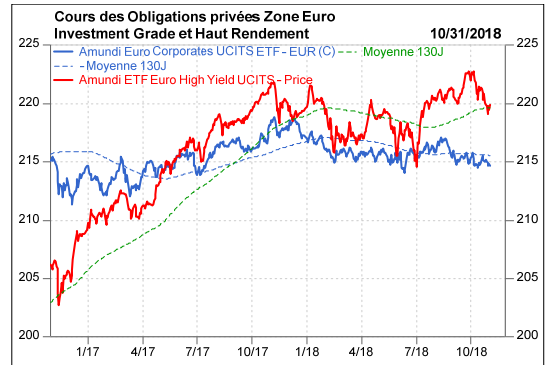
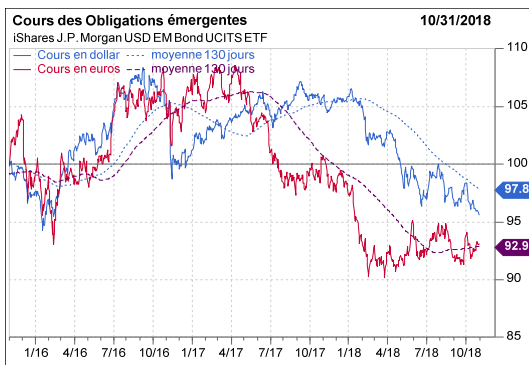
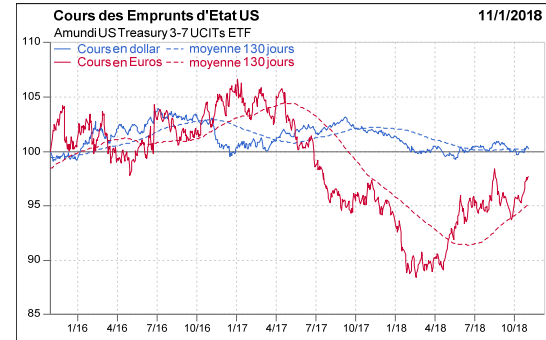
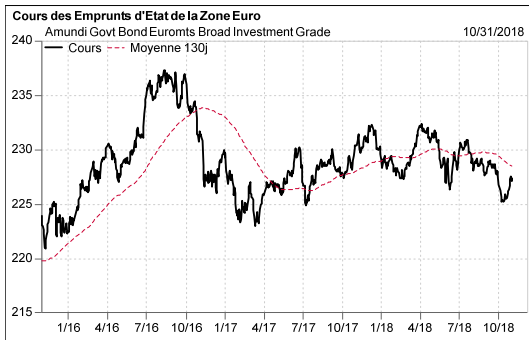
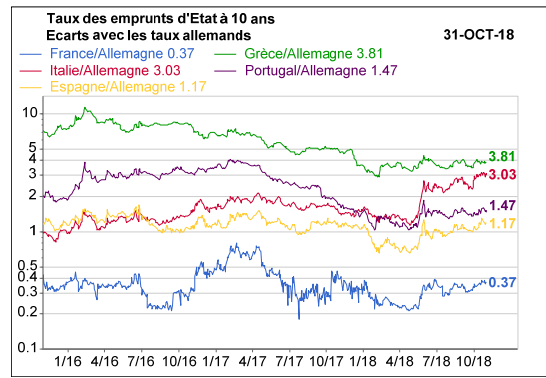
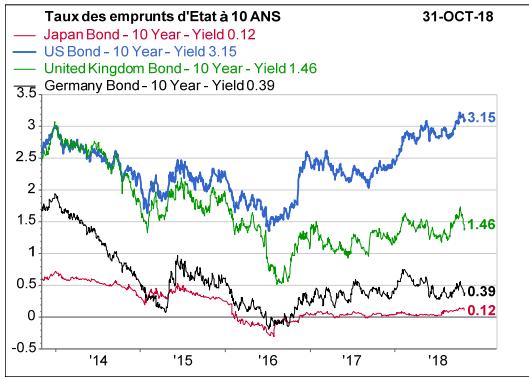


Taux à 10 ans	Données au 10/31/2018	Taux fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis		3.15	0.10	0.17
Allemagne		0.39	-0.08	-
France		0.76	-0.05	0.03
Espagne		1.56	0.05	0.13
Italie		3.42	0.24	0.32
Portugal		1.88	0.01	0.08
Grèce		4.21	0.07	0.15
Royaume-Uni		1.46	-0.10	-0.03
Japon		0.12	0.00	0.08
Suisse		-0.02	-0.05	0.02

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX				
31/10/18	Var. Mois	Var. Trimest.	Var. Année	
Emprunts d'Etats Zone Euro	-0.1%	-0.1%	-0.8%	
- les mieux notés	0.5%	0.5%	1.0%	
- les moins bien notés	-0.4%	-0.4%	-1.4%	
- durée 1 à 3 ans	0.0%	0.0%	-0.9%	
-durée plus de 10 à 15 ans	-0.5%	-0.5%	-1.6%	
Emprunts d'Etats USA (\$)	0.1%	0.1%	-1.2%	
Emprunts d'Etats USA (eur)	2.6%	2.6%	4.7%	
Obligations émergentes (eur)	0.6%	0.6%	-1.3%	
Obligations privées Euro Inv.Grade	-0.3%	-0.3%	-1.1%	
Obligations privées Euro Haut Rendt	-1.0%	-1.0%	0.1%	
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-1.8%	-2.0%	-7.6%	
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-2.4%	-2.4%	-3.3%	
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	0.6%	0.5%	-2.0%	
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	0.0%	0.0%	2.4%	

La tendance des obligations privées est neutre (Investment Grade) ou hésitante (haut rendement) en Europe. Elle est négative aux Etats-Unis en dollar mais positive en euros.

Les performances sur l'année restent décevantes.

