



## Stratégie d'Investissement – Octobre 2022

### Une petite lumière au bout du tunnel ?

Les marchés financiers restent ballottés par de multiples vents contraires que nous analysons dans cette note. Cette situation finira tôt ou tard par laisser la place à un environnement plus calme et progressivement plus porteur. Ce moment n'est certes pas encore arrivé et il est même repoussé dans le temps du fait de la persistance d'une inflation élevée et de la situation géopolitique. Les actions et les taux d'intérêt se sont progressivement adaptés à cet environnement et leur valorisation le reflète en grande partie. La tendance négative qui est à l'œuvre sur les marchés ne peut pas encore s'inverser durablement, ce qui explique les reprises techniques passagères que nous connaissons après chaque nouvelle phase de stress. Dans ces conditions, nous conservons une vue prudente à court terme sur les actions. Le potentiel de baisse supplémentaire des indices s'est cependant réduit compte tenu des niveaux de valorisation atteints, spécialement en Europe, et le potentiel de rebond à moyen terme s'est accru. Parallèlement, nous maintenons également notre conseil de renforcer progressivement le poids des actions dans les portefeuilles très peu investis.

#### Les indices boursiers ont subi un nouveau coup dur au mois de septembre avec les nouveaux relèvements des taux directeurs des banques centrales de +0.75% aux Etats-Unis et en Europe.

La ferme intention de la FED de faire reculer l'inflation a poussé une nouvelle fois à la hausse les anticipations de politique monétaire (avec des taux directeurs de la FED prévus entre 4.25 et 4.5% en fin d'année) et le niveau des taux à long terme américains (à 4%). Le mois de septembre s'est conclu sur une forte baisse généralisée des indices actions de l'ordre de 7% et une remontée des taux à 10 ans des pays développés, assez uniforme, d'environ 60 à 70 points de base. Le marché des changes a été encore volatile, le dollar s'est fortement apprécié face à la quasi-totalité des devises, bénéficiant toujours de sa bonne rémunération et de son rôle de valeur refuge.

#### La dégradation des perspectives économiques a contribué également à peser sur le moral et sur la confiance des investisseurs. Cependant, la détérioration n'est pas homogène.

Elle est manifeste en Europe où l'activité de presque tous les grands pays se contracte. La France y échappe encore, comme souvent dans cette phase du cycle. Le PIB européen des 2 prochains trimestres pourrait donc s'afficher en décroissance dont l'ampleur pourrait être atténuée par les politiques de soutien et de contrôle des prix de l'énergie que l'Europe essaie de mettre en place. L'économie américaine reste résiliente grâce au plein emploi qui persiste mais l'expansion, encore forte, montre des signes d'essoufflement dans les ventes de détail, la production industrielle et, plus encore, dans le secteur immobilier. Un passage en récession n'est pas encore certain. La situation au

Japon est très hésitante, l'activité étant proche de la stagnation mais sans tendance claire. Enfin, au sein des Bric, l'activité reste soutenue en Inde et au Brésil mais son rythme ralentit. En Chine, elle est un peu plus faible et ralentit aussi du fait de la poursuite de la politique de Zéro Covid et de l'affaiblissement prononcé du secteur immobilier.

#### L'inflation se maintient à des niveaux trop élevés dans de nombreux pays.

En effet, la forte épargne accumulée par les ménages lors de la pandémie et le plein emploi ont sans doute contribué à soutenir la demande malgré la hausse des prix que les entreprises ont pu appliquer sans difficulté jusqu'à présent. Cela ressort clairement des communiqués de celles-ci, confiantes dans leur capacité à répercuter toute hausse de leurs coûts. Cette situation devrait s'estomper pour plusieurs raisons. Les prix des matières premières ont baissé (hors énergie), les goulots d'étranglement et les délais d'approvisionnement ont commencé à se réduire, la hausse des taux finit par peser sur des secteurs d'activité, la demande des ménages devrait également se normaliser du fait d'une épargne qui diminue. De ce fait, les entreprises devraient commencer à ralentir la hausse des prix de vente. Cette analyse vaut principalement pour les Etats-Unis. En Europe, la crise énergétique alimente une inflation supplémentaire alors que les pertes de pouvoir d'achat pèsent davantage sur la demande. Les pays émergents importateurs de matières premières agricoles ou énergétiques sont dans une situation analogue.

Pour faire refluer l'inflation, la FED n'a pas d'autre choix que de faire baisser la demande et les tensions sur le marché du travail. C'est pourquoi elle refuse de baisser la garde trop tôt et annonce

au contraire que ses taux ne baisseront pas avant la fin de l'année 2023. Bien sûr, cette posture peut changer à tout moment quand l'économie aura suffisamment réagi et ralenti, ce qui serait un gage que le recul de l'inflation peut s'amplifier. **En résumé, la FED n'a pas terminé sa mission et il est vain de vouloir l'anticiper trop tôt.** Les investisseurs semblent l'avoir compris et leurs attentes se sont calées sur celles de la FED ce qui est un point positif. En Europe, la situation est plus difficile et les tendances récessives en œuvre sont plus fortes, c'est pourquoi un durcissement monétaire moins prononcé y est attendu, sauf au Royaume-Uni.

**Le risque géopolitique s'est accru en quelques semaines.** Le taux de remplissage des réserves de gaz ayant atteint 90% en Europe, cela laissait entrevoir un hiver moins compliqué sur le plan des approvisionnements. La contre-offensive de l'Ukraine redonnait l'espoir d'une issue plus rapide du conflit. Malheureusement, la fuite en avant de Poutine a continué avec le recours à la mobilisation de 300 000 hommes puis l'annexion officielle de 20% du territoire ukrainien, ce qui n'arrêtera pas l'armée ukrainienne. Le recours à l'arme nucléaire tactique ne serait pas une fatalité aux dires des spécialistes car la Chine y serait opposée. Mais la Russie semble avoir adopté une tactique supplémentaire. Le sabotage des gazoducs Nordstream pourrait être interprété comme un nouvel axe de conflit avec l'Occident qui conduirait à la destruction ou au piratage d'infrastructures électriques ou de télécommunications. Par ailleurs, l'Europe devrait mettre en place prochainement des restrictions sur les exportations de pétrole russe en interdisant le recours aux navires et aux compagnies d'assurances européens. Or, ceux-ci couvrent 85% des exportations de pétrole russe sans alternative possible à court terme. Si cela permet de réduire les rentrées de devises dont la Russie a besoin pour financer sa guerre, cela baissera également l'offre mondiale de pétrole. Comme l'OPEP vient de décider de réduire ses quotas de production de 2 millions de barils/jour, la baisse si bienvenue du prix du pétrole pourrait ne pas durer. Enfin, les tensions avec la Chine, la Corée du Nord ou l'Iran ne semblent pas s'atténuer non plus.

**Une certaine forme de risque politique a fait également son retour.** La victoire de l'alliance des droites en Italie a propulsé Mme Meloni, une démagogue populiste, au poste de Président du Conseil. Eu égard aux précédents en Grèce ou en Italie, les investisseurs sont restés stoïques compte tenu de l'absence de mesures anti-européennes dans son programme mais aussi du garde-fou que constitue la Commission Européenne contre des dérives budgétaires trop laxistes. Il n'empêche que

l'Italie vient s'ajouter à la Hongrie, à la Pologne, à la Suède et la diffusion du populisme se poursuit, ce qui ne facilitera pas les futures négociations au sein de l'Union européenne.

Venons-en au Royaume-Uni qui a dû affronter la disparition d'Elizabeth II, la nomination de Liz Truss en remplacement de Boris Johnson et surtout un projet de budget qui a ébranlé le marché des obligations britanniques, obligeant la banque d'Angleterre à jouer les pompiers de service. L'affaire n'est pas anodine car elle a contribué à une montée des taux d'intérêt dans tous les pays occidentaux. En résumé, le budget proposé réduisait les impôts et augmentait les dépenses de soutien (ce qui était déjà de notoriété publique). Son financement était assuré par un recours plus important que prévu à l'emprunt alors que, par ailleurs, la Banque d'Angleterre annonçait son « Quantitative Tightening » (le QT est l'inverse du QE) par lequel elle allait revendre des emprunts d'Etat ou en réduire sa détention. Plus d'offre d'emprunt par l'Etat et moins de demande par la Banque d'Angleterre ne pouvaient qu'entraîner une violente réaction de hausse des taux, au point que la BoE a dû intervenir pour calmer le jeu et assurer la stabilité financière du pays. Cet épisode est révélateur. Il nous montre qu'au niveau d'endettement atteint par les Etats occidentaux, l'adéquation des politiques monétaires et des politiques budgétaires devient cruciale. Le recours à l'endettement sans fin des Etats a peut-être atteint ses limites dans la période d'inflation que nous connaissons. Et si un Gouvernement veut passer outre, alors il doit s'assurer que la Banque Centrale financera son déficit au risque d'accentuer l'inflation en retour...De manière générale, cela nous rappelle aussi que les durcissements monétaires excessifs peuvent entraîner une déstabilisation de la sphère financière sous forme de faillites ou de hausse des conditions de financement des entreprises. L'incident britannique doit certainement être médité au sein de la FED qui durcira prochainement son propre « QT ».

