



## Stratégie d'Investissement – Février 2019

### Les indices ont regagné le terrain perdu en décembre. Qu'en attendre maintenant ?

L'ampleur du rebond des marchés a égalé l'excès de la baisse. Il a été déclenché par l'inversion des motifs qui avaient provoqué cette dernière. Aujourd'hui les valorisations des marchés se sont à nouveau ajustées aux perspectives réduites de l'activité. Les risques qui pèsent sur celle-ci sont encore nombreux, ce qui justifierait que les Bourses fassent au moins une pause. En revanche, la Fed, par sa patience, et Donald Trump, par son empressement à calmer le jeu quand les marchés s'inquiètent, sont peut-être devenus les alliés des investisseurs. Le risque de fort repli des marchés a sans doute diminué. Compte tenu du calendrier des prochaines semaines et des signaux mitigés sur la croissance, des opportunités d'achat pourraient se présenter avec un moindre risque qu'au début de l'année. Nous restons encore prudents à court terme mais le niveau de confiance est remonté.

**L**e rebond des indices boursiers a été à la hauteur de leur baisse en décembre. L'indice mondial, qui avait perdu 8.5%, a retrouvé son point de départ ces derniers jours. **L'excès de pessimisme a produit un mouvement symétrique de soulagement au vu du bon déroulement des négociations sino-américaines et à l'annonce de la Fed d'une position plus conciliante à deux reprises.** La pause dans la remontée des taux d'intérêt est officielle, du moins tant que l'inflation est stable. Par ailleurs, la Fed pourrait ralentir la réduction de la taille de son bilan afin de ne pas déstabiliser le secteur bancaire et le financement des entreprises. **Pour les investisseurs, cette seconde annonce inattendue a permis de faire reculer la crainte de raréfaction des liquidités mondiales ainsi que le risque d'accentuation du ralentissement économique global.**

Les marchés obligataires se sont également détendus, sur les emprunts d'Etat et surtout sur les obligations privées. Un autre effet induit a été l'affaiblissement du dollar face aux devises émergentes. Il permet à ces pays de moins défendre leur monnaie et d'assouplir leur politique monétaire ce qui a favorisé la hausse de leurs marchés financiers.

**La plupart des indices boursiers des pays développés sont donc revenus à leur niveau de novembre. Peuvent-ils poursuivre leur mouvement haussier ? Les obstacles sont encore nombreux.**

Les négociations sino-américaines peuvent encore échouer. Apparemment les progrès sont réels sur l'amélioration des échanges commerciaux mais les désaccords subsistent sur la propriété intellectuelle et sur les entraves pour accéder au marché chinois. L'affaire Huawei est d'ailleurs un bon exemple des griefs et des sources de tension qui mettront du temps à s'aplanir. De plus, la fermeture des

administrations américaines peut être à nouveau décrétée d'ici quelques jours si aucun budget n'était voté. Donald Trump est apparu conciliant lors de son discours sur l'état de l'Union, proposant aux Démocrates un projet de réduction des prix des médicaments et une rénovation des infrastructures du pays mais les antagonismes restent forts. **Les marchés espèrent que Donald Trump et Xi Jinping préféreront in fine éviter une guerre commerciale et un effondrement de la croissance et des Bourses, ce qui paraît assez plausible.**

Outre les risques politiques et géopolitiques (Venezuela, sanction iranienne sur le pétrole, procédure judiciaire contre Donald Trump), **le contexte économique reste mitigé aux yeux des investisseurs.**

Le FMI et l'Union européenne ont d'ailleurs abaissé leurs prévisions de croissance. L'Allemagne a évité de peu une récession mais celle-ci n'a pas épargné l'Italie. Le ralentissement se poursuit dans la zone euro. L'incertitude liée au Brexit et la baisse des commandes à l'export pèsent sur le climat des affaires. Aussi, l'évolution de la situation chinoise est scrutée de près. Comme en Europe et au Japon, l'expansion y est à l'arrêt dans le secteur industriel et les mesures de soutien des Autorités, renforcées encore récemment, ont certes satisfait les marchés mais elles tardent à contrer le ralentissement. **Un accord commercial avec les Etats-Unis lèverait sans doute l'attentisme qui bride actuellement les échanges commerciaux** alors qu'une amélioration de l'activité semble heureusement se dessiner aux Etats-Unis et dans les autres pays émergents. L'Europe profiterait alors aussi de cette embellie.

Par ailleurs, si des entreprises, comme Apple ou Caterpillar, ont souligné des difficultés en Chine en début d'année, ce phénomène ne s'est pas généralisé. D'autres ont fait des avertissements sur leur bénéfice, comme dans le secteur automobile, et elles ont été souvent sanctionnées.

Mais globalement, **les publications de résultats se font de manière satisfaisante aux Etats-Unis alors qu'elles sont un peu décevantes en Europe.**

Le bon comportement des marchés actions provient aussi du fait que **leur valorisation intègre déjà le ralentissement de la croissance et la baisse des estimations de résultats** (-5% depuis l'automne). **Ajouté au soutien de la Fed, cela réduit le risque de forte rechute des marchés.**

En revanche, la valorisation des actions s'est redressée et **pour progresser davantage, les marchés ont besoin d'avoir une meilleure visibilité sur la croissance et sur les risques qui pèsent sur celle-ci.** Il serait donc logique **qu'une période d'attentisme se mette en place en Bourse. La nature des prochaines nouvelles décidera de la forme de celle-ci : stabilisation ou prises de profits plus appuyées.**

Le calendrier est chargé avec la reprise des discussions budgétaires américaines, la poursuite des négociations avec la Chine, le feuilleton du Brexit et toutes les publications de statistiques économiques. **Des occasions d'achat pourraient donc se présenter prochainement en cas de déceptions.**

La hausse des indices les a rapprochés de nos prévisions pour juin et décembre 2019, que nous maintenons globalement, à part un petit relèvement pour les Etats-Unis. **Le potentiel résiduel pour la fin de l'année est d'environ 4% mais nous pourrions relever nos prévisions en fonction de l'amélioration réelle de l'environnement économique et politique.**

**Nous n'avons pas modifié nos recommandations globales sur les actions,** toujours Neutre à court

terme et Surpondérer à moyen terme. Dorénavant, à court terme, nous sous-pondérons le Japon, nous surpondérons globalement les pays émergents et toujours les Etats-Unis. L'Europe reste sous pondérée pour l'instant.

**Nous avons procédé à plusieurs ajustements sectoriels.** Le secteur Immobilier devrait profiter du maintien des taux bas, il est relevé à Surpondérer à court terme. Le secteur Automobile est relevé à Neutre à court terme compte tenu de sa faible valorisation mais abaissé à Sous-pondérer à moyen terme. Le secteur Santé est abaissé à Neutre à court terme à cause du risque de réglementation américaine sur les prix. Le retournement de tendance du secteur Télécommunications nous amène à ramener la note à court et moyen terme à Neutre. Enfin, l'environnement durable de taux bas devrait pénaliser le secteur Banque, pourtant déjà peu cher, que nous abaissons à moyen terme à Sous-pondérer.

**Nous avons relevé notre opinion à court terme sur les produits obligataires à Neutre** car nous avons remonté nos notes à court et moyen terme sur les obligations émergentes à Surpondérer et les notes à court terme sur les obligations privées américaines à Neutre.

**Dans notre allocation équilibrée,** nous avons tactiquement pris quelques profits en réduisant le poids des actions aux Etats-Unis, en Europe et au Japon et celui des obligations convertibles. Nous avons augmenté celui des emprunts d'Etat périphériques en Zone euro, des obligations émergentes et des liquidités.

Achévé de rédiger le 8 février 2019.

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: L'Europe et la Chine restent à la peine face à la croissance des Etats-Unis.

L'abaissement des prévisions pour 2018 et 2019 se poursuit très graduellement. Les Etats-Unis et les pays émergents devraient conserver leur leadership alors que le Japon et l'Europe n'arrivent toujours pas à accélérer. Le ralentissement de la croissance mondiale est très graduel et restera soumis aux aléas des tensions commerciales.