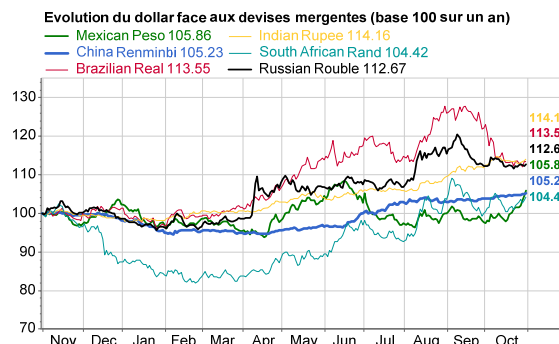
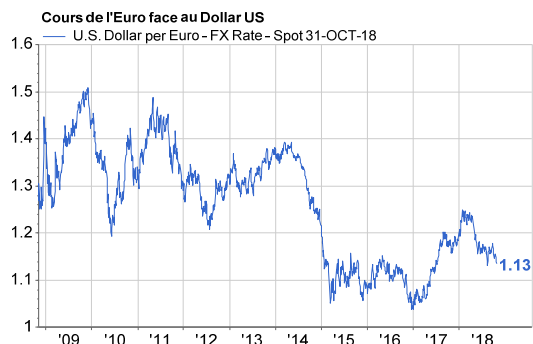


Marchés des changes et des Matières Premières : affaiblissement général de l'euro.

Sur le marché des changes, le dollar s'est apprécié de 2.5% face à l'euro, le yen de 3.2% alors que le franc suisse a reculé de 0.5%.

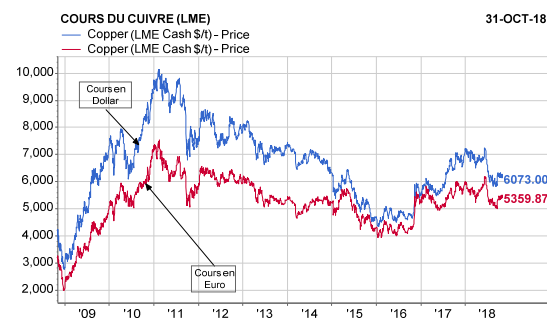
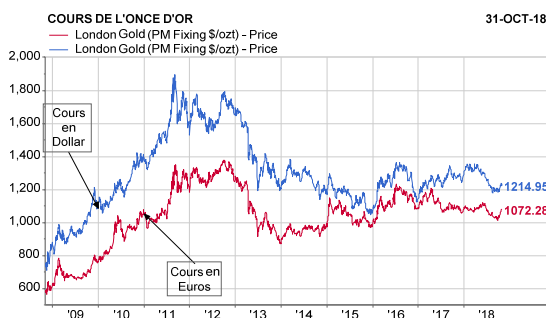
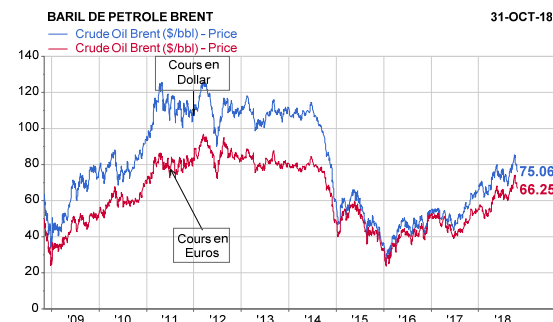
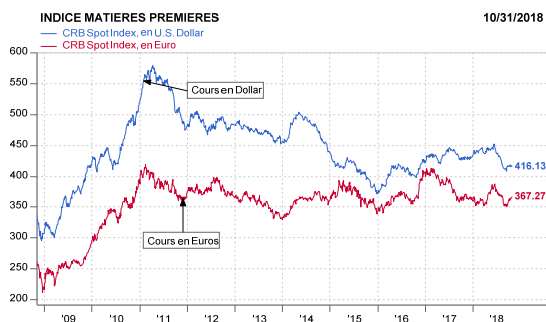
Parallèlement, presque toutes les devises émergentes ont continué leur redressement. Nous maintenons notre conseil de couvrir au niveau actuel des positions en dollar contre une baisse face à l'euro.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/10/18	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.13	2.5%	2.5%	6.0%
JPY - Japan Yen	127.88	3.2%	3.2%	5.8%
CHF - Swiss Franc	1.14	-0.5%	-0.5%	2.7%
GBP - Sterling.	0.89	0.4%	0.4%	0.1%
BRL - Brazilian Real	4.21	10.2%	10.2%	-5.4%
RUB - Russian Rouble	74.49	2.1%	2.1%	-7.2%
INR - Indian Rupee	83.78	0.5%	0.5%	-8.5%
CNY-Chine Renminbi	7.90	1.1%	1.1%	-1.0%



Le repli des cours des matières premières s'est poursuivi sauf pour l'or et les produits agricoles. Les cours du pétrole ont fortement reculé à l'annonce des sanctions imposées à l'Iran par les Etats-Unis qui autorisent finalement les exportations de pétrole vers la Chine, l'Inde, la Corée du Sud ou le Japon. Ceci a apaisé sensiblement les craintes de réduction de l'offre qui faisaient monter les cours depuis quelques semaines. Les incertitudes sur la croissance des pays émergents ont continué à peser sur les cours des métaux industriels.

Matières Premières - Variation des cours				
au 31/10/18	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Indice GS commo	-6.2%	3.1%	-3.8%	9.3%
Pétrole Brent: 75.06\$	-9.3%	12.5%	-7.0%	19.2%
Produits Agricoles	1.1%	-1.8%	3.7%	4.1%
Once d'or: 1214.95\$	2.3%	-5.9%	4.9%	-0.3%
Métaux industriels	-5.1%	-16.7%	-2.7%	-11.8%



Résultats des entreprises, évolutions des secteurs européens.