**Face à ses différents constats, que penser de la situation des marchés financiers? Ils restent instables car le repli de l'inflation n'est pas encore assuré et l'environnement global est incertain. Les taux longs restent en tendance haussière et, inversement, les indices actions en tendance baissière.**

Néanmoins, au vu des anticipations de taux terminal de la FED (4.5%) et du niveau des taux longs (4%), **les marchés obligataires peuvent sans doute opérer une pause à l'approche des chiffres d'inflation américains, le 13 octobre prochain,** d'autant que les signaux de ralentissement de celle-ci se mettent en place. Par ailleurs, les niveaux de

taux actuels semblent redonner de l'attrait aux emprunts d'Etat américains. Les marchés obligataires européens étant alignés sur les marchés américains, le niveau équivalent pour les emprunts allemands serait d'environ 2.50%.

**Concernant les marchés actions, nous pouvons relever quelques points positifs à court terme.** Si les taux longs se stabilisent, cela aidera les actions dont les valorisations sont redevenues très acceptables au vu de leur PER. L'ampleur de leur baisse intègre déjà en grande partie le risque de récession ou de contraction des bénéficiaires. Cette remarque est particulièrement appropriée aux valeurs européennes et aux sociétés les plus cycliques. Comme au mois de juillet, la prochaine période de publications des résultats trimestriels pourrait contribuer à alimenter une reprise technique de quelques semaines faisant suite au repli opéré depuis mi-août.

**Cependant, il paraît prématuré de considérer que le marché baissier est arrivé à son terme pour plusieurs raisons.** Les indices actions n'ont pas encore connu de phase caractéristique de liquidation associée à une très forte poussée de la volatilité. Les analystes financiers n'ont pas suffisamment abaissé les estimations bénéficiaires des entreprises pour prendre en compte l'impact d'une récession ou d'un fort ralentissement. Quelles seraient les conditions supplémentaires pour assurer la reprise durable d'une tendance haussière ?

- 1/ Le retour de la confiance avec une inflation qui serait maîtrisée assurant la fin des durcissements monétaires,
- 2/ La remontée des estimations de bénéficiaires signalant la fin du ralentissement économique,
- 3/ Des valorisations plus basses et une baisse des indices d'environ 30% depuis leur point haut,
- 4/ Pour les actions européennes, une réduction du risque géopolitique.

**En conclusion, l'environnement encore incertain nous incite à rester prudent. La baisse des indices actions n'est sans doute pas terminée mais le potentiel de repli supplémentaire s'est réduit. A court terme, des reprises techniques restent envisagées. Si les Etats-Unis semblent mieux armés pour résister au risque de récession, les actions américaines sont plus chères alors que les cours de nombreuses actions européennes semblent bien refléter les risques encourus.**

Achévé de rédiger le 7 octobre 2022.

**Nous avons sensiblement réduit nos objectifs de fin d'année pour tous les indices actions. Nous attendons toujours un rebond sensible des marchés actions en 2023 une fois les durcissements monétaires achevés.** Par rapport aux cours actuels, le potentiel de hausse des indices européens et américains est de 5 et 10% à fin décembre et 15 à 20% à fin juin prochain. Toutefois, notre degré de conviction est un peu affaibli par le contexte actuel...

**Nous estimons qu'il est toujours trop tôt pour remonter les niveaux d'investissement en actions des portefeuilles. Nous renouvelons notre conseil de profiter des épisodes de volatilité pour continuer à acheter des actions pour les portefeuilles très peu investis.**

**Nous avons légèrement modifié nos opinions sur les actions.** A court terme, nous avons relevé notre opinion sur les actions européennes à Neutre. 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.

La forte baisse des Bourses européennes n'a pas modifié significativement les tendances sectorielles relatives. De ce fait, nous n'avons opéré que deux changements dans nos recommandations en abaissant à Sous-pondérer les secteurs Télécommunications et Services Publics.

**Nous conservons une opinion Sous-pondérer à court et à moyen terme sur les produits obligataires. A court terme, nous avons relevé à Neutre les emprunts d'Etat européens les mieux notés,** au même titre que les emprunts américains ou émergents.

**Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin septembre,** nous avons légèrement relevé notre exposition en actions aux Etats-Unis et en Europe, tout en restant en position neutre. Nous avons abaissé parallèlement le poids des produits de taux en relevant celui des emprunts d'Etat et en réduisant ceux du Crédit, des produits Inflation et de multi-stratégie obligataire.

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: le risque de récession s'accroît avec l'abaissement des prévisions d'activité.

Les révisions à la baisse pour la croissance mondiale se poursuivent sous les effets négatifs de l'inflation, des politiques monétaires, de la crise énergétique et des incertitudes de l'économie chinoise. Si aucun recul annuel de l'activité n'est encore prévu, il devrait se produire au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022 et/ou au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 principalement en Europe.

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: le ralentissement avéré de la croissance semble insuffisant pour réduire sensiblement l'inflation.

La dernière estimation de la croissance du 2<sup>ème</sup> trimestre est ressortie inchangée à -0.6% en rythme annualisé. L'activité industrielle est proche de la contraction et l'expansion des services se modère légèrement.

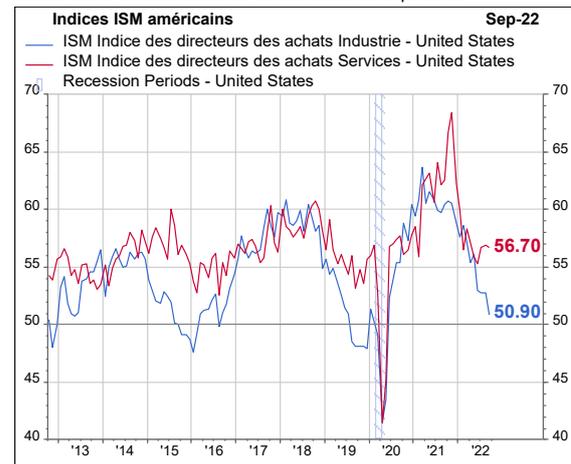
En août, la progression des ventes de détail a ralenti malgré l'amélioration de la hausse des revenus. La hausse de la production industrielle s'est encore atténuée et l'activité immobilière est restée mitigée.

USA- Données mensuelles	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	9.1	10.1	8.8
Revenus (% a/a, sa)	-	3.9	3.8	4.6
Taux d'épargne (%)	-	3.5	3.5	3.0
Taux de chômage (%)	-	3.7	3.5	3.6
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	-	315	526	293
Permis de construire (millions)	-	1.54	1.69	1.70
Mise en chantiers (millions)	-	1.58	1.40	1.58
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.69	0.53	0.58
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	316.3	318.7
Inflation (%a/a, sa)	-	8.2	8.5	9.0
Production industrielle (% a/a, sa)	-	3.7	3.8	4.0
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-0.2	-0.1	2.3
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	108.0	103.6	95.3	98.4
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.9	52.8	52.8	53.0
Indice directeurs d'achats Services (%)	56.7	56.9	56.7	55.3
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-1.0	-0.1	1.4

L'inflation totale a baissé pour la 2<sup>nd</sup>e fois mais l'indice hors alimentation & énergie a encore monté.

La confiance des ménages s'est redressée alors que le marché du travail reste dynamique. En septembre, les indices des directeurs d'achat ont baissé sensiblement dans l'industrie et très légèrement dans les services. Le ralentissement de la croissance se précise mais il reste insuffisant pour ramener l'inflation à un niveau acceptable par la FED.

Indices ISM : le ralentissement de la croissance se précise.



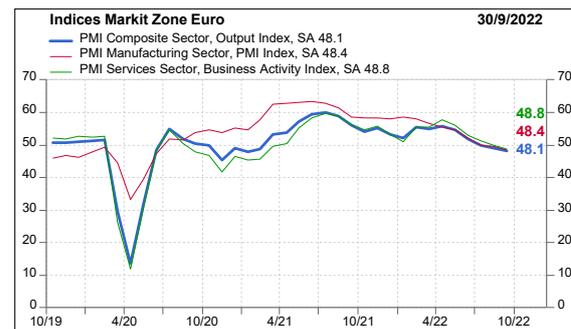
## Zone Euro: nouvelle accentuation de la contraction de l'activité.

Alors que la croissance a atteint +3.1% au 2<sup>ème</sup> trimestre en rythme annualisé, son ralentissement se confirme depuis 2 mois selon les indices des directeurs d'achat.

Les ventes de détail ont à nouveau reculé même si le chômage est resté stable. La production industrielle a

baissé en juillet. L'inflation s'est encore accrue à 10% et, hors alimentation et énergie, à 4.8%. Les indices de confiance ont logiquement encore reflué. Selon les indices des directeurs d'achat, la contraction de l'activité globale s'est intensifiée en septembre dans l'industrie et dans les services.

