



Stratégie d'Investissement – Décembre 2018

Les investisseurs doivent se préparer à un risque de volatilité élevée.

Le mois de novembre s'est soldé par une relative stabilisation des marchés suivie d'une rechute cette semaine. Pourtant, des signaux plus positifs ont commencé à apparaître. Les marchés financiers ont donc préféré se concentrer sur les sujets d'inquiétude. Quel scénario retenir pour les prochains mois ? Les investisseurs doivent se préparer à un risque de volatilité élevée qui justifie de conserver des positions prudentes à moyen terme assorties de positions tactiques plus opportunistes. A l'inverse, l'amélioration possible du contexte géopolitique, économique et monétaire redonnerait un potentiel de hausse plus important aux indices actions.

Après un mois de novembre qui s'est soldé par une relative stabilisation, les marchés viennent de connaître une nouvelle semaine éprouvante. Pourtant, des signaux plus positifs ont commencé à apparaître.

Américains et Chinois ont effectivement décrété une trêve de 90 jours lors du G20. Elle doit permettre la reprise des négociations sur le respect de la propriété intellectuelle, l'ouverture plus large du marché chinois, les transferts de technologie, les barrières non tarifaires, etc... Dans l'intervalle, en échange du maintien des droits de douane actuels américains, la Chine devrait importer davantage de produits américains. **Mais les opérateurs ne croient plus à un accord au terme de cette trêve** car les positions des deux parties semblent trop éloignées et aucune ne veut perdre la face. Dans le même temps, la modération de la croissance en Chine mais aussi aux Etats-Unis rend les deux pays plus vulnérables en cas d'affrontement commercial **ce qui pourrait amener leurs dirigeants à des compromis**, en négociant par étapes. Evidemment, la lutte pour le leadership mondial ne s'arrêtera pas pour autant.

La position de la FED semble plus conciliante. Après une hausse de 0,25% le 19 décembre prochain, elle pourrait procéder à une pause dans la remontée des taux pour avoir le temps d'apprécier l'impact des hausses précédentes. De fait, l'activité immobilière est moins vigoureuse, les conditions de crédit pour les entreprises se sont durcies. Parallèlement, le risque inflationniste ne s'est toujours pas manifesté, ce qui justifierait pleinement cette pause. Les marchés n'y croient pas ou pensent que cela serait insuffisant pour permettre aux Bourses de se redresser. C'est oublier que chaque fois que la FED a interrompu temporairement son cycle de durcissement monétaire (en 1967, en 1987, en 1995 et en 2016), un rebond marqué des actifs risqués a eu lieu.

L'environnement économique semble se stabiliser ou s'améliorer dans les pays émergents au vu des

derniers indicateurs, notamment au Brésil, en Inde et même en Chine. Aux Etats-Unis, l'activité reste vigoureuse en dépit d'une tendance qui doit continuer à se modérer. La forte baisse du pétrole sera peut-être endiguée par un prochain accord au sein de l'OPEP avec la Russie mais les cours actuels apportent une bouffée d'oxygène à de nombreux pays. En Europe, l'Italie semble être prête à adoucir sa position en réduisant le déficit de 2.4% prévu dans son budget. Plus que la position ferme de Bruxelles, qui menace de lancer la procédure dite de déficit excessif, c'est le manque d'appétit des ménages italiens pour l'emprunt émis par l'Etat qui aurait rendu ses dirigeants plus pragmatiques.

Les marchés financiers ont préféré se concentrer sur les sujets d'inquiétude. Theresa May arrivera-t-elle à faire voter l'accord négocié avec Bruxelles par son parlement le 11 décembre alors que toutes les prévisions donnent le résultat inverse? Le pays est-il condamné à une sortie sans accord aux conséquences dramatiques ? Ou bien les députés auront-ils peur du chaos au dernier moment quitte à proposer un nouveau référendum ?

Outre le Brexit, l'agitation sociale en France inquiète aussi les investisseurs à cause du manque à gagner des entreprises, des dégâts à payer, du risque d'arrêt des réformes ou de creusement des déficits publics. La montée des populismes, facteur commun à toute l'Europe, est de mauvais augure pour les élections européennes de 2019.

Enfin, on reparle de la prochaine fin du cycle économique aux Etats-Unis puisque plusieurs indicateurs précurseurs viennent de clignoter: la courbe des taux, la hausse des taux des emprunts à haut rendement, la hausse des taux de défaut et la baisse des marges des entreprises. Effectivement, ces facteurs sont moins bons qu'auparavant mais ils n'ont pas atteint le seuil critique qui rendrait une récession imminente. Cela nous semble toujours prématuré mais les investisseurs redoutent que le protectionnisme accélère le ralentissement économique.

Les marchés ignorent les bonnes nouvelles quand ils entrent en phase de correction anxieuse auto-entretenu. Ils commettent alors des excès, comme au mois d'octobre. Le rebond technique que nous espérions a eu lieu. Mais, par insuffisance de bonnes nouvelles, sa faible ampleur l'a rendu peu convaincant. Dès lors, il est compréhensible que les indices soient revenus au plus bas ou les aient enfoncés.

Quel scénario retenir pour les prochains mois ? Il faut rester prudent. Le risque de correction plus forte a augmenté. Pour autant, nous ne croyons pas encore à l'arrêt du cycle boursier et économique américain. En effet, le changement d'attitude de la FED nous semble plausible car ses déclarations visent toujours à préparer les investisseurs pour ne pas les surprendre. Si l'inflation ne dérape pas, la pause de la FED changerait la donne.

Nous sommes plus circonspects sur les probabilités de réels succès des négociations commerciales. De même, le Brexit générera encore de la volatilité et la situation économique ou politique en Europe pourrait continuer à peser. Le cours des actions reflète déjà la montée du pessimisme des investisseurs.

Les investisseurs doivent se préparer à un risque de volatilité élevée et peut-être durable qui justifie de conserver des positions prudentes à moyen terme assorties de positions tactiques plus opportunistes. A l'inverse, **la confirmation d'un contexte géopolitique, économique et monétaire plus favorable redonnerait un potentiel de hausse plus important aux indices actions.** Nous n'excluons pas ce scénario.

Nous avons encore abaissé nos prévisions d'environ 2% pour la fin de l'année et pour la fin-juin 2019. Compte tenu du repli des derniers jours, le potentiel

d'appréciation dans les prochains mois dépasse 10% en Europe et 5% aux Etats-Unis. Toutefois, un fort redressement de la confiance serait nécessaire pour l'atteindre.

Nous avons conservé notre recommandation globale sur les actions, toujours Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme. Mais nous relevons notre position à court terme sur les actions émergentes en surpondérant les actions asiatiques. Les actions américaines nous semblent toujours mieux orientées et moins risquées que les actions européennes.

Nous adoptons une position plus prudente sur nos recommandations sectorielles à moyen Terme. Nous avons relevé les secteurs Alimentation & Boissons, Télécommunications à Surpondérer. Nous avons abaissé en contrepartie les secteurs Produits de Base, Chimie, Construction et Matériaux, Biens et Services Industriels à Sous pondérer, les Services Financiers et la Technologie à Neutre.

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

Dans notre allocation équilibrée, nous maintenons une position prudente. Mais en fin de mois, nous avons profité de la baisse des cours et relevé tactiquement la pondération des actions de 3.3% de manière répartie sur toutes les zones. Nous avons réduit le poids des liquidités et des produits obligataires sauf les emprunts des pays périphériques européens.

Achévé de rédiger le 7 décembre 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: la lente érosion des perspectives d'activité se poursuit.

Le ralentissement observé en Europe ou en Chine n'entraîne pas de révision drastique des différentes prévisions de croissance. Mais la lente érosion des perspectives se poursuit sauf pour les Etats-Unis. L'activité mondiale sera moins forte en 2019 qu'en 2018 et les risques principaux n'ont pas disparu, ce qui continue d'alimenter les doutes et les inquiétudes.

Croissance économique (consensus Bloomberg)- prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2017	Rév.	2018	Rév.	2019	Rév.
Etats-Unis	2.3%	-	2.9%	-	2.6%	0.1%
Zone Euro	2.5%	-	1.9%	-0.1%	1.6%	-0.2%
Japon	1.6%	-	1.0%	-0.1%	1.0%	-0.1%
Emergents	4.6%	-	5.0%	0.2%	4.9%	0.0%
Monde	3.6%	-	3.7%	-0.1%	3.6%	-0.1%

Etats-Unis : la baisse de tonus de l'activité reste très contenue.

