



## Stratégie d'Investissement – Janvier 2020

*Nous adressons à nos lecteurs tous nos vœux de Bonne et Heureuse Année !*

### Après un excellent cru 2019, que nous réservera 2020 ?

L'année 2019 s'est achevée de manière très favorable sur les marchés financiers, après avoir surmonté les derniers obstacles attendus comme nous l'espérions. La dissipation des incertitudes a soutenu les actions, qui ont sensiblement progressé. Que nous réservera 2020 ? Sur le plan économique, le consensus positif se renforce. Sur le plan des marchés, la situation est plus complexe car une partie des bonnes nouvelles est déjà intégrée dans les cours des actions. L'appétit pour les actifs risqués est tenace et cela tient à la faiblesse des rendements des produits défensifs et au manque d'alternatives. Nous ne serions pas étonnés que les indices gagnent quelques pourcents supplémentaires dans les prochaines semaines en l'absence de mauvaise nouvelle. Nous avons encore relevé modestement nos objectifs sur les indices pour juin et décembre 2020. Le potentiel de hausse à court terme est assez limité et doit être optimisé par des achats sur repli, de préférence.

**L'**année 2019 s'est achevée de manière très favorable sur les marchés financiers, après avoir surmonté les derniers obstacles attendus comme nous l'espérions.

**En premier lieu**, la FED a indiqué le 11 décembre, qu'elle s'attendait à maintenir ses taux durant l'année 2020. Parallèlement, d'autres Banques Centrales ont assoupli leur politique monétaire (notamment en Russie, en Turquie, en Argentine, au Mexique, au Brésil, en Chine).

**Ensuite**, au Royaume-Uni, le parti conservateur de Boris Johnson a remporté largement les élections législatives. La sortie du pays de l'Union européenne devrait donc se poursuivre, en concertation avec la Commission. La dissipation du risque de Hard Brexit est positive mais elle va céder la place à de laborieuses négociations commerciales durant toute l'année (au minimum), ce qui pourrait à nouveau impacter les marchés plus tard dans l'année.

**De plus**, l'apaisement dans le conflit commercial Etats-Unis/Chine a été confirmé avec l'abandon de la forte hausse des droits de douane américains prévue le 15 décembre. En effet, la poursuite des discussions entre les deux parties a permis de trouver un premier accord à minima (dont tous les détails ne sont pas connus et qui serait signé le 15 janvier à New-York) assorti d'un engagement mutuel de baisse des taxes existantes. Cette 1<sup>ère</sup> étape sera suivie d'autres négociations sur les sujets plus sensibles: respect de la propriété industrielle, transferts de technologie, ouverture du marché chinois, etc...

**Enfin**, la procédure de destitution de Donald Trump, qui a été validée par la Chambre des Représentants le 18 décembre, n'a pas inquiété outre mesure les investisseurs puisque celle-ci n'a aucune chance d'être approuvée par les 2/3 du Sénat à majorité

républicaine. Le véritable risque de ce procès en destitution serait plutôt l'affaiblissement de la popularité du Président dans l'opinion alors qu'il aborde sa campagne en vue de sa réélection ou encore l'émergence d'un candidat démocrate plus radical favorisée par une mauvaise image du parti républicain. Ceci animera certainement les marchés à partir du printemps.

**La dissipation des incertitudes a soutenu les actions**, qui ont progressé d'environ 2% et plus dans les pays émergents, alors que les taux d'intérêt remontaient légèrement, occasionnant un repli des Emprunts d'Etat. **Pourtant, sur le front de l'économie mondiale, les chiffres publiés ont été assez mitigés**, la déception provenant toujours de la faiblesse de l'activité industrielle alors que la consommation se maintient à un niveau satisfaisant dans les pays développés. Cette absence d'accélération du momentum économique n'a pas permis d'enrayer les révisions à la baisse des prévisions de bénéfices des sociétés pour 2019 et 2020. En revanche, de manière séquentielle, les résultats trimestriels du 4<sup>ème</sup> trimestre puis du 1<sup>er</sup> trimestre pourraient s'avérer un peu meilleurs que prévu car la base de comparaison sur un an sera plus facile. Comme pendant l'année 2019, **la hausse des indices en décembre s'est faite par une revalorisation des actions** (hausse des PER, baisse de la prime de risque) plus que par une croissance des bénéfices. Les indices actions affichent en définitive une performance très positive de 20 à 30% sur l'année alors que les produits obligataires se contentent d'une hausse de 5 à 15%.

### Que nous réservera 2020 ?

**Sur le plan économique, le consensus que nous avons évoqué le mois dernier se renforce.**

L'environnement resterait favorable, avec une croissance économique globale stabilisée et peut-être un léger rebond dans les zones affaiblies (Europe, pays émergents grâce à de nouvelles mesures de soutien), une inflation faible, des Banques Centrales toujours accommodantes et des liquidités importantes, des taux d'intérêts à long terme bas (même si nous n'excluons pas une légère remontée de ceux-ci). Pour être plus précis, ces perspectives sont vraiment consensuelles pour le premier semestre puisque certains spécialistes continuent d'évoquer une mini récession américaine, cette fois au 2<sup>nd</sup> semestre. Les élections présidentielles peuvent aussi engendrer des déceptions sur les marchés quand ils connaîtront le candidat démocrate, si son projet était jugé néfaste ou si Donald Trump était battu.

Ce scénario général positif serait naturellement remis en cause par de nouvelles tensions entre les Etats-Unis et la Chine ou une franche aggravation des affrontements récents avec l'Iran mais ces hypothèses sont jugées peu probables.

**Sur le plan des marchés, la situation est plus complexe car une partie des bonnes nouvelles est déjà intégrée dans les cours des actions.** Les estimations de bénéfices ou les valorisations atteintes laissent peu de place à des déceptions. Néanmoins, les marchés sont confiants et l'optimisme n'est pas exubérant. Le comportement récent des Bourses montre une résilience étonnante. **L'appétit pour les actifs risqués est tenace et cela tient à la faiblesse des rendements des produits défensifs et au manque d'alternatives. Nous ne serions pas étonnés qu'en l'absence de mauvaise nouvelle, les indices gagnent encore quelques pourcents dans les prochaines semaines.**

**Nous avons encore relevé modestement nos objectifs sur les indices pour juin et décembre 2020.** Ils nous semblent encore conservateurs. Le potentiel de hausse à 6 et 12 mois est donc assez limité et doit

être optimisé par des achats sur repli, de préférence. Nous n'excluons pas de les relever à nouveau en fonction des évolutions de l'environnement.

Si le momentum économique s'améliore avec à la clé un relèvement des estimations de résultats, les indices pourraient facilement progresser de 5% à 10% dans l'année avant de réduire leurs gains au cours du 2<sup>nd</sup> semestre. En effet, nous ne savons pas si les Bourses pourraient maintenir longtemps cette avancée au-delà des prochains mois compte tenu des valorisations atteintes et des élections américaines.

**Nous maintenons nos recommandations globales sur les actions, Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme. Nous conservons nos préférences à moyen terme pour les Etats-Unis et l'Europe** auxquels nous ajoutons **l'Asie hors Japon**. Nous constatons que les actions américaines commencent à être un peu moins recommandées au profit des actions européennes sans amélioration des performances relatives de ces dernières pour l'instant. Cette option nous semble donc prématurée.

Nous avons procédé à plusieurs ajustements de recommandations sectorielles (voir page 14).

**Nous conservons notre opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. En Europe,** nous avons relevé à Neutre les notes des Obligations privées, et à Surpondérer celles des High Yield. Nous avons aussi relevé la note des **Obligations US High Yield** à Neutre. Parmi les produits de taux, nous préférons les obligations émergentes et le crédit européen à haut rendement.

Lors du dernier Comité d'Allocation d'Actifs de mi-décembre, **nous avons relevé, dans notre allocation équilibrée, le poids des actions européennes et américaines** et celui des obligations indexées. En contrepartie, nous avons allégé le poids de l'or et des liquidités. Le poids total des actions atteint 48.5%.

Achévé de rédiger le 8 janvier 2020.

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 croissance de l'activité mondiale s'est légèrement accélérée.

Les prévisions de croissance pour 2020 ont été peu modifiées. Pour 2019, elles ont été modestement abaissées. En décembre, la croissance de l'activité mondiale s'est légèrement accélérée, principalement dans les services mais le redressement de l'industrie a marqué un point d'arrêt.