EUROZONE - Données mensuelles	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22
Ventes de détail (% a/a) ex autos	-	-2.0	-1.2	-3.0
Taux de chômage (%)	-	6.6	6.6	6.7
Inflation (% a/a)	10.0	9.1	8.9	8.6
Production industrielle (% a/a)	-	-	-2.4	2.2
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-28.8	-25.0	-27.1	-23.7
Indice de Sentiment Economique	93.7	97.3	98.5	103.3
Indice IFO (2000=100)	85.6	88.8	89.3	92.5
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-61.9	-55.3	-53.8	-28.0
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.4	49.6	49.8	52.1
Indice directeurs d'achats Services (%)	48.8	49.8	51.2	53.0



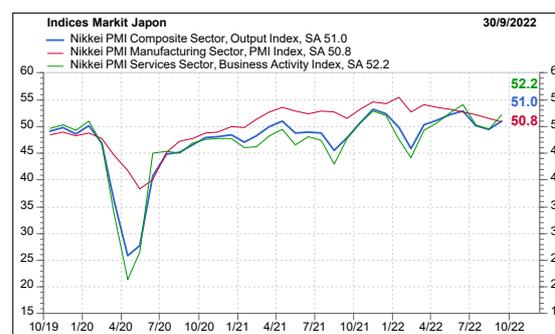
## Japon: retour inattendu à une très légère croissance en septembre.

Comme en Europe, la croissance positive du 2<sup>ème</sup> trimestre ne s'est pas poursuivie. Mais l'activité est revenue en expansion modérée après un mois de légère contraction en août.

En août, la hausse des ventes s'est fortement accentuée parallèlement à celle des revenus. Le taux de chômage a reculé. La production industrielle s'est redressée grâce à la bonne tenue des exportations.

JAPON - Données mensuelles	Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	4.1	2.4	1.5
Taux de chômage (%)	-	2.5	2.6	2.6
Revenus (% a/a)	-	5.9	1.7	4.0
Inflation (% a/a)	-	3.0	2.6	2.3
Production industrielle (% a/a)	-	3.4	-1.2	-3
Exportations (%a/a)	-	22.0	19.0	19
Indice de Confiance des Consommateurs	30.8	32.5	30.2	32.1
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-0.7	-4.4	-3.1
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.8	51.5	52.1	52.7
Indice directeurs d'achats Services(%)	52.2	49.5	50.3	54.0

L'inflation a progressé à 3% et à 1.6% hors alimentation et énergie. Malgré l'affaiblissement de la confiance des consommateurs en septembre, l'activité globale est repassée en zone de légère expansion selon les indices des directeurs d'achat, du fait du redressement des services alors que l'expansion s'est encore atténuée dans l'industrie.



## Pays émergents: retour à la croissance en Russie, modération de celle-ci en Inde, au Brésil et en Chine.

Les prévisions de croissance des pays émergents ont été diversement révisées : en hausse pour 2022 et en baisse pour 2023 au Brésil et en Russie, en baisse en Chine pour 2022.

Selon les indices des directeurs d'achat de septembre le rythme de croissance s'est modéré en Inde, en Chine et au Brésil. Il est redevenu positif en Russie.

**Au Brésil,** les ventes de détail se sont affaiblies en juillet. Mais la production industrielle a fortement rebondi en août, le taux de chômage a encore reculé et l'inflation a continué à refluer. Cependant, selon les indices des directeurs d'achat, le ralentissement de l'expansion globale s'est poursuivi en septembre aussi bien dans l'industrie que dans les services.

**En Russie,** les statistiques économiques ne sont toujours pas disponibles. Malgré les démentis, le pays souffre certainement des sanctions internationales. D'après les indices des directeurs d'achat de septembre, l'activité s'est éloignée de la contraction, grâce à un redressement, modeste dans l'industrie et un peu plus significatif dans les services.

**En Inde,** la hausse de la production industrielle a fortement ralenti en juillet. L'inflation s'est redressée en août. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale a sensiblement diminué en août, notamment dans les services.

**En Chine,** les ventes de détail se sont encore redressées en août de même que la hausse de la production industrielle malgré une baisse du rythme

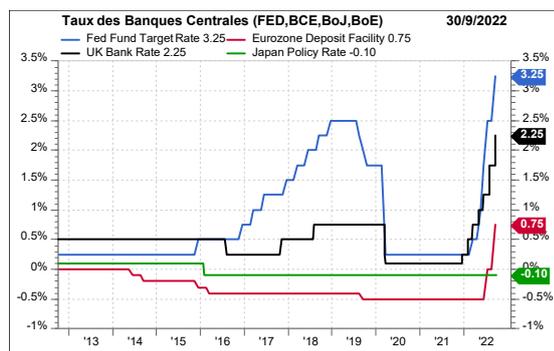
Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2021 *	Rév.	2022 *	Rév.	2023 *	Rév.
Brésil	4.7%	-	1.8%	0.8%	0.8%	-0.3%
Russie	4.2%	-	-7.0%	2.7%	-3.0%	-1.5%
Inde *année 31/03	-7.5%	-	8.7%	0.0%	7.2%	0.1%
Chine	8.1%	-	3.5%	-0.6%	5.2%	-
Emergents	6.5%	-	3.0%	-0.6%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

des exportations. Le taux d'inflation a reflué. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité a reculé en septembre dans l'industrie. L'expansion globale devrait probablement ralentir du fait d'une moindre croissance attendue des services.

BRIC - Données mensuelles		Sep-22	Aug-22	Jul-22	Jun-22
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	-5.3	-0.3
	Taux Chômage (%)	-	8.9	9.1	9.3
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	8.7	10.1	11.9
	Production Industrielle (%a/a)	-	2.8	-0.4	-0.4
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.1	51.9	54.0	54.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.9	53.9	55.8	60.8	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	-	-	-
	Taux Chômage (%)	-	-	-	-
	Inflation (% a/a)	-	-	-	-
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	-	-
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.0	51.7	50.3	50.9
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.1	49.9	54.7	51.7	
Inde	Inflation (% a/a)	-	7.0	6.7	7.0
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	2.4	12.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	55.1	56.2	56.4	53.9
Indice directeurs d'achats Services(%)	54.3	57.2	55.5	59.2	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	5.4	2.7	3.1
	Inflation (% a/a)	-	2.5	2.7	2.5
	Production Industrielle (% a/a)	-	4.2	3.8	3.9
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.1	49.5	50.4	51.7
Indice directeurs d'achats Services(%)	-	55.0	55.5	54.5	

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

Lors de sa dernière réunion, la **FED a relevé ses taux de 0.75% supplémentaires** et a signalé de nouvelles hausses à venir. Ses Gouverneurs prévoient des taux proches de 4.5% en début d'année prochaine et **un maintien de ceux-ci à un niveau élevé en 2023**. De son côté, la **BCE a opéré une hausse historique de ses taux de 0.75%** et anticipe également d'autres relèvements pour **atteindre 2% en 2023** ou plus en fonction de l'évolution de l'inflation. Seule consolation, les anticipations des marchés sont maintenant calées sur celles de la FED et de la BCE : la complaisance ou les espoirs ont disparu.



**Sur les marchés obligataires, la hausse des taux longs s'est accélérée du fait des intentions fermes des Banques Centrales à lutter contre l'inflation.**

Les taux américains ont progressé jusqu'à 4% et les taux allemands jusqu'à 2.35% avant d'amorcer un léger repli. Les dernières séances du mois ont été marquées par un regain d'inquiétude sur les taux longs britanniques. L'annonce d'un budget assez laxiste présenté par le nouveau premier ministre Liz Truss a en effet entraîné une perte de confiance des investisseurs et l'intervention de la Banque d'Angleterre pour stabiliser le marché. Dans ce contexte, les écarts de taux des pays du Sud avec ceux de l'Allemagne se sont tendus modérément.

**Les positions volontaristes de la BCE et de la FED nous ont amené à relever nos objectifs à six mois sur les taux longs allemands (2.25% c. 1.75%) et américains (3.75% c. 3.25%).** Cependant, les craintes de ralentissement économique pourraient plafonner les taux à des niveaux proches de ceux-ci.

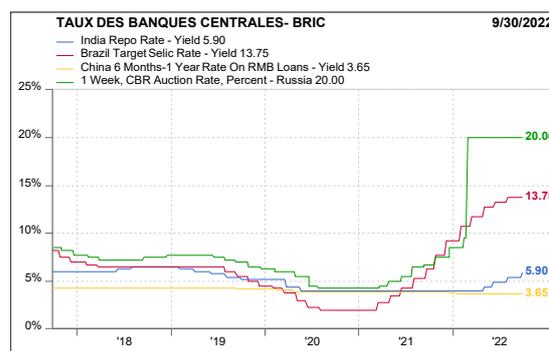
**Les emprunts d'Etat** en zone euro ont perdu en moyenne 4%. Les obligations américaines ont perdu 2.8% en dollar et 0.2% en euro. Les obligations émergentes ont baissé de 4.1% en euros.

**Les évolutions du marché du Crédit** (obligations privées) **ont été moins négatives en Europe** (-2.8% et -2.2%) et plus importantes aux Etats-Unis (entre -4.2 et -6.7% en dollar, moins en euro).