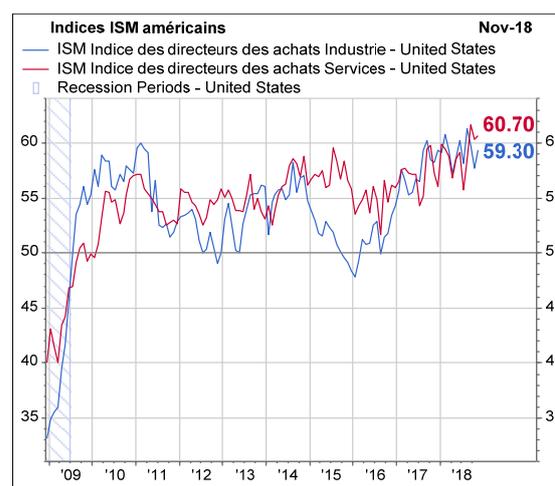
L'estimation de la croissance au 3^{ème} trimestre a été inchangée à 3.5% en rythme annualisé. Après un mois d'octobre encore un peu mitigé, l'activité semble se redresser en novembre.

La consommation des ménages a été mieux orientée en octobre, alimentée par le rebond des revenus et une légère baisse du taux d'épargne. Le secteur immobilier envoie toujours des signaux d'essoufflement et la production industrielle reste modérée. Le marché de l'emploi reste vigoureux et

USA- Données mensuelles	Nov-18	Oct-18	Sep-18	Aug-18
Consommation Ménages (% m/m, sa)	-	0.6	0.2	0.4
Ventes de détail (% m/m, sa)	-	0.9	0.2	-0.1
Revenus (% m/m, sa)	-	0.5	0.2	0.4
Taux d'épargne (%)	-	6.2	6.3	6.3
Taux de chômage (%)	3.7	3.7	3.7	3.9
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	155	237	119	286
Permis de construire (millions)	-	1.27	1.27	1.25
Mise en chantiers (millions)	-	1.23	1.21	1.28
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.54	0.60	0.59
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	213.8	213.8
Inflation (% m/m, sa)	-	0.3	0.1	0.2
Production industrielle (% m/m, sa)	-	0.1	0.2	0.8
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-4.3	0.0	4.7
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	135.7	137.9	135.3	134.7
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	59.3	57.7	59.8	61.3
Indice directeurs d'achats Services (%)	60.7	60.3	61.6	58.5
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	0.1	0.6	0.5

les entreprises peinent à trouver des collaborateurs. Pourtant, les indices de confiance deviennent plus hésitants, preuve que les tensions commerciales commencent à peser. La hausse mensuelle du salaire horaire s'est stabilisée à +0.2% en octobre et à +3.1% sur un an. L'inflation sur un an est remontée de 2.3% à 2.5% mais elle est restée à 2.2% hors alimentation et énergie. Selon les indices des directeurs d'achat d'octobre, l'expansion de l'activité a rebondi dans l'industrie et plus modérément dans les services.

Indices ISM : stabilisation à un haut niveau.



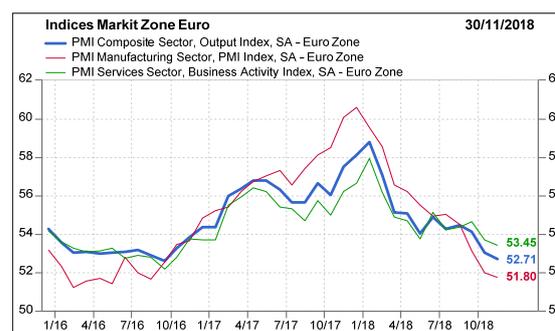
Zone Euro : le rythme de l'expansion de l'activité baisse encore.

L'estimation de la croissance au 3^{ème} trimestre a été maintenue à 0.8% en rythme annualisé. Le rythme d'expansion de l'activité ralentit encore.

Les ventes de détail ont rebondi en octobre. La production industrielle s'est affaiblie en septembre.

EUROZONE - Données mensuelles	Nov-18	Oct-18	Sep-18	Aug-18
Ventes de détail (% m/m, sa) ex autos	-	0.3	-0.5	0.4
Taux de chômage (%)	-	8.1	8.1	8.1
Inflation (% a/a)	2.0	2.2	2.1	2.0
Production industrielle (% a/a)	-	-	0.9	1.1
Indice Confiance Consommateur (% bal)	-3.9	-2.7	-2.9	-1.9
Indice de Sentiment Economique	109.5	109.7	110.9	111.6
Indice IFO (2000=100)	103.2	104.1	105.3	105.3
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-24.1	-24.7	-10.6	-13.7
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.8	52.0	53.2	54.6
Indice directeurs d'achats Services (%)	53.4	53.7	54.7	54.4

Les indices de sentiment ont encore reculé. Le taux de chômage s'est stabilisé. L'inflation a été confirmée à 2.2% sur un an et 1.1% hors alimentation et énergie. Selon les directeurs d'achat, l'expansion de l'activité ralentit encore dans l'industrie et dans les services.



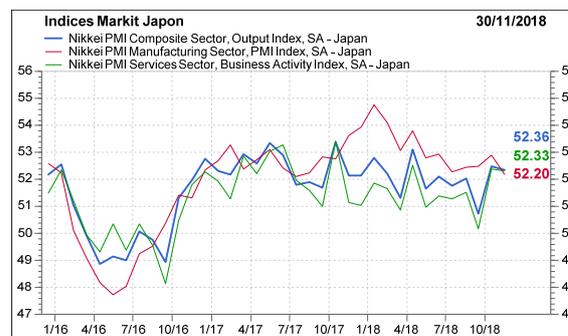
Japon : après le trou d'air du 3^{ème} trimestre, le rebond de l'activité est modéré.

La 1^{ère} estimation de la croissance a confirmé le recul de l'activité au 3^{ème} trimestre (-1.2% en rythme annualisé) affectée par plusieurs typhons. Le rebond du rythme de l'expansion s'est arrêté en novembre.

La hausse des ventes de détail s'est accélérée en octobre malgré une baisse des revenus des ménages. La production industrielle a rebondi. Le taux de

JAPON - Données mensuelles	Nov-18	Oct-18	Sep-18	Aug-18
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	3.6	2.3	2.8
Taux de chômage (%)	-	2.4	2.3	2.4
Revenus (% a/a)	-	-2.9	0.1	4.5
Inflation (% a/a)	-	1.4	1.2	1.3
Production industrielle (% m/m)	-	2.2	-1.1	0.2
Exportations (%a/a)	-	8.2	-1.3	6.6
Indice de Confiance des Consommateurs	42.9	43.0	43.4	43.3
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	0.2	-0.2	0.6
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.2	52.9	52.5	52.5
Indice directeurs d'achats Services(%)	52.3	52.4	50.2	51.5

chômage varie peu et l'indice de confiance des consommateurs est resté assez stable. L'inflation totale est passée de 1.2% à 1.4% et de 0.2% à 0.1% hors alimentation et énergie. Après 2 mois de rebond, les indices des directeurs d'achat montrent un tassement du rythme d'expansion en novembre dans l'industrie et dans les services.



Pays émergents : la croissance ne convainc pas encore en Chine mais elle accélère toujours dans les autres BRIC.

Les révisions des perspectives de croissance des pays émergents pour 2018 ou 2019 se poursuivent de manière modeste. En octobre, le rythme d'expansion de l'activité dans les BRIC a évolué plus positivement, avec une stabilisation en Chine et en Russie et une accentuation de la croissance au Brésil et en Inde.

Au Brésil, la croissance au 3^{ème} trimestre a accéléré à 3.1% en rythme annualisé contre +0.7% au trimestre précédent. Le rebond de l'activité a été tiré par la consommation et l'investissement. Cependant, en septembre, les ventes de détail ont faibli. En octobre, la production industrielle s'est redressée et le taux de chômage a poursuivi son repli. L'inflation s'est accentuée. Selon les derniers indices des directeurs d'achat, la croissance de l'activité s'est accentuée dans l'industrie et dans les services.

