



Stratégie d'Investissement – Septembre 2022

Le bel été boursier n'était-il qu'un feu de paille ?

La FED et la BCE ont douché l'espoir des investisseurs qui avait alimenté un beau rallye estival des actions et des taux. Leur priorité est clairement la lutte contre l'inflation, quitte à sacrifier la croissance. Que nous réserve l'automne traditionnellement moins porteur pour les marchés financiers ? La croissance globale continue à ralentir. Les politiques monétaires devraient se durcir davantage. Le contexte géopolitique n'est pas très favorable. En dépit d'une certaine résilience des marchés, la volatilité va probablement persister. Cependant, les Etats-Unis semblent mieux armés pour résister au risque de récession. L'inflation devrait y refluer plus rapidement et laisser entrevoir un changement de politique monétaire l'année prochaine. A contrario, en Europe, les incertitudes paraissent plus importantes et pourraient se prolonger. Les marchés financiers européens nous semblent donc plus fragiles. Les nombreux obstacles incitent à rester vigilant tant que le repli de l'inflation américaine n'est pas confirmé. Nous avons réduit nos objectifs de fin d'année pour les actions européennes. Par rapport aux cours actuels, le potentiel de hausse des indices européens et américains à cette échéance est d'environ 8 et 10 %. Nous estimons qu'il est trop tôt pour remonter les niveaux d'investissement en actions. Nous renouvelons cependant notre conseil de profiter des épisodes de volatilité pour acheter des actions dans des portefeuilles récents ou très peu exposés.

La fin du 2^{ème} trimestre avait été assez défavorable aux marchés financiers. Contre toute attente, les six semaines qui ont suivi nous ont offert un beau rebond dont les catalyseurs ont été multiples. Tout d'abord, le pessimisme des investisseurs était élevé et les actions étaient techniquement survendues. Inversement, les taux à long terme avaient fortement rebondi et avaient commencé à baisser du fait des risques de ralentissement économique. Leur détente s'est prolongée à l'approche de la réunion des banquiers centraux de Jackson Hole où les investisseurs espéraient un signe d'apaisement de la FED dans son cycle de durcissement monétaire. Ceci a permis aux produits obligataires d'enregistrer également un beau sursaut. Enfin, les bénéfiques trimestriels publiés en Europe et aux Etats-Unis ont largement dépassé les attentes très prudentes des analystes financiers. L'explication tient aux bons résultats des valeurs pétrolières et des mines mais aussi des transporteurs maritimes et plus généralement à la capacité qu'ont eue les entreprises à augmenter leurs prix et donc leur chiffre d'affaires pour absorber la hausse de leurs coûts.

Malheureusement, cette embellie générale n'a pas duré car la FED comme la BCE ont douché les espoirs des investisseurs. Leur priorité est clairement la lutte contre l'inflation pour réduire les risques d'ancrage des anticipations de celle-ci et de spirale prix/salaires, quitte à sacrifier la croissance. Les marchés de taux et d'actions sont donc repartis à la baisse et ont perdu une bonne partie de leurs gains antérieurs.

Que nous réserve l'automne traditionnellement moins porteur pour les marchés financiers ? Probablement de la volatilité si l'on examine tous les aspects de l'environnement actuel.

La croissance globale continue à ralentir. Plus précisément, elle reste soutenue aux Etats-Unis grâce à la vigueur de la consommation, de la production industrielle et du marché de l'emploi alors que le secteur immobilier montre des signes de faiblesse. Dans les grands pays émergents, l'Inde et le Brésil ont enregistré une belle reprise économique au cours du 1^{er} semestre mais celle-ci commence à faiblir. Le Japon est dans une situation assez analogue.

L'Europe est dans une situation plus délicate. L'activité se rapproche de la stagnation après avoir été très convenable au 1^{er} semestre, avec cependant des écarts importants entre les pays. Si, initialement, les conséquences économiques de la guerre en Ukraine se faisaient ressentir principalement au niveau des prix de l'énergie, la dégradation se diffuse du fait des pénuries de certains produits, de la nouvelle explosion des prix du gaz et de l'électricité. Ceci pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et amène des entreprises industrielles très énergivores à cesser leur production devenue non rentable. Or, bien que la Russie ait réduit ses livraisons de gaz à l'Europe de 80%, il n'y a pas eu de pénurie. Qu'en serait-il en cas d'hiver rigoureux ? Ce risque a amené les pays européens à prendre des mesures de diversification de leurs sources d'approvisionnement, à relancer ou à prolonger la production d'électricité d'origine

nucléaire ou thermique au charbon, à accélérer avec un certain succès le remplissage des stocks de gaz à 85 % et, enfin, à encourager une baisse de la consommation de gaz de 15 % par des mesures d'économie. D'après les spécialistes, ces mesures pourraient nous éviter des pénuries de gaz si les livraisons russes s'arrêtaient au cours d'un hiver « normal ». Mais en cas d'hiver rigoureux ou de difficultés d'ordre technique, le risque d'insuffisance et donc de restrictions ciblées subsiste sauf à faire des économies plus substantielles, notamment sur le chauffage qui représente 30 % de la consommation de gaz... Sans en arriver là, force est de constater que le simple maintien des prix de l'énergie au niveau actuel a un caractère récessif. Il faut espérer que les soutiens publics (limitation des prix ou désindexation des prix de l'électricité sur celui du gaz) seront suffisants pour le compenser. Compte tenu de ces paramètres, la probabilité de récession en Europe au 4^{ème} trimestre et au premier trimestre suivant est devenue importante.

Enfin, le redressement de l'économie chinoise est compromis par le retour des confinements et par la crise immobilière qui s'intensifie alors que les mesures de soutien adoptées par les Autorités paraissent insuffisantes. Le maintien de la politique de Zéro-Covid semble condamner la Chine à subir ces aléas tant que le taux de vaccination des seniors n'est pas plus important (60 %). Face au ralentissement structurel de la croissance chinoise et aux défis qu'il engendre, peu de décisions fortes sont à attendre avant le congrès du PCC qui débute le 16 octobre.

Les politiques monétaires devraient se durcir davantage. Les prévisions pour les taux directeurs sont montées à 3.75 % pour la FED et 1.75 % pour la BCE en fin d'année et sans doute un peu plus en 2023. Le maintien des prix élevés de l'énergie retarde effectivement le reflux de l'inflation alors que l'apaisement des tensions sur les chaînes de production commence à se faire sentir (baisse des prix du fret, diminution des délais de livraison...). La dégradation des conditions financières pèsera également sur l'activité. Seule une baisse avérée et durable de l'inflation peut amener ces deux banques centrales à interrompre leur remontée des taux. Il ne faut pas l'escamoter trop vite.

Le contexte géopolitique n'est pas très favorable. Un arrêt de la guerre entre la Russie et l'Ukraine n'est pas en vue, un enlèvement de celle-ci semble probable. De ce fait, les prix élevés du pétrole, du gaz et d'autres matières premières peuvent persister plusieurs années avant que des mesures de substitution produisent leur effet. Les tensions récentes entre la Chine et Taiwan sont bien sur une source d'inquiétude supplémentaire mais nous ne

croyons pas à une invasion tant que Taiwan sera le principal fournisseur mondial de semi-conducteurs. Un point positif enfin, la conclusion d'un accord avec l'Iran, encore aléatoire, pourrait améliorer l'équilibre du marché pétrolier.

En conclusion, l'environnement paraît plutôt risqué et devrait peser encore sur les marchés financiers dans les prochains mois. Cependant, il faut sans doute avoir une approche plus fine.

Les Etats-Unis semblent mieux armés pour résister au risque de récession compte tenu notamment de leur indépendance énergétique. **L'inflation devrait y refluer plus rapidement et laisser entrevoir un changement de politique monétaire au début de l'année prochaine. Cet espoir, qui s'est manifesté en juillet/août, renaîtra et pourrait alimenter un nouveau rallye boursier en fin d'année. C'est peut-être pour cette raison que les indices américains font preuve de résistance, malgré les abaissements des estimations de bénéfices qui viennent de débiter.**

A contrario, les incertitudes paraissent plus importantes en Europe et en Chine et pourraient se prolonger. Les marchés financiers européens (les actions, le crédit et l'euro) ou chinois nous semblent donc plus fragiles. Concernant l'Europe, les prévisions de bénéfices n'ont pas encore commencé à baisser, ce qui sera une source de faiblesse supplémentaire. Il reste quand même un espoir que la résilience des actions américaines soutienne indirectement les actions européennes et limite leur correction.

Quelles conclusions tirer en termes de stratégie d'investissement pour le dernier trimestre ?

Les nombreux obstacles incitent à rester vigilant tant que le repli de l'inflation américaine n'est pas confirmé. Il est possible que les indices américains reviennent sur leur point bas de juin sans l'enfoncer. Parallèlement, la probabilité pour les indices européens de refaire un nouveau point bas paraît plus élevée. Mais n'oublions pas que le repli des cours anticipe déjà un ralentissement économique. Donc une nouvelle baisse en Europe serait d'une faible ampleur, sauf en cas de dégradation dépassant les anticipations actuelles.

Nous restons également prudents sur les marchés obligataires européens où le niveau des taux n'est pas assez protecteur et où la dégradation des conditions financières peut entraîner des tensions sur le marché du crédit et des emprunts d'Etat périphériques. Il est sans doute encore un peu prématuré d'acheter des emprunts d'Etat de qualité. **En revanche, un retour des taux américains à 10 ans sur le niveau de 3.50 % rendrait les obligations américaines assez attractives.**

Nous avons réduit nos objectifs de fin d'année pour les actions européennes. Par rapport aux cours actuels, le potentiel de hausse des indices européens et américains à cette échéance est d'environ 8 et 10 %.

Nous préférons garder une position prudente et nous estimons qu'il est trop tôt pour remonter les niveaux d'investissement en actions des portefeuilles. Nous renouvelons cependant notre conseil de profiter des épisodes de volatilité pour continuer à acheter des actions dans des portefeuilles récents ou très peu exposés.

Nous n'avons pas modifié nos opinions sur les actions. A court terme, nous avons maintenu nos opinions Neutre sur les actions américaines et Sous-pondérer en Europe. Nous conservons nos opinions Surpondérer à moyen terme sur les valeurs américaines et européennes et Neutre sur les autres zones géographiques, à l'exception de l'Europe de l'Est (Russie) que nous sous-pondérons à court et moyen terme.