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

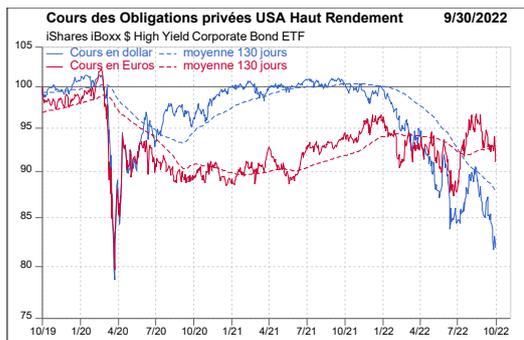
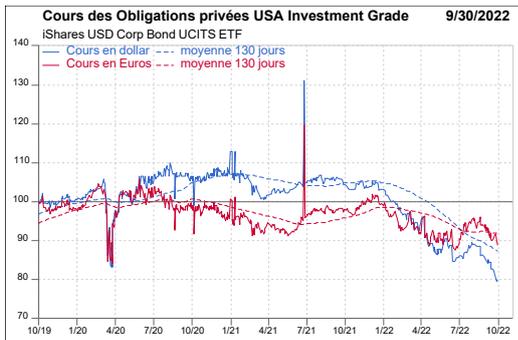
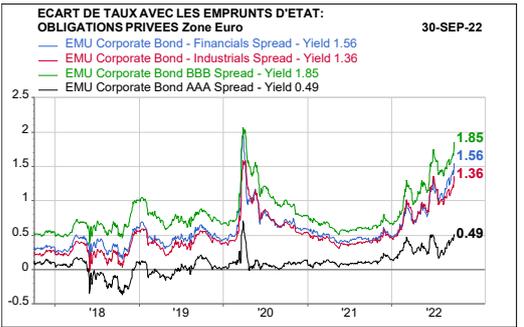
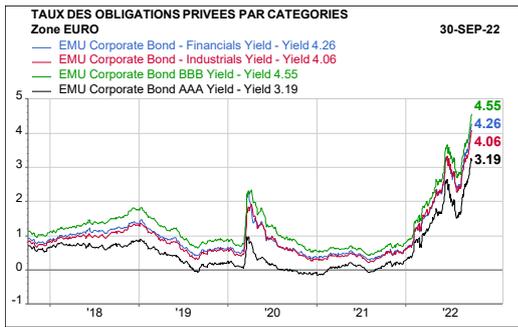
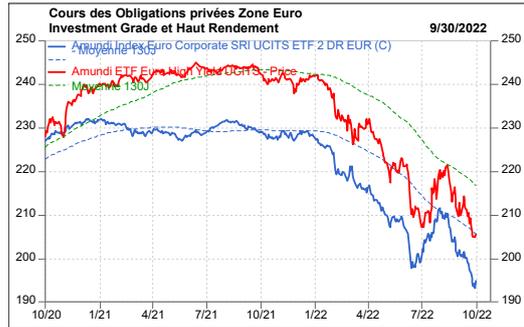
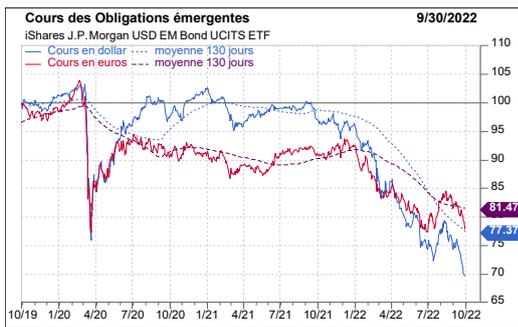
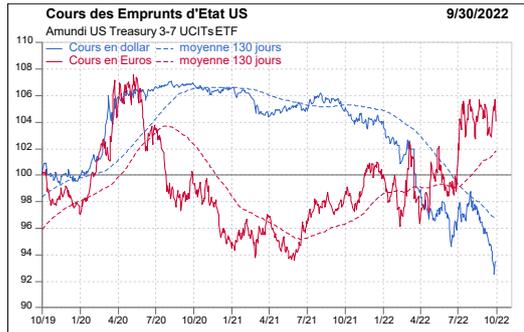
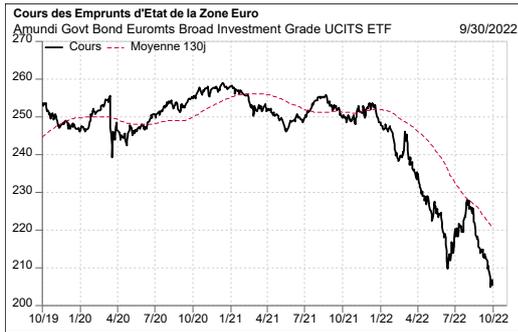
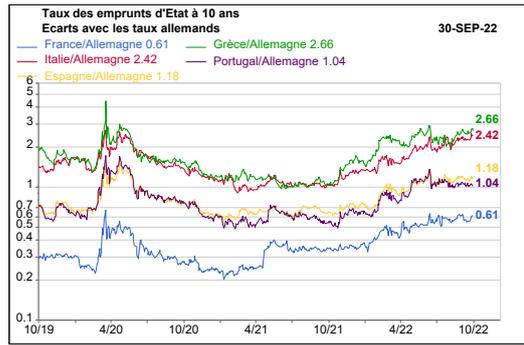
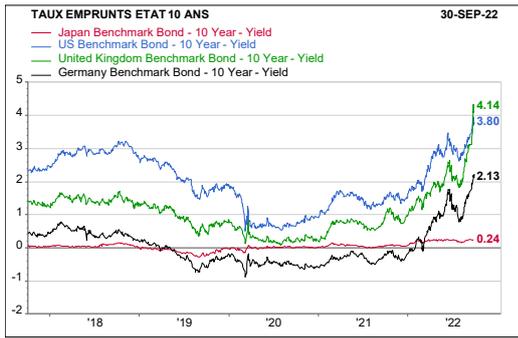
La BOE a dû intervenir promptement pour éteindre l'incendie provoqué par le projet de budget dispendieux du Gouvernement britannique qui a poussé les taux à 10 ans jusqu'à 4.6%.

De très nombreuses Banques Centrales se sont jointes au mouvement de relèvements de taux (notamment en Inde, Indonésie, Norvège, Suisse, Suède, Danemark). Inversement la Turquie a ramené les siens à 12% (-1%) et la Banque d'Australie a réduit son rythme de hausse à 0.25%, signe d'un possible arrêt prochain de son durcissement ?



Taux à 10 ans Données au 9/30/2022	Taux en fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	3.80	0.66	0.08
Allemagne	2.13	0.59	-
France	2.74	0.58	0.00
Espagne	3.31	0.57	-0.02
Italie	4.55	0.68	0.10
Portugal	3.25	0.66	0.08
Grèce	4.79	0.70	0.11
Royaume-Uni	4.14	1.33	0.74
Japon	0.24	0.02	-0.56
Suisse	1.28	0.46	-0.12

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 9/30/2022	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-3.8%	-5.1%	-16.8%
- les mieux notés	-4.0%	-4.9%	-16.9%
- les moins bien notés	-3.8%	-5.3%	-17.1%
- durée 1 à 3 ans	-1.1%	-1.9%	-4.4%
- durée plus de 10 à 15 ans	-5.5%	-7.2%	-23.1%
Emprunts d'Etats USA (\$)	-2.8%	-3.4%	-10.1%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-0.2%	3.1%	4.3%
Obligations émergentes (eur)	-4.1%	2.5%	-9.6%
Obligations privées Euro Inv.Grade	-2.8%	-2.8%	-14.5%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-2.2%	-0.8%	-15.0%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-6.7%	-6.4%	-22.4%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-4.2%	-3.0%	-18.0%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-4.3%	-0.2%	-10.0%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-1.7%	3.5%	-4.8%

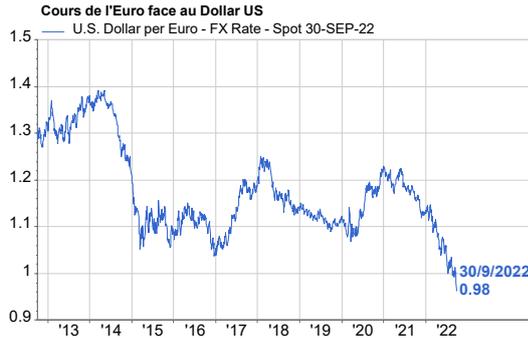


## Marchés des Changes et Matières Premières: fort rebond du dollar, repli du cours du pétrole.

Le marché des changes a été encore volatile. Comme au cours du mois précédent, le dollar s'est fortement apprécié face à la quasi-totalité des devises, bénéficiant toujours de la hausse des taux et de son rôle de valeur refuge.

L'euro s'est déprécié face au dollar et au franc suisse mais il s'est plutôt renforcé face aux autres devises comme le Sterling, le Yen et de nombreuses devises émergentes. Parmi celles-ci, le Peso mexicain, la Roupie le Rouble et la Livre turque ont fait preuve de fermeté.