En Russie, la croissance au 3^{ème} trimestre a été décevante, à 1.3% en rythme annuel contre +1.9% au trimestre précédent. En octobre, la hausse des ventes de détail s'est atténuée mais celle de la production industrielle s'est accentuée. Le taux de chômage et l'inflation progressent. Les derniers indices des directeurs d'achat montrent un rebond de l'expansion dans l'industrie et un tassement dans les services.

En Inde, la croissance au 3^{ème} trimestre a été moins vigoureuse, à 7.1% en rythme annuel contre +8.2% au trimestre précédent. L'inflation a amorcé un repli. La hausse de la production industrielle en septembre a été plus modérée mais les indices des directeurs d'achat de novembre montrent un rebond du rythme d'expansion de l'activité, dans l'industrie comme dans les services.

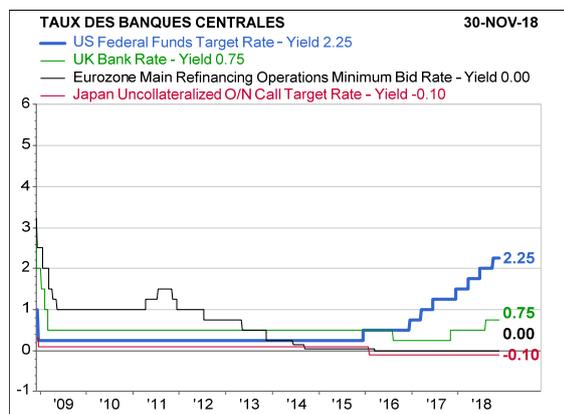
Croissance économique (consensus Bloomberg) et révision mens.						
Var. sur 1 an	2017	Rév.	2018	Rév.	2019	Rév.
Brésil	1.0%	-	1.3%	-0.1%	2.4%	0.1%
Russie	1.5%	-	1.7%	-0.1%	1.5%	0.0%
Inde	6.3%	-	7.6%	0.1%	7.3%	-0.1%
Chine	6.9%	-	6.6%	-	6.2%	-
Emergents	4.6%	-	5.0%	0.2%	4.9%	0.0%

En Chine, l'activité industrielle continue à marquer le pas après un mois d'octobre assez satisfaisant grâce à la hausse des échanges commerciaux, de la production industrielle et des investissements. En revanche, les ventes de détail ont été moins soutenues. L'inflation s'est stabilisée. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion global remonte grâce aux services alors que l'industrie reste proche de la stagnation.

BRIC - Données mensuelles		Nov-18	Oct-18	Sep-18	Aug-18
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	0.1	4.1
	Taux Chômage (%)	-	11.7	11.9	12.1
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	4.6	4.5	4.2
	Production Industrielle (%a/a)	-	1.1	-2.2	1.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.7	51.1	50.9	51.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.3	50.5	46.4	46.8	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	1.9	2.2	2.8
	Taux Chômage (%)	-	4.7	4.5	4.6
	Inflation (% a/a)	3.8	3.5	3.4	3.1
	Production Industrielle (% a/a)	-	3.7	2.1	2.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.6	51.3	50.0	48.9
Indice directeurs d'achats Services(%)	55.6	56.9	54.7	53.3	
Inde	Inflation (% a/a)	-	3.3	3.7	3.7
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	4.5	4.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	54.0	53.1	52.2	51.7
Indice directeurs d'achats Services(%)	53.7	52.2	50.9	51.5	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	8.6	9.2	9.0
	Inflation (% a/a)	-	2.5	2.5	2.3
	Production Industrielle (% a/a)	-	5.9	5.8	6.1
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.2	50.1	50.0	50.6
Indice directeurs d'achats Services(%)	53.8	50.8	53.1	51.5	

Marchés de taux d'intérêt : baisse des taux souverains, tensions sur ceux du crédit.

Le **Président de la FED** est apparu plus **conciliant** lors de son dernier discours et les investisseurs commencent à espérer une pause après une dernière hausse des taux en décembre, si l'inflation reste sage. La **BCE a maintenu son statu quo et la réduction**



Les **taux longs souverains ont reflué** du fait des interrogations sur la croissance aux **Etats-Unis et en Europe**. En Europe, les taux périphériques et leurs écarts avec l'Allemagne ont fini par baisser grâce à l'attitude plus conciliante que l'Italie semble adopter dans ses relations avec Bruxelles. En Angleterre, l'accord finalement obtenu avec l'Union Européenne a fait remonter les taux dans un 1^{er} temps. Mais le risque qu'il ne soit pas adopté au Parlement les a vite fait reculer.

Les emprunts d'Etat en zone euro ont progressé en moyenne de 0.5%, les moins bien notés de 0.6%, ceux des pays les mieux notés de 0.3%. Les obligations américaines ont gagné 0.7% en dollar et 0.8% en euro. Les obligations émergentes ont encore regagné 0.3%.

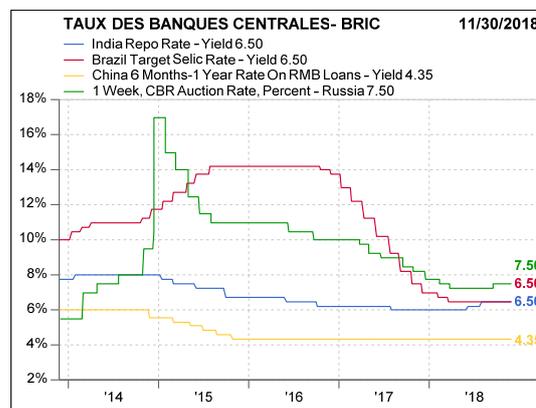
Nous envisageons toujours une poursuite de la remontée graduelle des taux longs d'ici à 6 mois, en direction de 3.35% aux Etats-Unis et de 0.60% en Allemagne.

Le **compartiment du crédit (obligations privées) s'est beaucoup moins bien comporté à cause des risques de ralentissement mais aussi de l'arrêt programmé des achats de la BCE**. Les obligations Investment Grade américaines ont perdu 0.5% en \$ et 0.9% en euros, celles à Haut Rendement ont reculé de 0.4% en \$ et de 0.8% en euros. Le compartiment du crédit européen a été assez maussade avec une baisse de 0.6% pour la catégorie Investissement Grade et de 1.6% pour le haut rendement.

La **tendance baissière des produits obligataires souverains s'est interrompue en Europe**. Aux **Etats-Unis**, la tendance est neutre en \$ et positive en €. Celle des obligations émergentes reste baissière en dollar et neutre en euros.

progressive de ses achats d'actifs. Sa 1^{ère} hausse des taux est prévue après l'été 2019.