Les tendances sectorielles sont moins marquées depuis cet été. C'est pourquoi nous avons ramené à

Neutre de très nombreuses recommandations à court et moyen terme. Nous avons néanmoins relevé à Surpondérer la note à court terme du secteur Biens de Consommation non cycliques et les notes à moyen des secteurs Alimentation & Boissons et Assurance.

Nous conservons une opinion Sous-pondérer à court et à moyen terme sur les produits obligataires et une opinion Neutre sur les emprunts d'Etats US non couverts. **Nous avons relevé à Neutre les obligations émergentes non couvertes.**

Le franchissement de 1€ sur la parité €/ \$ a peut-être ouvert la voie à une poursuite de la vigueur du dollar. Les difficultés de la zone euro pourraient alimenter le repli de notre devise jusqu'à 0.90 voire 0.80 à moyen terme, soit le niveau qui avait été atteint en 2000.

Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin août, nous avons légèrement réduit notre exposition en actions que nous avons relevé de 3 % fin juillet. Nous avons renforcé parallèlement le poids des emprunts d'Etat américains et des produits de multi-stratégie obligataire.

Achévé de rédiger le 9 septembre 2022.

Vincent GUENZI
Directeur de la Stratégie d'Investissement

Les avis et opinions que CHOLET-DUPONT-LOUDART 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-LOUDART ne garantit pas ces éléments. Par ailleurs CHOLET-DUPONT-LOUDART 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: accentuation des abaissements de prévisions de la croissance mondiale.

Les prévisions de la croissance mondiale continuent d'être abaissées de manière générale. Le mouvement s'est amplifié ces deux derniers mois sous l'effet des facteurs récessifs provenant de l'inflation, des politiques monétaires, de la crise énergétique et des incertitudes suscitées par l'évolution de l'économie chinoise.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2021	Rév.	2022	Rév.	2023	Rév.
Etats-Unis	5.7%	-	1.7%	-0.9%	1.0%	-0.9%
Zone Euro	5.2%	-	2.8%	-	0.8%	-1.1%
Japon	1.7%	-	1.5%	-0.2%	1.6%	-0.2%
Emergents	6.5%	-	3.0%	-0.6%	4.4%	-0.1%
Monde	5.8%	-	2.9%	-0.3%	2.7%	-0.5%

Etats-Unis: grâce à la vigueur de la consommation et de l'emploi, le pays échappe à une récession véritable.

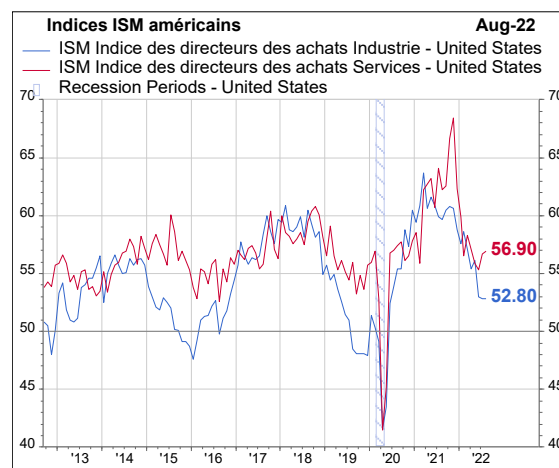
La seconde estimation de la croissance du 2^{ème} trimestre est ressortie à -0.6% en rythme annualisé contre -0.9% initialement. Le pays n'est pas officiellement en récession malgré deux trimestres de recul d'une activité contrastée mais qui est apparu plus récemment très résiliente.

En juillet, la progression des ventes de détail s'est accentuée malgré un tassement de la hausse des revenus. La hausse de la production industrielle s'est

atténuée et l'activité immobilière a faibli. L'inflation semble avoir amorcé une stabilisation et la confiance des ménages s'est redressée. Le dernier rapport sur l'emploi a fait état de créations d'emploi en recul et d'une légère remontée du chômage. En août, les indices des directeurs d'achat se sont stabilisés dans l'industrie et ont légèrement remonté dans les services, reflétant une activité en expansion dont le rythme se redresse légèrement depuis deux mois.

USA- Données mensuelles	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	10.3	8.5	8.7
Revenus (% a/a, sa)	-	4.6	5.7	5.3
Taux d'épargne (%)	-	5.0	5.0	5.2
Taux de chômage (%)	3.7	3.5	3.6	3.6
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	315	526	293	386
Permis de construire (millions)	-	1.69	1.70	1.70
Mise en chantiers (millions)	-	1.45	1.60	1.56
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.51	0.59	0.63
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	318.6	317.3
Inflation (%a/a, sa)	-	8.5	9.0	8.5
Production industrielle (% a/a, sa)	-	3.9	4.0	4.4
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-0.1	2.3	0.8
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	103.2	95.3	98.4	103.2
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.8	52.8	53.0	56.1
Indice directeurs d'achats Services (%)	56.9	56.7	55.3	55.9
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	0.0	1.4	2.7

Indices ISM : le rythme d'expansion de l'activité se stabilise.

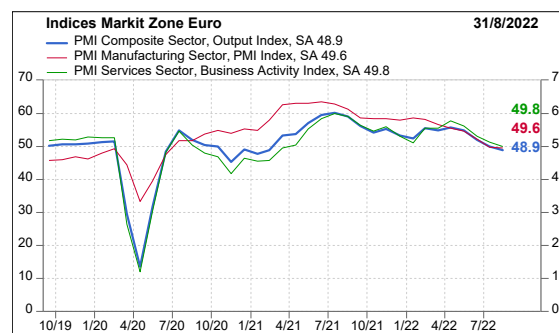


Zone Euro: l'activité est entrée en zone de contraction à l'approche d'un automne et d'un hiver risqués.

En dernière estimation, la croissance du 2^{ème} trimestre a atteint +3.1% en rythme annualisé c. +2.5% prévu initialement. Mais, selon les derniers indicateurs, l'activité globale se contracte depuis deux mois. Les ventes de détail ont baissé en juin/juillet même si le chômage a reflué légèrement.

La production industrielle s'était légèrement redressée en juin. L'inflation s'est encore accrue et les indices de confiance ont continué à se dégrader. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion globale s'est légèrement contractée en juillet et en août dans l'industrie puis dans les services.

EUROZONE - Données mensuelles	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22
Ventes de détail (% a/a) ex autos	-	-0.9	-3.2	0.6
Taux de chômage (%)	-	6.6	6.7	6.7
Inflation (% a/a)	9.1	8.9	8.6	8.1
Production industrielle (% a/a)	-	-	2.4	1.6
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-24.9	-27.0	-23.7	-21.2
Indice de Sentiment Economique	97.6	98.9	103.5	104.6
Indice IFO (2000=100)	88.7	89.4	92.4	94.0
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-55.3	-53.8	-28.0	-34.3
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.6	49.8	52.1	54.6
Indice directeurs d'achats Services (%)	49.8	51.2	53.0	56.1



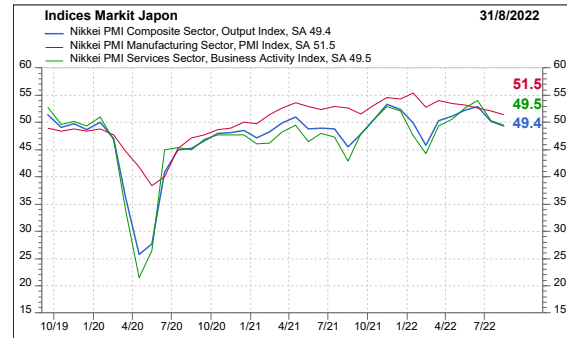
Japon: le fort rebond de la croissance du deuxième trimestre s'essouffle rapidement.

Selon sa dernière estimation, la croissance au 2^{ème} trimestre s'est redressée à +3.5% en rythme annualisé, dépassant largement les attentes, contre moins de +0.1% au cours du 1^{er} trimestre. Mais, l'expansion de l'activité ralentit depuis deux mois.

En juillet, les ventes de détail ont progressé davantage que les revenus. Le taux de chômage s'est

JAPON - Données mensuelles	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	2.5	1.5	3.7
Taux de chômage (%)	-	2.6	2.6	2.6
Revenus (% a/a)	-	1.7	4.0	-3.7
Inflation (% a/a)	-	2.6	2.3	2.4
Production industrielle (% a/a)	-	-1.0	-2.8	-5
Exportations (%a/a)	-	19.0	19.3	16
Indice de Confiance des Consommateurs	32.5	30.2	32.1	34.1
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-3.8	-3.1	-1.8
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.5	52.1	52.7	53.3
Indice directeurs d'achats Services(%)	49.5	50.3	54.0	52.6

stabilisé. Le recul de la production industrielle s'est atténué grâce à la bonne tenue des exportations. L'inflation progresse encore mais la confiance des consommateurs ne baisse plus. Cependant, selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale s'est légèrement contractée en août du fait des services alors que l'expansion s'est atténuée dans l'industrie.



Pays émergents: forte croissance en Inde, un peu plus faible au Brésil et en Chine, stagnation en Russie.

Les prévisions de croissance des pays émergents ont été abaissées pour 2022 et 2023. Le Brésil et l'Inde s'en sortent mieux que la Chine. Selon les indices des directeurs d'achat d'août, le rythme d'activité s'est accentué en Inde. Il s'est modéré au Brésil et en Chine qui est confrontée à une crise sanitaire, climatique et immobilière.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2021 *	Rév.	2022 *	Rév.	2023 *	Rév.
Brésil	4.7%	-	1.8%	0.8%	0.8%	-0.3%
Russie	4.2%	-	-7.0%	2.7%	-3.0%	-1.5%
Inde *année 31/03	-7.5%	-	8.7%	0.0%	7.2%	0.1%
Chine	8.1%	-	3.5%	-0.6%	5.2%	-
Emergents	6.5%	-	3.0%	-0.6%	4.4%	-0.1%

Au Brésil, la croissance du 2^{ème} trimestre est ressortie à +5% en rythme annualisé contre +4.6% au trimestre précédent. Cependant, l'expansion de l'activité est moins forte depuis deux mois. Les ventes de détail se sont affaiblies de même que la production industrielle. Mais le taux de chômage reflue encore et l'inflation semble ralentir. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion globale s'est atténuée en août après cinq mois de forte expansion.

Le rebond de l'activité semble s'atténuer. Les ventes de détail se sont redressées en juin/juillet et la hausse de la production industrielle est restée soutenue grâce aux bonnes exportations. Le taux d'inflation a augmenté. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale a progressé moins fortement en juillet et en août, comme dans les services, alors que l'industrie est revenue en phase de contraction.