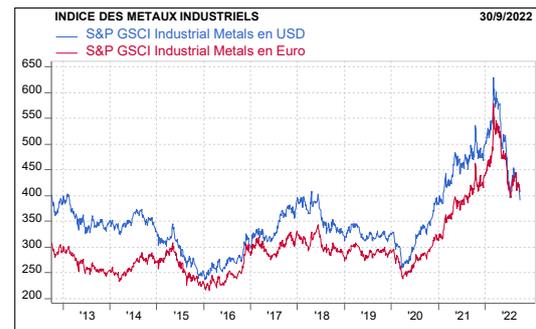
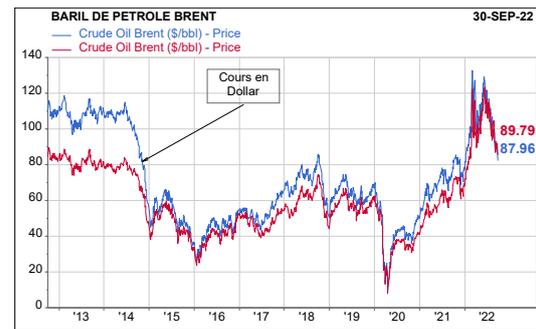
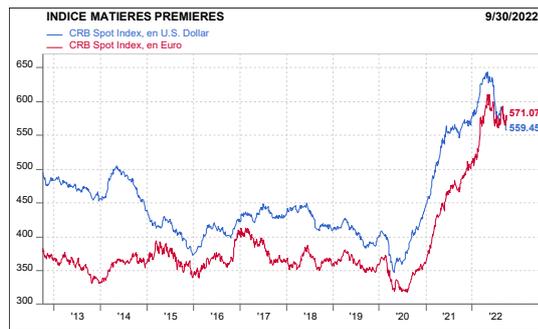
Variation des devises face à l'Euro				
Données au 30/09/22	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	0.98	2.6%	6.7%	16.1%
JPY - Japan Yen	141.80	-1.7%	0.2%	-7.6%
CHF - Swiss Franc	0.96	1.8%	3.8%	7.5%
GBP - Sterling.	0.88	-1.5%	-1.9%	-4.3%
BRL - Brazilian Real	5.30	-1.7%	3.2%	19.5%
RUB - Russian Rouble	59.88	1.8%	-4.4%	42.4%
INR - Indian Rupee	79.69	0.3%	3.6%	6.1%
CNY-Chine Renminbi	6.95	-0.2%	0.7%	4.3%



Les cours des matières premières ont été assez faibles, compte tenu des révisions baissières de la croissance mondiale. Les cours des produits agricoles ont mieux résisté que ceux des métaux industriels. L'or a baissé encore en réaction à la vigueur du dollar. Le prix du pétrole a fortement baissé avant d'amorcer un rebond enfin de mois à l'approche de la réunion de l'OPEP. Celle-ci a finalement proposé une réduction des quotas de production pour stabiliser les cours. En Europe, la Commission poursuit ses

réflexions sur la réforme des marchés du gaz et de l'électricité afin d'en découpler les prix.

Matières Premières - Variation des cours				
30/09/22	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Métaux industriels: 401\$	-6.7%	-19.7%	-4.8%	-6.7%
Pétrole Brent: 87\$	-11.5%	13.9%	-9.7%	32.2%
Produits Agricoles	-1.3%	6.0%	0.6%	23.1%
Once d'or: 1671.75\$	-3.4%	-7.4%	-1.5%	7.5%



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

**Les prévisions de bénéfice des analystes financiers ont poursuivi leur évolution divergente.** Pour 2022 et 2023, elles ont baissé pour l'indice S&P500 alors qu'elles ont été encore relevées en Europe. **La baisse cumulée atteint 4 à 5% pour l'indice américain en l'espace de 5/6 mois ce qui semble modeste en regard du ralentissement économique anticipé.** Cette dégradation devrait donc se poursuivre et se produire également en Europe.

Pour le **S&P500**, la croissance bénéficiaire attendue en 2022 et 2023 se réduit à 7.3 et 8.1% contre 7.7% et 8.3% en août.

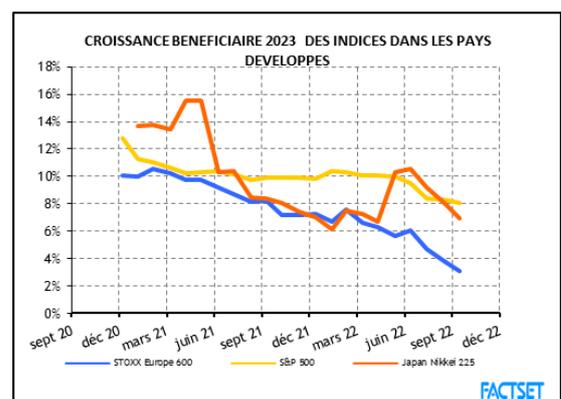
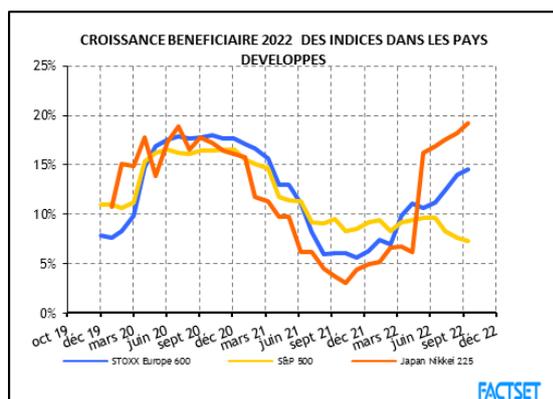
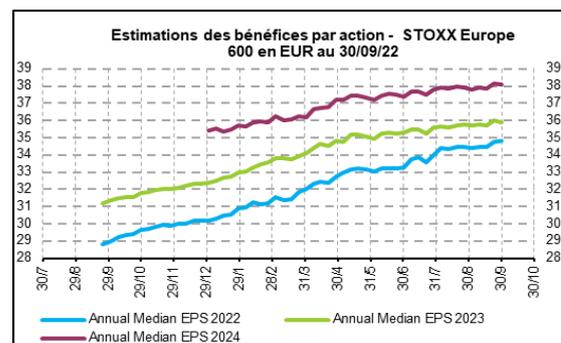
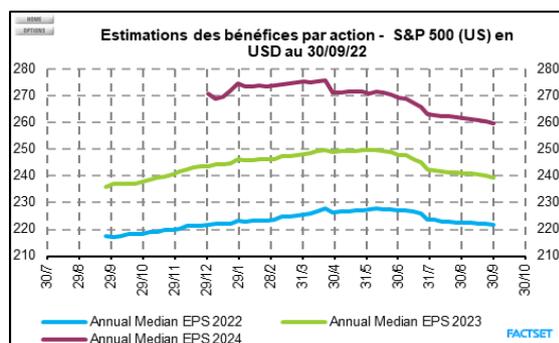
Pour le **Stoxx600**, les bénéfices devraient progresser de 14.6% en 2022 contre 14.3% attendu en août. Inversement, pour 2023, la croissance bénéficiaire se réduit à +3.1% contre +3.4% en août.

**Sur le dernier mois**, le nombre de secteurs ayant subi des révisions baissières des estimations bénéficiaires s'est sensiblement réduit. Les plus forts relèvements des estimations de résultats proviennent des secteurs Services Publics, Pétrole et Gaz, Automobile, Santé et Tourisme & Loisirs. Les plus fortes révisions baissières concernent : l'Immobilier, les Services Financiers, la Distribution, les Biens et Services Industriels et les Media.

**Contrairement au mois dernier**, le relèvement des attentes de bénéfices sur les indices européens ne provient plus de quelques secteurs. Il repose sur une assise beaucoup plus large et équilibrée ce qui est préférable.

Consensus FactSet au 30/09/22	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations	
	2022(e)	2023(e)	2022(e)	2023(e)
EuroStoxx 50	21.3%	2.3%	0.7%	0.8%
Stoxx600 Europe	14.6%	3.1%	1.1%	0.6%
CAC 40	31.7%	-4.9%	2.4%	1.1%
S&P 500	7.3%	8.1%	-0.4%	-0.5%
Nikkei 225	19.3%	6.9%	0.6%	-0.2%

Révisions bénéficiaires pendant les trois derniers mois (moyenne 2022 et 2023)			
Indice mise à jour le 30/09/22	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 31/08/22	Révision sur un mois au 31/07/22
STOXX Europe 600	0.8	0.2	1.8
Service Publics	8.1	-10.4	-4.1
Pétrole et Gaz	4.9	2.7	15.2
Automobile	1.7	1.0	1.4
Santé	1.3	-0.7	0.1
Tourisme-Loisirs	1.2	-3.4	-1.9
Construction & matériaux	0.7	0.3	-1.2
Technologie	0.5	-5.0	-2.0
Télécommunications	0.4	-0.3	0.9
Alimentation/boissons	0.4	0.4	1.4
Banques	0.2	4.5	2.7
Assurance	0.0	-0.8	-1.5
Chimie	-0.1	-0.9	0.7
Produits de base	-0.4	-1.0	-3.3
Biens de Conso.non cycl.	-0.7	-0.6	1.6
Media	-1.0	-1.4	3.7
Biens et Serv. Industriels	-1.8	-0.1	-0.3
Distribution	-2.1	-2.5	0.9
Services financiers	-2.4	-1.0	-6.7
Immobilier	-2.9	-1.0	-4.6



## Evolutions des secteurs européens: aucun refuge face à la baisse.

**En un mois, les marchés européens ont intégré une hausse des taux longs et des perspectives économiques moins favorables. Les performances des indices montrent une légère surperformance du style Croissance qui a moins baissé que le style Value au sein des grandes capitalisations.**

Ceci étant, le classement des performances sectorielles n'est pas homogène et ne reflète pas de tendance en terme de style : secteurs cycliques ou défensifs, value ou croissance s'entremêlent dans le palmarès.