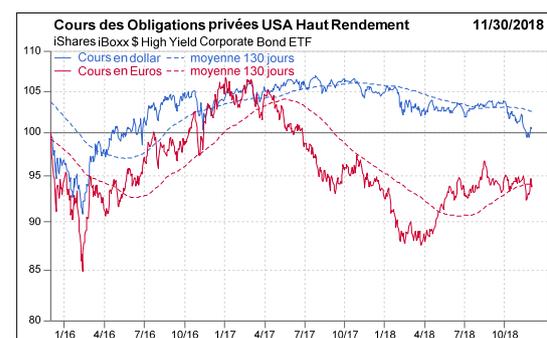
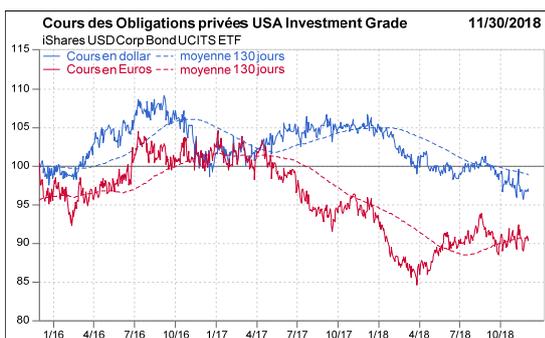
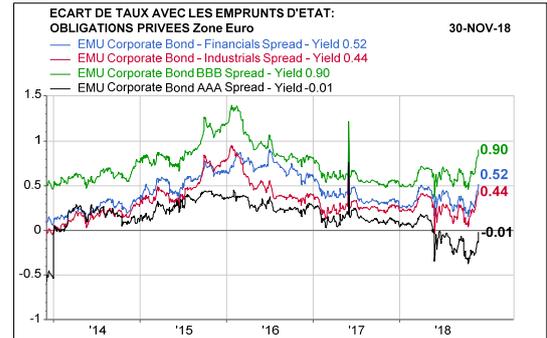
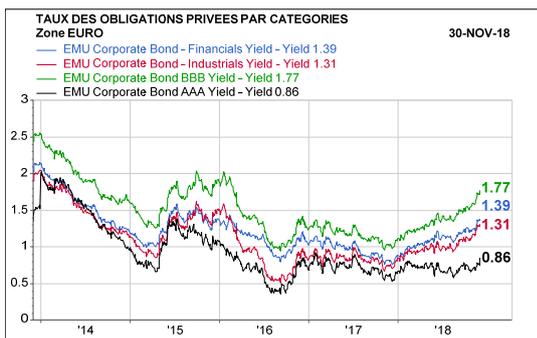
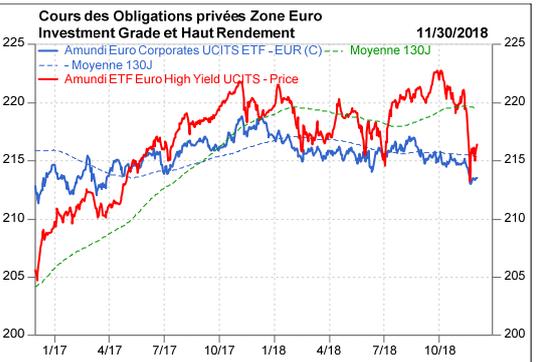
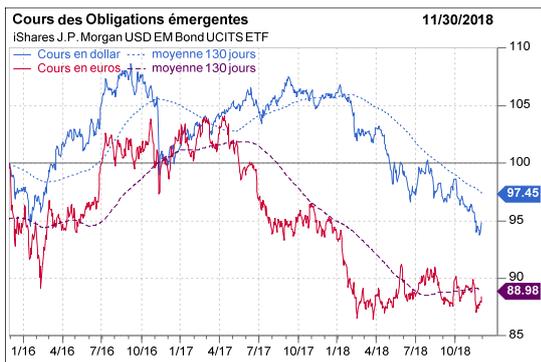
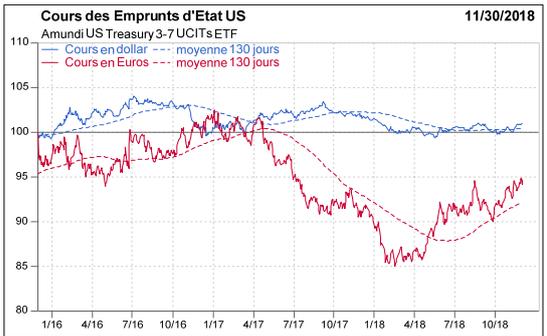
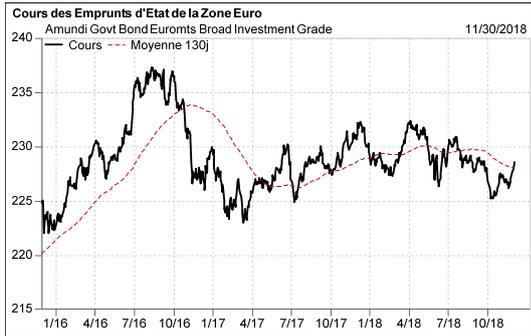
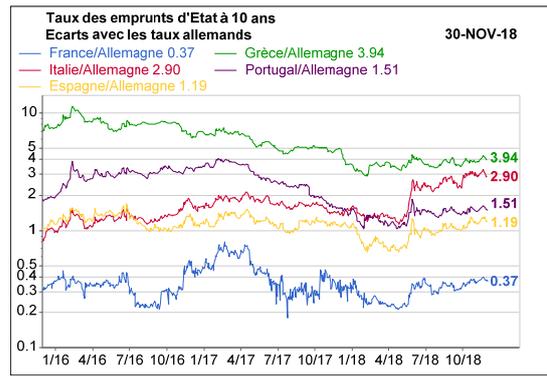
Dans les pays émergents, les Banques Centrales ont remonté leurs taux de 0.25% en Corée du Sud, en Indonésie, aux Philippines, au Mexique et en Afrique du Sud.



Taux à 10 ans	Données au 11/30/2018	Taux fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis		3.01	-0.14	-0.06
Allemagne		0.31	-0.08	-
France		0.68	-0.08	0.00
Espagne		1.50	-0.05	0.03
Italie		3.21	-0.21	-0.13
Portugal		1.82	-0.05	0.04
Grèce		4.25	0.04	0.12
Royaume-Uni		1.35	-0.11	-0.03
Japon		0.08	-0.04	0.05
Suisse		-0.03	-0.02	0.06

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
30/11/18	Var. Mois	Var. Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	0.5%	0.5%	-0.2%
- les mieux notés	0.3%	0.8%	1.3%
- les moins bien notés	0.6%	0.2%	-0.8%
- durée 1 à 3 ans	0.2%	0.3%	-0.6%
- durée plus de 10 à 15 ans	0.9%	0.4%	-0.8%
Emprunts d'Etats USA (\$)	0.7%	0.8%	-0.5%
Emprunts d'Etats USA (eur)	0.8%	3.4%	5.5%
Obligations émergentes (eur)	0.3%	0.9%	-1.0%
Obligations privées Euro Inv.Grade	-0.6%	-0.9%	-1.6%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-1.6%	-2.5%	-1.5%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-0.5%	-2.5%	-8.0%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-0.9%	-3.3%	-4.2%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-0.4%	0.0%	-2.4%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-0.8%	-0.8%	1.6%

La **tendance des obligations privées est hésitante** (Investment Grade) ou **baissière** (haut rendement) dorénavant en Europe. Elle est **négative aux Etats-Unis** en dollar mais, en euros, elle s'est stabilisée. Les performances sur l'année restent décevantes.



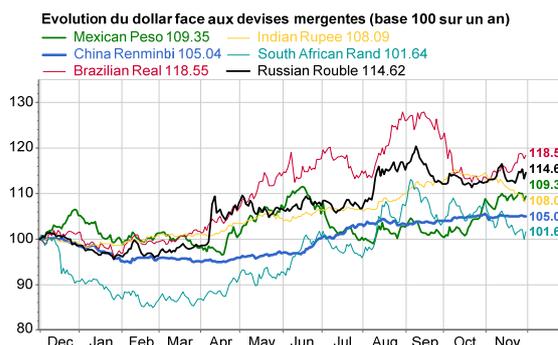
Marchés des changes et des Matières Premières : rebond général des devises émergentes.

Sur le marché des changes, face à l'euro, le dollar a été stable, le yen a perdu 0.5% alors que le franc suisse a regagné 0.7%.

Parallèlement, presque toutes les devises émergentes ont remonté face au dollar ou à l'euro sauf le Real Brésilien ou le Rouble.

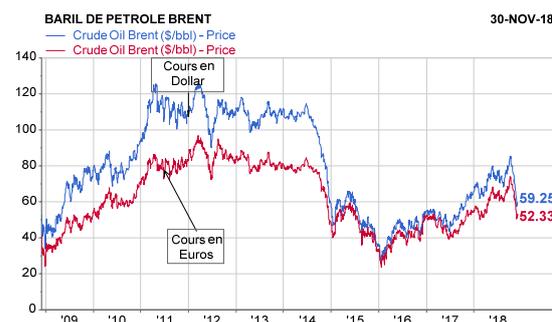
Nous maintenons notre conseil de couvrir au niveau actuel des positions en dollar contre une baisse face à l'euro.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 30/11/18	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.13	0.1%	2.6%	6.1%
JPY - Japan Yen	128.57	-0.5%	2.6%	5.2%
CHF - Swiss Franc	1.13	0.7%	0.3%	3.4%
GBP - Sterling.	0.89	-0.1%	0.4%	0.0%
BRL - Brazilian Real	4.39	-4.1%	5.7%	-9.2%
RUB - Russian Rouble	75.81	-1.7%	0.4%	-8.8%
INR - Indian Rupee	78.91	6.2%	6.7%	-2.9%
CNY-Chine Renminbi	7.86	0.5%	1.6%	-0.5%



Le repli des cours des matières premières s'est accentué sauf les métaux industriels et les produits agricoles. Les cours du pétrole ont continué leur chute entamée au mois dernier. Les opérateurs, pris à contrepied, ont continué à liquider leurs positions spéculatives. La prochaine réunion de l'OPEP pourrait amener la Russie et l'Arabie Saoudite à envisager à nouveau une baisse de leur production pour stabiliser les cours. Les cours des métaux industriels ne baissent plus, ce qui semble aller à l'encontre des inquiétudes des investisseurs sur la croissance.