En Russie, la diffusion des statistiques économiques est toujours arrêtée. Le pays souffre certainement des sanctions internationales malgré le surplus de recettes apporté par la hausse des prix des hydrocarbures. D'après les indices des directeurs d'achat d'août, l'activité s'est rapprochée de la contraction, à cause du ralentissement des services et malgré à une légère expansion dans l'industrie.

BRIC - Données mensuelles		Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	-0.3	-0.2
	Taux Chômage (%)	-	9.1	9.3	9.8
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	10.1	11.9	11.7
	Production Industrielle (%a/a)	-	-0.5	-0.5	0.5
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.9	54.0	54.1	54.2
	Indice directeurs d'achats Services(%)	53.9	55.8	60.8	58.6
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	-	-	-
	Taux Chômage (%)	-	-	-	-
	Inflation (% a/a)	-	-	-	-
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	-	-
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.7	50.3	50.9	50.8
Inde	Indice directeurs d'achats Services(%)	49.9	54.7	51.7	48.5
	Inflation (% a/a)	-	6.7	7.0	7.0
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	12.3	19.6
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	56.2	56.4	53.9	54.6
Chine	Indice directeurs d'achats Services(%)	57.2	55.5	59.2	58.9
	Ventes détail Volume (% a/a)	-	2.7	3.1	-6.7
	Inflation (% a/a)	-	2.7	2.5	2.1
	Production Industrielle (% a/a)	-	3.8	3.9	0.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.5	50.4	51.7	48.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	55.0	55.5	54.5	41.4	

En Inde, la croissance du 2^{ème} trimestre est ressortie à +13.5% sur un an contre +4.1% au 1^{er} trimestre. La hausse de la production industrielle s'est fortement accentuée. L'inflation a baissé après deux mois de stabilité. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité est resté très soutenu en juillet et en août.

En Chine, la croissance du 2^{ème} trimestre s'est affichée à +0.4% sur un an contre +4.8% au premier. Le récent

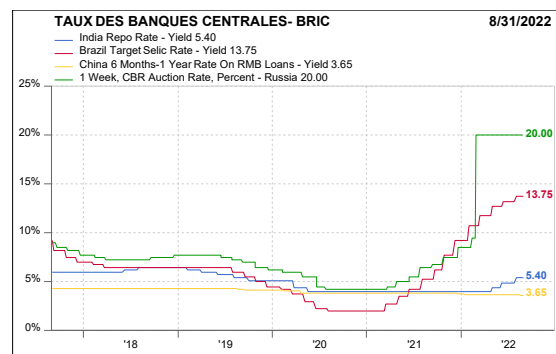
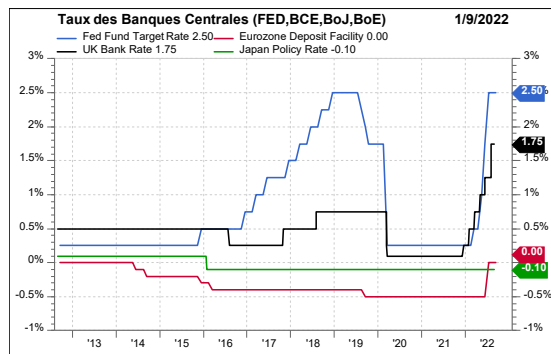
Marchés de taux d'intérêt: hausse des taux et durcissement de ton des banques centrales.

Les banques centrales américaine et européenne ont accéléré la cadence en relevant leur taux en juillet de respectivement 0.75% (pour la seconde fois) et de 50%. Alors que les marchés financiers avaient commencé à escompter en août un infléchissement de la position de la FED, les deux banques centrales ont douché leurs espoirs lors du symposium de Jackson Hole en réaffirmant leur priorité absolue à lutter contre l'inflation le temps nécessaire pour obtenir son inflexion.

Pour la fin d'année, les anticipations de resserrement monétaire de la FED se sont donc redressées jusqu'à

3.75%. Après une nouvelle hausse de 0.75% en septembre, les taux de la BCE devraient se rapprocher de 1.75% en décembre. La BOE quant à elle a remonté une nouvelle fois son taux de +50bps le portant à 1.75%.

Les Banques du Canada, d'Australie, de Corée du Sud, de Nouvelle Zélande, de Norvège, d'Inde, du Brésil et de nombreux pays émergents sur tous les continents ont procédé également à un ou deux relèvements de leurs propres taux.



Sur les marchés obligataires, les taux longs avaient continué à baisser sensiblement après un chiffre d'inflation américain en léger repli et dans l'attente de la réunion de Jackson Hole. Ils se sont redressés brusquement après celle-ci. Sur deux mois, les taux américains ont progressé jusqu'à 3.3% après avoir touché un point bas de 2.5% et les taux allemands sont remontés à 1.6% après un point bas à 0.7%.

En Europe, la démission du Président du Conseil italien Mario Draghi et l'annonce de nouvelles élections législatives ont provoqué une hausse forte et assez générale des écarts de taux avec ceux de l'Allemagne.

Malgré l'évolution du contexte monétaire, nous n'avons pas relevé nos objectifs à six mois sur les taux longs allemands (1.75%) et américains (3.25%). En effet, à cette date le reflux de l'inflation aura sans doute été suffisamment amorcé pour stabiliser les taux longs.

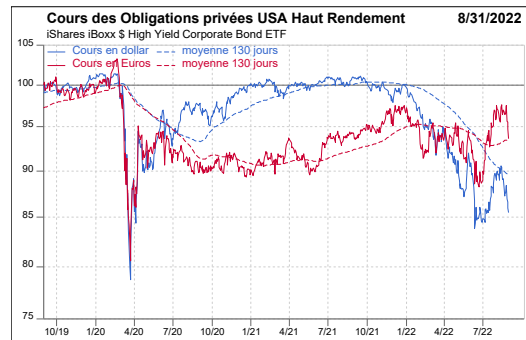
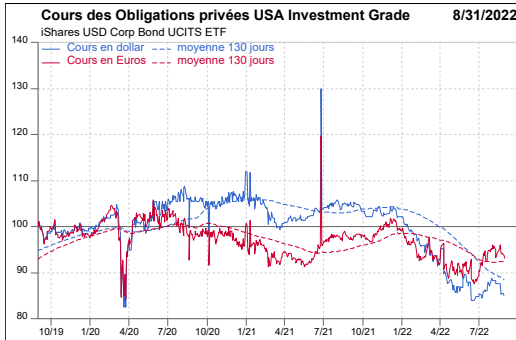
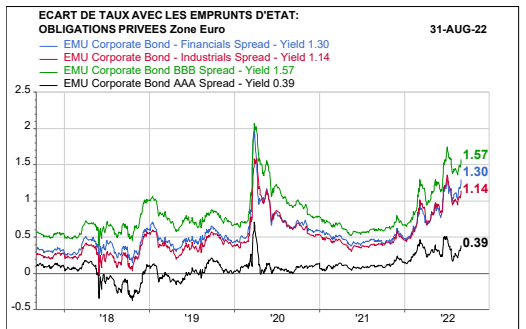
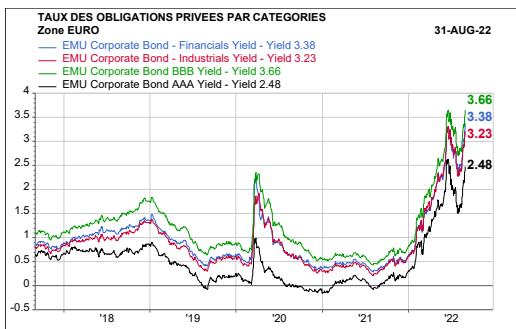
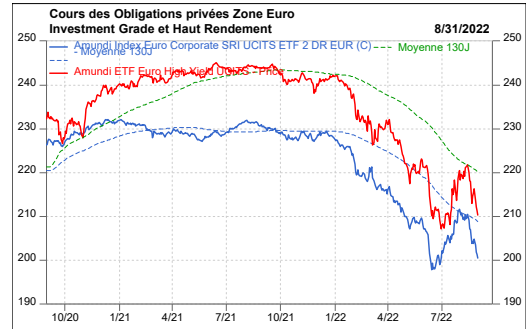
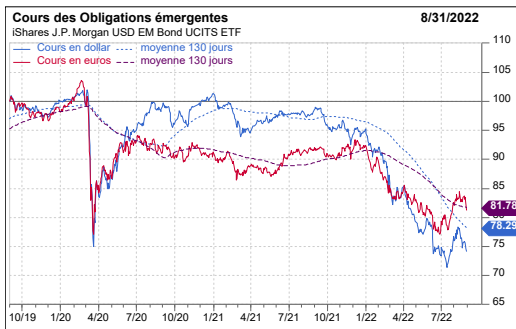
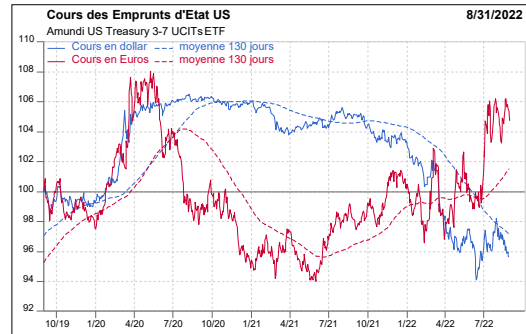
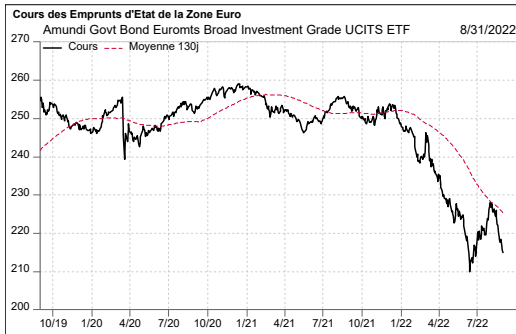
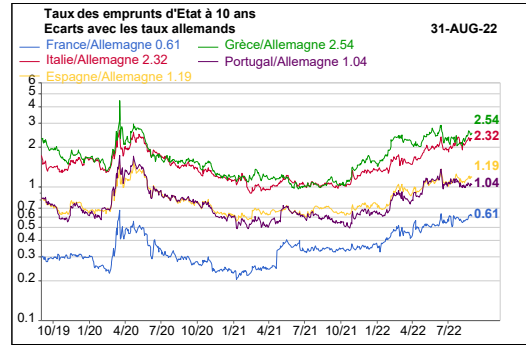
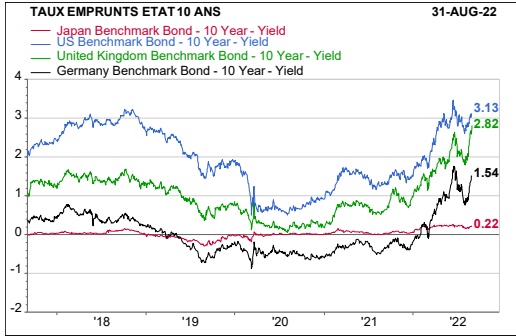
En deux mois, les emprunts d'Etat en zone euro ont perdu en moyenne 1.4%. Les obligations américaines ont perdu 0.6% en dollar et ont gagné 3.3% en euro. Les obligations émergentes ont regagné 6.9% en euros.