A ce jour, 83% des sociétés du S&P500 ont publié leurs résultats trimestriels, **en hausse de 27% sur un an, dépassant les attentes de 6.7% pour 78% d'entre elles.** Pour le chiffre d'affaires, les données respectives sont +9.8% sur un an, dépassant les attentes de 1.5% pour 61% des sociétés.

En Europe, seulement 57% des sociétés du Stoxx600 ont publié **leurs résultats, en hausse de 18.8% et supérieurs aux attentes de 0.9% pour 43% d'entre elles.** Pour le chiffre d'affaires, les données respectives sont +8.6% sur un an, dépassant les attentes de 0.8% pour 54% des sociétés.

Ces informations illustrent la meilleure tenue de la rentabilité et de l'activité des sociétés américaines. De plus, ces bons chiffres publiés tranchent avec les fortes baisses que les valeurs ont parfois enregistrées, même quand les résultats étaient très bons. Il y a une explication à cela : toute indication prévisionnelle du management sur une hausse des coûts, une baisse des marges ou un ralentissement de l'activité a été durement sanctionnée. Et les sanctions tendent à être plus fortes quand le marché dans son ensemble est en proie aux doutes.

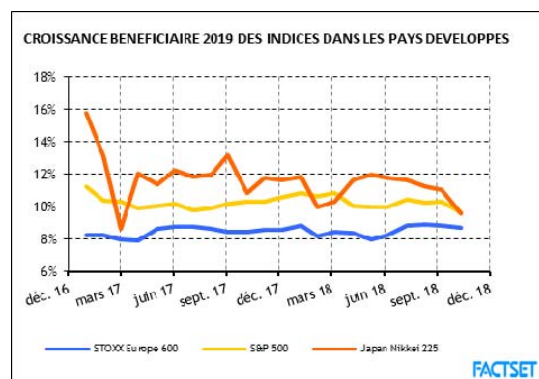
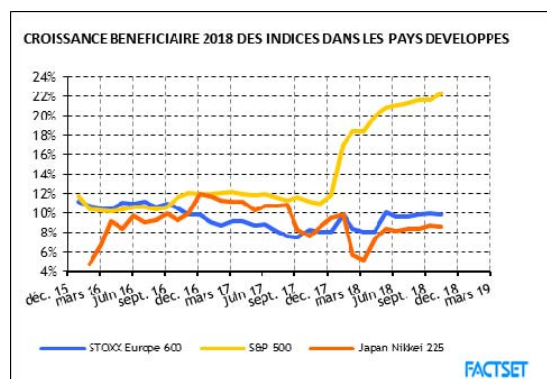
Les estimations de résultats ont été révisées en hausse pour 2018 et 2019 aux Etats-Unis, en Europe et en baisse au Japon et pour les grandes valeurs de la zone Euro. La croissance bénéficiaire attendue **en 2019 marque un petit recul.**

Désormais, pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 s'établit à +22.3% c. +21.6% en septembre, et pour 2019, à +9.6% c. +10.4% en septembre.

Pour le Stoxx600, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 a été abaissée à 9.9% contre 10.1% en septembre. Pour 2019, elle a été abaissée à 8.7% contre à 8.9%.

Au Japon, les perspectives de croissance bénéficiaire ont été maintenues à +8.7% pour 2018 et abaissées à +9.6% c. 10.9% pour 2019.

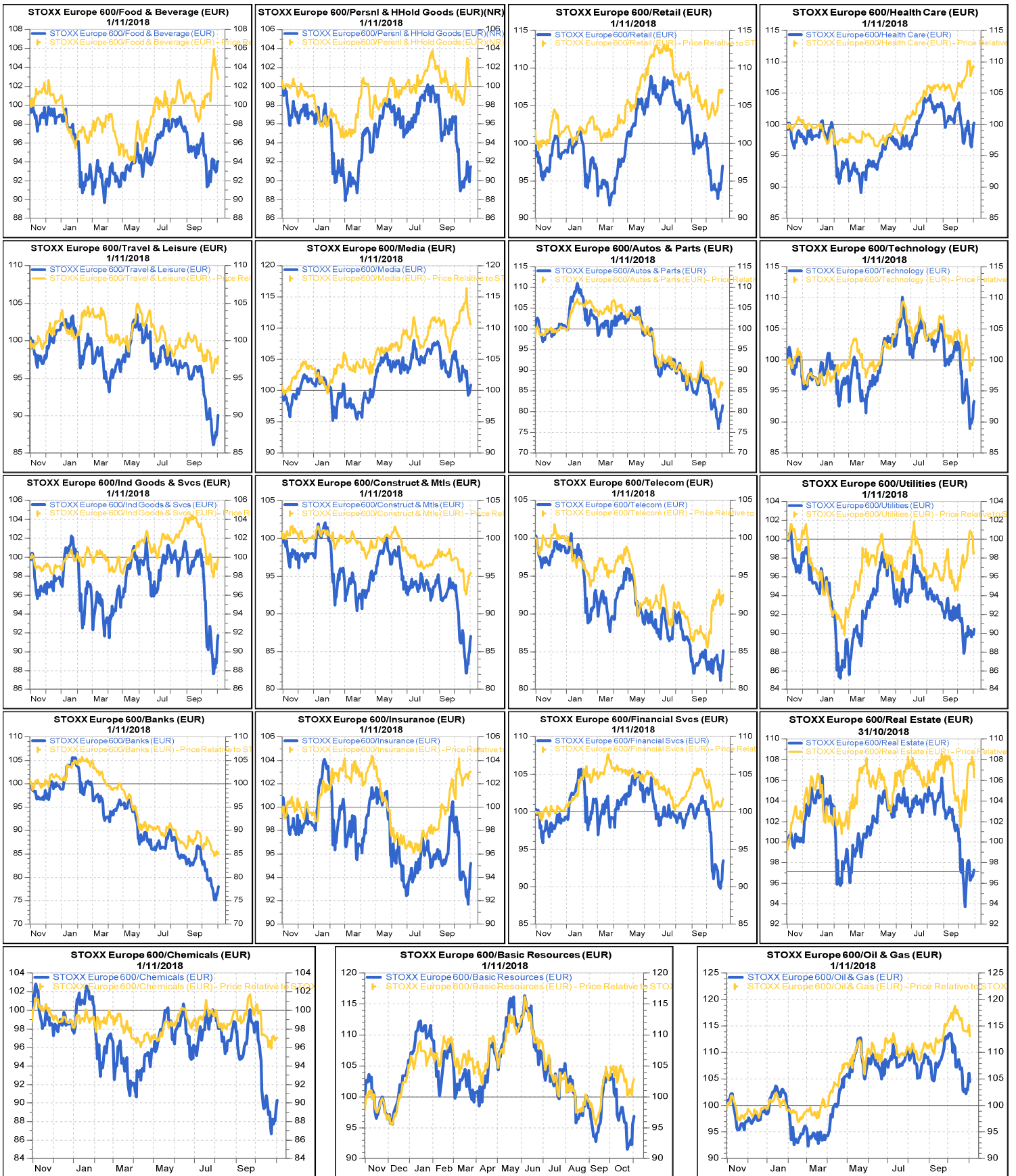
Consensus FactSet au 31/10/18	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations		Var. annuel. des résultats par action (médian)	
	2018(e)	2019(e)	2018(e)	2019(e)	2018(e)	2019(e)
EuroStoxx 50	5.8%	10.8%	-0.2%	-0.2%	6.2%	13.1%
Stoxx600 Europe	9.9%	8.7%	0.2%	0.1%	8.1%	8.6%
CAC 40	11.2%	9.2%	0.4%	0.0%	8.9%	7.9%
S&P 500	22.3%	9.6%	0.6%	0.0%	20.0%	9.8%
Nikkei 225	8.7%	9.6%	0.0%	-1.4%	16.3%	8.2%