Matières Premières - Variation des cours				
au 30/11/18	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Indice GS commo	-11.6%	-8.1%	-11.3%	-2.6%
Pétrole Brent:59.25\$	-21.7%	-11.2%	-21.4%	-5.8%
Produits Agricoles	3.2%	1.4%	3.6%	7.6%
Once d'or: 1217.55\$	-0.6%	-5.7%	-0.3%	0.0%
Métaux industriels	0.6%	-15.5%	0.9%	-10.3%



Résultats des entreprises, évolutions des secteurs européens.

A ce jour, 99% des sociétés du S&P500 ont publié leurs résultats trimestriels, **en hausse de 26% sur un an, dépassant les attentes de 6.7% pour 78% d'entre elles.** Pour le chiffre d'affaires, les données respectives sont +9.4% sur un an, dépassant les attentes de 1.3% pour 62% des sociétés.

En Europe, 98% des sociétés du Stoxx600 ont publié leurs résultats, **en hausse de 16.1% et supérieurs aux attentes de 0.1% pour 44% d'entre elles.** Pour le chiffre d'affaires, les données respectives sont +7% sur un an, dépassant les attentes de 0.7% pour 56% des sociétés.

Ces résultats globalement satisfaisants n'ont pas empêché d'avoir de fortes déceptions ponctuelles. Par ailleurs, les dirigeants d'entreprises n'ont pas caché leur prudence face au risque protectionniste.

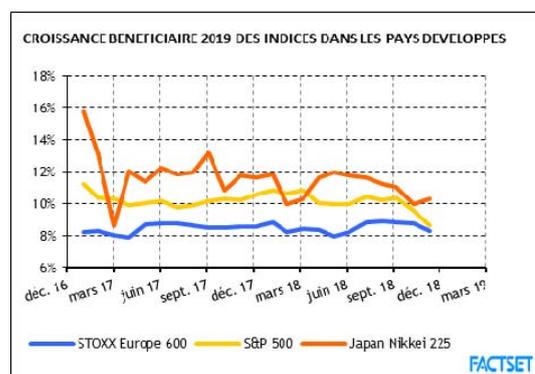
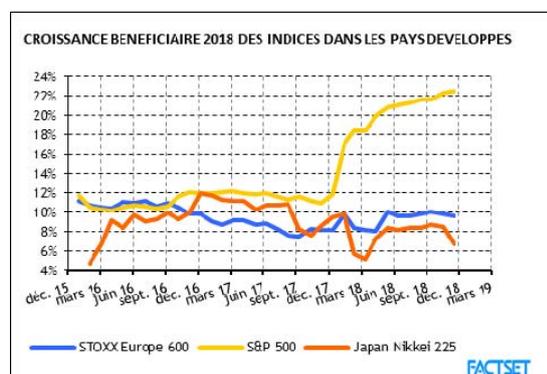
Contrairement au mois précédent, les estimations de résultats ont été plutôt révisées en baisse pour 2018 et 2019. La croissance bénéficiaire attendue en 2019

marque un petit recul tendanciel. Désormais, pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 s'établit à +22.5% c. +22.3% en octobre, et pour 2019, à +8.7% c. +9.6% en octobre.

Pour le Stoxx600, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 a été abaissée à 9.6% contre 9.9% en octobre. Pour 2019, elle a été abaissée à 8.3% contre à 8.7%.

Au Japon, les perspectives de croissance bénéficiaire ont été abaissées à +6.8% c. 8.7% pour 2018 et relevées à +10.3% c. 9.6% pour 2019.

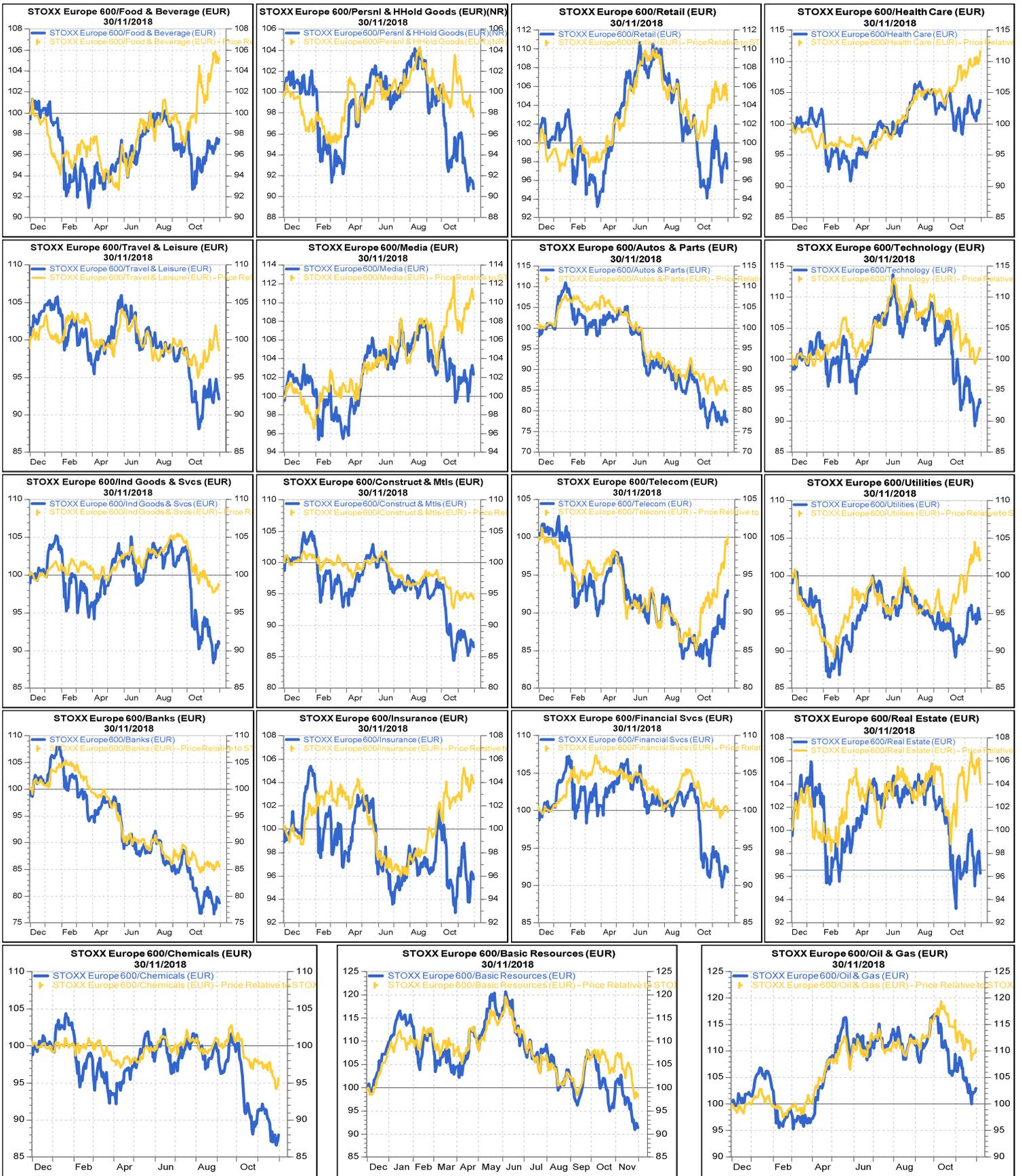
Consensus FactSet au 30/11/18	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations		Var. annuel. des résultats par action (médian)	
	2018(e)	2019(e)	2018(e)	2019(e)	2018(e)	2019(e)
EuroStoxx 50	5.9%	10.6%	-1.0%	-1.1%	3.9%	9.0%
Stoxx600 Europe	9.6%	8.3%	-0.2%	-0.7%	8.5%	10.1%
CAC 40	11.3%	9.0%	0.5%	0.0%	12.0%	6.2%
S&P 500	22.5%	8.7%	0.8%	-0.8%	19.2%	11.2%
Nikkei 225	6.8%	10.3%	-1.7%	-2.4%	13.5%	9.4%