Croissance économique (consensus Bloomberg)- prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2018	Rév.	2019	Rév.	2020	Rév.
Etats-Unis	2.9%	-	2.5%	-0.1%	1.9%	0.0%
Zone Euro	1.9%	0.0%	1.5%	-0.2%	1.5%	-
Japon	0.8%	-0.2%	0.9%	-	0.5%	-0.1%
Emergents	4.9%	-0.1%	4.9%	0.0%	4.9%	0.0%
Monde	3.7%	-	3.5%	-0.1%	3.3%	-

## Etats-Unis : rebond timide en janvier après un petit trou d'air en décembre.

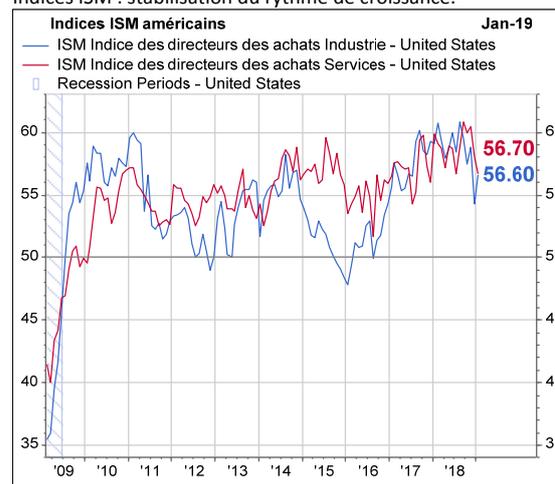
Les données incomplètes ne permettent pas de mesurer le ralentissement qui était prévu au mois de décembre. Les éléments disponibles pour janvier semblent montrer un redressement encourageant.

La fermeture partielle des services publics a empêché la publication de nombreuses statistiques, ce qui complique l'analyse de l'activité. La production industrielle a très légèrement ralenti tandis que l'inflation sur un an est retombée à 1.9% et qu'elle se

maintient à 2.2% hors alimentation et énergie. Les indices de confiance ont reculé à nouveau en janvier. Le marché de l'emploi est resté très vigoureux. La hausse mensuelle du salaire horaire a été limitée à +0.1% en janvier et à +3.2% sur un an. Selon les indices des directeurs d'achat de décembre, l'expansion de l'activité s'est redressée dans l'industrie et a ralenti dans les services.

USA- Données mensuelles	Jan-19	Dec-18	Nov-18	Oct-18
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	-	4.2	4.8
Revenus (% a/a, sa)	-	-	4.2	4.3
Taux d'épargne (%)	-	-	6.0	6.1
Taux de chômage (%)	4.0	3.9	3.7	3.8
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	304	222	196	277
Permis de construire (millions)	-	-	1.32	1.27
Mise en chantiers (millions)	-	-	1.26	1.22
Ventes de maisons neuves (millions)	-	-	0.66	0.56
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	213.7	213.9
Inflation (%a/a, sa)	-	1.9	2.2	2.5
Production industrielle (% a/a, sa)	-	4.0	4.1	4.2
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-	0.7	-4.3
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	120.2	126.6	136.4	137.9
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	56.6	54.3	58.8	57.5
Indice directeurs d'achats Services (%)	56.7	58.0	60.4	60.0
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	4.3	5.2	5.4

Indices ISM : stabilisation du rythme de croissance.



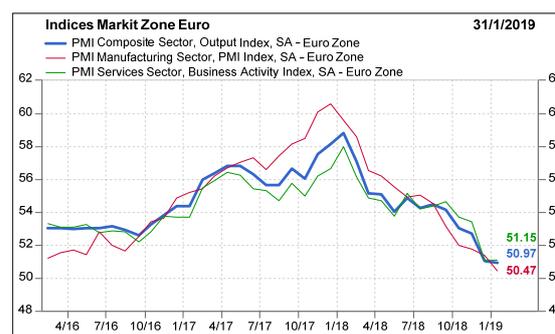
## Zone Euro : le ralentissement de l'activité se poursuit.

La 1<sup>ère</sup> estimation de la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre a atteint +0.8% en rythme annualisé comme au trimestre précédent. En ce début d'année, l'expansion de l'activité ralentit toujours.

En décembre, la hausse des ventes de détail s'est affaiblie, le chômage s'est stabilisé. La production

industrielle a reculé en novembre. En janvier l'inflation a reculé à 1.4% sur un an et est remontée à 1.1% hors alimentation et énergie. Les indices de sentiment ont encore fléchi. Selon les directeurs d'achat, l'expansion de l'activité a continué à faiblir dans l'industrie et dans les services.

EUROZONE - Données mensuelles	Jan-19	Dec-18	Nov-18	Oct-18
Ventes de détail (% a/a) ex autos	-	0.8	1.8	2.5
Taux de chômage (%)	-	7.9	7.9	8.0
Inflation (% a/a)	1.4	1.6	1.9	2.2
Production industrielle (% a/a)	-	-	-3.3	1.2
Indice Confiance Consommateur (% bal)	-7.9	-8.3	-6.6	-5.9
Indice de Sentiment Economique	106.2	107.4	109.5	109.7
Indice IFO (2000=100)	100.0	102.2	103.0	104.0
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-15.0	-17.5	-24.1	-24.7
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.5	51.4	51.8	52.0
Indice directeurs d'achats Services (%)	51.2	51.2	53.4	53.7



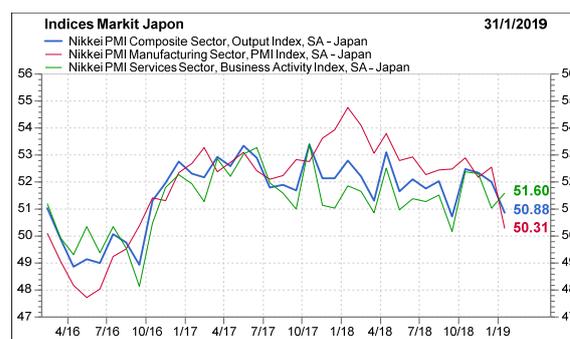
## Japon: poursuite du tassement de l'activité à cause de l'industrie malgré un léger redressement des services.

L'activité a finalement reculé de 2.5% au 3<sup>ème</sup> trimestre en rythme annualisé (c. -1.2%). L'activité a été molle en décembre et le rythme de l'expansion a encore baissé en janvier.

En décembre, la hausse des ventes de détail a faibli, les revenus des ménages ont reculé, la production industrielle et les exportations ont baissé. Les indicateurs avancés ont encore fléchi. Le taux de

JAPON - Données mensuelles	Jan-19	Dec-18	Nov-18	Oct-18
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	1.3	1.4	3.7
Taux de chômage (%)	-	2.4	2.5	2.4
Revenus (% a/a)	-	-2.5	-1.6	-3.0
Inflation (% a/a)	-	0.3	0.9	1.4
Production industrielle (% a/a)	-	-1.0	0.6	2.5
Exportations (%a/a)	-	-3.9	0.1	8.2
Indice de Confiance des Consommateurs	41.9	42.7	42.9	43.0
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-3.9	-3.5	-1.6
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.3	52.6	52.2	52.9
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.6	51.0	52.3	52.4

chômage a reflué. L'inflation totale a chuté de 0.9% à 0.3% et a été stable à 0.1% hors alimentation et énergie. En janvier, l'indice de confiance des consommateurs a reculé tandis que, selon les indices des directeurs d'achat, le tassement du rythme d'expansion global s'est poursuivi à cause de l'industrie et malgré un petit redressement des services.



## Pays émergents : récession dans l'industrie, maintien de l'expansion dans les services.

Les perspectives de croissance des pays émergents pour 2019 ou 2020 restent assez stables. En décembre, le rythme d'expansion de l'activité s'était redressé, interrompant une baisse de plusieurs mois. En janvier, celui-ci s'est légèrement infléchi, à cause d'un ralentissement assez marqué en Chine alors que l'activité a été plus stable au Brésil, en Russie et en Inde. L'activité industrielle est en régression.

**Au Brésil,** les ventes de détail ont rebondi en novembre. En décembre, le taux de chômage a été stable, l'inflation a faibli. En revanche, la production industrielle a baissé fortement. Selon les derniers indices des directeurs d'achat, la croissance de l'activité s'est légèrement améliorée dans l'industrie et dans les services.

**En Russie,** la croissance s'est établie au 4<sup>ème</sup> trimestre à 2.3% sur un an c. 1.5% au précédent. En décembre, la hausse des ventes de détail et de la production industrielle a ralenti. Le taux de chômage a été stable et l'inflation s'est redressée. Les derniers indices des directeurs d'achat montrent une poursuite du tassement de l'expansion dans l'industrie et un léger rebond dans les services.

**En Inde,** l'inflation a encore reculé. La production industrielle a chuté en novembre. Les indices des directeurs d'achat de janvier montrent une baisse du rythme d'expansion de l'activité dans les services et un redressement de celui-ci dans l'industrie.