Les évolutions du marché du Crédit (obligations privées) **ont été moins défavorables et légèrement positives**, gagnant jusqu'à 1.5% en Europe et 5% aux Etats-Unis en euro.

Tous les produits obligataires restent orientés en tendance baissière à l'exception des obligations américaines converties en euros dont la tendance est plus neutre.

Evolution des taux à 10 ans depuis le début du trimestre	Taux fin de trim.	Var. brute (bp)	Var.écart (bp) avec Allemagne
Etats-Unis	3.13	0.16	-0.01
Allemagne	1.54	0.17	0.00
France	2.15	0.19	0.03
Espagne	2.74	0.28	0.11
Italie	3.87	0.57	0.41
Portugal	2.59	0.13	-0.03
Grèce	4.09	0.47	0.30
Royaume-Uni	2.82	0.51	0.34
Japon	0.22	0.00	-0.17
Suisse	0.81	-0.22	-0.39

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 8/31/2022	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-5.3%	-1.4%	-13.6%
- les mieux notés	-5.5%	-0.9%	-13.4%
- les moins bien notés	-5.3%	-1.5%	-13.8%
- durée 1 à 3 ans	-1.5%	-0.8%	-3.4%
-durée plus de 10 à 15 ans	-7.2%	-1.8%	-18.6%
Emprunts d'Etats USA (\$)	-2.5%	-0.6%	-7.6%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-1.1%	3.3%	4.5%
Obligations émergentes (eur)	-1.3%	6.9%	-5.6%
Obligations privées Euro Inv.Grade	-5.1%	0.0%	-12.0%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-4.3%	1.5%	-13.1%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-3.6%	0.3%	-16.8%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-4.7%	1.2%	-14.3%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-2.3%	4.3%	-5.9%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-3.3%	5.3%	-3.1%

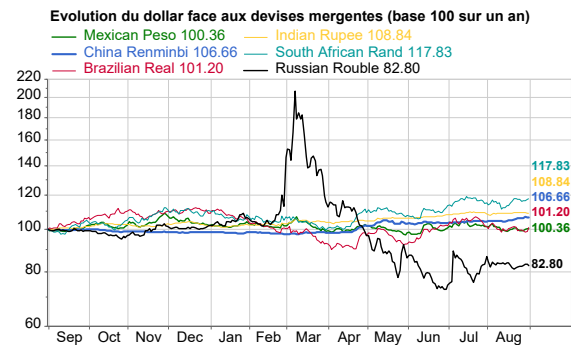
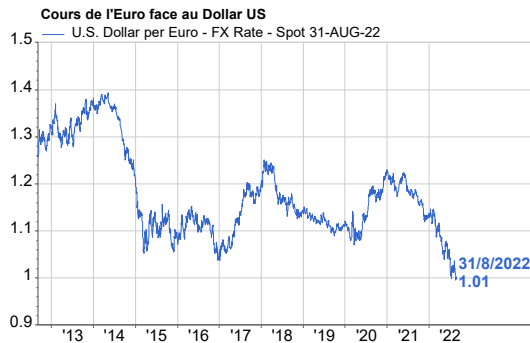


Marchés des Changes et Matières Premières: fort rebond du dollar, repli du cours du pétrole.

Le marché des changes a été assez volatile sur 2 mois. Bénéficiant toujours du discours de la FED et d'un rôle de valeur refuge, le dollar s'est fortement apprécié face à la quasi-totalité des devises, sauf le peso mexicain et le real brésilien.

Inversement, l'euro s'est déprécié de manière très générale. Il s'est renforcé très légèrement face au Sterling qui pâtit de la situation économique et politique anglaise. Parmi les devises émergentes, le Rouble et la Livre turque ont fait preuve de faiblesse.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/08/22	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.01	1.4%	4.0%	13.1%
JPY - Japan Yen	139.39	-2.2%	1.9%	-6.1%
CHF - Swiss Franc	0.98	-1.0%	2.0%	5.6%
GBP - Sterling.	0.86	-3.0%	-0.4%	-2.8%
BRL - Brazilian Real	5.21	1.7%	4.9%	21.6%
RUB - Russian Rouble	60.99	6.4%	-6.1%	39.9%
INR - Indian Rupee	79.90	1.2%	3.3%	5.8%
CNY-Chine Renminbi	6.93	-0.9%	1.0%	4.6%

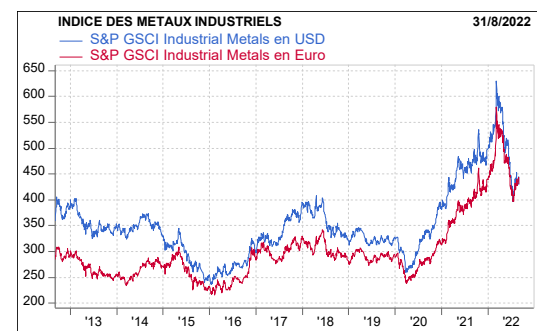
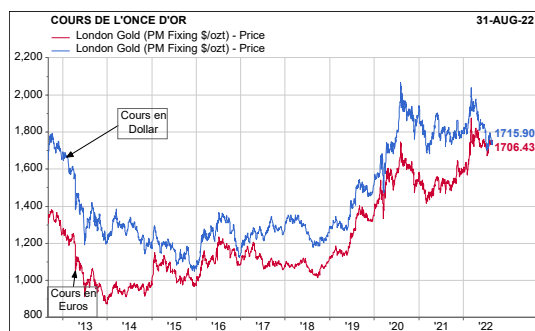
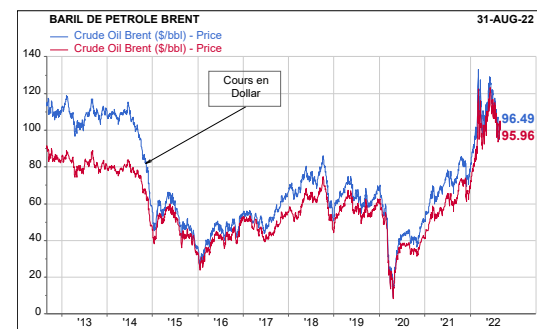
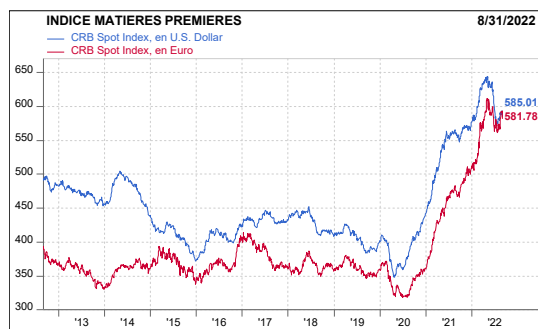


Le comportement des matières premières n'a pas été homogène depuis la fin du mois de juin.

Les cours des produits agricoles ont progressé, ceux des métaux industriels également mais moins fortement. L'or a baissé en réaction à la vigueur du dollar. Le prix du pétrole a fortement baissé compte tenu des craintes de baisse de la consommation mondiale, malgré la position de l'OPEP en faveur d'une réduction des quotas pour compenser celle-ci. Enfin, en raison de la chute des livraisons russes, le prix du gaz naturel en Europe a plus que doublé avant de réduire cette progression. Depuis le début de

l'année, son cours a presque quadruplé, poussant la Communauté européenne à réfléchir à une réforme des règles du marché du gaz et de l'électricité.

Matières Premières - Variation des cours				
au 31/08/22	trimest. en dollar	annuel. en dollar	trimest. en euro	annuel. en euro
Métaux industriels: 426\$	-2.7%	-14.6%	1.2%	-3.5%
Pétrole Brent: 96.49\$	-19.4%	24.9%	-16.2%	41.3%
Produits Agricoles	0.9%	7.1%	5.0%	21.1%
Once d'or: 1715.9\$	-5.6%	-5.0%	-1.8%	7.5%



Résultats des entreprises: hausse des bénéfices estimés en Europe, baisse aux Etats-Unis.

Contrairement aux attentes, les résultats du 2^{ème} trimestre ont été meilleurs que prévu. Les sociétés du S&P500 ont publié des résultats **en hausse de 6.1% sur un an et en moyenne supérieurs aux attentes de 3.2% pour 75% d'entre elles.** En Europe, les résultats publiés par 95% des sociétés du Stoxx600 sont **en hausse de 27% et supérieurs aux attentes de 5.1% pour 57% d'entre elles.** Ces bons résultats proviennent d'une hausse des chiffres d'affaires et des prix de vente alors que l'évolution des volumes a été moins satisfaisante.

Les prévisions de bénéfice des analystes financiers ont évolué diversement sur deux mois. Pour 2022 et 2023, elles ont baissé pour l'indice S&P500 alors qu'elles ont été encore relevées en Europe.

De ce fait, pour le **S&P500**, la croissance bénéficiaire attendue en 2022 et 2023 se réduit à 8% environ contre 10% en juin. Pour le **Stoxx600**, les bénéfices devraient progresser de 14.3% en 2022 contre 11.1% attendu en juin. Inversement, pour 2023, la croissance bénéficiaire se réduit à +3.4% contre +6.1% en juin.

Sur les deux derniers mois, les plus forts relèvements cumulés des estimations de résultats proviennent des secteurs Pétrole et Gaz (ce qui est logique), Banques et Automobile (dont les résultats ont été étonnement bons) puis des Media et du secteur Alimentation & Boissons.

Les plus fortes révisions baissières concernent : les Services Publics (hausse des coûts et mise en place d'impôts exceptionnels), la Technologie (ralentissement de l'activité), le Tourisme/Loisirs, l'Immobilier, les Services Financiers, les Produits de Base et l'Assurance.