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

Indice mise à jour le 30/11/18	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 31/10/18	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
Chimie	4.6	-2.5	0.2	0.4	-0.4	-0.1	1.4
Biens de Conso.non cycl.	1.1	-0.7	0.6	-0.2	0.9	-0.5	-0.4
Télécommunications	0.4	-0.8	-0.7	-0.5	-1.5	-1.3	0.2
Immobilier	0.3	0.8	1.4	4.5	1.8	0.8	2.5
Santé	0.0	0.2	1.2	1.1	0.6	-0.7	1.8
Service Publics	-0.2	0.0	-6.7	-0.3	0.0	-0.4	0.8
Alimentation/boissons	-0.2	-2.3	0.0	0.6	-0.2	-0.9	1.9
Construction & matériaux	-0.2	-1.7	-0.2	0.4	-1.7	-0.5	-0.2
Distribution	-0.3	0.1	0.2	-1.5	0.0	0.5	0.2
Pétrole et Gaz	-0.4	5.5	1.7	0.7	2.7	5.3	10.2
Media	-0.5	-1.5	1.0	0.0	-1.1	1.1	-0.6
Assurance	-0.6	-0.2	0.5	-0.8	-1.0	0.1	0.7
Banques	-0.7	-1.0	0.8	0.1	-0.8	-1.1	0.5
Produits de base	-0.7	0.4	1.0	0.9	-0.1	0.8	4.7
Technologie	-0.8	0.5	-0.2	0.2	-0.7	0.4	-0.3
Automobile	-0.8	-3.6	-1.7	-1.5	0.4	-0.5	0.0
Services financiers	-1.0	3.1	0.5	-1.4	0.1	-1.9	-1.2
Biens et Serv. Industriels	-1.1	-0.8	0.1	-0.7	-0.1	-1.0	0.6
Tourisme-Loisirs	-1.4	-3.6	-0.9	0.1	-0.7	-0.6	-1.3

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 revues en hausse pour la Chimie, les Biens de Consommation non Cycliques, les Télécommunications et l'Immobilier.

A l'inverse, les estimations des secteurs Tourisme/Loisirs, Biens & Services Industriels, Services Financiers, Automobile et Technologie ont été révisées en baisse sensible.

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 30/11/18	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	-1.1%	-8.1%	8.8	8.6	14.0	0.1	-0.6			
Télécommunications	8.6%	-7.2%	-5.2	6.5	15.5	-0.2	1.0	3.0%	=	+ ↗
Service Publics	3.4%	-1.9%	-3.6	5.0	14.7	-0.1	0.2	3.7%	=	=
Alimentation/boissons	2.2%	-2.9%	4.4	11.0	21.3	0.3	0.0	5.5%	=	+ ↗
Media	1.8%	1.1%	7.1	5.5	16.4	0.9	-2.0	2.3%	+	+
Santé	1.8%	3.5%	4.0	8.1	17.7	0.3	-0.5	13.2%	+	+
Tourisme-Loisirs	1.4%	-12.0%	-1.0	5.4	12.3	-0.5	-1.3	1.7%	=	=
Assurance	-0.2%	-4.0%	15.0	9.8	10.8	-1.2	0.5	6.0%	+	+
Distribution	-0.3%	-3.4%	7.9	10.2	19.0	0.1	-0.9	2.6%	=	=
Banques	-0.4%	-22.0%	14.5	6.3	9.3	-0.3	-0.9	11.7%	=	=
Immobilier	-0.5%	-7.9%	4.5	2.0	18.3	2.5	-0.3	1.9%	=	=
Construction & matériaux	-2.4%	-13.8%	9.5	15.2	15.6	0.8	-0.6	3.0%	=	-
Services financiers	-2.6%	-9.0%	-7.9	1.3	14.5	-1.2	-1.2	2.1%	=	= ↘
Technologie	-2.9%	-6.1%	12.6	15.3	20.3	-0.4	-0.7	4.6%	=	= ↘
Biens et Serv. Industriels	-3.0%	-9.1%	5.4	15.0	17.4	-0.7	-1.4	12.0%	=	- ↘
Chimie	-3.6%	-11.5%	9.5	5.9	16.0	5.3	4.6	4.0%	=	- ↘
Automobile	-3.8%	-22.6%	-4.7	9.1	6.7	-0.5	-1.1	3.0%	-	=
Biens de Conso.non cycl.	-4.5%	-12.2%	8.6	8.6	18.2	1.6	0.3	8.3%	=	=
Pétrole et Gaz	-5.9%	1.5%	44.4	12.7	11.4	0.8	-2.8	5.0%	=	+
Produits de base	-7.8%	-16.9%	12.9	-0.7	8.5	-1.0	-0.6	3.0%	=	- ↘

L'atténuation de la baisse de l'indice européen et la rotation opérée par les investisseurs vers des secteurs plus défensifs a permis à quelques secteurs de redresser leur tendance.

Ainsi, les secteurs Télécommunications et Services Publics sont passés d'une tendance baissière à une tendance haussière, les secteurs Santé et Alimentation d'une tendance baissière à une tendance neutre.

Les plus forts replis ont continué à toucher les secteurs cycliques (Industrie, Chimie, Automobile, Produits de Base, Construction, Pétrole & Gaz) mais aussi des secteurs de croissance bien valorisés comme la Technologie ou le Luxe.

Les secteurs défensifs ont conservé leur tendance relative positive, comme les secteurs Santé, Assurance, Media, Alimentation & Boissons et Télécommunications auxquels se sont ajoutés les Services Publics.

Les secteurs Distribution et Tourisme & Loisirs sont repassés d'une tendance relative négative à neutre.

A l'inverse, le secteur Pétrole & Gaz a fini par passer d'une tendance relative positive à neutre.

Enfin, la tendance relative des secteurs Chimie, Services Financiers et Biens de Consommation non cycliques est devenue négative comme l'était déjà celle des secteurs Automobile, Banques, Technologie, Biens & Services Industriels et Construction & Matériaux.

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

Evolution des marchés actions et des valorisations : stabilisation sans grande conviction.

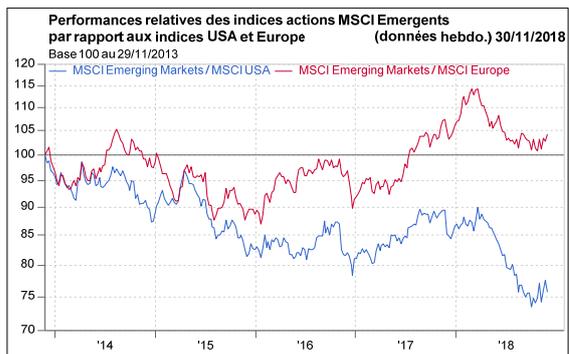
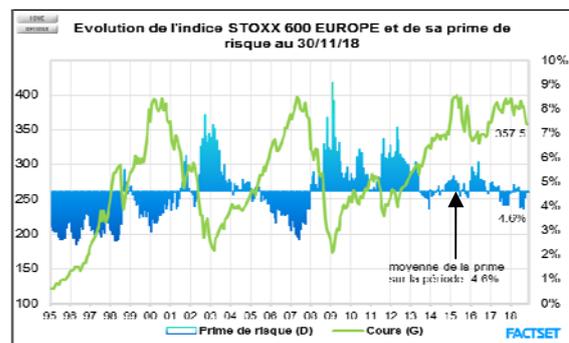
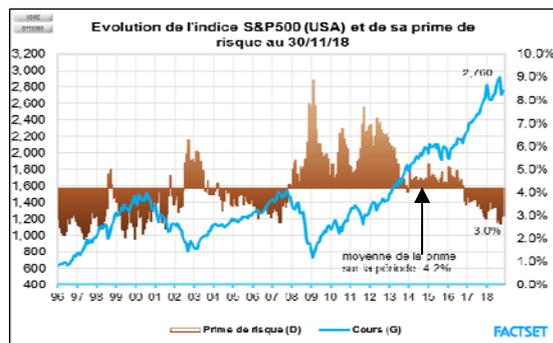
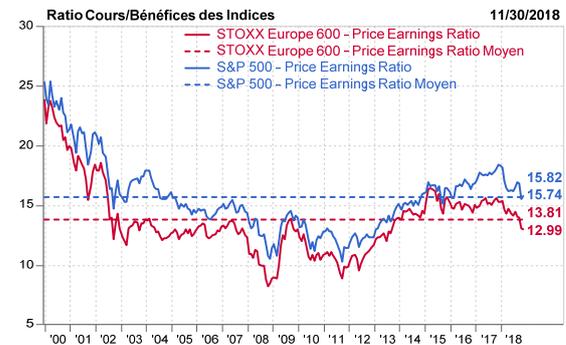
Après les fortes turbulences du mois d'octobre, les Bourses ont connu une phase de **relative stabilisation en novembre**, avec des oscillations à la hausse et à la baisse qui ont quand même dépassé 5%.