**En Chine,** la croissance s'est établie au 4<sup>ème</sup> trimestre à 6.4% sur un an c. 6.5% précédemment. La progression des ventes de détail s'est stabilisée en

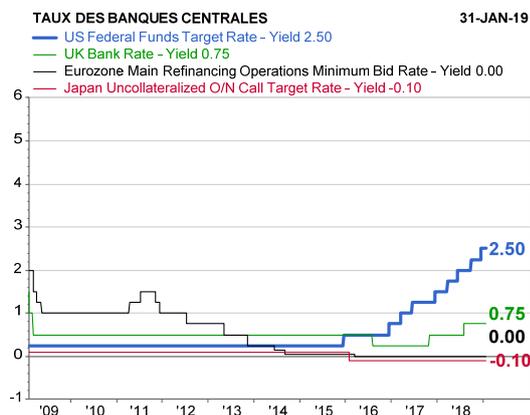
Croissance économique (consensus Bloomberg) et révision mens.						
Var. sur 1 an	2018	Rév.	2019	Rév.	2020	Rév.
Brésil	1.3%	-	2.5%	-	2.5%	-
Russie	1.7%	-	1.5%	-	1.7%	-
Inde	7.1%	-0.5%	7.2%	-0.1%	7.3%	-
Chine	6.6%	-	6.2%	-	6.0%	-
Émergents	4.9%	-0.1%	4.9%	0.0%	4.9%	0.0%

décembre, la production industrielle s'est redressée mais les échanges commerciaux ont reculé. Le crédit et les investissements sont restés soutenus. L'inflation a reculé. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité a faibli dans les services en janvier et s'est contracté fortement dans l'industrie.

BRIC- Données mensuelles		Jan-19	Dec-18	Nov-18	Oct-18
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	4.4	1.9
	Taux Chômage (%)	-	11.6	11.6	11.7
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	3.8	4.1	4.6
	Production Industrielle (%a/a)	-	-3.6	-1.0	0.8
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.7	52.6	52.7	51.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	52.0	51.9	51.3	50.5	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	2.3	3.0	1.9
	Taux Chômage (%)	-	4.8	4.8	4.7
	Inflation (% a/a)	-	4.3	3.8	3.5
	Production Industrielle (% a/a)	-	2.0	2.4	3.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.9	51.7	52.6	51.3
Indice directeurs d'achats Services(%)	54.9	54.4	55.6	56.9	
Inde	Inflation (% a/a)	-	2.2	2.3	3.4
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	0.5	8.4
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	53.9	53.2	54.0	53.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	52.2	53.2	53.7	52.2	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	8.2	8.1	8.6
	Inflation (% a/a)	-	1.9	2.2	2.5
	Production Industrielle (% a/a)	-	5.7	5.4	5.9
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.3	49.7	50.2	50.1
	Indice directeurs d'achats Services(%)	53.6	53.9	53.8	50.8

## Marchés de taux d'intérêt : hausse des obligations souveraines et du crédit.

**Le Président de la Fed a corrigé le tir en janvier.** Face à la montée des incertitudes, il a adopté un discours beaucoup plus conciliant pour 2019. **La Banque fera preuve de patience dans sa remontée des taux** et pourrait envisager de ralentir la réduction de son bilan si les conditions l'exigeaient. Les investisseurs n'en n'espéraient pas tant.



**Les taux longs souverains ont reflué de manière générale, du fait des interrogations sur la croissance et du changement de ton des grandes Banques Centrales.** En Europe, les taux périphériques et les écarts avec l'Allemagne ont continué à baisser. Inversement, les taux français ont plutôt souffert de l'agitation sociale et du flou sur l'évolution de la politique économique.

Les emprunts d'Etat en zone euro ont progressé en moyenne de 1%, les moins bien notés de 1.4, ceux des pays les mieux notés de 0.6%. Les obligations américaines ont gagné 0.7% en dollar et 0.3% en euro.

**Les obligations émergentes ont encore regagné 3.8%. Elles profitent de l'affaiblissement du dollar US.**

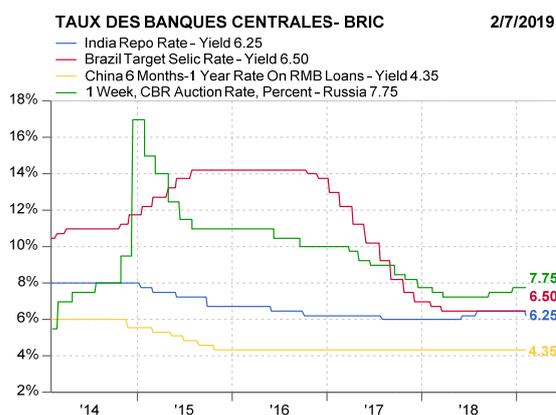
**Dans le contexte actuel, nous envisageons toujours un léger rebond des taux longs d'ici à 6 mois, en direction de 2.85% aux Etats-Unis et de 0.30% en Allemagne.**

**Le compartiment du crédit (obligations privées) s'est encore mieux comporté, grâce à l'apaisement des craintes généralisées mais aussi du fait de la nouvelle modération affichée par les Banques Centrales.** Les obligations Investment Grade américaines ont repris 3.7% en \$ et 3.3% en euros. En Europe, elles ont gagné 1.4%. Les obligations américaines à Haut Rendement ont gagné 4.9% en \$ et 4.6% en euros. Le crédit européen à haut rendement a repris aussi 3.1%.

**La tendance à court terme des produits obligataires souverains est restée haussière en Europe et aux Etats-Unis. Elle pourrait le rester tant que la Fed reste conciliante. Au-delà, au vu des niveaux actuels, la tendance à moyen terme est plus incertaine.**

**La BCE a confirmé l'arrêt de ses achats d'actifs mais pourrait repousser sa première hausse des taux** tant que l'activité ou l'inflation n'accélèrent pas.

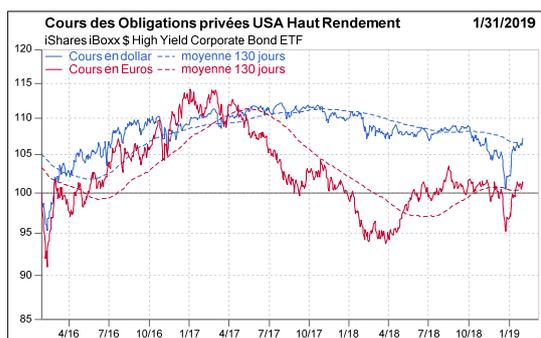
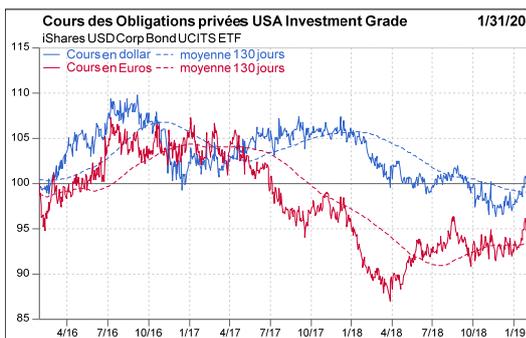
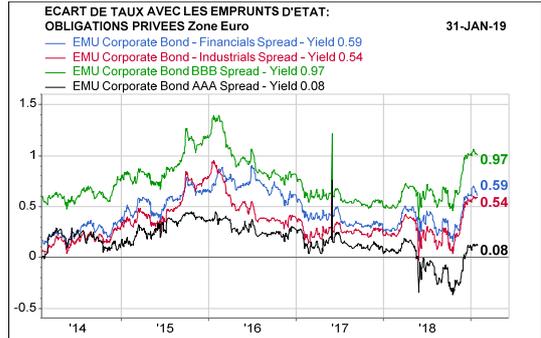
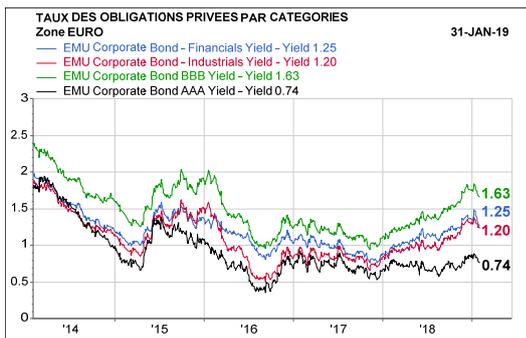
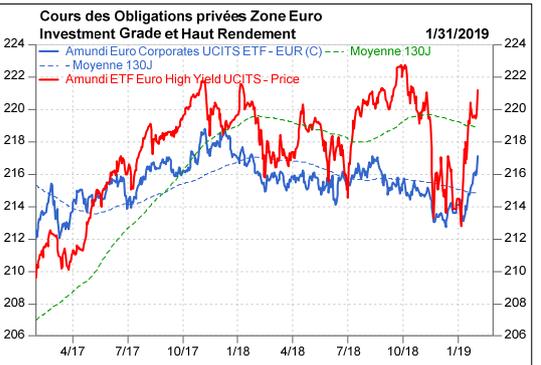
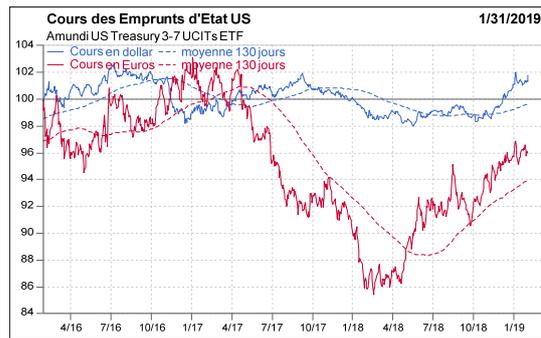
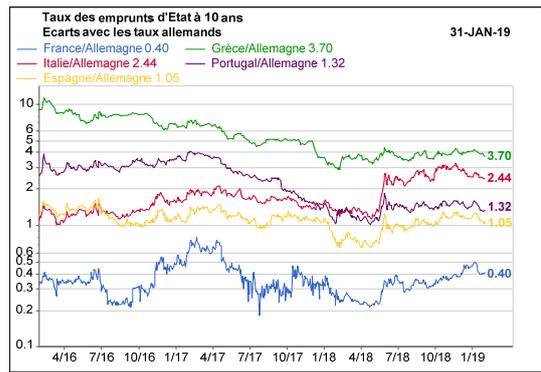
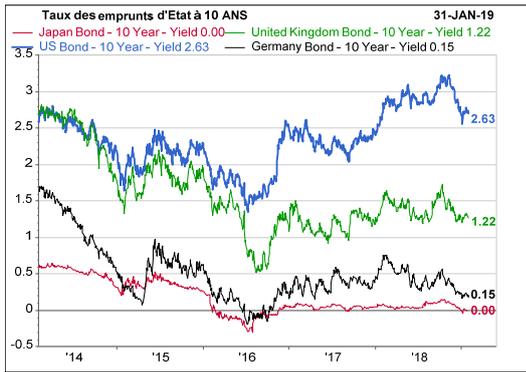
**Dans les pays émergents, à part la Bank of India, les Banques Centrales n'ont pas modifié leurs taux globalement, se joignant à la prudence de la Fed et de la BCE.**