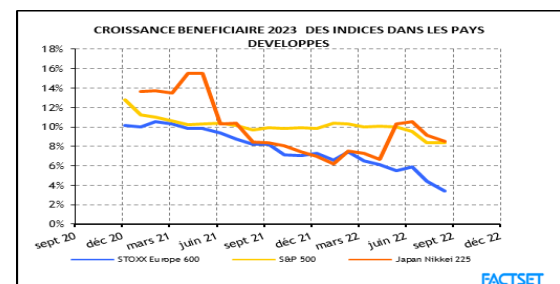
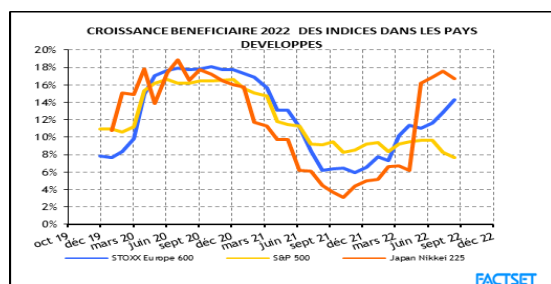
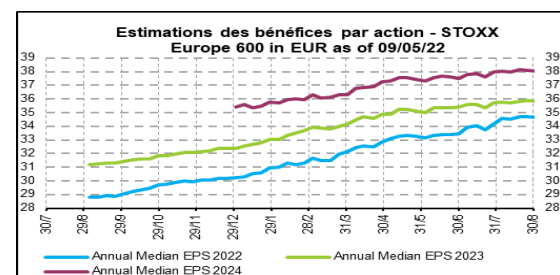
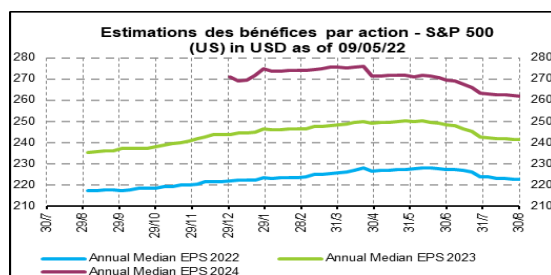
Deux constatations s'imposent qui ternissent un peu la vision positive globale. Le relèvement des attentes de bénéfices sur les indices européens provient essentiellement du secteur Pétrole et les abaissements de prévisions sont beaucoup plus nombreux que les relèvements.

Publications du Q2 '22	% stés publiés	Var. %	Surprise (%)	% stés > attentes	% stés < attentes
S&P500 Bénéfices nets	99.4	6.1	3.2	74.9	21.2
S&P500 Chiffre d'affaires	99.4	14.0	3.3	70.1	29.9
STOXX600 Bénéf. nets	95.2	27.7	5.1	56.9	32.7
STOXX600 Chif. d'affaires	99.4	14.0	3.3	70.1	29.9

Consensus FactSet au 31/08/22	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 2 mois des estimations	
	2022(e)	2023(e)	2022(e)	2023(e)
Euro Stoxx 50	20.0%	2.9%	3.7%	1.1%
Stoxx600 Europe	14.3%	3.4%	2.2%	0.9%
CAC 40	29.2%	-3.8%	7.5%	2.6%
S&P 500	7.7%	8.3%	-1.9%	-3.0%
Nikkei 225	16.8%	8.5%	1.2%	-1.8%

Révisions bénéficiaires pendant les trois derniers mois (moyenne 2022 et 2023)

Indice mise à jour le 31/08/22	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 31/07/22	Révision sur un mois au 30/06/22
STOXX Europe 600	0.4	1.8	1.2
Pétrole et Gaz	3.0	15.2	8.1
Banques	5.0	2.6	-1.0
Automobile	0.9	1.4	-0.1
Media	-1.1	3.4	0.0
Alimentation/boissons	0.9	1.4	1.0
Biens de Conso.non cycl.	-0.5	1.5	-0.2
Télécommunications	-0.1	0.8	0.1
Biens et Serv. Industriels	0.1	-0.3	0.0
Chimie	-1.0	0.7	0.6
Santé	-0.4	0.0	0.9
Construction & matériaux	0.4	-1.3	-0.1
Distribution	-2.3	0.9	1.4
Assurance	-1.8	-1.5	0.2
Produits de base	-0.4	-3.3	2.1
Services financiers	-0.5	-5.2	5.9
Immobilier	-0.4	-5.4	-5.8
Tourisme-Loisirs	-3.6	-3.1	-4.5
Technologie	-4.6	-2.2	-0.2
Service Publics	-9.6	-4.3	0.6



Evolutions des secteurs européens: surperformance apparente des valeurs de croissance.

Depuis juin, les marchés européens ont dû intégrer des résultats meilleurs qu'attendus, une baisse puis une hausse des taux longs et des perspectives économiques moins favorables. Les performances des indices montrent une surperformance du style Croissance par rapport à la Value.

A ce titre, se sont bien comportés les secteurs Biens de Consommation non cycliques et Technologie dont les PER ont logiquement augmenté. La hausse de l'Alimentation/Boissons ne provient que du relèvement des estimations bénéficiaires. Mais des secteurs Croissance ou défensifs ont également sous-

performé compte tenu d'une baisse des PER comme la Santé et les Télécommunications.

Des secteurs Value ont très bien performé néanmoins comme le Tourisme/Loisirs, le Pétrole & Gaz, l'Automobile grâce à la hausse des estimations. Mais les remontées des secteurs Produits de Base, Construction, Services Financiers et Industrie proviennent essentiellement de la hausse des PER.

L'évolution des secteurs semble ainsi répondre davantage à des considérations plus particulières et spécifiques qu'à des motifs plus généraux.

TABEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/08/22	Variation Cours depuis 2 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2022	Variation Bén.Net par Act. 2023	PER 2022	Révision 2 mois (%) Bna 2022	Révision 2 mois (%) Bna 2023	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	1.9%	-14.9%	14.4	3.4	12.0	2.2	0.9			
Tourisme-Loisirs	7.2%	-19.8%	153.2	85.8	27	-10	-3.7	1.0%	= ↗	-
Pétrole et Gaz	6.8%	20.2%	123.2	-16.4	4.9	16.0	13.3	5.4%	+ ↗	+
Construction & matériaux	4.8%	-22.7%	-2.5	4.8	13.5	2.4	-4.2	3.2%	= ↗	-
Biens de Conso.non cycl.	4.8%	-13.4%	11.9	9.9	19.2	0.9	0.7	8.7%	+ ↗	= ↗
Biens et Serv. Industriels	4.8%	-23.7%	13.4	-0.1	14.4	1.0	-1.7	11.8%	= ↗	-
Automobile	4.4%	-21.4%	5.8	-1.8	5.2	6.6	-1.6	2.3%	= ↗	= ↗
Technologie	4.1%	-29.7%	6.1	23.9	23.2	-11.4	-2.7	5.8%	= ↗	-
Services financiers	3.5%	-23.1%	-47.4	23.5	13.8	-8.2	-3.5	3.4%	= ↗	-
Alimentation/boissons	2.7%	-9.8%	12.6	9.6	20.8	1.5	2.2	5.4%	= ↗	+ ↗
Produits de base	2.6%	-4.7%	7.9	-32.2	4.8	-1.2	-7.2	2.6%	= ↗	=
Media	1.9%	-16.3%	10.2	12.1	17.4	2.2	1.3	1.5%	=	=
Service Publics	1.2%	-12.2%	-34.1	74.0	22.9	-27.1	-1.0	4.1%	=	=
Assurance	1.1%	-9.9%	-1.4	22.6	10.4	-8.2	1.1	5.1%	=	+ ↗
Chimie	0.6%	-19.2%	8.3	-10.0	13.4	3.0	-3.8	3.9%	=	=
Immobilier	0.2%	-31.4%	8.8	5.8	14.8	-1.7	-12.0	1.7%	-	-
Banques	0.0%	-13.9%	1.6	8.1	6.8	11.0	4.4	7.7%	=	=
Distribution	-2.4%	-38.1%	7.0	6.1	14.6	-1.3	-2.4	0.8%	-	-
Santé	-3.3%	-9.6%	6.9	9.5	17.2	-0.6	-0.8	16.0%	= ↘	+
Télécommunications	-4.1%	-4.1%	52.7	7.8	14.2	1.4	-0.4	3.4%	= ↘	= ↘

Les fluctuations des indices, en forte hausse suivie d'une consolidation, ont profondément amélioré les tendances de nombreux secteurs.

Elles s'affichent désormais presque toutes en neutre à l'exception des secteurs Pétrole & Gaz, Biens de Consommation non cycliques et Alimentation & Boissons qui ont repris une tendance haussière. Inversement, le secteur Télécommunications semble avoir repris une tendance baissière.