Croissance économique (consensus Bloomberg)- prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2018	Rév.	2019	Rév.	2020	Rév.
Etats-Unis	2.9%	-	2.3%	-	1.8%	0.0%
Zone Euro	1.8%	-	1.2%	0.1%	1.0%	-
Japon	0.7%	-	0.9%	-	0.3%	-
Emergents	5.0%	-	4.4%	-0.1%	4.5%	-
Monde	3.7%	-	3.0%	-0.1%	3.1%	-

## Etats-Unis : le redressement de l'activité des services compense un nouveau recul de l'industrie.

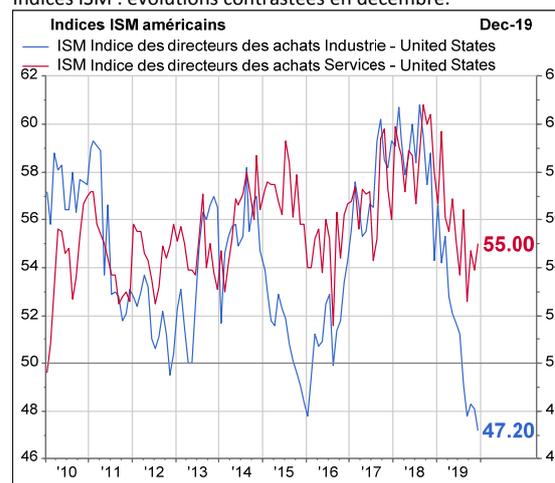
L'estimation finale de la croissance au 3<sup>ème</sup> trimestre a été maintenue à 2.1% en rythme annualisé. Le 4<sup>ème</sup> trimestre sera sans doute un peu plus faible.

En novembre, la hausse des ventes de détail s'est redressée moins fortement que celle des revenus. Les ménages ont donc augmenté leur taux d'épargne. L'indice de confiance des consommateurs s'est effrité. L'activité immobilière s'est encore améliorée

mais le recul de la production industrielle a persisté. L'inflation sur un an a légèrement remonté à 2% et elle est restée stable à 2.3% hors alimentation et énergie. Les créations d'emplois sont attendues en hausse mais moins fortement qu'en novembre. Le chômage resterait stable. Selon les indices des directeurs d'achat, la contraction de l'industrie s'est accentuée mais cette déception a été compensée par le redressement de l'expansion des services.

USA- Données mensuelles	Dec-19	Nov-19	Oct-19	Sep-19
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	3.3	3.2	4.0
Revenus (% a/a, sa)	-	4.9	4.5	4.6
Taux d'épargne (%)	-	7.9	7.8	8.1
Taux de chômage (%)	-	3.5	3.6	3.5
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	-	266	156	193
Permis de construire (millions)	-	1.47	1.46	1.39
Mise en chantiers (millions)	-	1.37	1.32	1.27
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.72	0.71	0.73
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	218.4	218.2
Inflation (%a/a, sa)	-	2.0	1.8	1.7
Production industrielle (% a/a, sa)	-	-0.8	-1.3	-0.2
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-2.1	0.2	-1.5
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	126.5	126.8	126.1	126.3
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	47.2	48.1	48.3	47.8
Indice directeurs d'achats Services (%)	55.0	53.9	54.7	52.6
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	0.1	0.2	0.3

## Indices ISM : évolutions contrastées en décembre.



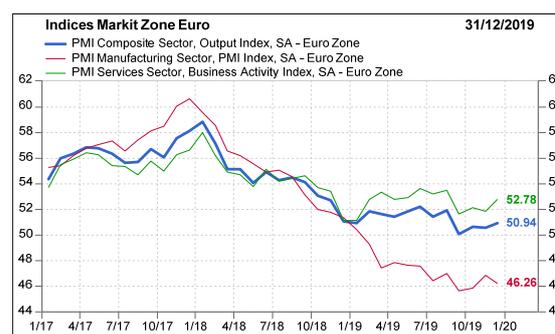
## Zone Euro : léger rebond du rythme d'expansion en décembre, grâce aux services, à l'Allemagne et à l'Espagne.

En Europe, la dernière estimation de la croissance au 3<sup>ème</sup> trimestre a été maintenue à 0.8% en rythme annualisé. En décembre, le rythme d'expansion de l'activité s'est légèrement redressé.

Le recul de la production industrielle s'est accentué en octobre. En novembre, la hausse des ventes de détail s'est redressée, le chômage s'est stabilisé.

L'inflation est remontée à 1% sur un an et à 1.3% hors alimentation et énergie. Les indices de sentiment sont encore mitigés mais ils se redressent en Allemagne. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion de l'activité s'est accentuée, grâce aux services, à l'Allemagne, à l'Espagne et malgré la faiblesse de l'Italie, de l'Angleterre et la contraction industrielle.

EUROZONE - Données mensuelles	Dec-19	Nov-19	Oct-19	Sep-19
Ventes de détail (% a/a) ex autos	-	2.2	1.7	2.9
Taux de chômage (%)	-	7.5	7.5	7.6
Inflation (% a/a)	1.3	1.0	0.7	0.8
Production industrielle (% a/a)	-	-	-2.2	-1.8
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-8.1	-7.2	-7.6	-6.5
Indice de Sentiment Economique	101.5	101.2	100.8	101.7
Indice IFO (2000=100)	94.9	94.5	94.5	94.3
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	10.7	-2.1	-22.8	-22.5
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	46.3	46.9	45.9	45.7
Indice directeurs d'achats Services (%)	52.8	51.9	52.2	51.6



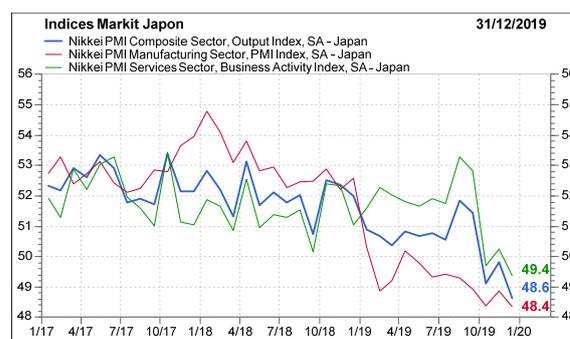
## Japon: la contraction de l'activité a repris en décembre.

L'estimation finale de la croissance au 3<sup>ème</sup> trimestre a été révisée à 1.8% en rythme annualisé contre 0.2% précédemment. Cependant, la contraction de l'activité a repris en décembre tant dans les services que dans l'industrie.

Les ventes de détail ont reculé moins fortement en novembre. Le taux de chômage a reflué. La confiance

JAPON - Données mensuelles	Dec-19	Nov-19	Oct-19	Sep-19
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	-2.1	-7.0	9.1
Taux de chômage (%)	-	2.2	2.4	2.4
Revenus (% a/a)	-	-	-5.2	7.7
Inflation (% a/a)	-	0.5	0.2	0.2
Production industrielle (% a/a)	-	-6.6	-6.6	-0.3
Exportations (%a/a)	-	-7.9	-9.2	-5.2
Indice de Confiance des Consommateurs	-	38.7	36.2	35.6
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-	-7.6	-7.5
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.4	48.9	48.4	48.9
Indice directeurs d'achats Services(%)	49.4	50.3	49.7	52.8

des consommateurs s'est redressée. Le fort recul de la production industrielle s'est poursuivi de même que celui des échanges commerciaux. L'inflation totale s'est remontée à 0.5% et s'est stabilisée à 0.4% hors alimentation et énergie. Selon l'indice composite des directeurs d'achat, la contraction de l'activité a repris en décembre tant dans les services que dans l'industrie.



## Pays émergents : tassement du rythme d'expansion global de l'activité, imputable aux services.

Les perspectives de croissance ont été diversement révisées dans les grands des pays émergents. Elles ont été encore sensiblement abaissées pour 2019 ou 2020 en Inde et relevées ailleurs. Au mois de décembre, le rythme de l'expansion dans les BRIC s'est modéré au Brésil, en Russie et en Chine, du fait des services alors que l'industrie s'est stabilisée. Son redressement s'est poursuivi en Inde.

Au Brésil, la hausse des ventes de détail s'est accentuée en octobre mais la production industrielle a rechuté en novembre. Le taux de chômage a reflué. L'inflation s'est redressée. Selon les derniers indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion global de l'activité a ralenti en décembre du fait d'une très faible croissance dans l'industrie.

En Russie, la croissance au 3<sup>ème</sup> trimestre a été confirmée à 1.7% sur 12 mois. La hausse des ventes de détail s'est accélérée en novembre. L'inflation a continué à faiblir. Le taux de chômage s'est stabilisé mais la hausse de la production industrielle a chuté. Les derniers indices des directeurs d'achat montrent un tassement du rythme d'expansion global avec une moindre expansion dans les services et une contraction industrielle qui s'atténue.

En Inde, l'inflation s'est redressée davantage. La production industrielle a encore baissé en octobre. Selon les indices des directeurs d'achat, la croissance de l'activité globale a accéléré en décembre, dans l'industrie et les services.