Taux à 10 ans	Données au 12/31/2018	Taux fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis		2.68	-0.33	-0.26
Allemagne		0.24	-0.07	-
France		0.71	0.03	0.10
Espagne		1.42	-0.09	-0.02
Italie		2.75	-0.46	-0.39
Portugal		1.71	-0.11	-0.03
Grèce		4.35	0.10	0.18
Royaume-Uni		1.27	-0.08	-0.01
Japon		-0.01	-0.09	-0.02
Suisse		-0.18	-0.15	-0.08

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
31/01/19	Var. Mois	Var. Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	1.0%	1.0%	1.0%
- les mieux notés	0.6%	0.6%	0.6%
- les moins bien notés	1.4%	1.3%	1.4%
- durée 1 à 3 ans	-0.1%	-0.1%	-0.1%
- durée plus de 10 à 15 ans	1.6%	1.6%	1.6%
Emprunts d'Etats USA (\$)	0.7%	0.7%	0.7%
Emprunts d'Etats USA (eur)	0.3%	0.3%	0.3%
Obligations émergentes (eur)	3.8%	3.8%	3.8%
Obligations privées Euro Inv.Grade	1.4%	1.4%	1.4%
Obligations privées Euro Haut Rendt	3.1%	3.1%	3.1%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	3.7%	3.5%	3.7%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	4.9%	4.9%	4.9%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	3.3%	3.1%	3.3%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	4.6%	4.6%	4.6%

**Celle des obligations émergentes est devenue haussière à son tour. Il en est de même pour la tendance des obligations privées.**



## Marchés des changes et des Matières Premières: rebond des métaux et du pétrole.

**Sur le marché des changes**, face à l'euro, le dollar a faibli, le yen a progressé et le franc suisse a reculé. Le Sterling est remonté avec l'atténuation des craintes sur une sortie de l'Angleterre de l'UE sans accord préalable.

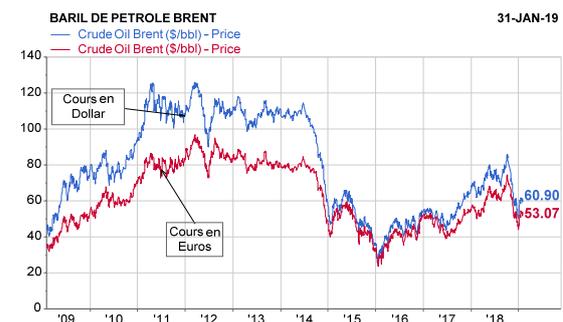
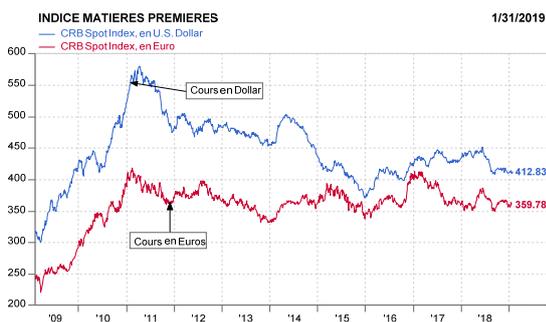
Parallèlement, les devises émergentes ont été plutôt fermes face au dollar mais également face à l'euro. Nous maintenons notre conseil de couvrir au niveau actuel des positions en dollar contre une baisse face à l'euro.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/01/19	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.15	-0.4%	-0.4%	-0.4%
JPY - Japan Yen	124.88	0.4%	0.4%	0.4%
CHF - Swiss Franc	1.14	-1.0%	-1.0%	-1.0%
GBP - Sterling.	0.87	2.9%	2.9%	2.9%
BRL - Brazilian Real	4.18	6.0%	6.0%	6.0%
RUB - Russian Rouble	75.13	5.5%	5.5%	5.5%
INR - Indian Rupee	81.61	-2.2%	-2.2%	-2.2%
CNY-Chine Renminbi	7.69	2.0%	2.0%	2.0%



**Les matières premières ont engagé un fort rebond, aussi puissant que la baisse de décembre.** L'or a profité du report de la hausse des taux américains. Les métaux industriels ont bénéficié de l'éloignement des risques de fort ralentissement économique. Il en a été de même pour le pétrole et son cours a été dopé en plus (+20%) par la confirmation de la réduction effective de la production de pétrole de l'Arabie Saoudite.

Matières Premières - Variation des cours				
au 31/01/19	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Métaux industriels: 336\$	9.0%	9.0%	8.6%	8.6%
Pétrole Brent: 60\$	20.4%	20.4%	20.0%	20.0%
Produits Agricoles	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%
Once d'or: 1323.25\$	3.5%	3.5%	3.1%	3.1%



## Résultats des entreprises, évolutions des secteurs européens.

**A ce jour**, 56% des sociétés du S&P500 ont publié leurs résultats trimestriels, **en hausse de 13.7% sur un an, dépassant les attentes pour 68% d'entre elles, en moyenne de 3.7%**. Pour le chiffre d'affaires, les données respectives sont +8.1% sur un an, dépassant les attentes de 1.1% en moyenne, pour 61% des sociétés.

En Europe, seulement 22% des sociétés du Stoxx600 ont publié **leurs résultats, en hausse de 6.2% et inférieurs aux attentes, en moyenne de 4.5%, pour 49% d'entre elles**. Pour le chiffre d'affaires, les données respectives sont +8.9% sur un an, dépassant les attentes en moyenne de 3%, pour 65% des sociétés.

Comme au mois précédent, les estimations de résultats ont été révisées en baisse de plusieurs pourcents pour 2018 et 2019.

Pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 s'établit à +20.2% c. +20.6% en décembre, et pour 2019, à +5.8% c. +7.6%.