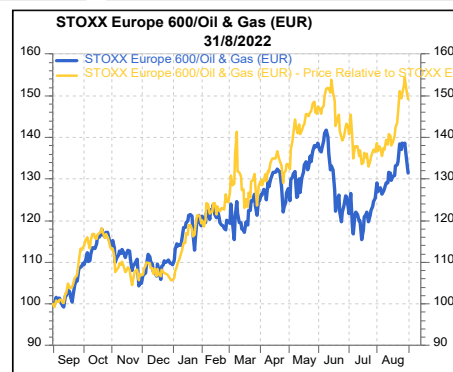
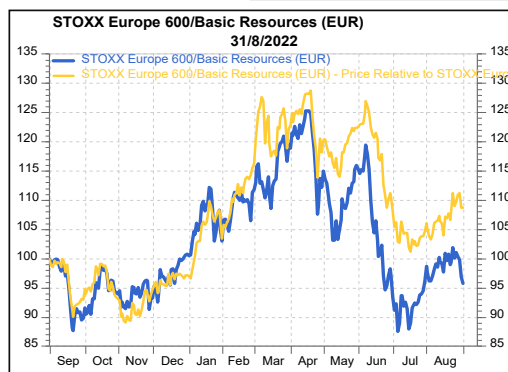
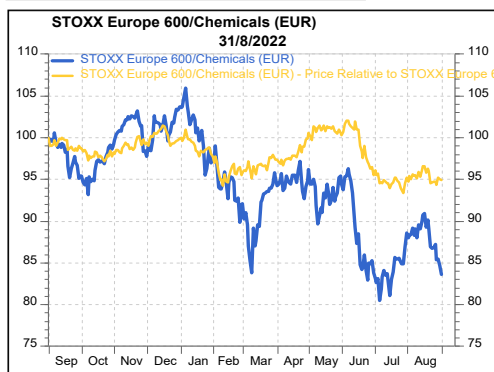
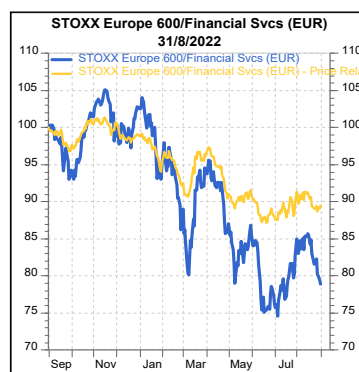
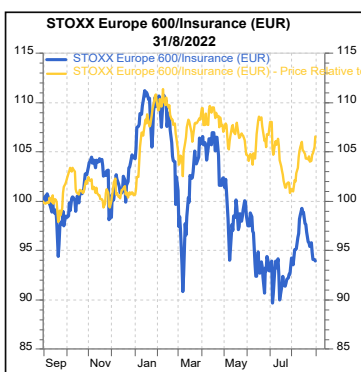
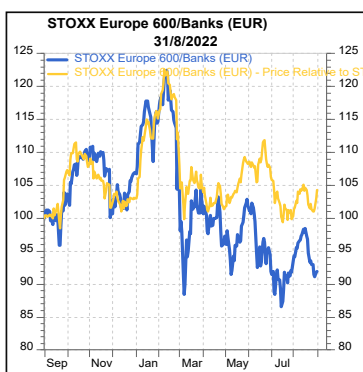
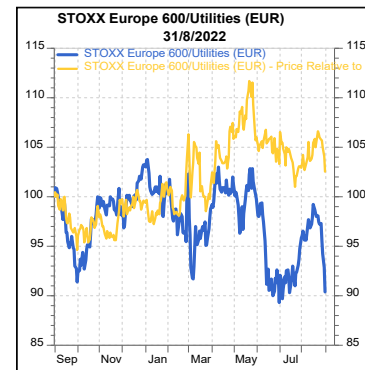
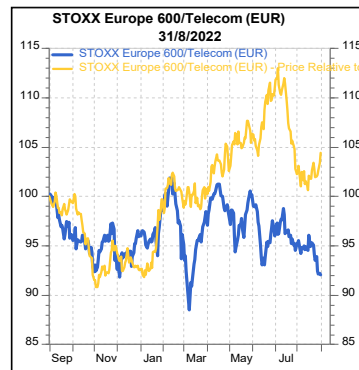
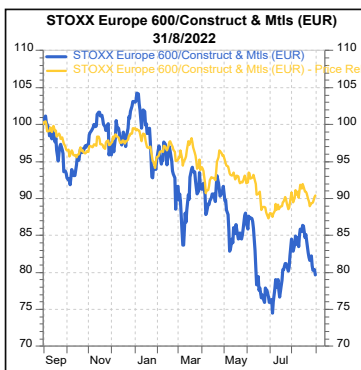
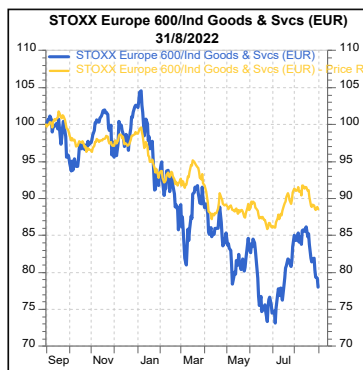
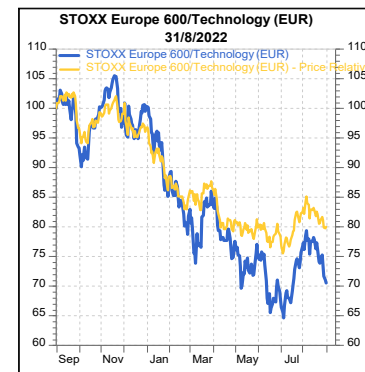
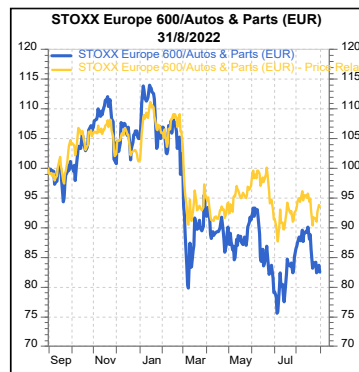
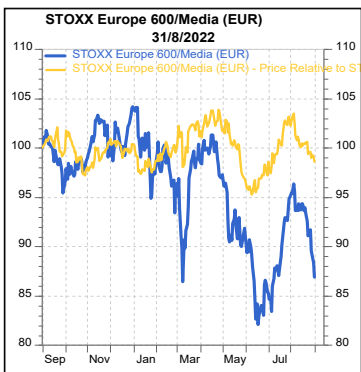
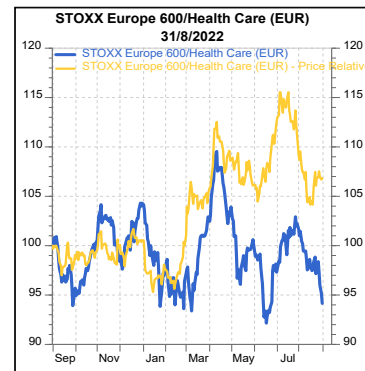
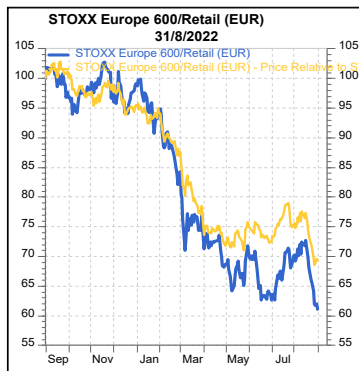
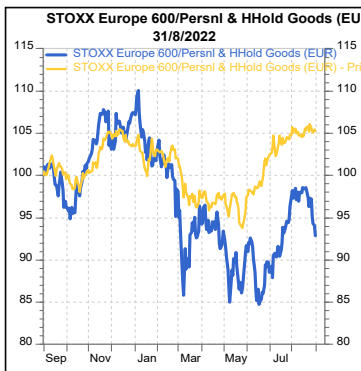
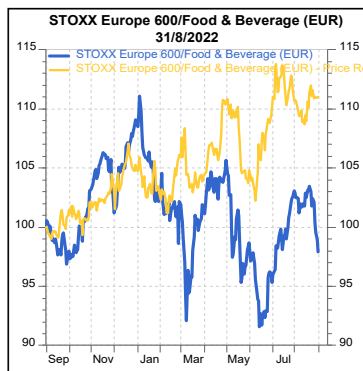
Du côté des tendances sectorielles relatives, le même mouvement général de neutralisation est intervenu.

Le secteur Biens de Consommation non cycliques remonte en tendance relative positive.

Trois secteurs ont vu leur tendance relative se dégrader à négative: Distribution, Santé et Télécommunications.

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

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

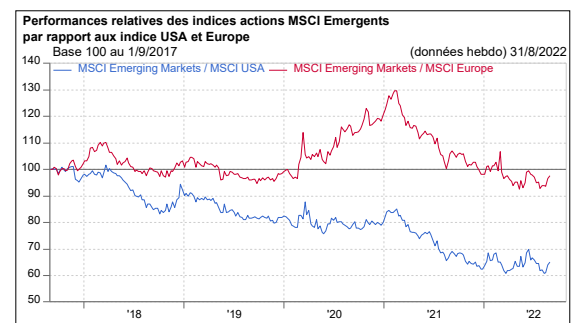
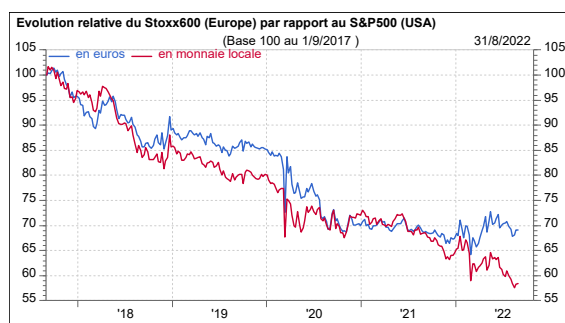


Evolution des marchés actions et des valorisations: bonne surprise estivale.

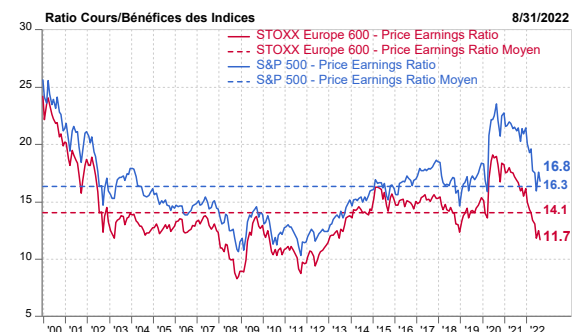
Les indices boursiers ont conclu le mois d'août sur une baisse mais, depuis le 30 juin, c'est la hausse qui l'emporte. Cette progression estivale plutôt inattendue a été alimentée par les publications de bons résultats trimestriels et par les espoirs d'inflexion de la politique monétaire américaine, espoirs démentis à la mi-août lors de la réunion des banquiers centraux de Jackson Hole.

Les performances sur deux mois ont été fortes sauf en Europe, où la dégradation des perspectives économiques a pesé davantage, et en Chine où la résurgence régulière des confinements pénalise la reprise de l'activité. Les bourses indienne et brésilienne ont été favorisées par la poursuite du redressement de la croissance au cours du 2^{ème} trimestre.