Les Bourses des pays émergents ont rebondi plus fortement, grâce au sursaut de leurs devises et au retour timide des investisseurs internationaux à la recherche d'opportunités. **Les marchés européens ont été globalement moins bien orientés** car l'atténuation des tensions a surtout concerné les Etats-Unis, la Chine (politique de la FED et protectionnisme) et par ricochet les pays émergents. En revanche, les progrès dans le dossier du Brexit ou du budget italien ont été jugés insuffisants et n'ont pas convaincu les investisseurs.

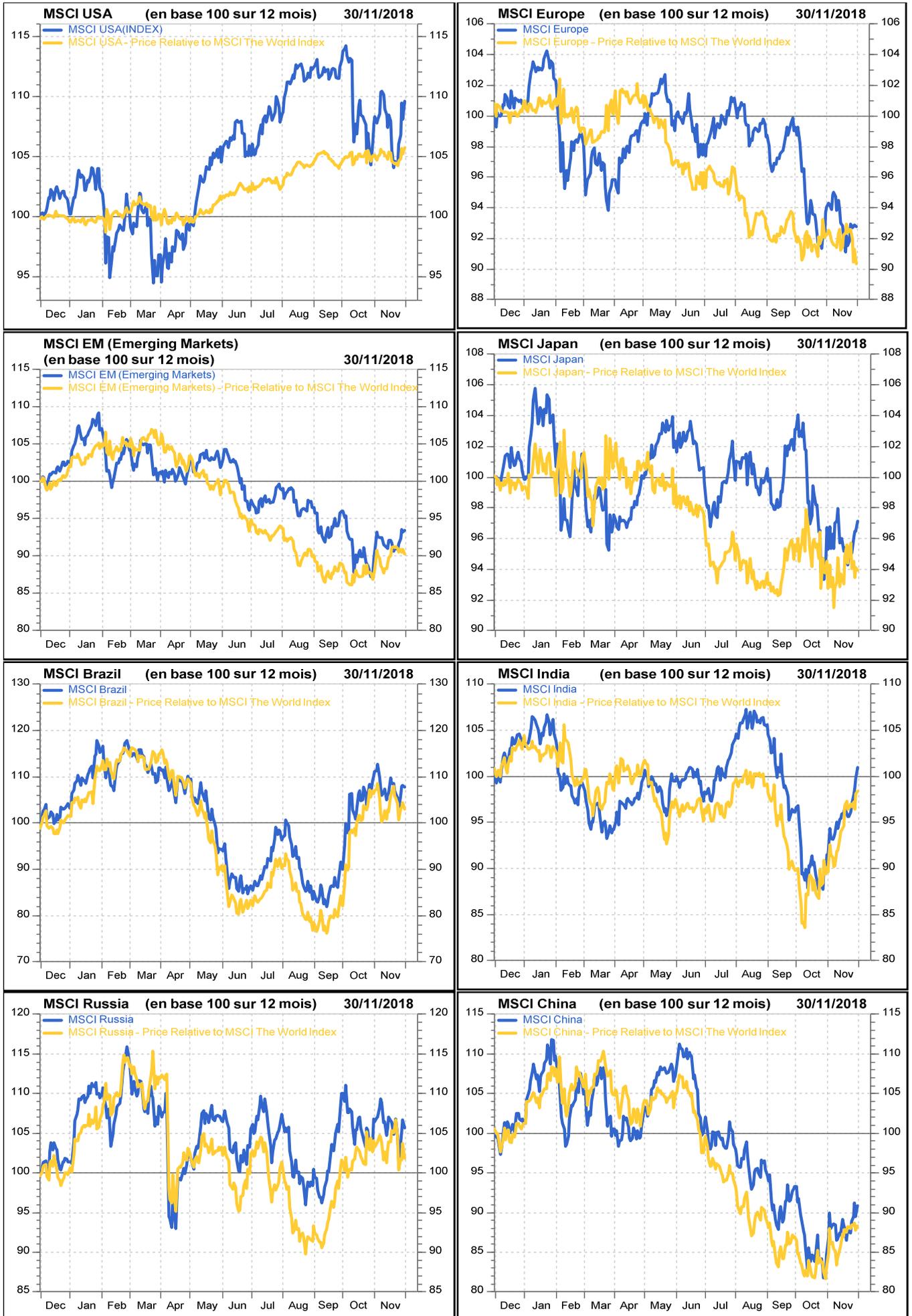
La valorisation des marchés actions a progressé de 1.5% aux Etats-Unis, avec un PER à 15.8 (c. 15.6) alors que les estimations de bénéfice par action à 12 mois n'augmentaient que de 0.2%. **En Europe, elle a diminué avec un recul du PER de 0.9%** (de 13.1 à 13) quand les bénéfices estimés étaient abaissés de 0.3%. Les valorisations des indices américains et européens, en repli par rapport au début de l'année, sont toujours sous leurs moyennes historiques. Parallèlement, la prime de risque est remontée de 2.9 à 3% pour les actions américaines, et de 4.4 à 4.6% pour les actions européennes. La perte de confiance des investisseurs reste manifeste face aux incertitudes économiques et géopolitiques. Dans un tel contexte, les valorisations

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 30/11/18	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
MSCI The World Index	1.0%	-4.1%	2.9%
MSCI USA	1.8%	-3.0%	9.4%
MSCI Europe	-1.0%	-6.4%	-7.9%
MSCI Japan	0.4%	-5.8%	-2.7%
MSCI EM (Emerging Markets)	4.1%	-2.6%	-8.9%
MSCI Asia Pacific ex Japan	4.3%	-4.0%	-8.4%
MSCI EM Latin America	-2.4%		
MSCI EM Eastern Europe	1.4%	-2.5%	0.0%
MSCI Brazil	-2.0%	18.3%	4.5%
MSCI Russia	-1.1%	-3.9%	4.2%
MSCI India	10.3%	5.1%	-3.0%
MSCI China	7.4%	-2.6%	-10.2%

moins élevées des actions ne suffisent pas à faire remonter les cours.