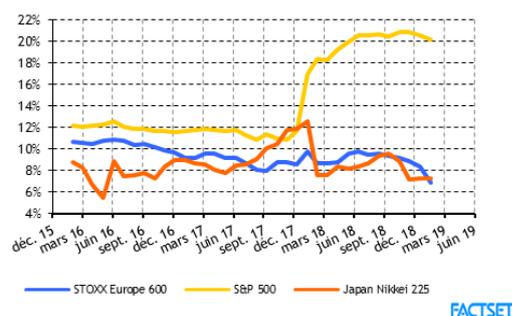
Pour le Stoxx600, la croissance bénéficiaire attendue en 2018 a été abaissée à 6.9% contre 8.4% en décembre. Pour 2019, elle a été abaissée à 7.4% contre 8.0%.

Au Japon, les perspectives de croissance bénéficiaire pour 2018 ont été abaissées de +7.4% c. +7.2% en décembre et de +10.1% à +7.7% pour 2019.

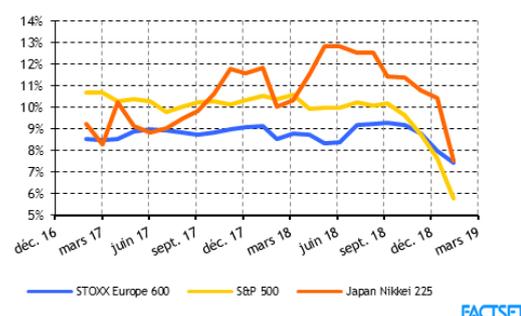
Depuis l'été dernier, **la croissance bénéficiaire cumulée sur 2018 et 2019 a perdu en moyenne 5% et la tendance ne s'est pas inversée pour le moment**.

Consensus FactSet au 31/01/19	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	4.8%	8.4%	-1.9%	-2.2%	6.8%	7.3%
Stoxx600 Europe	6.9%	7.4%	-0.5%	-1.3%	7.3%	9.3%
CAC 40	9.4%	6.9%	-3.4%	-2.6%	7.3%	9.0%
S&P 500	20.2%	5.8%	-0.2%	-2.3%	19.6%	6.0%
Nikkei 225	7.2%	7.7%	-0.2%	-2.5%	12.9%	6.8%

CROISSANCE BENEFICIAIRE 2018 DES INDICES DANS LES PAYS DEVELOPPES



CROISSANCE BENEFICIAIRE 2019 DES INDICES DANS LES PAYS DEVELOPPES



Révisions des bénéfices nets par action pendant les six derniers mois (moyenne 2018 et 2019)							
Mise à jour au 31/01/19	Révision sur un mois au 31/01/19	Révision sur un mois au 31/12/18	Révision sur un mois au 30/11/18	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
STOXX Europe 600	-0.9	-0.8	-0.2	-0.3	0.1	0.0	0.0
Services financiers	6.1	-1.9	-0.5	2.9	-0.3	-1.6	0.3
Biens et Serv. Industriels	4.7	-0.3	-1.0	-0.8	0.1	-0.7	-0.1
Immobilier	2.1	3.0	0.8	0.6	2.1	4.3	1.9
Media	1.6	-0.6	-0.5	-1.5	1.0	0.0	-1.1
Tourisme-Loisirs	1.1	0.0	-0.9	-3.6	-0.9	0.1	-0.7
Distribution	0.7	-0.3	-0.4	0.0	0.2	-1.5	-0.1
Biens de Conso.non cycl.	0.6	-0.4	1.0	-0.7	0.6	-0.2	1.0
Service Publics	0.3	-0.5	0.0	0.0	-6.6	-0.3	0.0
Santé	-0.5	-0.4	0.0	0.2	1.3	1.0	0.8
Alimentation/boissons	-0.6	-0.2	0.1	-2.3	0.0	0.5	-0.2
Télécommunications	-0.8	-0.6	0.1	-0.8	-0.7	-0.5	-1.5
Automobile	-1.2	-0.8	-0.8	-3.5	-1.7	-1.5	0.4
Chimie	-1.5	-3.8	4.6	-2.5	0.2	0.4	-0.4
Banques	-1.8	-0.5	-0.6	-0.9	0.8	0.0	-0.8
Construction & matériaux	-2.4	0.0	0.3	-1.7	-0.2	0.4	-1.7
Assurance	-2.5	-1.4	-0.3	-0.3	0.4	-0.8	-1.0
Technologie	-3.9	-0.2	-0.5	0.6	-0.2	0.2	-0.7
Produits de base	-4.5	-0.8	-1.0	0.4	1.1	1.0	0.0
Pétrole et Gaz	-5.4	-3.7	-0.8	5.3	1.9	0.7	2.7

**Au niveau des secteurs du Stoxx 600 Europe, les estimations bénéficiaires à la hausse ont été plus nombreuses que le mois précédent:** Services Financiers, Biens et Services Industriels, Immobilier, Media, Tourisme & Loisirs, Distribution, Biens de Consommation non cycliques, Services Publics.

Pour tous les autres secteurs, qui restent majoritaires, les estimations ont été revues en baisse, les plus fortes touchant les secteurs Pétrole & Gaz, Produits de Base, Technologie, Assurance, Construction & Matériaux, Banques et Chimie.

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/01/19	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
<b>STOXX Europe 600</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.9</b>	<b>7.5</b>	<b>14.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.4</b>			
Produits de base	12.4%	12.4%	9.1	-5.8	9.7	-2.5	-6.7	2.9%	=	=
Automobile	11.6%	11.6%	-6.2	8.0	7.3	-0.8	-1.6	2.7%	= ↗	- ↘
Distribution	11.3%	11.3%	7.3	9.7	19.0	0.7	0.4	2.6%	=	=
Immobilier	10.7%	10.7%	3.2	1.3	19.4	2.0	1.6	2.0%	+ ↗	=
Services financiers	8.1%	8.1%	-19.2	20.7	18.1	-11.7	23.3	2.0%	=	=
Biens et Serv. Industriels	7.7%	7.7%	3.4	14.6	17.7	10.6	-1.8	10.6%	=	-
Service Publics	7.5%	7.5%	-5.8	6.5	16.1	0.9	0.4	4.1%	+	+
Pétrole et Gaz	7.3%	7.3%	39.1	3.9	12.0	-3.4	-7.9	5.5%	=	=
Technologie	6.9%	6.9%	9.6	14.4	21.2	-4.4	-3.2	4.9%	=	=
Alimentation/boissons	6.8%	6.8%	4.0	11.3	21.4	-1.1	-0.1	6.0%	=	+
Construction & matériaux	6.6%	6.6%	9.9	13.8	15.6	-3.4	-1.1	2.8%	=	-
Assurance	6.2%	6.2%	10.4	12.8	11.1	-5.8	1.4	6.1%	=	+
Media	5.9%	5.9%	7.7	4.5	16.1	1.6	1.4	2.1%	+	+
Biens de Conso.non cycl.	5.8%	5.8%	8.8	7.6	18.5	5.5	0.2	8.1%	=	=
Tourisme-Loisirs	5.7%	5.7%	-1.4	5.3	12.3	1.0	1.0	1.6%	=	=
Chimie	5.1%	5.1%	4.8	2.6	16.6	-0.2	-2.9	4.2%	=	-
Banques	4.8%	4.8%	12.4	4.7	9.2	-1.4	-2.6	11.0%	=	- ↘
Santé	3.6%	3.6%	5.0	6.4	17.6	-3.8	-1.0	14.5%	= ↘	+
Télécommunications	-2.4%	-2.4%	-6.7	6.7	14.4	-1.7	-0.6	3.4%	= ↘	= ↘

**La forte remontée des indices et le retour de l'appétit pour le risque ont permis à de nombreux secteurs de redresser leur tendance à court terme.**

Le secteur Télécommunications est le seul à être passé d'une tendance haussière à une tendance baissière, signe du changement de sentiment rapide des investisseurs.

Le secteur Services Publics (sensibles au taux) est resté en tendance haussière. Six secteurs sont passés d'une tendance neutre à une tendance haussière: des secteurs défensifs (Alimentation) comme des secteurs plus cycliques (Produits de Base) ou sensibles aux taux (Immobilier). Onze autres secteurs sont passés d'une tendance négative à une tendance neutre.

Les plus fortes hausses ont concerné les secteurs cycliques (Produits de Base, Automobile, Distribution,

Industrie) ou sensibles à la baisse des taux (Immobilier, Services Publics).