Révisions des bénéfices nets par action pendant les six derniers mois (moyenne 2018 et 2019)

Indice mise à jour le 31/10/18	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 30/09/18	Révision sur un mois au 31/08/18	Révision sur un mois au 31/07/18	Révision sur un mois au 30/06/18	Révision sur un mois au 31/05/18	Révision sur un mois au 30/04/18
Pétrole et Gaz	4.8	1.7	0.7	2.7	5.3	10.2	5.2
Services financiers	2.7	0.5	-1.4	0.1	-1.9	-1.2	1.9
Immobilier	1.5	1.3	4.3	1.7	0.8	2.5	-0.2
Technologie	0.6	-0.2	0.2	-0.7	0.4	-0.3	0.2
Produits de base	0.3	1.0	0.9	-0.1	0.8	4.7	2.3
Santé	0.0	1.2	0.9	0.6	-0.7	1.8	-0.3
Distribution	-0.1	0.2	-1.5	0.0	0.5	0.2	0.7
Service Publics	-0.1	-6.7	-0.3	-0.1	-0.4	0.7	0.5
Assurance	-0.2	0.5	-0.8	-1.0	0.1	0.7	0.3
Télécommunications	-0.9	-0.7	-0.5	-1.5	-1.3	0.2	-1.5
Biens et Serv. Industriels	-0.9	0.1	-0.6	-0.1	-1.0	0.6	-0.3
Biens de Conso.non cycl.	-0.9	0.6	-0.2	0.9	-0.5	-0.4	0.0
Banques	-1.0	0.8	0.1	-0.8	-1.1	0.5	-1.1
Construction & matériaux	-1.7	-0.2	0.4	-1.7	-0.5	-0.2	0.6
Media	-1.8	1.0	0.0	-1.1	1.1	-0.6	-0.5
Alimentation/boissons	-2.1	0.0	0.6	-0.2	-0.9	1.9	-0.5
Chimie	-2.6	0.2	0.4	-0.6	-0.2	1.4	-1.7
Tourisme-Loisirs	-3.4	-0.9	0.1	-0.7	-0.6	-1.3	0.2
Automobile	-3.5	-1.7	-1.5	0.4	-0.5	0.0	-0.1

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



Source FactSet

Au niveau des secteurs du Stoxx 600 Europe, les estimations bénéficiaires ont été à nouveau revues en hausse pour les trois secteurs les plus relevés depuis 6 mois (Pétrole, Immobilier, Produits de Base) puis pour les secteurs Services Financiers et la Technologie.

A l'inverse, les estimations des secteurs Automobile, Tourisme/Loisirs, Chimie, Alimentation, Media et Construction/Matériaux ont été révisées en baisse sensible.