En Chine, la progression des ventes de détail et de la production industrielle s'est renforcée en novembre.

Croissance économique (consensus Bloomberg) et révision mens.						
Var. sur 1 an	2018	Rév.	2019	Rév.	2020	Rév.
Brésil	1.2%	-	1.0%	0.0%	2.2%	0.1%
Russie	1.8%	-	1.2%	0.1%	1.7%	0.1%
Inde	7.4%	-	5.6%	-0.5%	5.1%	-0.5%
Chine	6.6%	-	6.1%	-	5.9%	0.1%
Emergents	5.0%	-	4.4%	-0.1%	4.5%	-

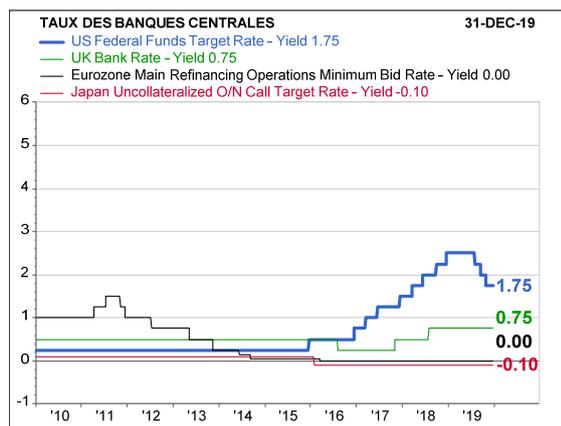
Le niveau des échanges commerciaux s'est stabilisé. L'inflation s'est encore accentuée. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de l'expansion globale s'est tassé en décembre, dans l'industrie et les services.

BRIC - Données mensuelles		Dec-19	Nov-19	Oct-19	Sep-19
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	4.2	2.2
	Taux Chômage (%)	-	11.2	11.6	11.8
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	3.3	2.5	2.9
	Production Industrielle (%a/a)	-	-1.7	1.1	1.1
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.2	52.9	52.2	53.4
Russie	Indice directeurs d'achats Services(%)	51.0	50.9	51.2	51.8
	Ventes détail Volume (% a/a)	-	2.3	1.6	0.7
	Taux Chômage (%)	-	4.6	4.6	4.5
	Inflation (% a/a)	-	3.5	3.8	4.0
	Production Industrielle (% a/a)	-	0.3	2.6	3.0
Inde	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	47.5	45.6	47.2	46.3
	Indice directeurs d'achats Services(%)	53.1	55.6	55.8	53.6
	Inflation (% a/a)	-	5.5	4.6	4.0
Chine	Production Industrielle (% a/a)	-	-	-3.8	-4.3
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.7	51.2	50.6	51.4
	Indice directeurs d'achats Services(%)	53.3	52.7	49.2	48.7
	Ventes détail Volume (% a/a)	-	8.0	7.2	7.8
	Inflation (% a/a)	4.5	4.5	3.8	3.0
Chine	Production Industrielle (% a/a)	-	6.2	4.7	5.8
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.5	51.8	51.7	51.4
	Indice directeurs d'achats Services(%)	52.5	53.5	51.1	51.3

## Marchés de taux d'intérêt : baisse des emprunts d'Etats et hausse contrastée du crédit.

### Les grandes Banques Centrales ont laissé leurs taux d'intérêt inchangés.

La Fed a indiqué que sa politique actuelle paraissait toujours bien adaptée à la situation économique et que ses taux ne devraient pas évoluer en 2020. Parallèlement, elle continue d'injecter des liquidités dans le marché monétaire au jour le jour. La BCE a laissé sa politique inchangée et sa présidente a



La poursuite de l'apaisement des craintes macroéconomiques a continué à alimenter la remontée des taux d'intérêts à long terme. En Europe, ce mouvement s'est accompagné d'un resserrement des écarts de taux entre les pays européens du Sud et ceux de l'Allemagne.

Les emprunts d'Etat en zone euro ont perdu 0.9%, les moins bien notés -0.6%, ceux des pays les mieux notés reculant de 1.2%. Les obligations américaines ont été stables en dollar et ont perdu 1.8% en euro. Les obligations émergentes ont progressé de 1.6% en euros.

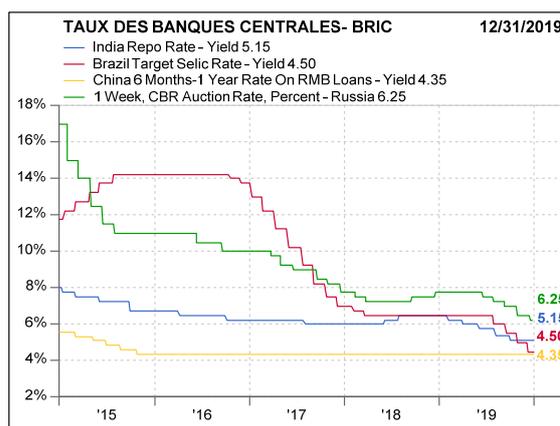
Nous envisageons toujours un rebond modéré des taux longs d'ici à 6 mois, en direction de 2.25% aux Etats-Unis et de 0% en Allemagne en cas de dissipation des craintes générales.

L'aversion au risque a encore reculé au mois de décembre et cela a permis à certaines obligations privées de résister à la remontée des taux longs. Les obligations Investment Grade américaines n'ont perdu que 0.3% en \$ et -2.1% en euro, les obligations à haut rendement ont progressé de 1.2% en \$ et n'ont perdu que 0.6% en euros. En Europe, les obligations Investment Grade ont été stables alors que le crédit à haut rendement a gagné 0.8%.

Les obligations des pays émergents, les Emprunts de certains Etats d'Europe du Sud et les obligations des sociétés privées américaines (IG) et européennes à haut rendement restent mieux orientées et offrent encore un peu de rendement.

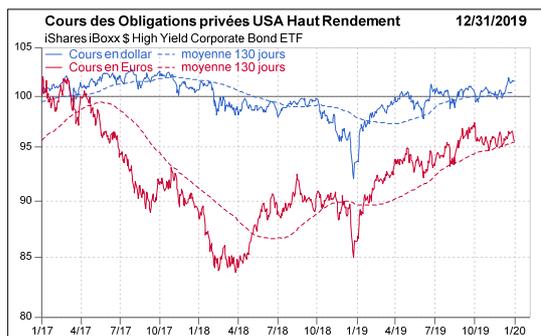
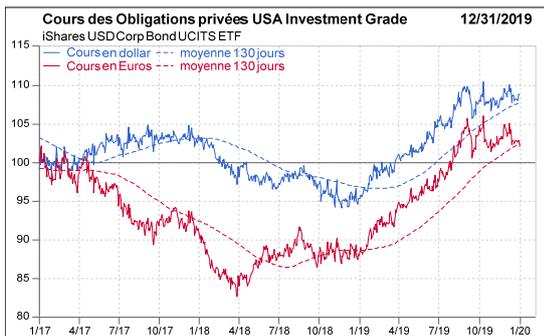
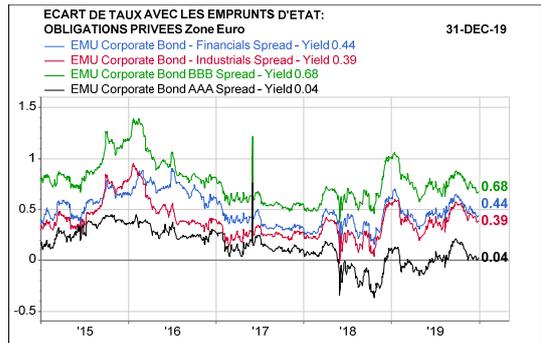
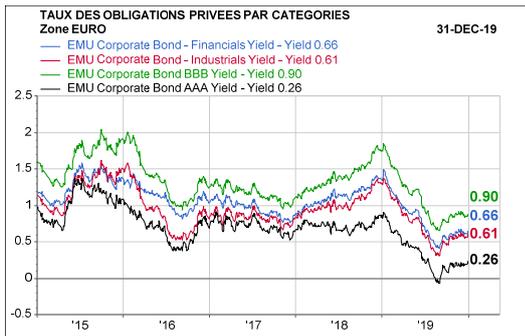
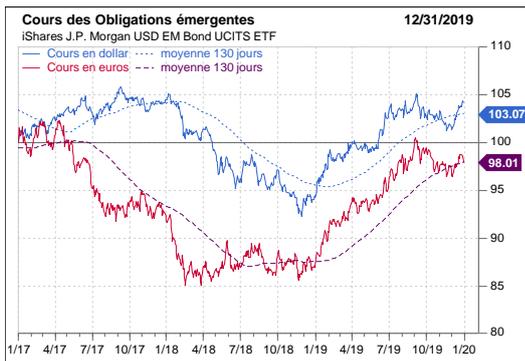
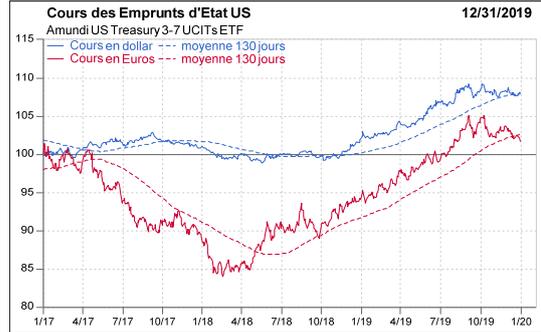
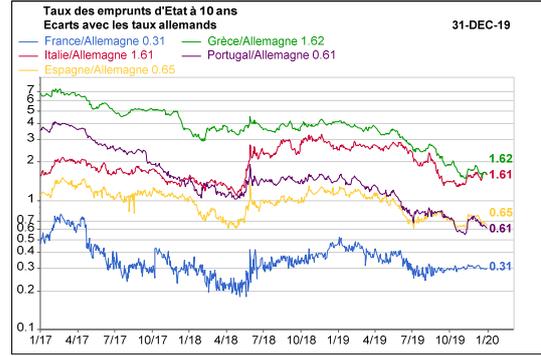
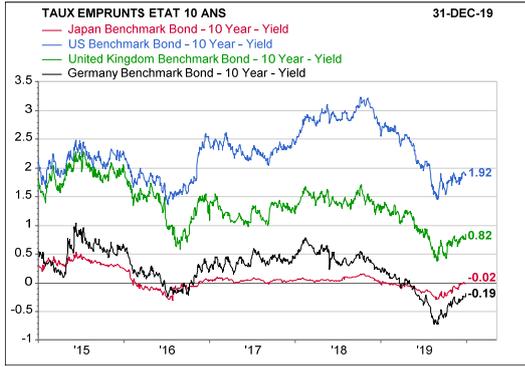
annoncé un examen exhaustif de la stratégie de l'institution en 2020.