**Les tendances relatives sectorielles à court terme ont été également redistribuées.**

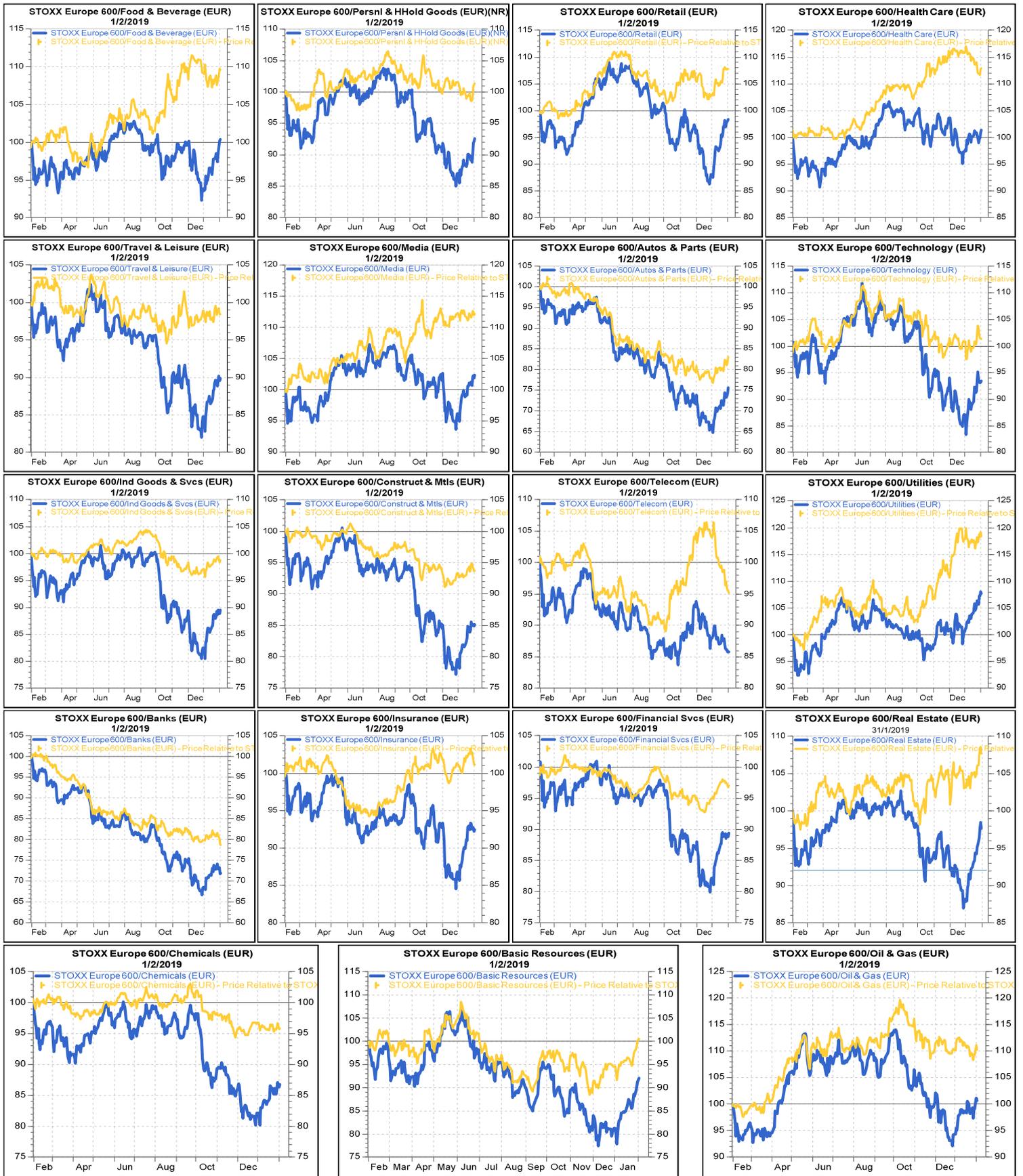
Les secteurs Media, Services Publics, Immobilier ont conservé leur tendance relative positive, tendance également initiée par les secteurs Produits de Base, Tourisme & Loisirs et Services Financiers.

Les secteurs Automobile, Technologie, Industrie, Constructions & Matériaux, Chimie sont passés d'une tendance relative négative à neutre.

A l'inverse, les secteurs Alimentations & Boissons et Santé sont passés d'une tendance relative positive à neutre. Le secteur Télécommunications est repassé d'une tendance relative positive à négative.

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

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



Source FactSet

## Evolution des marchés actions et des valorisations : un rebond aussi fort que la baisse.

Après les nombreuses déceptions de décembre qui avait rendu les investisseurs très pessimistes, la Fed a corrigé le tir dans sa communication au-delà des espoirs des investisseurs. Toute la baisse du mois de décembre, qu'elle avait en partie provoquée, a été corrigée. Tous les indices ont fortement progressé, ceux des pays émergents profitant davantage du statu quo monétaire qui a affaibli le dollar face à leur devise.

La reprise s'appuie aussi sur l'espoir d'une conclusion positive des négociations commerciales entre Etats-Unis et Chine. Les statistiques économiques qui sont restées très mitigées (sauf aux Etats-Unis) n'ont pas empêché la progression des indices, preuve que les marchés actions intégraient déjà ces incertitudes.

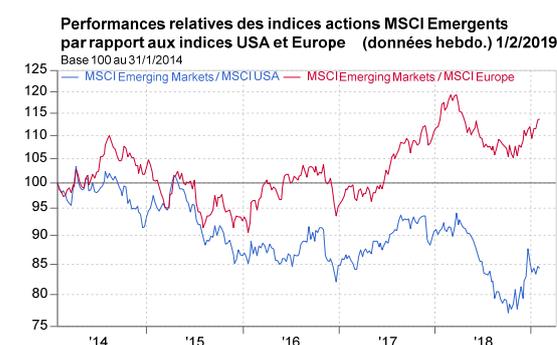
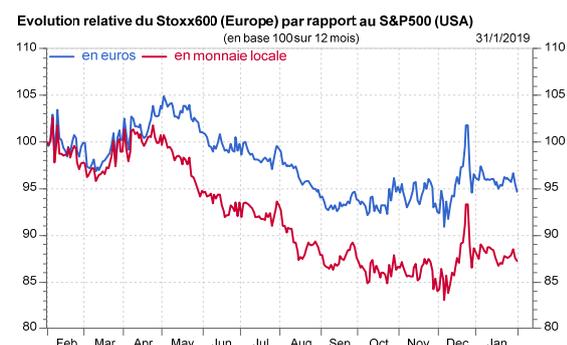
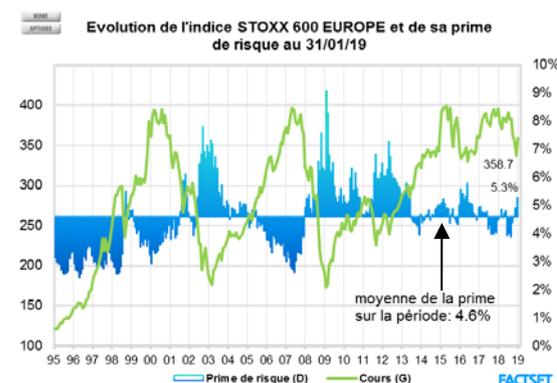
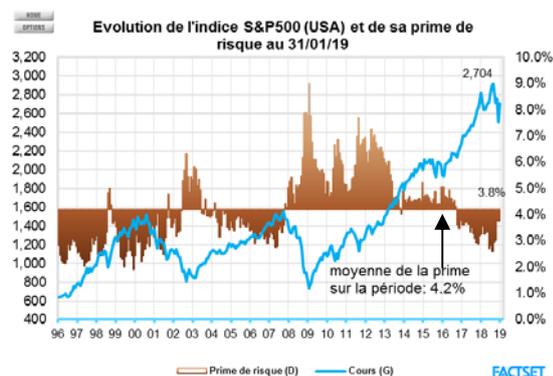
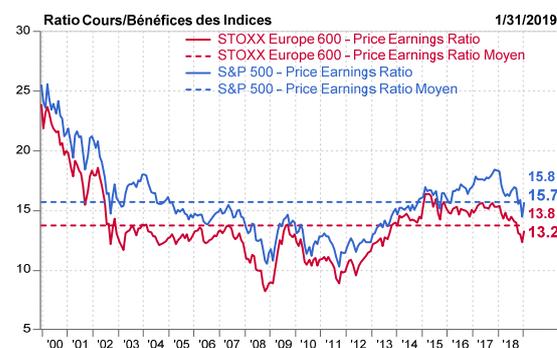
**Aux Etats-Unis, le PER des actions est remonté de 8.3%**, de 14.5 à 15.7 alors que les estimations de bénéfice par action à 12 mois baissaient de 1.2%.