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/10/18	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	-5.6%	-7.1%	8.8	9.1	14.0	-0.3	-0.3			
Télécommunications	0.0%	-14.6%	-5.0	6.5	14.2	-0.8	-0.7	3.0%	= ↗	-
Alimentation/boissons	-2.1%	-5.0%	4.8	11.0	20.9	-2.8	-1.4	5.5%	=	=
Service Publics	-2.2%	-5.1%	-2.8	4.1	14.0	1.2	-1.1	3.7%	=	=
Santé	-2.4%	1.7%	4.2	8.0	17.5	0.6	-0.5	13.2%	+	+ ↗
Immobilier	-4.0%	-7.4%	7.0	5.9	18.0	1.6	0.1	1.9%	=	=
Assurance	-4.1%	-3.8%	15.0	9.3	10.8	-0.6	0.2	6.0%	+	+ ↗
Distribution	-4.8%	-3.0%	8.1	11.1	18.8	0.0	0.2	2.6%	= ↗	=
Media	-4.9%	-0.7%	7.0	6.8	16.2	-1.1	-2.2	2.3%	+	+
Biens de Conso.non cycl.	-5.6%	-8.0%	7.9	8.6	18.7	-0.7	-0.7	8.3%	=	=
Pétrole et Gaz	-5.9%	7.8%	44.2	15.8	12.3	4.0	7.1	5.0%	=	+
Produits de base	-7.1%	-9.9%	14.5	-1.3	9.2	0.3	0.5	3.0%	=	=
Services financiers	-7.3%	-6.5%	-9.5	4.1	15.4	7.3	-1.5	2.1%	=	+
Automobile	-7.5%	-19.5%	-4.4	9.6	7.0	-3.4	-3.6	3.0%	-	=
Construction & matériaux	-7.6%	-11.6%	9.7	16.6	15.9	-2.1	-1.4	3.0%	=	-
Chimie	-8.0%	-8.2%	3.0	5.9	14.9	-2.2	-3.0	4.0%	=	=
Tourisme-Loisirs	-8.2%	-13.2%	-0.2	5.1	12.0	-2.6	-4.4	1.7%	=	=
Banques	-8.2%	-21.8%	14.2	7.5	9.4	-1.3	-0.7	11.7%	=	=
Technologie	-8.7%	-3.4%	12.8	16.1	20.9	1.8	-0.8	4.6%	=	+
Biens et Serv. Industriels	-9.3%	-6.3%	7.1	14.3	17.6	-0.8	-0.8	12.0%	= ↘	= ↘

La forte correction de l'indice européen s'est accompagnée d'une dégradation généralisée des tendances sectorielles qui sont toutes baissières. Les plus forts replis ont touché des secteurs cycliques (Industrie, Chimie, Automobile, Produits de Base, Construction, Tourisme) mais aussi des secteurs de croissance bien valorisés comme la Technologie ou le Luxe. Enfin des secteurs financiers ont subi les contrecoups de la situation italienne.

Les rotations sectorielles ont favorisé les secteurs défensifs. Ainsi, les secteurs Media, Alimentation & Boissons et Télécommunications ont retrouvé une

tendance relative positive, comme l'avaient déjà les secteurs Santé, Assurance et Pétrole & Gaz.

Les secteurs Services Publics, Biens de Consommation non Cycliques et Immobilier sont repassés d'une tendance relative négative à neutre.

A l'inverse, le secteur Services Financiers et la Chimie sont passés d'une tendance relative positive à neutre.

Enfin, la tendance relative des secteurs Technologie, Biens et Services Industriels et Construction & Matériaux est devenue négative comme l'était déjà celle des secteurs Automobile, Distribution, Banques et Tourisme & Loisirs.

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

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

Evolution des marchés actions et des valorisations : une correction justifiée ?

Après avoir été hésitantes pendant plusieurs mois, les Bourses ont connu un repli sensible, légèrement atténué par un rebond lors des dernières séances du mois d'octobre.

La correction a commencé avec la hausse des taux longs américains qui avait fait reculer les grandes valeurs les mieux valorisées, particulièrement les technologiques ou le luxe. Par la suite, les messages de prudence, délivrés par les entreprises les plus sensibles à l'activité économique et au ralentissement du commerce mondial, ont inquiété les investisseurs.

Tous les marchés ont fortement baissé mais ceux des pays émergents et du Japon ont plus souffert que ceux d'Europe et des Etats-Unis. Comme au mois dernier, le Brésil a fait exception, le résultat des

élections présidentielles ayant enthousiasmé les investisseurs.

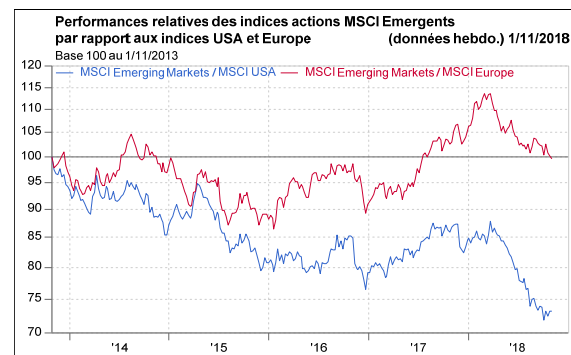
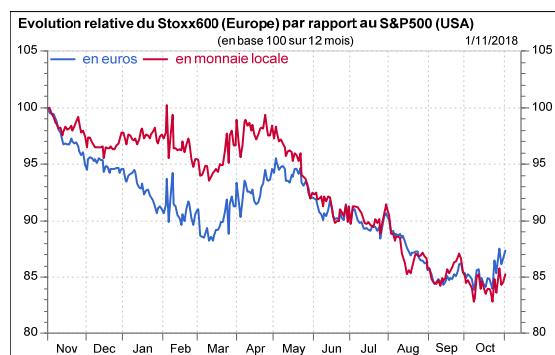
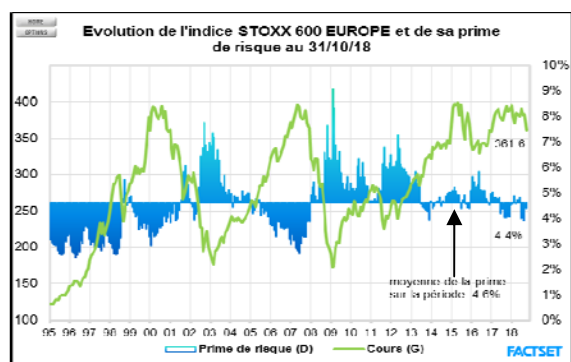
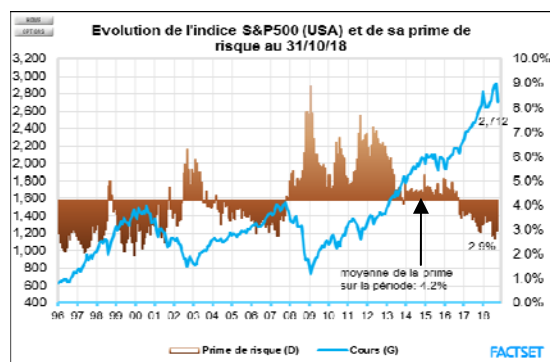
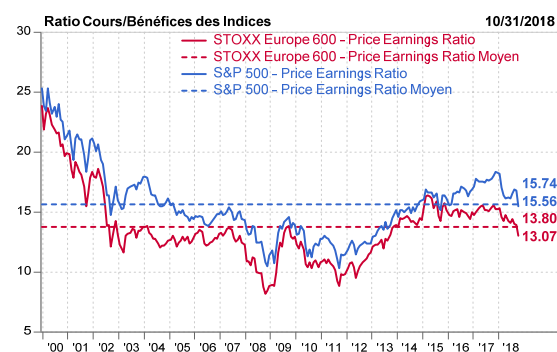
INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 31/10/18	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
MSCI The World Index	-5.1%	-5.1%	1.9%
MSCI USA	-4.7%	-4.7%	7.5%
MSCI Europe	-5.4%	-5.4%	-7.0%
MSCI Japan	-6.2%	-6.2%	-3.2%
MSCI EM (Emerging Markets)	-6.5%	-6.5%	-12.5%
MSCI Asia Pacific ex Japan	-8.0%	-8.0%	-12.2%
MSCI EM Latin America	6.0%		
MSCI EM Eastern Europe	-3.9%	-3.9%	-1.4%
MSCI Brazil	20.7%	20.7%	6.7%
MSCI Russia	-2.9%	-2.9%	5.4%
MSCI India	-4.8%	-4.8%	-12.1%
MSCI China	-9.3%	-9.3%	-16.4%