Les banques centrales du Brésil, de Russie, du Mexique et de Turquie ont baissé leurs taux directeurs. La Banque de Chine a également assoupli sa politique en réduisant les réserves obligatoires des banques de 0.50% afin de stimuler le crédit aux entreprises.



Taux à 10 ans	Données au 12/31/2019	Taux fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis		1.92	0.14	-0.02
Allemagne		-0.19	0.16	-
France		0.12	0.16	0.01
Espagne		0.46	0.04	-0.12
Italie		1.42	0.18	0.03
Portugal		0.44	0.04	-0.12
Grèce		1.43	0.01	-0.15
Royaume-Uni		0.82	0.12	-0.04
Japon		-0.02	0.06	-0.10
Suisse		-0.43	0.19	0.04

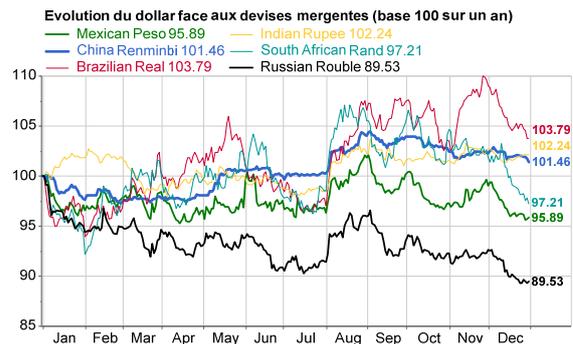
PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
31/12/19	Var. Mois	Var. Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-0.9%	-2.9%	6.6%
- les mieux notés	-1.2%	-3.0%	4.1%
- les moins bien notés	-0.6%	-2.7%	8.8%
- durée 1 à 3 ans	-0.1%	-0.5%	0.0%
- durée plus de 10 à 15 ans	-1.1%	-3.8%	11.5%
Emprunts d'Etats USA (\$)	0.0%	-0.1%	5.9%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-1.8%	-2.9%	7.9%
Obligations émergentes (eur)	1.6%	-0.4%	16.4%
Obligations privées Euro Inv.Grade	0.0%	-0.4%	5.5%
Obligations privées Euro Haut Rendt	0.8%	1.9%	10.2%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-0.3%	0.5%	13.9%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	1.2%	0.9%	8.4%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-2.1%	-2.4%	16.0%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-0.6%	-2.0%	10.4%



## Marchés des Changes et Matières Premières: baisse du dollar, hausse des Commodities.

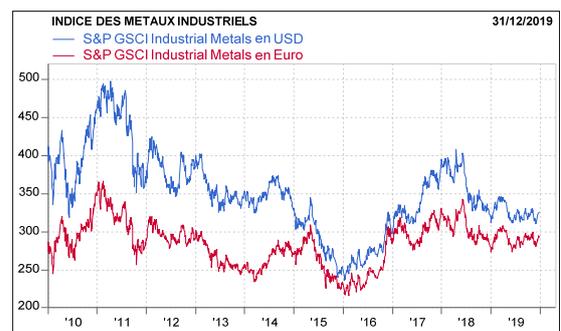
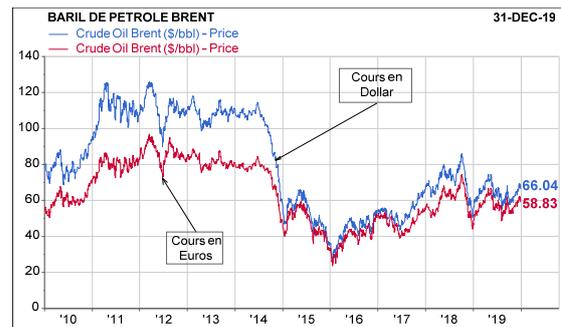
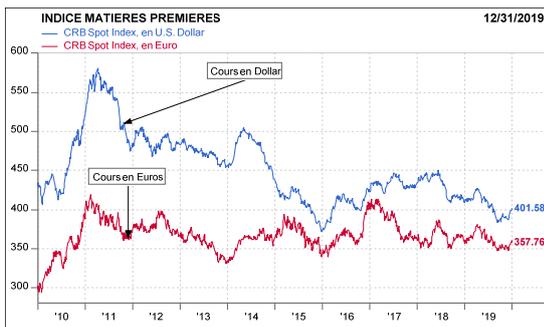
Sur le marché des changes, le dollar a reculé de manière générale face à toutes les devises. L'Euro s'est raffermi face au dollar, au yen. Mais il s'est affaibli face au France Suisse et au Sterling. L'évolution des devises émergentes a été contrastée (vigueur du Real et du Rouble, faiblesse de la Roupie et du Renminbi).

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/12/19	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.12	-1.8%	-2.9%	1.8%
JPY - Japan Yen	121.98	-1.0%	-3.4%	2.8%
CHF - Swiss Franc	1.09	1.4%	0.0%	3.7%
GBP - Sterling.	0.85	0.6%	4.4%	5.9%
BRL - Brazilian Real	4.52	3.2%	0.6%	-1.9%
RUB - Russian Rouble	69.72	1.6%	1.5%	13.7%
INR - Indian Rupee	80.12	-1.3%	-3.6%	-0.4%
CNY-Chine Renminbi	7.82	-0.9%	-0.5%	0.4%



A l'inverse du mois précédent, tous les marchés de matières premières ont réagi positivement aux confirmations de l'apaisement des tensions commerciales. L'OPEP et la Russie ont décidé une nouvelle réduction de la production pétrolière ce qui a peu affecté les cours du brut. Les tensions récentes entre les USA et l'Iran ont amplifié le mouvement de hausse des cours de manière passagère.

Matières Premières - Variation des cours				
au 31/12/19	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Métaux industriels: 324\$	3.1%	1.5%	1.2%	3.4%
Pétrole Brent: 66\$	2.4%	30.6%	0.6%	33.0%
Produits Agricoles	3.6%	5.9%	1.8%	7.9%
Once d'or: 1514.75\$	3.7%	18.4%	1.9%	20.6%



## Résultats des entreprises : poursuite des révisions en baisse des estimations bénéficiaires.

Les estimations de résultats pour 2019 et 2020 ont été encore abaissées, d'environ 0.5% à 1% par année en moyenne.

Pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue **en 2019 est relevée à 0.5%** contre 0.3% en novembre et pour 2020, elle s'établit à +9.5% c. +9.8%.