**En Europe, le PER a rebondi de 7.2%** (de 12.4 à 13.2) quand les bénéfices estimés étaient abaissés de 0.9%. Après la forte hausse des indices américains et européens, **leurs valorisations sont revenues à leurs moyennes historiques** (15.8 pour le SP500) **ou s'en sont rapprochées** (13.8 pour le STOXX600).

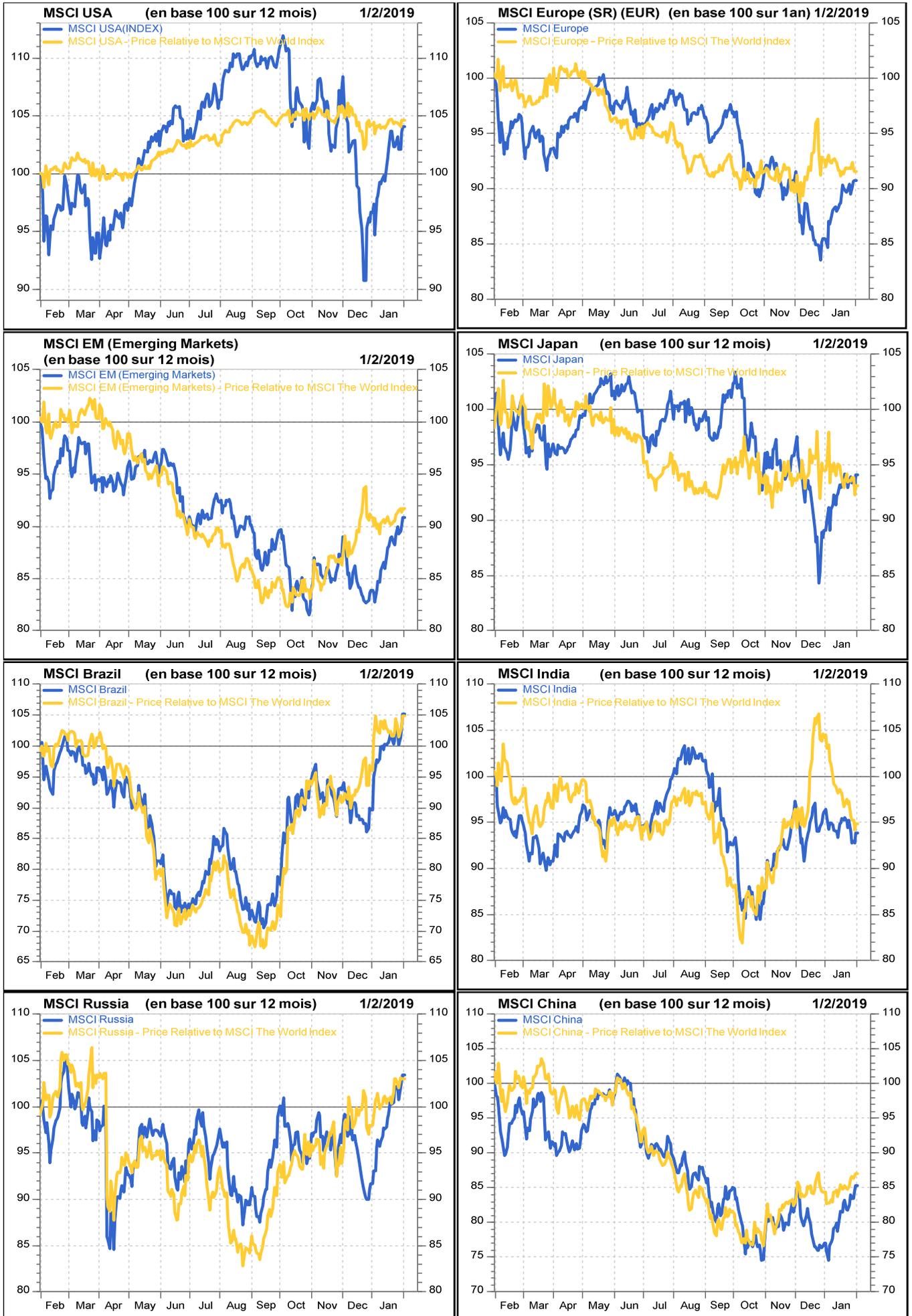
Parallèlement, la prime de risque est remontée de 3.7% à 3.8% pour les actions américaines, et de 4.9% à 5.3% pour les actions européennes. La baisse des taux longs a compensé la hausse des cours. Donc les actions ne se sont pas renchériées par rapport aux taux. Elles restent attractives par rapport à ceux-ci,

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 31/01/19	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
MSCI The World Index	7.3%	7.3%	7.3%
MSCI USA	7.7%	7.7%	7.7%
MSCI Europe	6.1%	6.1%	6.1%
MSCI Japan	5.7%	5.7%	5.7%
MSCI EM (Emerging Markets)	8.3%	8.3%	8.3%
MSCI Asia Pacific ex Japan	6.8%	6.8%	6.8%
MSCI EM Latin America	14.4%	14.4%	14.4%
MSCI EM Eastern Europe	10.3%	10.3%	10.3%
MSCI Brazil	17.2%	17.2%	17.2%
MSCI Russia	12.8%	12.8%	12.8%
MSCI India	-2.4%	-2.4%	-2.4%
MSCI China	10.6%	10.6%	10.6%

tout en ayant déjà intégré la modération de la croissance économique et une progression plus faible des résultats.



## 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 31/01/19

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		358.67	6.23%	6.23%	6.23%	14.3 x	13.3 x	6.9%	7.4%	3.7%
DJ Stoxx 50		2897.13	4.97%	4.97%	4.97%	13.8 x	13.0 x	7.6%	5.8%	4.2%
DJ Euro Stoxx 50		3159.43	5.26%	5.26%	5.26%	13.9 x	12.8 x	4.8%	8.4%	3.8%
DJ Stoxx Large 200		358.33	5.85%	5.85%	5.85%	13.8 x	12.9 x	8.1%	7.2%	3.9%
DJ Stoxx Mid 200		444.02	7.50%	7.50%	7.50%	15.5 x	14.4 x	0.4%	8.0%	3.4%
DJ Stoxx Small 200		273.81	7.88%	7.88%	7.88%	16.9 x	15.5 x	8.7%	9.0%	3.1%
Dow Jones (US)		24999.67	7.17%	7.17%	7.17%	15.9 x	15.1 x	21.6%	5.2%	2.3%
S&P 500 (US)		2704.10	7.87%	7.87%	7.87%	16.7 x	15.8 x	20.2%	5.8%	2.0%
NASDAQ Composite (US)		7281.74	9.74%	9.74%	9.74%	22.6 x	20.5 x	23.7%	10.4%	1.2%
Russell 2000 (US)		1499.42	11.19%	11.19%	11.19%					
Nikkei 225 (JP)		20773.49	3.79%	3.79%	3.79%	15.1 x	14.0 x	7.2%	7.7%	2.1%
TOPIX 500 (JP)		14.40	5.77%	5.77%	5.77%					
CAC 40		4992.72	5.54%	5.54%	5.54%	14.0 x	13.1 x	9.4%	6.9%	3.4%
SBF 120		3965.28	5.57%	5.57%	5.57%	14.5 x	13.5 x	13.1%	7.4%	3.3%
SBF 250		3891.99	5.64%	5.64%	5.64%	14.6 x	13.6 x	13.3%	7.9%	3.3%
CAC Mid 60		12272.11	5.98%	5.98%	5.98%	16.8 x	15.7 x	84.1%	6.8%	2.9%
CAC Small		10762.56	9.69%	9.69%	9.69%	23.2 x	16.7 x	24.8%	38.8%	2.6%
DAX Price Return (DE)		5128.61	5.47%	5.47%	5.47%	13.0 x	11.9 x	-4.1%	9.2%	3.4%
SMI (CH)		8969.27	6.41%	6.41%	6.41%	17.0 x	15.1 x	24.6%	12.5%	3.5%
Ibex 35 (ES)		9056.70	6.05%	6.05%	6.05%	12.3 x	11.5 x	0.5%	7.4%	4.4%
FTSE MIB		22640.08	8.08%	8.08%	8.08%	12.3 x	10.9 x	44.2%	12.2%	4.0%
FTSE 100 (GB)		6968.85	3.58%	3.58%	3.58%	12.5 x	12.1 x	9.8%	3.0%	4.8%
CECE Index (EUR.EST)		1789.37	5.63%	5.63%	5.63%	11.4 x	10.9 x	2.3%	4.7%	3.5%
RTS Interfax (Russie)		1214.45	13.64%	13.64%	13.64%	5.4 x	5.5 x	46.1%	-2.0%	6.8%
SSE Composite Index - Price		2584.57	3.64%	3.64%	3.64%	14.0 x	12.2 x	18.2%	14.9%	2.2%
Sensex 30 (IN)		36256.69	0.52%	0.52%	0.52%	22.9 x	18.5 x	8.7%	23.9%	1.4%
Bovespa (BR)		97393.74	10.82%	10.82%	10.82%	15.3 x	12.7 x	41.2%	19.7%	3.2%
Merval Bench (AR)		36326.92	19.92%	19.92%	19.92%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		43987.94	5.64%	5.64%	5.64%	16.3 x	13.9 x	13.2%	16.9%	2.7%