La valorisation des marchés actions a baissé de 7.7% aux Etats-Unis, avec un PER à 15.5 (c. 16.9) alors que les estimations de bénéfice par action à 12 mois progressaient de 0.8%. **En Europe, elle a diminué avec un recul du PER de 6.5%** (de 14 à 13.1) quand les bénéfices estimés étaient relevés de 0.9%.

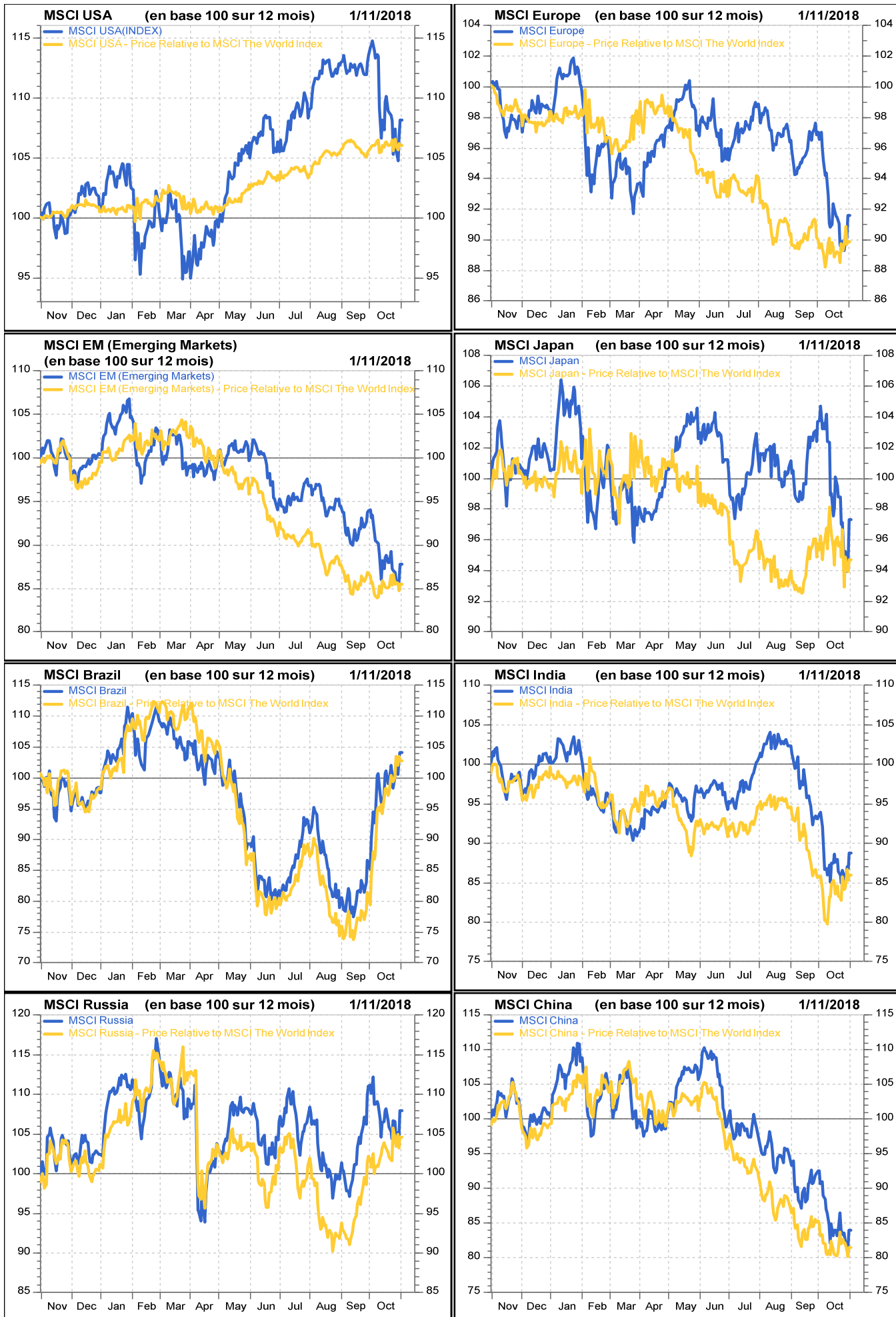
Les valorisations des indices américains et européens, en repli par rapport au début de l'année, sont repassées sous leurs moyennes historiques.