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMÉS EN EUROS			
Données au 31/08/22	Variation Mois	Variation début trim.	Variation Année
MSCI The World Index	-3.0%	7.3%	-8.1%
MSCI USA	-2.7%	8.9%	-7.2%
MSCI Europe	-5.2%	2.0%	-13.8%
MSCI Japan	-1.2%	7.0%	-8.2%
MSCI EM (Emerging Markets)	1.4%	3.3%	-8.7%
MSCI Asia Pacific ex Japan	0.9%	3.1%	-6.6%
MSCI EM Latin America	1.4%	8.3%	12.9%
MSCI EM Eastern Europe	-9.5%	-8.3%	-83.7%
MSCI Brazil	3.6%	12.1%	19.4%
MSCI Russia	6.3%	-6.2%	-100.0%
MSCI India	5.4%	18.0%	8.2%
MSCI China	1.5%	-6.3%	-10.6%

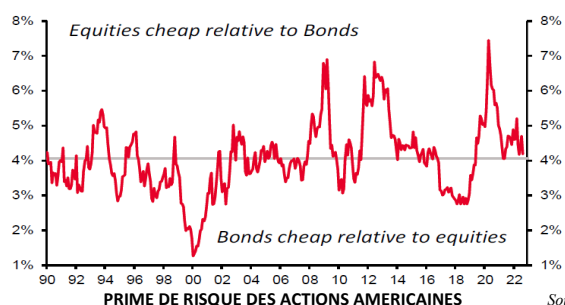


Depuis le 30 juin dernier, aux Etats-Unis, le PER à 12 mois des actions est remonté de 5.7% (de 15.9 à 16.8), alors que les prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont été abaissées de 1.2%. En Europe, le PER a reculé de 1% (de 11.8 à 11.7), quand les bénéfices estimés étaient rehaussés de 2.7%. La hausse des actions américaines provient d'un retour de confiance alors que celle des actions européennes, moins forte, ne provient que du relèvement des estimations de bénéfices sans hausse de la valorisation. Cela révèle également le manque d'optimisme des investisseurs pour la zone européenne qui cumule beaucoup de handicaps.

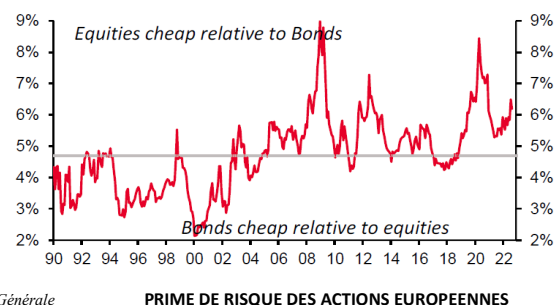


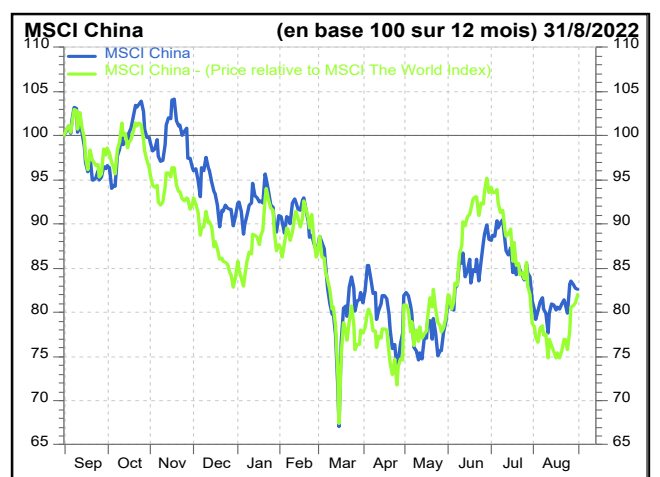
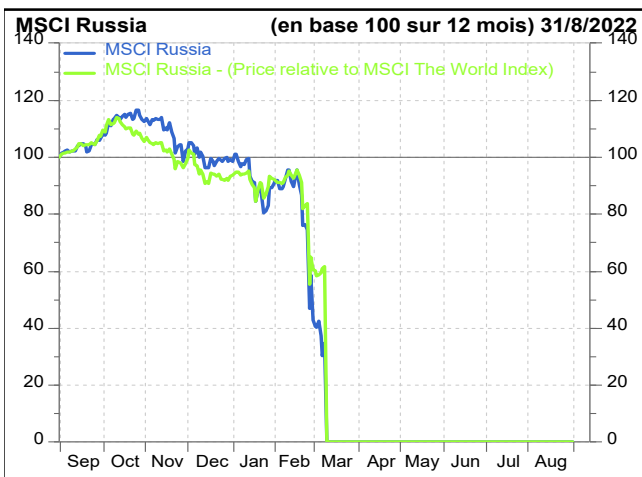
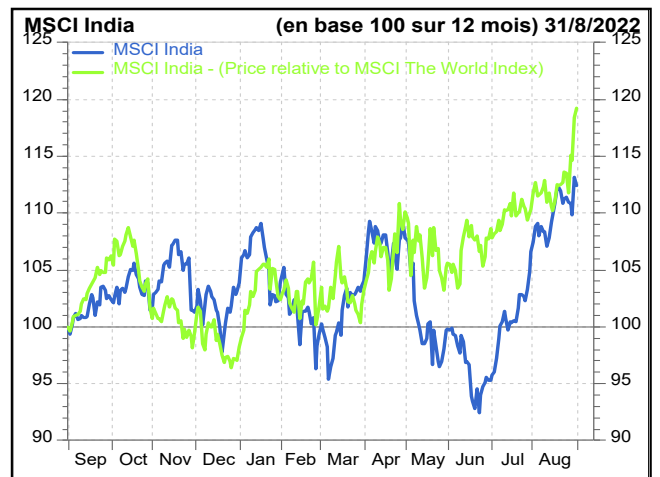
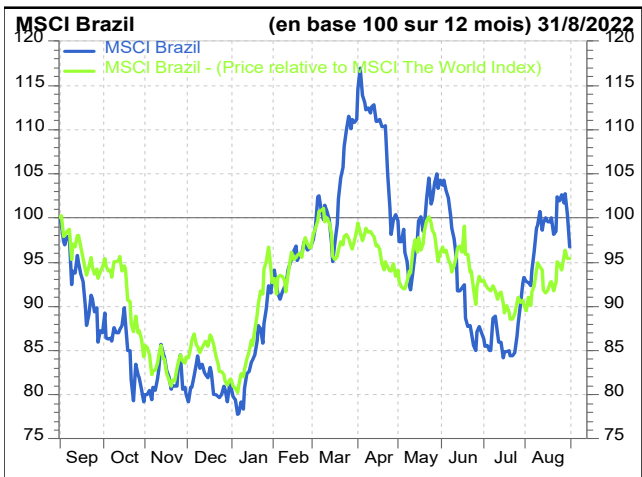
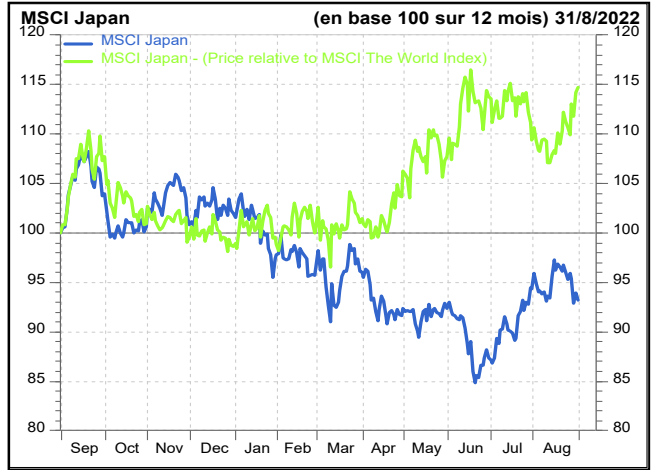
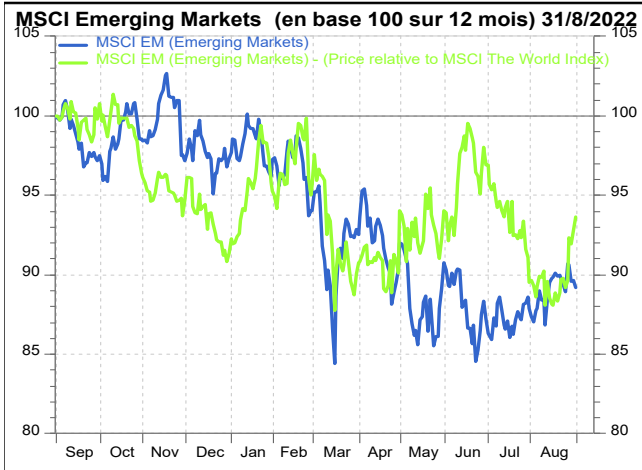
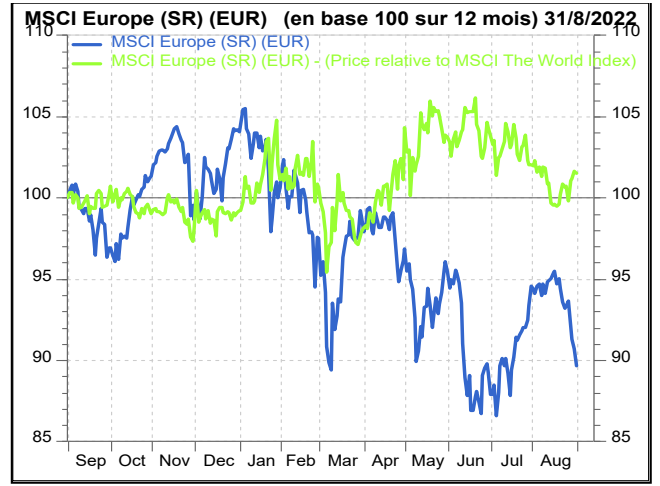
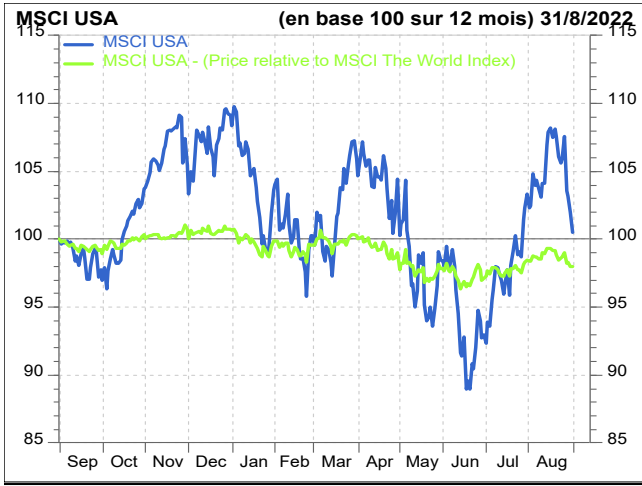
La prime de risque s'est légèrement détendue aux Etats-Unis de 4.3% à 4.2%. En Europe, la prime de risque s'est redressée de 5.8% à 6.2%. Cette évolution est cohérente avec celle des PER et traduit la différence du sentiment de confiance qui est plus élevé aux Etats-Unis. Des deux côtés de l'Atlantique,

la valorisation des actions est plus attractive que celle des obligations. Si les actions disposent d'une capacité de résistance à la hausse des taux, elles sont néanmoins très sensibles aux évolutions des perspectives d'activité et de la géopolitique.