Tous les secteurs ont baissé essentiellement à cause d'une contraction des PER. Les secteurs Media, Produits de Base, Santé, Chimie, Banques, Assurance, Alimentation ont mieux résisté.

Les secteurs sensibles à la hausse des taux (Immobilier, Télécommunications, Services Publics, Technologie) et la Distribution (cyclique par nature) ont connu les plus forts replis.

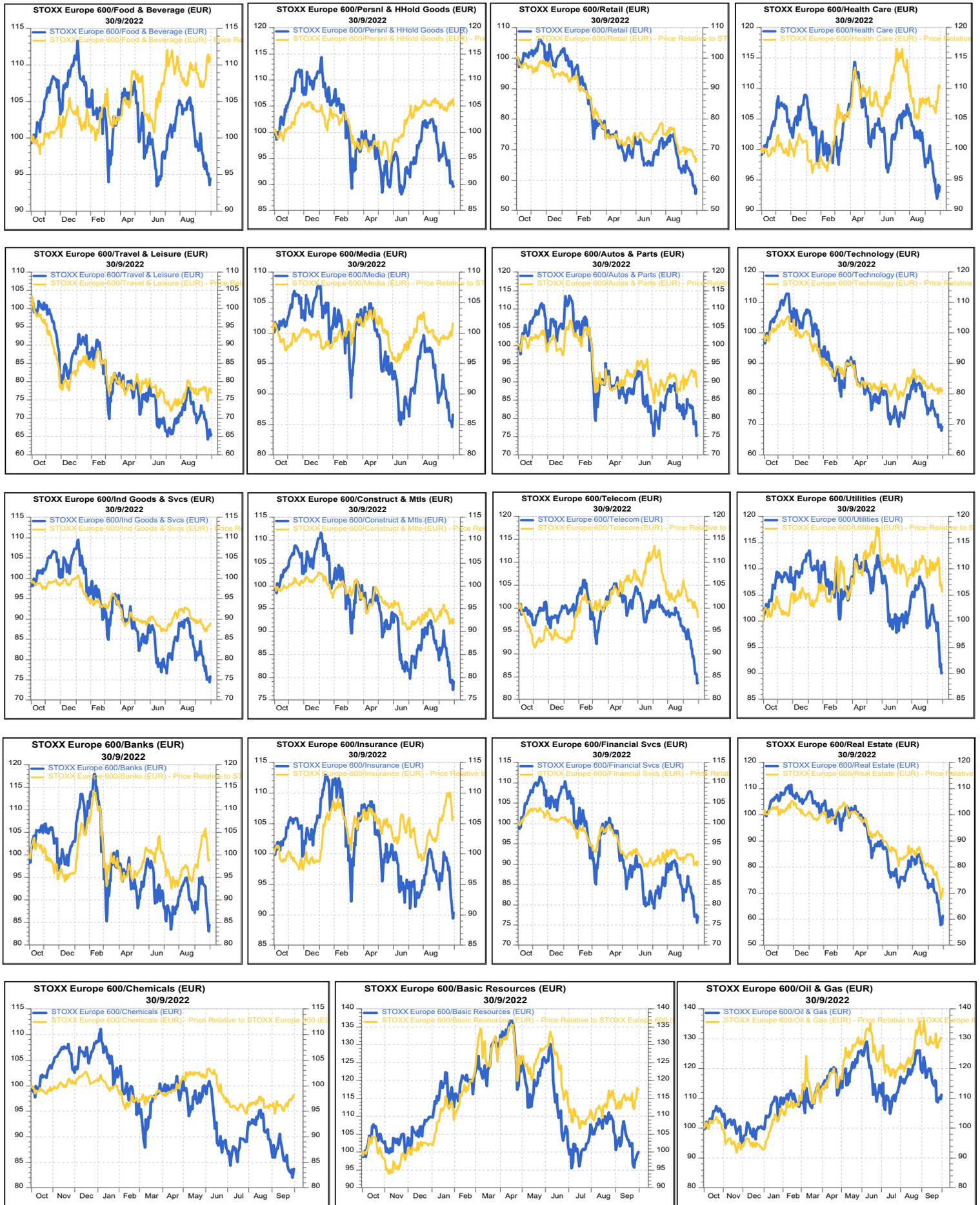
TABEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 30/09/22	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2022	Variation Bén.Net par Act. 2023	PER 2022	Révision 1 mois (%) Bna 2022	Révision 1 mois (%) Bna 2023	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
<b>STOXX Europe 600</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-20.5%</b>	<b>14.6</b>	<b>3.1</b>	<b>11.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>			
Media	-3.7%	-19.4%	10.3	13.6	17.3	-1.6	-0.5	1.5%	=	=
Produits de base	-4.2%	-8.7%	5.6	-33.6	4.6	-0.6	-0.1	2.4%	=	=
Santé	-4.5%	-13.7%	7.1	9.6	16.2	1.3	1.3	15.7%	=	+
Chimie	-4.5%	-22.9%	8.7	-11.0	12.7	0.5	-0.7	3.6%	=	=
Banques	-4.7%	-17.9%	1.2	9.5	6.6	0.0	0.4	7.9%	=	=
Assurance	-5.3%	-14.7%	-2.0	23.4	10.0	-0.5	0.4	5.2%	=	+
Alimentation/boissons	-5.4%	-14.7%	12.7	9.3	19.6	0.6	0.2	5.5%	=	+
Biens de Conso.non cycl.	-7.1%	-19.5%	12.3	10.0	18.0	-0.6	-0.8	9.0%	+	=
Pétrole et Gaz	-7.1%	11.6%	127.7	-15.5	4.4	3.5	6.3	5.4%	+	+
Biens et Serv. Industriels	-7.1%	-29.2%	12.4	-3.5	13.3	-0.5	-3.1	11.6%	=	-
Construction & matériaux	-7.3%	-28.4%	-1.8	3.5	12.4	1.2	0.1	3.2%	=	-
Services financiers	-7.8%	-29.0%	-53.5	37.1	14.3	-5.3	0.4	3.5%	=	-
Tourisme-Loisirs	-8.0%	-26.2%	161.4	76.8	24	2.7	-0.3	1.0%	=	-
Automobile	-8.0%	-27.7%	7.1	-2.7	4.7	3.6	-0.2	2.2%	=	=
Technologie	-8.2%	-35.4%	4.7	23.1	21.3	0.8	0.3	5.9%	=	-
Service Publics	-8.9%	-20.0%	-28.7	65.0	20.3	15.9	0.3	4.1%	- ↘	=
Distribution	-9.7%	-44.1%	5.9	4.8	13.9	-1.2	-3.0	0.7%	-	-
Télécommunications	-12.7%	-16.3%	53.5	6.9	12.5	0.5	0.3	3.2%	- ↘	=
Immobilier	-17.7%	-43.5%	10.2	4.1	12.4	-0.4	-5.3	1.6%	-	-

**Le fort recul des indices a ramené tous les secteurs en tendance baissière.**

Cette situation est relativement rare et dénote un état de pessimisme assez important. Fin juin, seuls 2 secteurs étaient restés en tendance neutre alors que les 17 autres étaient en tendance baissière. Pour mémoire, une reprise technique était intervenue par la suite.

**Du côté des tendances sectorielles relatives, nous constatons à l'inverse peu de changements. La grande majorité de secteurs conserve une tendance neutre.** Le secteur Assurance a retrouvé une tendance plus positive et celle de la Santé s'est améliorée en neutre. La tendance du secteur Services Publics s'est détériorée à négative et celle des Biens de Consommation non cycliques à Neutre.

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

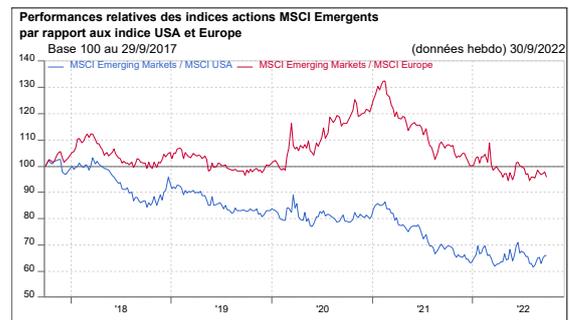
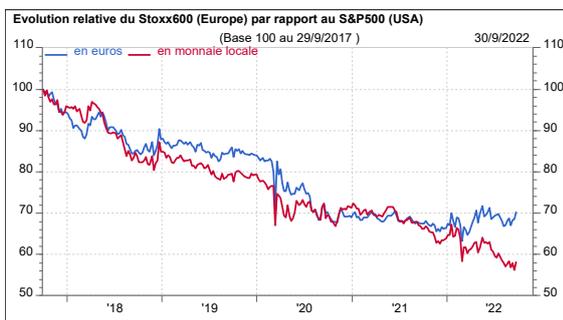


## Evolution des marchés actions et des valorisations: fort repli généralisé des Bourses.

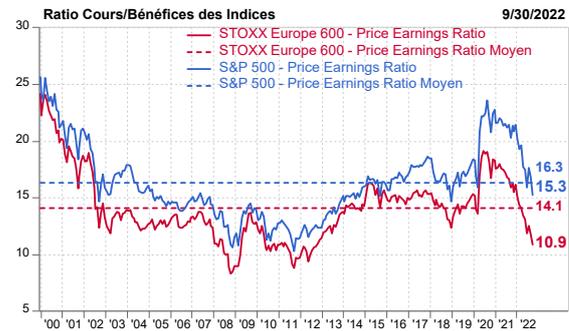
Les indices boursiers ont subi un nouveau coup dur avec de nouvelles hausses de taux d'intérêt et le maintien des positions défavorables de la FED et de la BCE. Ils ont conclu le mois de septembre en forte baisse sauf en Amérique Latine et en Inde qui continuent à surperformer l'indice mondial.