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 30/11/18

Indices		Dernier	Perf.	Perf.	Perf.	PER	PER	BNA	BNA	Rend
		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		357.49	-1.14%	-6.70%	-8.14%	13.8 x	12.7 x	9.6%	8.3%	3.8%
DJ Stoxx 50		2934.21	-0.46%	-4.36%	-7.67%	13.7 x	12.6 x	12.3%	8.3%	4.2%
DJ Euro Stoxx 50		3173.13	-0.76%	-6.65%	-9.44%	13.5 x	12.2 x	5.9%	10.6%	3.8%
DJ Stoxx Large 200		358.56	-0.69%	-5.89%	-7.99%	13.5 x	12.4 x	11.2%	8.7%	3.9%
DJ Stoxx Mid 200		437.18	-2.96%	-9.64%	-8.18%	14.0 x	13.0 x	3.1%	7.0%	3.5%
DJ Stoxx Small 200		267.60	-2.30%	-9.34%	-10.11%	16.7 x	15.5 x	9.4%	7.8%	3.2%
Dow Jones (US)		25538.46	1.68%	-3.48%	3.31%	16.2 x	14.9 x	24.4%	9.0%	2.2%
S&P 500 (US)		2760.17	1.79%	-5.28%	3.24%	17.6 x	16.2 x	22.5%	8.7%	1.8%
NASDAQ Composite (US)		7330.54	0.34%	-8.90%	6.19%	22.1 x	20.1 x	22.7%	10.0%	1.1%
Russell 2000 (US)		1533.27	1.45%	-9.63%	-0.15%	4.7 x	3.9 x	176.8%	20.2%	1.2%
Nikkei 225 (JP)		22351.06	1.96%	-7.33%	-1.82%	16.3 x	14.8 x	6.8%	10.3%	2.0%
TOPIX 500 (JP)		14.68	0.68%	-8.22%	-8.99%	12.8 x	12.2 x	7.6%	4.7%	2.4%
CAC 40		5003.92	-1.76%	-8.91%	-5.81%	13.7 x	12.6 x	11.3%	9.0%	3.4%
SBF 120		3991.41	-2.05%	-9.13%	-6.11%	14.4 x	13.1 x	14.7%	10.1%	3.3%
SBF 250		3917.85	-2.07%	-9.19%	-6.37%	14.5 x	13.1 x	15.1%	10.5%	3.3%
CAC Mid 60		12546.80	-4.36%	-11.54%	-13.88%	18.4 x	15.8 x	95.0%	16.7%	2.8%
CAC Small		10834.28	-3.16%	-12.76%	-19.18%	21.1 x	16.2 x	46.2%	30.2%	2.6%
DAX Price Return (DE)		5185.50	-1.66%	-8.08%	-15.30%	12.3 x	11.1 x	-3.6%	10.8%	3.3%
SMI (CH)		9037.76	0.17%	-0.55%	-3.67%	16.6 x	15.0 x	31.1%	10.6%	3.4%
Ibex 35 (ES)		9077.20	2.07%	-3.32%	-9.62%	12.1 x	11.2 x	3.0%	8.3%	4.4%
FTSE MIB		21726.71	0.66%	-9.69%	-17.20%	11.6 x	10.2 x	42.5%	13.0%	4.0%
FTSE 100 (GB)		6980.24	-2.07%	-7.06%	-9.20%	12.3 x	11.5 x	15.8%	7.0%	4.9%
CECE Index (EUR. EST)		1761.17	5.25%	0.53%	-7.60%	11.5 x	11.1 x	-4.5%	3.6%	3.3%
RTS Interfax (Russie)		1126.14	-0.01%	-5.53%	-2.45%	5.1 x	5.0 x	27.3%	1.6%	6.9%
SSE Composite Index - Price		2588.19	-0.56%	-8.26%	-21.74%	15.1 x	12.8 x	16.1%	18.0%	1.9%
Sensex 30 (IN)		36194.30	5.09%	-0.09%	6.28%	23.1 x	18.3 x	10.4%	26.5%	1.3%
Bovespa (BR)		89504.03	2.38%	12.81%	17.15%	13.5 x	11.2 x	39.4%	20.6%	3.5%
Merval Bench (AR)		31482.58	6.75%	-5.91%	4.69%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		41732.78	-5.03%	-15.70%	-15.44%	14.5 x	12.7 x	19.7%	14.1%	3.1%

Source Factset

Stratégie d'investissement : se préparer à un risque de volatilité élevée.

Après un mois de novembre qui s'est soldé par une relative stabilisation, les marchés viennent de connaître une nouvelle semaine éprouvante. Pourtant, des signaux plus positifs ont commencé à apparaître.

Américains et Chinois ont effectivement décrété une trêve de 90 jours lors du G20. Mais les opérateurs ne croient plus à un accord au terme de cette trêve. Pourtant, la modération de la croissance en Chine et aux Etats-Unis rend ces deux pays plus vulnérables en cas d'affrontement commercial **ce qui pourrait amener leurs dirigeants à des compromis.**

La position de la FED semble plus conciliante. Après une hausse de 0.25% le 19 décembre, elle pourrait décider d'interrompre la remontée des taux. Les marchés n'y croient pas ou pensent que cela serait insuffisant pour permettre aux Bourses de se redresser. Pourtant, chaque fois que la FED l'a fait, un rebond marqué des actifs risqués a eu lieu.

L'environnement économique et géopolitique commence à se stabiliser. La forte baisse du pétrole apporte une bouffée d'oxygène à de nombreux pays. En Europe, l'Italie semble être prête à adoucir sa position en réduisant le déficit de 2.4% prévu dans son budget.

Les marchés financiers ont préféré se concentrer sur les sujets d'inquiétude: le vote du parlement anglais sur le Brexit le 11 décembre, l'agitation sociale en France, la montée des populismes en Europe. Enfin, on reparle de la prochaine fin de cycle aux Etats-Unis. Cela nous semble toujours prématuré mais les investisseurs redoutent que le protectionnisme accélère le ralentissement économique.

Les marchés ignorent les bonnes nouvelles quand ils entrent en phase de correction anxiogène auto-entretenu. Ils commettent alors des excès, comme au mois d'octobre et peut-être en ce moment.

Quel scénario retenir pour les prochains mois ? Il faut rester prudent. Le risque de correction plus forte a augmenté. Mais nous ne croyons pas à l'arrêt du cycle boursier et économique américain. Si l'inflation ne dérape pas, la pause de la FED changerait la donne. Nous sommes plus circonspects sur les probabilités de succès des négociations commerciales. De même, le Brexit générera encore de la volatilité et la situation économique ou politique en Europe pourrait continuer à peser.

Les investisseurs doivent donc se préparer à un risque de volatilité élevée qui justifiera le maintien de positions prudentes à moyen terme assorties de positions tactiques plus opportunistes. A l'inverse, la confirmation d'un contexte géopolitique, économique et monétaire plus favorable redonnerait un potentiel de hausse plus important aux indices actions. Nous n'excluons pas ce scénario.

Nous avons encore abaissé nos prévisions d'environ 2% pour la fin de l'année et pour la fin-juin 2019. Le potentiel d'appréciation pour les prochains mois dépasse 10% en Europe et 5% aux Etats-Unis.

Nous avons conservé notre recommandation globale sur les actions, toujours Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme. **Mais nous relevons notre position à court terme sur les actions asiatiques.**

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 30/11/18	Prévision 31/12/2018	Prévision 30/06/2019
CAC40	5003.92	5400 ↘	5700 ↘
Eurostoxx 50	3173.13	3450 ↘	3625 ↘
S&P 500	2760.17	2850 ↘	2925 ↘
Nikkei	22351.06	23000 ↘	23750 ↘
Emprunts	30/11/18	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	0.31	0.50 ↘	0.60 ↘
Taux 10 ans \$	3.01	3.15 →	3.35 →
Taux 10 ans Yen	0.08	0.11 ↘	0.12 ↘
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	30/11/18	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.13	1.16 ↘	1.18 ↘
Dollar/yen	113.55	114 ↗	114 ↗

Nous adoptons une position plus prudente sur nos recommandations sectorielles à moyen Terme.

Nous avons relevé les secteurs Alimentation & Boissons, Télécommunications à Surpondérer. Nous avons abaissé en contrepartie les secteurs Produits de Base, Chimie, Construction et Matériaux, Biens et Services Industriels à Sous pondérer, les Services Financiers et la Technologie à Neutre.

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

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

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	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)	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	Sous pondérer	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 tactique des actions.

Dans notre allocation équilibrée, nous maintenons une position prudente. Mais, en fin de mois, nous avons profité de la baisse des cours pour relever tactiquement la pondération des actions de 3.3% de

manière répartie sur toutes les zones. Nous avons réduit le poids des liquidités et des produits obligataires sauf les emprunts périphériques.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Allocation. Actuelle	Modif.	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	51.1	↗	47.8	
	Etats-Unis	0	20	12.1	↗	11.3	76%
	Europe	10	60	30.7	↗	28.9	
	Japon	0	10	1.5	↗	1.3	80%
	Pays Emergents	0	10	6.8	↗	6.4	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	35.8	↘	39.0	
	Multi stratégie obligataire	0	30	21.7	↘	22.6	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.2	↗	0.6	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	0.7		0.6	0%
	Obligations Pays Emergents	0	10	1.2		1.3	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	1.9		1.9	68%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	0.6		0.6	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	4.1	↘	5.0	
Obligations Convertibles Europe	0	15	4.4	↘	6.4		
LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES		0	60	13.1	↘	13.3	