Source Factset

## Stratégie d'investissement : une phase d'attentisme boursier devrait se mettre en place.

Le rebond des indices boursiers a été à la hauteur de leur baisse en décembre. L'excès de pessimisme a produit un mouvement symétrique de soulagement au fil de l'avancée des négociations sino-américaines et quand la Fed a annoncé à deux reprises sa position plus conciliante. Pour les investisseurs, le risque d'accroissement du ralentissement mondial et la crainte liée à la raréfaction des liquidités mondiales ont fortement diminué. Ils ont maintenant deux alliés : la Fed et Donald Trump, qui n'a pas hésité à suspendre la hausse des tarifs douaniers ou la fermeture des administrations.

La plupart des indices des pays développés sont donc revenus à leur niveau de novembre. Peuvent-ils poursuivre leur mouvement haussier ? Les obstacles sont encore nombreux. Les négociations sino-américaines peuvent encore échouer. Le blocage des institutions américaines peut être à nouveau décrété. Le contexte économique reste mitigé. Une éclaircie semble se dessiner aux Etats-Unis et dans les pays émergents. Mais la situation en Europe reste très fragile et la Chine peine à redresser la sienne malgré les annonces de nouveaux plans de soutien.

Certes, la valorisation des marchés actions intègre ce ralentissement de la croissance et la baisse des estimations de résultats. Ajouté au soutien de la Fed, cela réduit le risque de forte rechute des marchés.

En revanche, pour progresser davantage, les marchés ont besoin d'avoir une meilleure visibilité sur la croissance et sur les risques qui pèsent sur celle-ci. Il serait logique qu'une période d'attentisme se mette en place en Bourse. La nature des prochaines nouvelles décidera de la forme de celle-ci : stabilisation ou prise de profits plus appuyée.

Or la calendrier est chargé avec la reprise des discussions budgétaires américaines, la poursuite des négociations avec la Chine, le feuilleton du Brexit (auquel plus personne ne semble faire attention) et toutes les publications de statistiques économiques. Des occasions d'achat peuvent se présenter prochainement.

La hausse des indices les a rapprochés de nos prévisions à juin et décembre 2019, que nous maintenons globalement, à part un petit relèvement pour les Etats-Unis. Le potentiel résiduel pour la fin d'année est d'environ 4% mais nous pourrions relever nos prévisions en fonction d'une amélioration réelle de l'environnement économique et politique.

**Nous n'avons pas modifié nos recommandations globales sur les actions**, toujours Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme. Dorénavant, à court terme, nous sous-pondérons le Japon, nous surpondérons globalement les pays émergents et toujours les Etats-Unis. L'Europe reste sous pondérée.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 31/01/19	Prévision 30/06/2019	Prévision 31/12/2019
CAC40	4992.72	5000 →	5200 →
Eurostoxx 50	3159.43	3150 →	3300 →
S&P 500	2704.10	2700 ↗	2800 ↗
Nikkei	20773.49	21000 →	22000 →
Emprunts	31/01/19	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	0.15	0.20 →	0.30 →
Taux 10 ans \$	2.63	2.75 ↗	2.85 ↗
Taux 10 ans Yen	0.00	0.00 →	0.00 →
Taux BCE	0.00	0.00 →	0.00 →
Taux FED	2.50	2.50 →	2.50 →
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →
Monnaies	31/01/19	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.15	1.16 →	1.17 ↘
Dollar/yen	108.83	107 →	106 ↗

**Nous avons procédé à plusieurs ajustements sectoriels.** Le secteur Immobilier devrait profiter du maintien des taux bas, il est relevé à Surpondérer à court terme. Le secteur Automobile est relevé à Neutre à court terme compte tenu de sa faible valorisation mais abaissé à Sous-pondérer à moyen terme. Le secteur Santé est abaissé à Neutre à court terme à cause du risque de réglementation américaine sur les prix. Le retournement de tendance du secteur Télécommunications nous amène à ramener la note à court et moyen terme à Neutre. Enfin, l'environnement durable de taux bas devrait pénaliser le secteur Banque, pourtant déjà peu cher, que nous abaissons à moyen terme à Sous-pondérer.

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

**Nous avons relevé notre opinion à court terme sur les produits obligataires à Neutre** car nous avons remonté nos notes à court et moyen terme sur les obligations émergentes à Surpondérer et les notes à court terme sur les obligations privées américaines à Neutre.

CLASSE D'ACTIFS	Recommandation		Tendance	
	Court Terme	Moyen Terme	Court Terme	Moyen Terme
<b>Actions (Monde)</b>	Neutre	Sur pondérer	→	→
Etats-Unis ( <b>couvert</b> )	Sur pondérer	Sur pondérer	→	→
Europe	Sous pondérer	Sur pondérer	→	↘
Japon (couvert)	<b>Sous pondérer</b>	Neutre	↘	↘
Asie hors Japon	Sur pondérer	Neutre	↗	↘
Amérique Latine	<b>Sur pondérer</b>	Neutre	↗	→
Europe de l'Est	<b>Sur pondérer</b>	Neutre	↗	→
<b>Produits de taux et Produits Mixtes</b>	<b>Neutre</b>	Sous pondérer	→	→
Emprunts d'Etat USA (non couverts)	Neutre	Sous pondérer	↗	↗
Emprunts d'Etat Europe AAA	Neutre	Sous pondérer	↗	↗
Emprunts d'Etat Europe non AAA	Neutre	Sous pondérer	↗	→
Obligations PAYS EMERGENTS ( <b>non couvertes</b> )	<b>Sur pondérer</b>	<b>Sur pondérer</b>	↗	↗
Obligations Sociétés US ( <b>couvertes</b> )	<b>Neutre</b>	Sous pondérer	↗	↘
Obligations Sociétés US (haut rendt, <b>couvertes</b> )	<b>Neutre</b>	Sous pondérer	→	↘
Obligations Sociétés Europe	Sous pondérer	Sous pondérer	↗	→
Obligations Sociétés Europe (haut rendement)	Neutre	Sous pondérer	↗	→
Obligations Convertibles Europe	Sous pondérer	Neutre	→	↘
<b>Sicav monétaires et liquidités</b>	Neutre	Sous pondérer	↘	↘
<b>Euro/Dollar</b>	Neutre	Sur pondérer	→	↗
<b>Or et Métaux Précieux</b>	Neutre	Neutre	↗	→
<b>Matières Premières Industrielles</b>	Sous pondérer	Sous pondérer	→	↘

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

### Allocation d'actifs d'un fonds patrimonial Equilibré: allègement tactique des actions.

Dans notre allocation équilibrée, nous avons pris tactiquement quelques profits en réduisant le poids des actions aux Etats-Unis, en Europe et au Japon et celui

des obligations convertibles. Nous avons augmenté celui des emprunts d'Etat périphériques en Zone euro, des obligations émergentes et des liquidités.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max.	Allocation Actuelle	Modif.	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	<b>MONDE</b>	30	70	47.8	↘	51.1	
	Etats-Unis	0	20	11.8	↘	12.1	58%
	Europe	10	60	28.1	↘	30.7	
	Japon	0	10	1.2	↘	1.5	75%
	Pays Emergents	0	10	6.7		6.8	
OBLIGATIONS	<b>PRODUITS DE TAUX ET MIXTES</b>	10	70	35.8		35.8	
	Multi stratégie obligataire	0	30	21.7		21.7	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.8	↗	1.2	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	0.7		0.7	0%
	Obligations Pays Emergents	0	10	1.5	↗	1.2	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	1.9		1.9	63%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	0.6		0.6	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	4.1		4.1	
Obligations Convertibles Europe	0	15	3.5	↘	4.4		
<b>LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPRIEMIERES</b>		0	60	16.4	↗	13.1	