Le repli a été général, peu de places boursières y échappant (Brésil, Mexique, Turquie). La dégradation des perspectives économiques a contribué également à peser sur le moral et la confiance des investisseurs qui craignent que l'environnement difficile (inflation, taux, ralentissement économique, risque géopolitique) ne disparaisse pas rapidement.

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 30/09/22	Variation Mois	Variation début trim.	Variation Année
MSCI The World Index	-7.1%	-0.3%	-14.6%
MSCI USA	-7.0%	1.3%	-13.7%
MSCI Europe	-6.4%	-4.5%	-19.3%
MSCI Japan	-8.8%	-2.4%	-16.3%
MSCI EM (Emerging Markets)	-9.6%	-6.6%	-17.5%
MSCI Asia Pacific ex Japan	-10.6%	-7.8%	-16.6%
MSCI EM Latin America	-0.8%	7.4%	12.0%
MSCI EM Eastern Europe	-11.5%	-18.9%	-85.6%
MSCI Brazil	-0.9%	11.1%	18.3%
MSCI Russia	1.9%	-4.4%	-100.0%
MSCI India	-3.8%	13.5%	4.1%
MSCI China	-12.5%	-18.0%	-21.8%

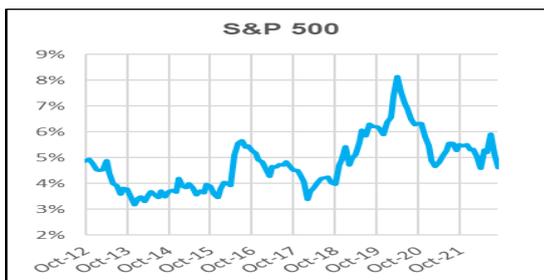


Depuis le 31 août dernier, le PER à 12 mois des actions américaines a baissé de 9.4% (de 16.8 à 15.3) alors que les prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont été stables. En Europe, le PER a reculé de 7.6% (de 11.8 à 10.9), quand les bénéfices estimés étaient rehaussés de 1.1%. Cette érosion des PER reflète deux évolutions : la remontée des taux longs et la baisse de la confiance des investisseurs. En Europe, le PER se rapproche des points bas atteints lors des creux de 2008 et 2011. C'est loin d'être le cas des actions américaines.



La prime de risque s'est légèrement détendue aux Etats-Unis de 5.1% à 4.6%. En Europe, la prime de risque s'est également contractée de 6.4% à 5.9%. Elles ont toutes deux retrouvé les niveaux de fin avril. Cette évolution est cohérente avec celle des PER et traduit également l'absorption d'une partie de la

hausse importante des taux longs. Les indices auraient baissé beaucoup plus si le niveau de la prime de risque avait été plus bas. C'est ce que nous signalons depuis plusieurs mois. C'est malheureusement insuffisant pour compenser la perte de confiance des investisseurs.



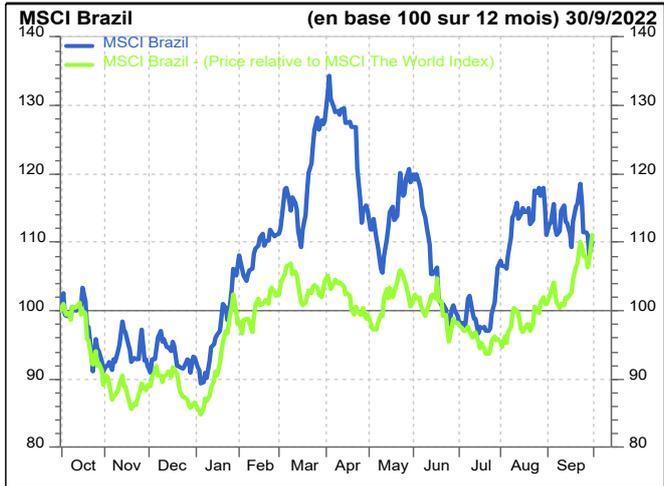
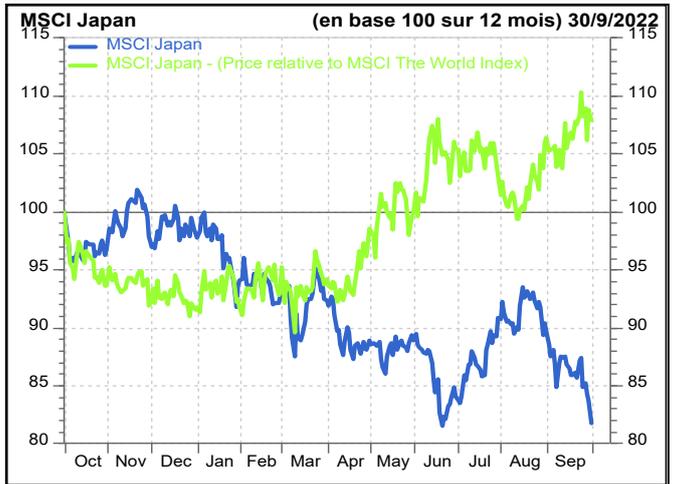
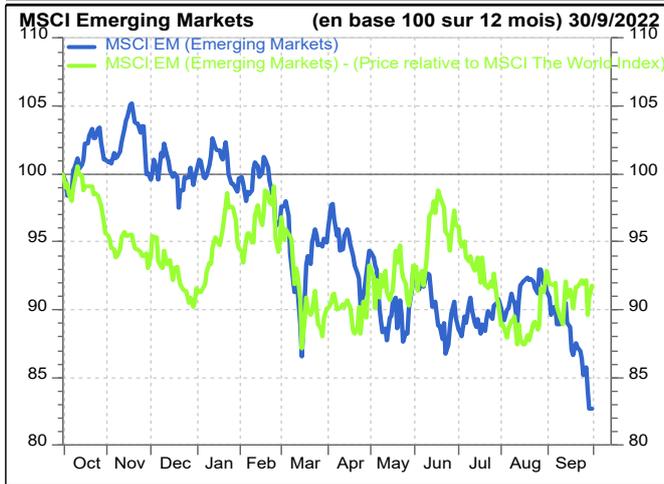
PRIME DE RISQUE DES ACTIONS AMERICAINES

Actions chères  
↑  
↓  
Emprunts d'Etat chers



PRIME DE RISQUE DES ACTIONS EUROPEENNES

Source Factset



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

Les marchés financiers restent instables car le repli de l'inflation n'est pas encore assuré et l'environnement global est incertain. Les taux longs restent en tendance haussière et inversement les indices actions en tendance baissière.

Au vu des anticipations actuelles et du niveau des taux longs, les marchés obligataires peuvent sans doute opérer une pause à l'approche des chiffres d'inflation US, le 13 octobre, d'autant que les signaux de ralentissement de celle-ci se mettent en place.

Concernant les marchés actions, nous pouvons relever quelques points positifs à court terme. Une stabilisation des taux longs aiderait les actions dont les valorisations sont redevenues très acceptables.

Néanmoins, il paraît prématuré de considérer que le marché baissier est arrivé à son terme pour plusieurs raisons. Les indices actions n'ont pas encore connu de phase caractéristique de liquidation associée à une très forte poussée de la volatilité. Les analystes financiers n'ont pas suffisamment abaissé les estimations bénéficiaires des entreprises pour intégrer l'impact d'un fort ralentissement.

Quelles seraient les conditions supplémentaires pour assurer la reprise durable d'une tendance haussière ?

- 1/ Le retour de la confiance avec une inflation maîtrisée assurant l'arrêt du durcissement monétaire,
- 2/ La remontée des estimations bénéficiaires signalant la fin du ralentissement économique,
- 3/ Des valorisations plus basses et une baisse des indices d'environ 30% depuis leur point haut,
- 4/ une réduction du risque géopolitique en Europe.

En conclusion, l'environnement encore incertain nous incite à rester prudent. La baisse des indices actions n'est sans doute pas terminée mais le potentiel de repli supplémentaire s'est réduit.

A court terme, des reprises techniques restent envisagées. Si les Etats-Unis semblent mieux armés pour résister au risque de récession, les actions américaines sont plus chères alors que les cours de nombreuses actions européennes semblent bien refléter les risques encourus.