Source Société Générale





Stratégie d'investissement: maintien d'une position Neutre prudente sur les actions.

L'environnement paraît plutôt risqué et devrait encore peser sur les marchés financiers dans les prochains mois.

Cependant, les Etats-Unis semblent mieux armés pour résister au risque de récession. L'inflation devrait y refluer plus rapidement et laisser entrevoir un changement de politique monétaire au début de l'année prochaine. Cet espoir, qui s'est manifesté en juillet/août, renaîtra et pourrait alimenter un nouveau rallye boursier en fin d'année. C'est peut-être pour cette raison que les indices américains font preuve de résistance malgré les abaissements des estimations de bénéfices qui viennent de débiter.

A contrario, les incertitudes paraissent plus importantes en Europe et en Chine et elles pourraient se prolonger. Les marchés financiers européens (les actions, le crédit et l'euro) ou chinois nous semblent donc plus fragiles. Concernant l'Europe, les prévisions de bénéfices n'ont pas encore commencé à baisser, ce qui est une source de faiblesse supplémentaire. Petit réconfort, la résilience des actions américaines pourrait soutenir indirectement les actions européennes et limiter leur correction.

Les nombreux obstacles incitent à rester vigilant tant que le repli de l'inflation américaine n'est pas confirmé. Il est possible cependant que les indices américains reviennent sur leur point bas de juin sans l'enfoncer. Parallèlement, la possibilité pour les indices européens de refaire un nouveau point bas paraît plus importante. Mais n'oublions pas que le repli des cours anticipe déjà un ralentissement économique. Donc une nouvelle baisse en Europe serait d'une ampleur limitée sauf en cas de dégradation dépassant les anticipations actuelles.

Nous avons réduit nos objectifs de fin d'année pour les actions européennes. Par rapport aux cours actuels, le potentiel de hausse des indices européens et américains à cette échéance est d'environ 8 et 10%.

Nous préférons garder une position prudente et nous estimons qu'il est trop tôt pour remonter les niveaux d'investissement en actions des portefeuilles. Nous renouvelons cependant notre conseil de profiter des épisodes de volatilité pour continuer à acheter des actions sur des portefeuilles récents ou très peu exposés.

Nous n'avons pas modifié nos opinions sur les actions. A court terme, nous avons maintenu nos opinions Neutre sur les actions américaines et Sous pondérer en Europe. Nous conservons nos opinions Surpondérer à moyen terme sur les valeurs américaines et européennes et Neutre sur les autres zones géographiques, à l'exception de l'Europe de l'Est (Russie) que nous sous-pondérons à court et moyen terme.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 30/08/22	Prévision 31/12/2022	Prévision 30/06/2023
CAC40	6210.22	6600 ↘	7000 →
Eurostoxx 50	3561.92	3800 ↘	4000 ↘
S&P 500	3986.16	4400 →	4600 →
Nikkei	28195.58	28500 →	29500 →
Emprunts	30/08/22	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	1.53	2.00 →	1.75 →
Taux 10 ans \$	3.11	3.50 →	3.25 →
Taux 10 ans Yen	0.23	0.25 →	0.30 ↗
Taux BCE	0.00	1.25 ↗	1.75 ↗
Taux FED	2.50	3.50 ↗	3.75 ↗
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →
Monnaies	30/08/22	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.00	0.99 ↘	0.97 ↘
Dollar/yen	138.93	140 ↗	143 ↗

Les tendances sectorielles sont moins marquées depuis cet été. C'est pourquoi nous avons ramené à Neutre de très nombreuses recommandations à court et moyen terme.

Nous avons néanmoins relevé à Surpondérer la note à court terme du secteur Biens de Consommation non cycliques et les notes à moyen des secteurs Alimentation & Boissons et Assurance.

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

Nous conservons une opinion Sous-pondérer à court et à moyen terme sur les produits obligataires et une opinion Neutre sur les emprunts d'Etats US non couverts. Nous avons relevé à Neutre les obligations émergentes non couvertes.

Le franchissement de 1€ sur la parité €/ \$ a ouvert la voie à une poursuite de la vigueur du dollar. Les difficultés de la zone euro pourrait alimenter le repli de notre devise jusqu'à 0.90 voire 0.80, soit le niveau qui avait été atteint en 2000.

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

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

Allocation d'actifs d'un fonds patrimonial Equilibré: légère réduction du poids des actions.

Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin août, nous avons légèrement réduit notre exposition en actions alors que nous l'avions relevé de

3 % fin juillet. Nous avons renforcé parallèlement le poids des emprunts d'Etat US et des produits de multi-stratégie obligataire.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max.	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	50.9	↘	52.1	51.6	
	Etats-Unis	0	20	14.2	↘	14.9	14.4	62%
	Europe	10	60	29.8	↘	30.0	30.2	
	Japon	0	10	1.0		1.0	1.0	100%
	Pays Emergents	0	10	5.9	↘	6.1	6.0	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	34.9	↗	34.5	34.9	
	Multi stratégie obligataire	0	30	21.1	↗	20.9	21.2	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	0.0		0.0	0.0	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	4.1	↗	3.9	4.0	68%
	Obligations Pays Emergents	0	10	0.6		0.6	0.6	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	1.0		1.0	1.0	100%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	0.7		0.7	0.7	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	6.3		6.3	6.3	
Obligations Convertibles Europe	0	15	1.1		1.1	1.1		
LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES		0	60	14.2	↗	13.4	13.5	

VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 31/08/22

Indices		Dernier Cours (Dev Locale)	Perf. depuis début mois	Perf. depuis début trim.	Perf. depuis le 1er janvier	PER 2022 médian	PER 2023 médian	BNA Var 2022	BNA Var 2023	Rend Net 2022
DJ Stoxx 600		415.12	-5.29%	1.95%	-14.90%	12.1 x	11.7 x	14.3%	3.4%	3.5%
DJ Stoxx 50		3501.61	-4.39%	1.50%	-8.30%	11.7 x	11.5 x	23.4%	1.9%	3.4%
DJ Euro Stoxx 50		3517.25	-5.15%	1.81%	-18.17%	11.7 x	11.3 x	20.0%	2.9%	3.5%
DJ Stoxx Large 200		424.77	-4.84%	2.22%	-12.74%	11.5 x	11.4 x	15.2%	0.7%	3.6%
DJ Stoxx Mid 200		458.42	-6.72%	0.80%	-21.97%	15.3 x	12.7 x	-4.2%	20.0%	3.4%
DJ Stoxx Small 200		299.85	-7.95%	0.84%	-24.99%	13.6 x	12.8 x	58.2%	6.4%	3.0%
STOXX Europe TMI		407.24	-5.41%	1.96%	-15.33%	11.8 x	11.6 x	17.0%	2.3%	3.6%
STOXX Europe TMI Growth		2729.57	-6.96%	3.86%	-19.85%					
STOXX Europe TMI Value		1293.49	-3.58%	0.71%	-10.19%					
STOXX TMI Large Cap Growth		2473.02	-6.61%	4.24%	-17.33%					
STOXX Large Cap Value		1085.53	-2.69%	0.75%	-7.69%					
STOXX TMI Mid Cap Growth		3450.73	-7.84%	2.25%	-28.19%					
STOXX TMI Mid Cap Value		2380.22	-6.23%	-0.38%	-16.75%					
STOXX TMI Small Cap Growth		4779.92	-9.51%	2.49%	-30.24%					
STOXX TMI Small Cap Value		2455.45	-5.04%	2.36%	-15.34%					
Dow Jones (US)		31510.43	-4.06%	2.39%	-13.29%	16.9 x	15.4 x	-0.6%	9.8%	2.2%
S&P 500 (US)		3955.00	-4.24%	4.48%	-17.02%	17.9 x	16.5 x	7.7%	8.3%	1.6%
NASDAQ Composite (US)		11816.20	-4.64%	7.14%	-24.47%	27.3 x	22.8 x	6.9%	19.9%	1.0%
Russell 2000 (US)		4583.09	-2.18%	7.97%	-17.87%					
Nikkei 225 (JP)		28091.53	1.04%	6.44%	-2.43%	16.5 x	15.2 x	16.8%	8.5%	2.1%
TOPIX 500 (JP)		1963.16	1.18%	4.94%	-1.46%					
CAC 40		6125.10	-5.02%	3.41%	-14.37%	11.0 x	11.5 x	29.2%	-3.8%	3.2%
SBF 120		4740.74	-5.03%	3.50%	-14.51%	12.4 x	11.8 x	14.7%	5.1%	3.1%
SBF 250		4650.04	-5.01%	3.51%	-14.54%	12.4 x	11.8 x	15.0%	5.4%	3.1%
CAC Mid 60		13219.03	-5.21%	1.42%	-14.80%	13.4 x	12.2 x	-17.6%	10.1%	3.4%
CAC Small		12397.63	-3.07%	4.46%	-16.76%	21.8 x	16.1 x	63.2%	35.6%	1.9%
DAX Price Return (DE)		5251.15	-4.81%	0.40%	-21.74%	10.9 x	10.3 x	3.5%	5.3%	3.8%
SMI (CH)		10855.03	-2.61%	1.06%	-15.69%	17.2 x	15.0 x	-8.2%	14.5%	3.2%
Ibex 35 (ES)		7886.10	-3.31%	-2.63%	-9.50%	9.8 x	10.6 x	17.3%	-7.4%	4.4%
FTSE MIB		21559.32	-3.78%	1.25%	-21.16%					
FTSE 100 (GB)		7284.15	-1.88%	1.60%	-1.36%	9.6 x	9.7 x	22.2%	-0.4%	4.2%
CECE Index (EUR.EST)		1175.65	-9.13%	-7.43%	-32.43%	5.2 x	6.5 x	61.0%	-19.3%	5.2%
RTS Interfax (Russie)		955.46	0.00%							
SSE Composite Index - Price		3202.14	-1.57%	-5.78%	-12.02%					
Sensex 30 (IN)		59537.07	3.42%	12.29%	2.20%					
Bovespa (BR)		109522.88	6.16%	11.14%	4.48%	6.4 x	6.9 x	3.1%	-7.8%	10.0%
Merval Bench (AR)		136240.97	11.19%	54.03%	63.16%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		45922.05	-4.62%	-3.37%	-13.80%	13.2 x	12.1 x	9.8%	8.9%	4.0%