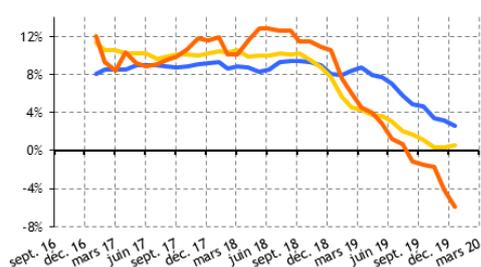
Pour le Stoxx600, la croissance bénéficiaire attendue en 2019 s'établit à +2.7% contre +3.3% en novembre et, **pour 2020, elle est relevée à +8.3%** contre +8.1%.

Au Japon, la variation bénéficiaire attendue en 2019 atteint -6% c. -3.8% en novembre, pour 2020, +5% contre +4.3%.

La tendance générale reste baissière mais un début timide de stabilisation se dessine (pour 2019 aux Etats-Unis, pour 2020 en Europe et au Japon).

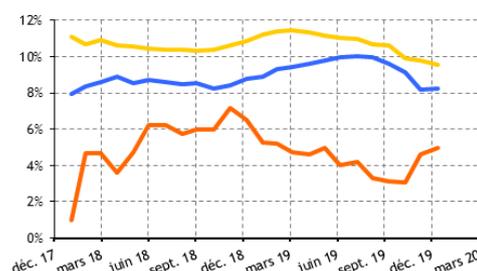
Consensus FactSet au 31/12/19	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations		Var. annuel. des résultats par action (médian)	
	2019 e	2020 e	2019 e	2020 e	2019 e	2020 e
EuroStoxx 50	3.6%	9.4%	-0.6%	-0.4%	6.3%	12.4%
Stoxx600 Europe	2.7%	8.3%	-1.0%	-0.8%	8.5%	8.3%
CAC 40	0.2%	11.4%	-1.0%	-0.4%	5.7%	19.5%
S&P 500	0.5%	9.5%	0.1%	-0.2%	4.6%	6.5%
Nikkei 225	-6.0%	5.0%	-0.9%	-0.4%	0.2%	9.7%

CROISSANCE BENEFICIAIRE 2019 DES INDICES DANS LES PAYS DEVELOPPES



FACTSET

CROISSANCE BENEFICIAIRE 2020 DES INDICES DANS LES PAYS DEVELOPPES



FACTSET

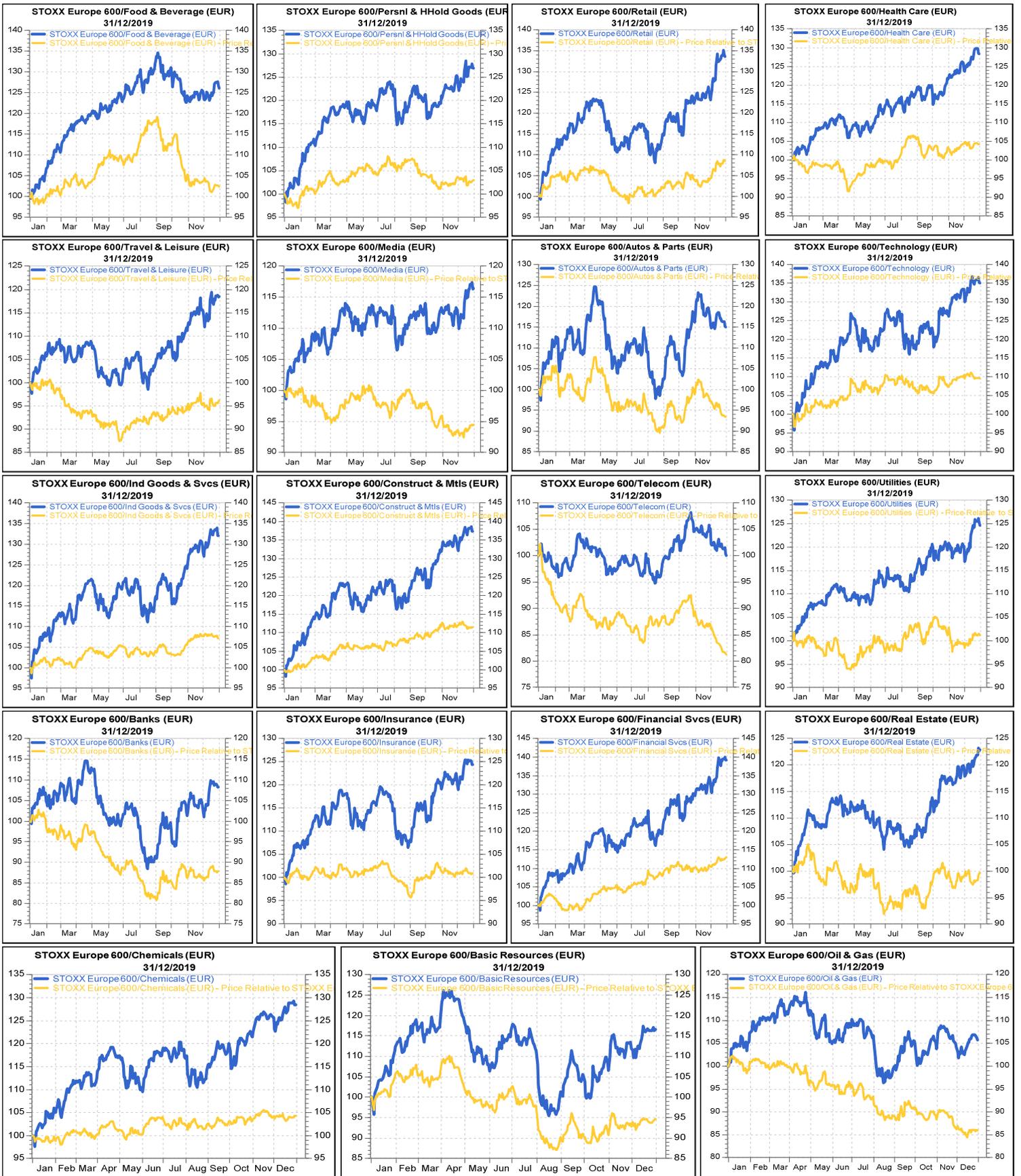
Révisions des bénéfices nets par action pendant les six derniers mois (moyenne 2019 et 2020)							
Mise à jour au 31/12/19	Révision sur un mois au 31/12/19	Révision sur un mois au 30/11/19	Révision sur un mois au 31/10/19	Révision sur un mois au 30/09/19	Révision sur un mois au 31/08/19	Révision sur un mois au 31/07/19	Révision sur un mois au 30/06/19
STOXX Europe 600	-0.9	-0.7	-1.6	-0.3	-0.3	-1.4	-0.8
Construction & matériaux	1.0	1.0	-0.2	0.0	0.1	-0.2	0.6
Service Publics	0.4	1.3	0.1	0.8	-0.3	-0.4	-0.7
Alimentation/boissons	0.2	-0.6	-3.5	0.7	1.1	0.2	-0.3
Media	0.0	-0.4	0.4	0.7	1.5	-1.0	-0.6
Biens et Serv. Industriels	-0.2	-0.5	-0.3	0.0	-0.5	-1.6	-0.1
Chimie	-0.4	-1.1	-1.3	-0.4	0.1	7.6	-0.2
Biens de Conso.non cycl.	-0.4	-0.3	0.1	0.4	1.0	-0.9	-0.3
Distribution	-0.6	0.0	1.2	0.1	-0.4	-1.5	-1.1
Technologie	-0.7	0.1	-2.7	-0.1	0.1	-0.3	-0.1
Santé	-0.7	0.4	-0.2	0.3	2.5	1.0	-0.4
Automobile	-0.7	-6.9	-2.3	-1.0	-1.2	-6.0	-2.0
Assurance	-1.0	-0.7	-0.8	-0.1	-0.2	0.0	-0.2
Pétrole et Gaz	-1.2	-0.1	-6.4	-1.3	-1.9	-4.0	-2.1
Tourisme-Loisirs	-1.4	-0.5	-0.6	0.1	0.8	-1.2	-4.6
Banques	-1.6	-1.0	-2.3	-1.2	-0.7	-4.0	-0.8
Télécommunications	-1.9	-5.3	1.1	1.5	-1.8	-2.0	1.4
Produits de base	-2.0	-3.0	-8.7	-3.0	-6.3	-0.7	-5.2
Immobilier	-2.8	5.1	2.2	-1.2	-0.1	1.5	-1.0
Services financiers	-3.9	4.2	1.4	0.5	2.1	-2.4	3.1

**Sur le dernier mois, pour les secteurs du Stoxx 600 Europe, les estimations bénéficiaires n'ont été revues à la hausse que pour trois secteurs sur dix-neuf :** Construction & Matériaux, Services Publics et Alimentation.

**Les révisions en baisse** ont été beaucoup plus nombreuses, les plus fortes concernant toujours des

secteurs cycliques (Automobile, Produits de Base, Pétrole & Gaz, Tourisme-Loisirs), les secteurs financiers (Banques, Assurance, Immobilier et Services Financiers) mais aussi les Télécommunications, la Santé ou la Technologie.