Nous avons sensiblement réduit nos objectifs de fin d'année pour tous les indices actions. Nous attendons toujours un rebond sensible des marchés actions en 2023 une fois les durcissements monétaires achevés. Par rapport aux cours actuels, le potentiel de hausse des indices européens et américains est de 5 et 10% à fin décembre et 15 à 20% à fin juin prochain. Toutefois, notre degré de conviction habituel est un peu affaibli par le contexte actuel...

Nous estimons qu'il est toujours trop tôt pour remonter les niveaux d'investissement en actions des portefeuilles. Nous renouvelons notre conseil de profiter des épisodes de volatilité pour continuer à

acheter des actions pour les portefeuilles très peu investis.

Nous avons légèrement modifié nos opinions sur les actions. A court terme, nous avons relevé notre opinion sur les actions européennes à Neutre. 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 30/09/22	Prévision 31/12/2022	Prévision 30/06/2023	
CAC40	5762.34	6200 ↘	7000 →	
Eurostoxx 50	3318.20	3600 ↘	4000 →	
S&P 500	3585.62	4100 ↘	4600 →	
Nikkei	25937.21	26750 ↘	29500 →	
Emprunts	30/09/22	à 3 mois	à 6 mois	
Taux 10 ans €	2.13	2.50 ↗	2.25 ↗	
Taux 10 ans \$	3.80	4.00 ↗	3.75 ↗	
Taux 10 ans Yen	0.24	0.25 →	0.30 →	
Taux BCE	0.75	2.50 ↗	2.75 ↗	
Taux FED	3.25	4.25 ↗	4.25 ↗	
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →	
Monnaies	30/09/22	à 3 mois	à 6 mois	
Euro/dollar	0.98	0.95 ↘	0.97 →	
Dollar/yen	144.74	145 ↗	145 ↗	

La forte baisse des Bourses européennes n'a pas modifié significativement les tendances sectorielles relatives. De ce fait, nous n'avons opéré que deux changements dans nos recommandations en abaissant à Sous-pondérer les secteurs Télécommunications et Services Publics.

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 (=)
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 (-)
Télécommunications	Sous-pondérer (-) ↘	Neutre (=)
Service Publics	Sous-pondérer (-) ↘	Neutre (=)
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. A court terme, nous avons relevé à Neutre les emprunts d'Etat européens les mieux notés, au même titre que les emprunts américains ou émergents.

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	Neutre	↘	↘
Amérique Latine	Neutre	Neutre	→	↗
Europe de l'Est	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
<b>Produits de taux et Produits Mixtes</b>	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
Emprunts d'Etat USA (non couverts)	Neutre	Neutre	→	↗
Emprunts d'Etat Europe AAA	Neutre	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	↘	↘
<b>Sicav monétaires et liquidités</b>	Sur pondérer	Neutre	→	→
<b>Euro/Dollar</b>	Sous pondérer	Neutre	→	↘
<b>Or et Métaux Précieux</b>	Neutre	Neutre	→	↗
<b>Matières Premières Industrielles</b>	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 remontée du poids des actions.

Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin septembre, nous avons légèrement relevé notre exposition en actions aux Etats-Unis et en Europe, tout en restant en position neutre.

Nous avons abaissé parallèlement le poids des produits de taux en relevant celui des emprunts d'Etat et en réduisant ceux du Crédit, des produits Inflation et de multi-stratégie obligataire.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	<b>MONDE</b>	30	70	50.6	↗	49.6	50.9	
	Etats-Unis	0	20	14.7	↗	13.8	14.2	54%
	Europe	10	60	29.5	↗	29.0	29.8	
	Japon	0	10	1.0		1.0	1.0	100%
	Pays Emergents	0	10	5.4	↘	5.7	5.9	
OBLIGATIONS	<b>PRODUITS DE TAUX ET MIXTES</b>	10	70	34.5	↘	35.6	34.9	
	Multi stratégie obligataire	0	30	19.4	↘	21.8	21.1	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.1	↗	0.0	0.0	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	5.2	↗	4.1	4.1	63%
	Obligations Pays Emergents	0	10	0.6		0.6	0.6	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	0.8	↘	1.0	1.0	100%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	0.7		0.7	0.7	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	5.9	↘	6.3	6.3	
Obligations Convertibles Europe	0	15	0.8	↘	1.1	1.1		
<b>LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES</b>		0	60	14.9	↗	14.8	14.2	

# VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 30/09/22

Indices		Dernier	Perf.	Perf.	Perf.	PER	PER	BNA	BNA	Rendt
		Cours (Dev Locale)	depuis début mois	depuis début trim.	depuis le 1er janvier	2022 médian	2023 médian	Var 2022	Var 2023	Net 2022
DJ Stoxx 600		387.85	-6.57%	-4.75%	-20.49%	11.1 x	10.8 x	14.6%	3.1%	3.8%
DJ Stoxx 50		3331.81	-4.85%	-3.42%	-12.74%	11.1 x	11.0 x	24.3%	1.3%	3.6%
DJ Euro Stoxx 50		3318.20	-5.66%	-3.96%	-22.80%	10.6 x	10.4 x	21.3%	2.3%	3.8%
DJ Stoxx Large 200		400.42	-5.73%	-3.64%	-17.74%	10.6 x	10.6 x	15.9%	0.2%	3.9%
DJ Stoxx Mid 200		414.37	-9.61%	-8.88%	-29.47%	13.8 x	11.4 x	-5.0%	20.6%	3.8%
DJ Stoxx Small 200		266.52	-11.12%	-10.37%	-33.33%	13.0 x	12.0 x	53.0%	8.7%	3.4%
STOXX Europe TMI		379.12	-6.91%	-5.08%	-21.17%	10.9 x	10.6 x	16.4%	2.3%	4.0%
STOXX Europe TMI Growth		2550.26	-6.57%	-2.97%	-25.11%					
STOXX Europe TMI Value		1199.99	-7.23%	-6.57%	-16.68%					
STOXX TMI Large Cap Growth		2337.56	-5.48%	-1.47%	-21.85%					
STOXX Large Cap Value		1014.74	-6.52%	-5.82%	-13.71%					
STOXX TMI Mid Cap Growth		3078.07	-10.80%	-8.79%	-35.94%					
STOXX TMI Mid Cap Value		2186.63	-8.13%	-8.48%	-23.52%					
STOXX TMI Small Cap Growth		4269.70	-10.67%	-8.45%	-37.68%					
STOXX TMI Small Cap Value		2197.91	-10.49%	-8.38%	-24.22%					
Dow Jones (US)		28725.51	-8.84%	-6.66%	-20.95%	15.4 x	14.0 x	-1.3%	10.0%	2.4%
S&P 500 (US)		3585.62	-9.34%	-5.28%	-24.77%	16.2 x	15.0 x	7.3%	8.1%	1.8%
NASDAQ Composite (US)		10575.62	-10.50%	-4.11%	-32.40%	24.5 x	20.5 x	6.2%	19.4%	1.0%
Russell 2000 (US)		4137.24	-9.73%	-2.53%	-25.86%					
Nikkei 225 (JP)		25937.21	-7.67%	-1.73%	-9.91%	14.9 x	13.9 x	19.3%	6.9%	2.3%
TOPIX 500 (JP)		1835.94	-6.48%	-1.86%	-7.85%					
CAC 40		5762.34	-5.92%	-2.71%	-19.44%	10.0 x	10.5 x	31.7%	-4.9%	3.5%
SBF 120		4435.09	-6.45%	-3.17%	-20.03%	11.2 x	10.8 x	16.6%	4.0%	3.4%
SBF 250		4347.86	-6.50%	-3.22%	-20.10%	11.3 x	10.8 x	16.8%	4.3%	3.4%
CAC Mid 60		11876.81	-10.15%	-8.88%	-23.45%	11.6 x	10.2 x	-21.3%	13.9%	4.2%
CAC Small		11012.71	-11.17%	-7.21%	-26.06%	20.7 x	15.2 x	49.2%	33.9%	2.0%
DAX Price Return (DE)		4954.17	-5.66%	-5.28%	-26.16%	10.2 x	9.6 x	3.6%	5.6%	4.0%
SMI (CH)		10267.55	-5.41%	-4.41%	-20.26%	16.2 x	14.2 x	-8.5%	14.2%	3.4%
Ibex 35 (ES)		7366.80	-6.59%	-9.04%	-15.46%	8.9 x	9.9 x	18.6%	-9.6%	4.7%
FTSE MIB		20648.85	-4.22%	-3.03%	-24.49%					
FTSE 100 (GB)		6893.81	-5.36%	-3.84%	-6.65%	8.7 x	8.7 x	23.3%	-0.4%	4.5%
CECE Index (EUR.EST)		1058.66	-9.95%	-16.64%	-39.16%	5.1 x	6.0 x	57.4%	-15.6%	5.7%
RTS Interfax (Russie)		955.46	0.00%							
SSE Composite Index - Price		3024.39	-5.55%	-11.01%	-16.91%					
Sensex 30 (IN)		57426.92	-3.54%	8.31%	-1.42%					
Bovespa (BR)		110036.79	0.47%	11.66%	4.97%	6.3 x	7.1 x	2.4%	-11.3%	9.8%
Merval Bench (AR)		139115.10	2.11%	57.28%	66.60%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		45102.55	0.41%	-5.10%	-15.34%	13.0 x	12.1 x	8.5%	7.3%	4.0%