Parallèlement, la prime de risque est remontée de 2.6 à 2.9% pour les actions américaines, et de 3.9 à 4.4 % pour les actions européennes.

Tout ceci traduit bien une perte de confiance des investisseurs dépassant l'ampleur de la dégradation réelle de l'activité ou des résultats des entreprises.
































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



Source FactSet

VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 31/10/18

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		361.61	-5.63%	-5.63%	-7.08%	13.9 x	12.7 x	9.9%	8.7%	3.7%
DJ Stoxx 50		2947.71	-3.92%	-3.92%	-7.24%	13.7 x	12.6 x	12.4%	9.0%	4.2%
DJ Euro Stoxx 50		3197.51	-5.93%	-5.93%	-8.75%	13.4 x	12.1 x	5.8%	10.8%	3.8%
DJ Stoxx Large 200		361.05	-5.24%	-5.24%	-7.35%	13.5 x	12.4 x	11.3%	9.0%	3.9%
DJ Stoxx Mid 200		450.50	-6.88%	-6.88%	-5.38%	14.4 x	13.3 x	2.7%	8.0%	3.4%
DJ Stoxx Small 200		273.91	-7.21%	-7.21%	-7.99%	16.7 x	15.5 x	11.4%	8.0%	3.2%
Dow Jones (US)		25115.76	-5.07%	-5.07%	1.60%	16.0 x	14.6 x	24.4%	9.5%	2.3%
S&P 500 (US)		2711.74	-6.94%	-6.94%	1.43%	17.3 x	15.8 x	22.3%	9.6%	1.9%
NASDAQ Composite (US)		7305.90	-9.20%	-9.20%	5.83%	22.1 x	19.7 x	23.0%	12.2%	1.1%
Russell 2000 (US)		1511.41	-10.91%	-10.91%	-1.57%	4.5 x	3.4 x	166.4%	32.7%	1.3%
Nikkei 225 (JP)		21920.46	-9.12%	-9.12%	-3.71%	15.7 x	14.4 x	8.7%	9.6%	2.0%
TOPIX 500 (JP)		14.59	-8.83%	-8.83%	-9.60%	12.5 x	11.9 x	8.9%	4.4%	2.4%
CAC 40		5093.44	-7.28%	-7.28%	-4.12%	14.0 x	12.8 x	11.2%	9.2%	3.3%
SBF 120		4074.90	-7.23%	-7.23%	-4.15%	14.7 x	13.4 x	14.7%	10.3%	3.2%
SBF 250		4000.61	-7.28%	-7.28%	-4.39%	14.8 x	13.4 x	15.3%	10.6%	3.2%
CAC Mid 60		13118.15	-7.51%	-7.51%	-9.96%	19.0 x	16.4 x	97.3%	16.1%	2.7%
CAC Small		11187.27	-9.92%	-9.92%	-16.54%	20.4 x	15.9 x	57.6%	28.6%	2.5%
DAX Price Return (DE)		5273.14	-6.53%	-6.53%	-13.87%	11.9 x	10.8 x	-3.0%	10.2%	3.4%
SMI (CH)		9022.16	-0.72%	-0.72%	-3.83%	16.3 x	14.8 x	32.9%	9.8%	3.5%
Ibex 35 (ES)		8893.50	-5.28%	-5.28%	-11.45%	11.8 x	10.9 x	3.6%	8.8%	4.5%
FTSE MIB		21584.85	-10.27%	-10.27%	-17.75%	11.4 x	10.0 x	44.6%	13.4%	4.1%
FTSE 100 (GB)		7128.10	-5.09%	-5.09%	-7.28%	12.6 x	11.7 x	15.9%	8.0%	4.7%
CECE Index (EUR. EST)		1673.32	-4.48%	-4.48%	-12.21%	11.1 x	10.7 x	-6.1%	4.2%	3.4%
RTS Interfax (Russie)		1126.21	-5.52%	-5.52%	-2.44%	5.2 x	5.1 x	25.3%	2.0%	6.9%
SSE Composite Index - Price		2602.78	-7.75%	-7.75%	-21.30%	14.4 x	12.1 x	18.8%	18.8%	2.0%
Sensex 30 (IN)		34442.05	-4.93%	-4.93%	1.13%	21.4 x	17.0 x	13.8%	25.8%	1.4%
Bovespa (BR)		87423.55	10.19%	10.19%	14.43%	13.3 x	10.9 x	38.5%	21.5%	3.6%
Merval Bench (AR)		29491.11	-11.87%	-11.87%	-1.94%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		43942.55	-11.23%	-11.23%	-10.97%	15.1 x	13.2 x	21.4%	13.9%	2.9%

Source Factset

Stratégie d'investissement : un potentiel de hausse des actions retrouvé mais plus limité.

Comme en début d'année, la correction a commencé avec la hausse des taux longs américains. Par la suite, les messages de prudence, délivrés par les entreprises les plus sensibles à l'activité économique et au ralentissement du commerce mondial, ont inquiété les investisseurs. Enfin, après avoir mieux analysé les raisons de la correction, les investisseurs en ont conclu qu'il y avait eu un excès de baisse des cours et ont commencé à racheter des actions. Un apaisement des tensions commerciales avec la Chine et le repli des cours du pétrole ont eu un effet d'entraînement supplémentaire et plus récemment, l'issue des élections américaines a apporté également un soulagement.