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



Source FactSet

## Evolutions des secteurs européens: une rotation sectorielle polymorphe.

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/12/19	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2019	Variation Bén.Net par Act. 2020	PER 2019	Révision 1 mois (%) Bna 2019	Révision 1 mois (%) Bna 2020	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
<b>STOXX Europe 600</b>	<b>2.1%</b>	<b>23.2%</b>	<b>2.7</b>	<b>8.3</b>	<b>16.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.8</b>			
Distribution	6.6%	33.6%	3.6	9.5	22.8	-0.5	-0.7	2.7%	+	+ ↗
Services financiers	4.4%	39.2%	53.6	-6.5	16.8	-4.0	-3.8	1.9%	+	+
Produits de base	4.2%	16.7%	-20.8	10.0	13.1	-2.3	-1.7	2.8%	+ ↗	-
Banques	4.2%	8.2%	-1.2	3.5	9.8	-2.2	-1.1	10.7%	+ ↗	-
Service Publics	3.6%	24.6%	33.7	8.6	16.9	0.1	0.7	4.0%	=	= ↘
Medias	3.1%	16.4%	1.1	4.6	17.0	0.1	-0.1	2.1%	-	-
Tourisme-Loisirs	2.8%	18.6%	-7.6	16.0	15.2	-1.6	-1.2	1.6%	+	=
Immobilier	2.8%	22.9%	-1.1	6.0	20.0	-1.3	-4.2	2.0%	+	=
Chimie	2.3%	28.5%	-11.4	10.9	22.2	-0.2	-0.6	4.1%	+ ↗	+
Assurance	2.1%	24.4%	8.2	8.5	11.9	-1.9	-0.1	6.3%	+	=
Construction & matériaux	2.0%	37.3%	20.8	7.9	17.3	1.3	0.6	3.0%	+	+
Santé	2.0%	28.4%	6.3	7.4	19.8	-0.7	-0.7	13.7%	+ ↗	+
Biens et Serv. Industriels	1.7%	32.1%	8.3	10.1	20.1	-0.1	-0.3	11.0%	+	+
Pétrole et Gaz	1.7%	5.8%	-15.0	14.4	13.6	-1.1	-1.2	5.6%	-	-
Biens de Conso.non cycl.	1.4%	26.9%	4.8	8.2	20.8	-0.2	-0.7	8.3%	= ↗	=
Technologie	1.2%	35.0%	12.4	15.4	25.0	0.0	-1.3	5.1%	=	+
Alimentation/boissons	0.8%	26.1%	10.3	6.6	22.1	0.0	0.3	5.9%	-	=
Automobile	-2.0%	15.1%	-4.9	8.4	8.6	-0.7	-0.7	2.6%	=	- ↘
Télécommunications	-4.8%	0.1%	-4.6	16.6	17.1	-2.5	-1.3	3.1%	- ↘	- ↘

**Avec le recul de l'aversion au risque, la rotation sectorielle en faveur des secteurs cycliques et value s'est poursuivie de manière partielle** (Services Financiers, Produits de Base, Banques, Tourisme-Loisirs mais le secteur Automobile en a été exclu).

Si plusieurs secteurs défensifs ont été à nouveau pénalisés (Alimentation, Biens de Consommation non cycliques) d'autres comme les Media, la Distribution ou la Santé ont bien performé.

Les secteurs à dividende élevé ont connu des fortunes diverses : rebond des Services Publics après les évolutions décevantes du mois de novembre, poursuite de la surperformance de l'Immobilier, poursuite de la sous performance des Télécommunications.

De nombreux secteurs sont restés en tendance haussière; les Medias et les Services Publics ont rejoint

ce groupe. En revanche, Automobile et Pétrole & Gaz ont vu leur tendance haussière s'infléchir à neutre.

Le secteur Alimentation & Boissons a confirmé sa meilleure orientation en adoptant une tendance neutre.

Le secteur Télécommunications a vu sa tendance se dégrader davantage et devenir baissière.

**Les tendances relatives sectorielles à court terme ont été modifiées comme suit.**

Les secteurs Produits de Base et Santé sont revenus en tendance relative positive. Les secteurs Automobile, Immobilier et Assurance sont passés d'une tendance relative positive à neutre. Le secteur Biens de Consommation non cycliques s'est redressé en passant à une tendance relative neutre.

Enfin, le secteur Télécommunications a été rétrogradé en tendance relative négative.

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

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

## VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 31/12/19

Indices		Dernier Cours (Dev Locale)	Variation du cours sur 1 semaine	Perf. depuis début mois	Perf. depuis début trim.	Perf. depuis le 1er janvier	PER 2019 médian	PER 2020 médian	BNA Var 2019	BNA Var 2020	Rend Net 2019
DJ Stoxx 600		415.84	-0.58%	2.06%	5.77%	23.16%	16.4 x	15.3 x	2.7%	8.3%	3.4%
DJ Stoxx 50		3403.03	-0.75%	1.74%	4.52%	23.30%	16.2 x	15.1 x	1.3%	7.2%	3.6%
DJ Euro Stoxx 50		3745.15	-0.77%	1.12%	4.92%	24.78%	16.3 x	14.9 x	3.6%	9.4%	3.2%
DJ Stoxx Large 200		416.06	-0.76%	1.89%	5.01%	22.91%	16.1 x	15.0 x	1.1%	8.4%	3.5%
DJ Stoxx Mid 200		508.42	-0.63%	2.53%	8.51%	23.09%	17.0 x	15.8 x	8.5%	7.6%	3.2%
DJ Stoxx Small 200		320.44	-0.07%	3.00%	8.82%	26.25%	18.5 x	17.0 x	7.5%	8.7%	2.7%
Dow Jones (US)		28538.44	0.08%	1.74%	6.02%	22.34%	19.5 x	16.9 x	-8.8%	15.6%	2.2%
S&P 500 (US)		3230.78	0.23%	2.86%	8.53%	28.88%	19.9 x	18.2 x	0.5%	9.5%	1.8%
NASDAQ Composite (US)		8972.61	0.22%	3.54%	12.17%	35.23%	29.2 x	24.5 x	-0.1%	19.0%	1.0%
Russell 2000 (US)		1668.47	-0.57%	2.71%	9.52%	23.72%					
Nikkei 225 (JP)		23656.62	-0.69%	1.56%	8.74%	18.20%	18.4 x	17.6 x	-6.0%	5.0%	1.9%
TOPIX 500 (JP)		15.79	-0.11%	1.78%	7.51%	16.73%					
CAC 40		5978.06	-0.85%	1.23%	5.29%	26.37%	17.2 x	15.5 x	0.2%	11.4%	2.9%
SBF 120		4703.82	-0.83%	1.25%	5.13%	25.24%	17.4 x	15.5 x	1.8%	12.2%	2.9%
SBF 250		4607.88	-0.80%	1.29%	5.18%	25.07%	17.5 x	15.6 x	2.0%	12.5%	2.9%
CAC Mid 60		13863.92	-0.67%	1.79%	4.57%	19.73%	18.4 x	15.9 x	4.4%	15.5%	2.6%
CAC Small		11307.60	1.34%	3.78%	8.42%	15.24%	25.5 x	19.2 x	16.4%	33.3%	2.3%
DAX Price Return (DE)		5909.66	-0.39%	0.05%	6.56%	21.53%	15.6 x	14.1 x	0.7%	10.7%	2.9%
SMI (CH)		10616.94	-1.00%	1.18%	5.34%	25.95%	18.8 x	17.1 x	7.8%	9.5%	3.0%
Ibex 35 (ES)		9549.20	-1.17%	2.11%	3.29%	11.82%	13.8 x	12.4 x	0.6%	10.8%	4.3%
FTSE MIB		23506.37	-1.64%	1.06%	6.33%	28.28%	12.9 x	12.2 x	9.0%	5.5%	3.9%
FTSE 100 (GB)		7542.44	-1.18%	2.67%	1.81%	12.10%	14.2 x	13.5 x	-2.9%	5.2%	4.5%
CECE Index (EUR.EST)		1739.92	0.26%	2.58%	5.67%	2.71%	11.1 x	10.1 x	1.7%	9.9%	4.0%
RTS Interfax (Russie)		1548.92	0.91%	7.68%	16.12%	44.93%	7.2 x	6.8 x	-12.9%	5.8%	6.5%
SSE Composite Index - Price		3050.12	2.26%	6.20%	4.99%	22.30%	18.0 x	15.0 x	16.8%	20.4%	1.7%
Sensex 30 (IN)		41253.74	-0.50%	1.13%	6.69%	14.38%					
Bovespa (BR)		115645.34	-0.19%	6.85%	10.41%	31.58%	16.7 x	13.8 x	-0.6%	20.9%	3.0%
Merval Bench (AR)		41671.41	4.40%	20.79%	43.36%	37.56%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		43541.02	-1.42%	1.68%	1.23%	4.56%	16.2 x	14.7 x	3.7%	10.6%	3.4%

Source Factset

## Evolution des marchés actions et des valorisations : en progression sensible.

Les espoirs d'apaisement des tensions commerciales se sont vus confirmés par l'annonce, en fin d'année, d'une prochaine signature d'un accord partiel sino-américain. Ces éléments favorables ont encore fait progresser les indices actions, toujours de manière peu homogène.

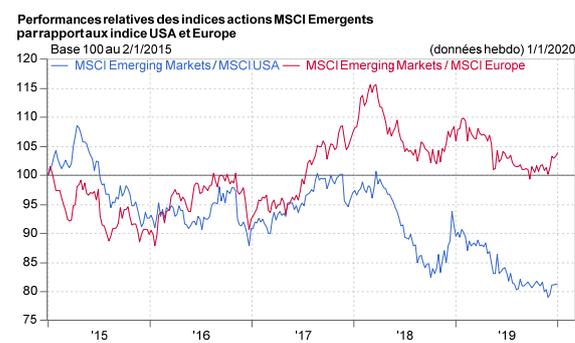
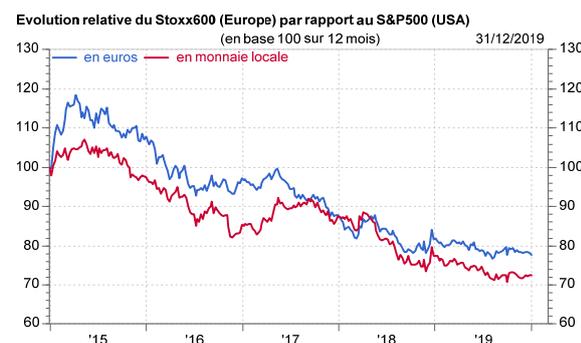
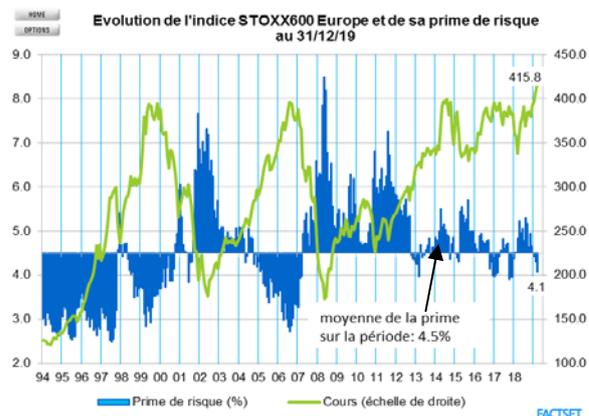
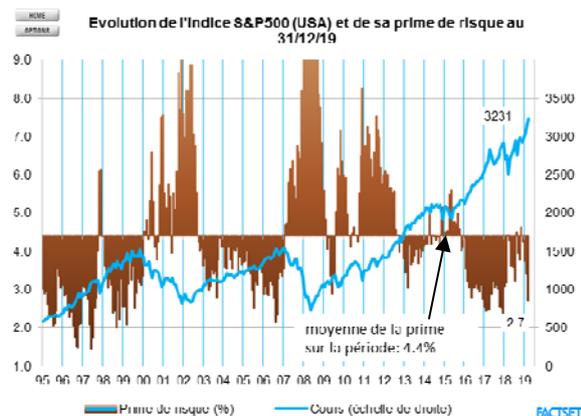
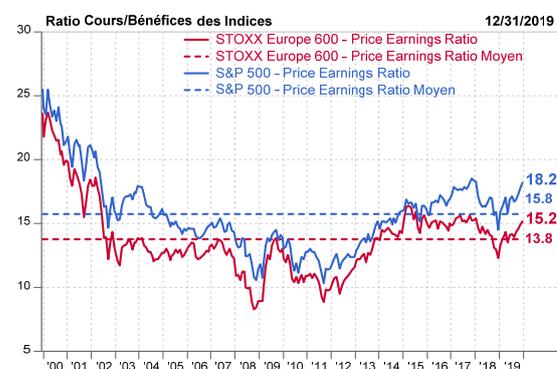
Les bourses du Japon et du Etats-Unis ont ainsi sous performé celles des autres zones, du fait d'une baisse du dollar et du Yen. En devise comparable, les progressions ont été plus proches (respectivement +2.9% et +1.6%). Les actions indiennes ont peu profité de l'annonce d'un important plan de relance dans les infrastructures.

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 31/12/19	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
MSCI The World Index	1.1%	5.1%	27.5%
MSCI USA	1.0%	5.5%	31.4%
MSCI Europe	2.0%	5.4%	22.2%
MSCI Japan	0.1%	4.4%	19.2%
MSCI EM (Emerging Markets)	5.3%	8.2%	17.5%
MSCI Asia Pacific ex Japan	3.7%	6.9%	18.0%
MSCI EM Latin America	7.9%	6.3%	15.8%
MSCI EM Eastern Europe	4.7%	9.9%	29.2%
MSCI Brazil	9.7%	9.7%	24.3%
MSCI Russia	5.4%	11.6%	43.6%
MSCI India	-0.3%	2.0%	8.0%
MSCI China	6.4%	11.3%	23.2%

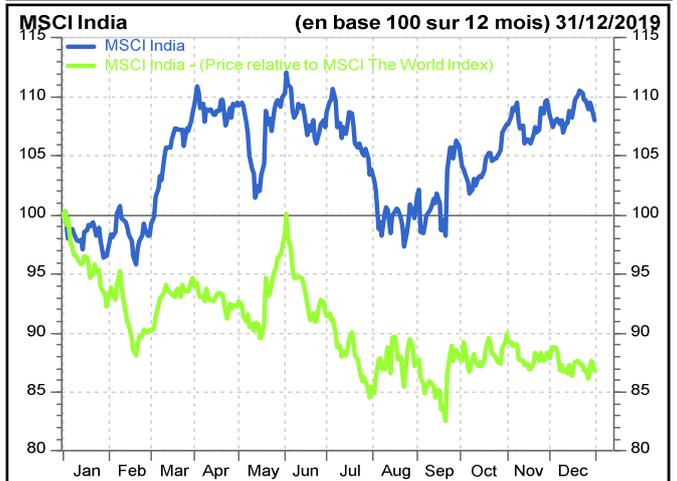
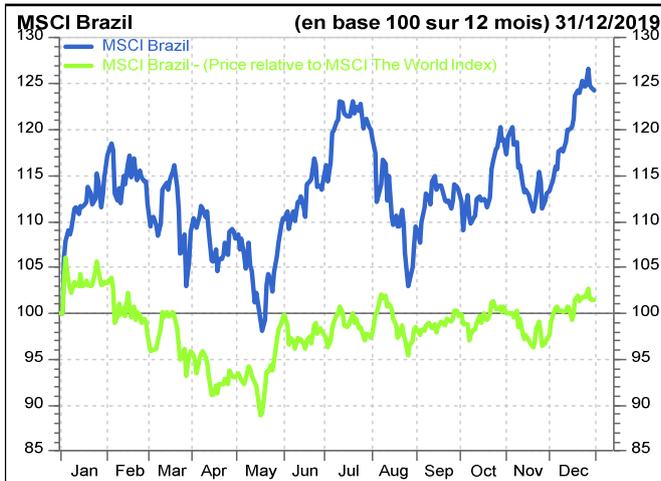
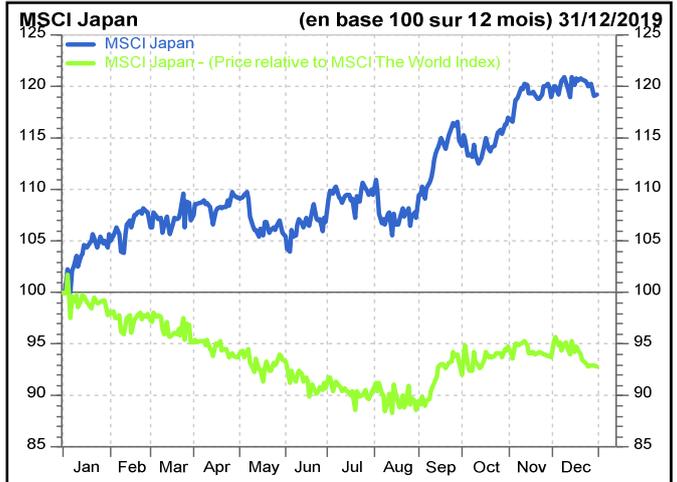
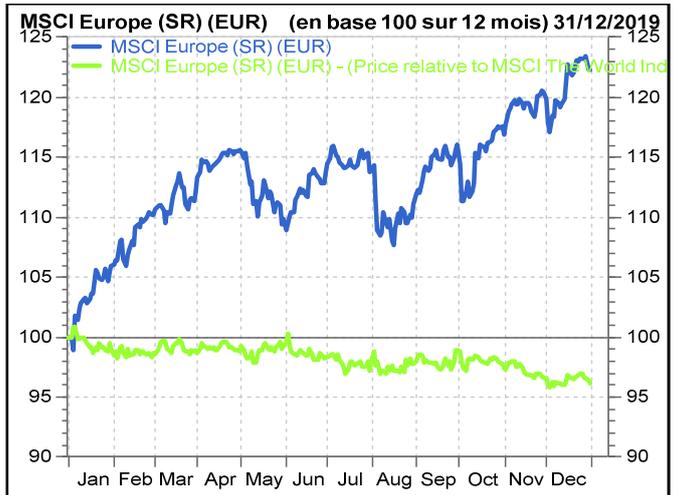
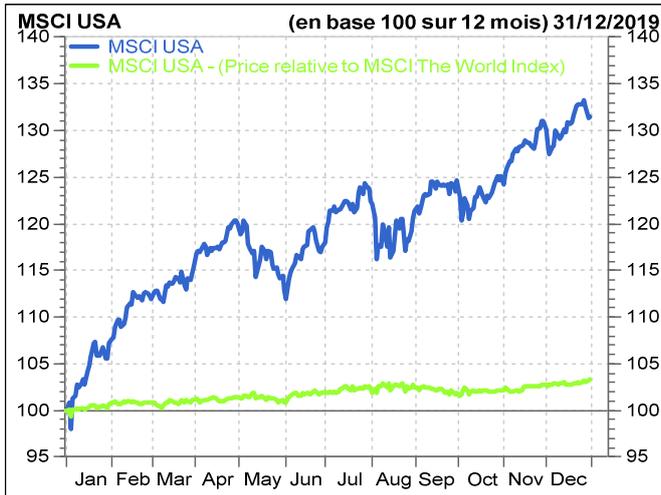
Aux Etats-Unis, le PER des actions s'est redressé de 2.1%, de 17.8 à 18.2, alors que les prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont augmenté de 0.7%. En Europe, le PER a augmenté de 1.9% (de 14.9 à 15.2) quand les bénéfices estimés étaient relevés de 0.1%. Les valorisations se sont encore légèrement tendues et restent supérieures à leurs moyennes historiques (15.8 pour le SP500 et 13.8 pour le STOXX600). Leur niveau est certes élevé. Il ne traduit pas encore d'excès spéculatif, mais la hausse régulière de la confiance et de l'appétit pour le risque des investisseurs.