La croissance mondiale connaît un petit ralentissement, essentiellement dans l'industrie, mais il est très inégal selon les pays. L'expansion reste vigoureuse aux Etats-Unis. La principale menace pour l'année 2019 reste celle des droits de douane qui peuvent être imposés sur la totalité des exportations chinoises. En Europe, la croissance ralentit toujours et l'apaisement des tensions commerciales devient crucial pour la relancer. La situation des pays émergents ne devrait pas se dégrader aussi vite que les marchés l'ont craint.

La valorisation des marchés actions s'est détendue, que ce soit en termes de multiple des résultats (PER) ou de valorisation par rapport aux obligations (la prime de risque). Ils sont donc un peu moins risqués et offrent à nouveau un potentiel de redressement. Mais l'incertitude qui pèse sur l'activité et sur la croissance des résultats bloquera sans doute le rebond des cours, probablement à l'approche des plus hauts niveaux de cette année. En résumé, le risque de forte baisse s'est réduit mais le potentiel de hausse également, du moins pour l'instant.

Traditionnellement après une forte correction, les indices rebondissent non sans rester encore hésitants. L'essentiel de la baisse a sans doute été fait. Mais il n'est pas exclu qu'après un rebond de 5%, les indices marquent une pause et rebaissent un peu. Cela serait une nouvelle occasion de renforcer les positions en actions pour jouer la poursuite d'une reprise qui pourraient ramener les indices à des niveaux proches des plus hauts de cette année.

En revanche, celle-ci ne permettra pas de dépasser ces niveaux sans un retour plus marqué de la confiance des investisseurs dans une croissance plus soutenue. Il est trop tôt pour se prononcer sur ce point tant les aléas sont nombreux. L'évolution des marchés financiers en 2019 en dépendra.

Nous avons sensiblement abaissé nos prévisions pour la fin de l'année et plus modestement pour la fin-juin 2018. Compte tenu du rebond des derniers jours, le

potentiel d'appréciation d'ici à la fin de l'année est d'environ 5% en Europe et de 4% aux Etats-Unis.

Nous avons conservé notre recommandation globale sur les actions, toujours Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme. Mais nous avons profité de la correction pour relever notre position à court terme sur les actions américaines à Surpondérer et celles sur les actions émergentes d'Amérique Latine et d'Europe de l'Est à Neutre.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 31/10/18	Prévision 31/12/2018	Prévision 30/06/2019
CAC40	5093.44	5500 ↘	5800 ↘
Eurostoxx 50	3197.51	3500 ↘	3675 ↘
S&P 500	2711.74	2900 ↘	2950 ↘
Nikkei	21920.46	23250 ↘	24250 ↘
Emprunts	31/10/18	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	0.39	0.55 →	0.65 ↗
Taux 10 ans \$	3.15	3.15 ↗	3.35 ↗
Taux 10 ans Yen	0.12	0.12 →	0.13 ↗
Taux BCE	0.00	0.00 →	0.00 →
Taux FED	2.25	2.50 →	2.75 →
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →
Monnaies	31/10/18	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.13	1.18 →	1.22 →
Dollar/yen	112.85	113 →	110 →

Nous avons relevé nos recommandations sectorielles à court terme à Neutre pour les secteurs Distribution et Télécommunications et à moyen terme à Surpondérer sur les secteurs Santé et Assurance. Nous avons abaissé nos recommandations à court et moyen terme sur le secteur Biens et Services Industriels à Neutre.

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

Nous conservons notre opinion Neutre sur les produits obligataires à court terme et Sous pondérer à moyen terme. Nous n'avons abaissé notre recommandation à moyen terme sur les obligations convertibles à Neutre.

CLASSE D'ACTIFS	Recommandation		Tendance	
	Court Terme	Moyen Terme	Court Terme	Moyen Terme
Actions (Monde)	Neutre	Sur pondérer	↘	→
Etats-Unis (couvert)	Sur pondérer	Sur pondérer	↘	→
Europe	Sous pondérer	Sur pondérer	↘	↘
Japon (couvert)	Neutre	Neutre	↘	→
Asie hors Japon	Neutre	Neutre	↘	↘
Amérique Latine	Neutre	Neutre	↗	→
Europe de l'Est	Neutre	Neutre	→	→
Produits de taux et Produits Mixtes	Neutre	Sous pondérer	→	→
Emprunts d'Etat USA (non couverts)	Neutre	Sous pondérer	↗	↗
Emprunts d'Etat Europe AAA	Sous pondérer	Sous pondérer	↗	→
Emprunts d'Etat Europe non AAA	Neutre	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	Neutre	→	→
Obligations Convertibles Europe	Neutre	Neutre	↘	↘
Sicav monétaires et liquidités	Neutre	Sous pondérer	↘	↘
Euro/Dollar *	Neutre	Sur pondérer	→	↗
Or et Métaux Précieux	Sous pondérer	Neutre	↘	↗
Matières Premières Industrielles	Neutre	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: repondération des actions.

Dans notre allocation équilibrée, nous avons maintenu une position prudente à court terme. En fin de mois, nous avons relevé tactiquement la pondération des

actions de 1.2% sur les Etats-Unis et l'Europe. Nous avons réduit le poids des liquidités et des produits de multi-stratégie obligataires.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max.	Allocation Actuelle	Modif.	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	47.8	↗	46.6	
	Etats-Unis	0	20	11.3	↗	10.3	74%
	Europe	10	60	28.9	↗	28.6	
	Japon	0	10	1.3		1.3	80%
	Pays Emergents	0	10	6.4		6.4	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	39.0	↘	39.8	
	Multi stratégie obligataire	0	30	22.6	↘	22.8	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	0.6		0.6	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	0.6		0.6	0%
	Obligations Pays Emergents	0	10	1.3	↗	1.0	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	1.9		1.9	67%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	0.6		0.6	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	5.0	↘	5.6	
Obligations Convertibles Europe	0	15	6.4	↘	6.7		
LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES		0	60	13.3	↘	13.6	