La prime de risque est retombée de 3.4% à 2.7% pour les actions américaines et, pour les actions européennes, de 4.3% à 4.1%. Elle se rapproche des niveaux bas de fin 2017/début 2018. Les marchés

américains et européens sont donc moins protégés en cas de hausse des taux longs.



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



## Stratégie d'investissement : nous maintenons nos recommandations globales sur les actions.

**Que nous réservera 2020 ? Sur le plan économique, le consensus que nous avons évoqué le mois dernier se renforce.** L'environnement resterait favorable, avec une croissance économique globale stabilisée et peut-être un léger rebond dans les zones affaiblies, une inflation faible, des Banques Centrales toujours accommodantes et des liquidités importantes, des taux d'intérêts à long terme bas. Pour être plus précis, ces perspectives sont vraiment consensuelles pour le premier semestre puisque certains spécialistes continuent d'évoquer une mini récession américaine, cette fois au 2<sup>nd</sup> semestre. Les élections présidentielles peuvent aussi engendrer des déceptions sur les marchés quand ils connaîtront le candidat démocrate, si son projet était jugé néfaste ou si Donald Trump était battu.

Ce scénario général positif serait naturellement remis en cause par de nouvelles tensions entre les Etats-Unis et la Chine ou une franche aggravation des affrontements récents avec l'Iran mais ces hypothèses sont jugées peu probables.

**Sur le plan des marchés, la situation est plus complexe car une partie des bonnes nouvelles est déjà intégrée dans les cours des actions.** Les estimations de bénéfices ou les valorisations atteintes laissent peu de place à des déceptions. Néanmoins, les marchés sont confiants et l'optimisme n'est pas exubérant. Le comportement récent des Bourses montre une résilience étonnante. **L'appétit pour les actifs risqués est tenace et cela tient à la faiblesse des rendements des produits défensifs et au manque d'alternatives. Nous ne serions pas étonnés qu'en l'absence de mauvaise nouvelle, les indices gagnent encore quelques pourcents dans les prochaines semaines.**

**Nous avons encore relevé modestement nos objectifs sur les indices pour juin et décembre 2020.** Ils nous semblent encore conservateurs. Le potentiel de hausse à 6 et 12 mois est donc assez limité et doit être optimisé par des achats sur repli, de préférence. Nous n'excluons pas de les relever à nouveau en fonction des évolutions de l'environnement.

Si le momentum économique s'améliore avec à la clé un relèvement des estimations de résultats, les indices pourraient facilement progresser de 5% à 10% dans l'année avant de réduire leurs gains au cours du 2<sup>nd</sup> semestre. En effet, nous ne savons pas si les Bourses pourraient maintenir longtemps cette avancée au-delà des prochains mois compte tenu des valorisations atteintes et des élections américaines.

**Nous maintenons nos recommandations globales sur les actions,** Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme. Nous conservons nos préférences à moyen terme pour les Etats-Unis et l'Europe auxquels nous ajoutons l'Asie hors Japon. Nous constatons que

les actions américaines commencent à être un peu moins recommandées au profit des actions européennes sans amélioration des performances relatives de ces dernières pour l'instant. Cette option nous semble donc prématurée.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 31/12/19	Prévision 30/06/2020	Prévision 31/12/2020
CAC40	5978.06	6100 ↗	6150 ↗
Eurostoxx 50	3745.15	3825 ↗	3850 ↗
S&P 500	3230.78	3275 ↗	3300 ↗
Nikkei	23656.62	24000 ↗	24250 ↗
Emprunts	31/12/19	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	-0.19	-0.10 ↗	0.00 →
Taux 10 ans \$	1.92	2.10 ↗	2.25 →
Taux 10 ans Yen	-0.02	0.00 ↗	0.00 →
Taux BCE	0.00	-0.50 →	-0.40 →
Taux FED	1.75	1.75 →	1.75 →
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →
Monnaies	31/12/19	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.12	1.13 ↗	1.14 ↗
Dollar/yen	108.67	109 →	108 ↘

**Nous avons procédé aux ajustements sectoriels suivants :** relèvement des notes à court terme pour la Chimie, la Santé, les Banques, les Produits de base et les Biens de Consommation non cycliques, abaissement de celle des Télécommunications. A moyen terme, nous avons relevé la note de la Distribution et abaissé celles des Services Publics, de l'Automobile et Télécommunications.

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

**Nous conservons notre opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. En Europe,** nous avons relevé à Neutre les notes des Obligations privées, et à Surpondérer celles des High Yield. Nous avons aussi relevé la note des **Obligations US High Yield** à Neutre. Parmi les produits de taux, nous préférons les obligations émergentes et le crédit européen à haut rendement.

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

Lors du dernier Comité d'Allocation d'Actifs de mi-décembre, nous avons relevé le poids des actions européennes et américaines et celui des obligations

indexées. En contrepartie, nous avons allégé le poids de l'or, et des liquidités. Le poids total des actions atteint 48.5%.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	<b>MONDE</b>	30	70	48.5	↗	47.0	46.8	
	Etats-Unis	0	20	12.5	↗	11.9	11.9	39%
	Europe	10	60	29.9	↗	28.9	28.8	
	Japon	0	10	0.7		0.7	0.7	38%
	Pays Emergents	0	10	5.4		5.4	5.4	
OBLIGATIONS	<b>PRODUITS DE TAUX ET MIXTES</b>	10	70	32.7	↗	32.3	32.4	
	Multi stratégie obligataire	0	30	21.2	↘	21.3	21.3	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.0		1.0	1.0	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	1.3		1.3	1.3	0%
	Obligations Pays Emergents	0	10	2.1		2.1	2.1	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	2.0		2.0	2.0	0%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	0.7		0.7	0.7	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	1.8	↗	1.3	1.3	
Obligations Convertibles Europe	0	15	2.7		2.7	2.7		
<b>LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES</b>		0	60	18.8	↘	20.7	20.8	