



Stratégie d'Investissement – Décembre 2022

Quelles perspectives économiques et financières pour 2023 ?

Les marchés ont considéré que le pic d'inflation avait été atteint après la publication des chiffres du mois d'octobre. Si cela se confirme, les taux d'intérêt de la Fed ne dépasseront pas les 5% anticipés aujourd'hui. De plus, la Fed pourra effectivement commencer à ralentir son rythme de hausse. Les indices actions ont acté cette hypothèse et ont progressé alors que les taux à 10 ans ont reflué. Les incertitudes n'ont pas disparu pour autant. Le changement d'attitude de la FED sera très progressif et fonction du ralentissement réel de l'inflation. Du maintien ou non de taux élevés pendant une période trop longue dépendra le devenir de la croissance américaine: atterrissage en douceur ou ralentissement plus prononcé. Il est prématuré de privilégier l'un ou l'autre. Dans ce contexte, les marchés actions européens qui ont fortement rebondi sont susceptibles de connaître une consolidation ou une petite baisse d'autant que la BCE gardera peut-être une attitude moins conciliante que la FED. En revanche, les indices américains pourraient encore progresser pour combler leur retard. La visibilité reste faible au-delà du printemps prochain. A cette échéance, les indices européens pourraient s'établir 2 à 3 % au-delà des niveaux actuels. Nous pourrions relever ces prévisions l'année prochaine si des signaux plus forts de désinflation apparaissaient. Néanmoins, d'ici à la fin de l'année, la progression des indices devrait rester faible voire négative. Nous estimons qu'il n'est pas opportun de remonter les niveaux d'investissement en actions des portefeuilles. Nous conseillons de profiter des épisodes de volatilité pour le faire ou pour continuer à acheter des actions pour les portefeuilles très peu investis.

Cette dernière lettre de l'année nous donne l'occasion de donner un éclairage sur les perspectives de l'année 2023.

Revenons d'abord sur l'année passée qui a connu une croissance mondiale assez satisfaisante, encore entraînée par les conséquences positives de la fin de la pandémie et qui a résisté à plusieurs chocs : chocs inflationniste et énergétique, chocs géopolitiques et enfin choc monétaire avec une forte hausse généralisée des taux d'intérêt. Au cours de l'année, la conjoncture s'est plutôt tassée en Europe et en Chine, pour finir l'année à un rythme proche de la stagnation alors qu'elle s'est redressée au second semestre aux Etats-Unis. Les raisons de cette résilience dans les pays développés sont aujourd'hui bien connues. Grâce aux excédents d'épargne et aux mesures de soutien de certains Etats, la consommation des ménages est restée forte, alimentant les carnets de commandes des entreprises et une baisse continue du chômage. Dans les pays émergents, la situation économique a été plus contrastée selon le statut exportateur ou importateur de matières premières de chaque pays. Quant à la Chine, sa croissance a été contrariée au 2^{ème} et au 4^{ème} trimestre par la politique de Zéro-Covid, mais aussi par la détérioration de son marché immobilier et plus récemment par un fort recul de son commerce extérieur.

Selon le consensus des économistes, Etats-Unis et Europe devraient connaître en 2023 une récession

d'ampleur modérée au cours des deux premiers trimestres. En effet les facteurs de soutien devraient s'estomper et l'impact de la hausse des taux s'accroître sur la consommation et dans le secteur immobilier. Par ailleurs, le taux de chômage pourrait se redresser, occasionnant une pression récessive négative mais aussi une action désinflationniste. C'est d'ailleurs la poursuite de la baisse de l'inflation qui rend le consensus relativement confiant dans l'ampleur modérée du ralentissement attendu. Les Banques centrales devraient effectivement arrêter de relever leurs taux en fin de 1^{er} semestre (à 5% aux Etats-Unis et 2.25% sur le taux de dépôt en Zone Euro) pour permettre un atterrissage en douceur de l'activité et une reprise progressive de celle-ci au 2nd semestre. En Chine, l'inflation reste raisonnable. Le problème principal est la politique sanitaire. Elle a engendré une montée des contestations populaires qui ont finalement amené les Autorités à annoncer un assouplissement des mesures de confinement, de dépistage et de restriction des transports et de l'activité. Si cet allègement est mis en place, son effet positif sur l'activité devrait se voir au cours du 1^{er} trimestre. Par ailleurs, des mesures de soutien au secteur immobilier ont été renforcées en novembre. La croissance chinoise pourrait ainsi remonter de 3.2% à 4.9% en 2023.

Quels sont les écueils qui pourraient contrarier ce scénario consensuel ?

En premier lieu, le recul important et continu de l'inflation aux Etats-Unis et en Europe n'est pas acquis. La baisse des matières premières qui s'est engagée, la réduction des coûts de transport et des délais de livraison ont un effet positif de même que la baisse des loyers aux Etats-Unis. Mais il reste encore des goulets d'étranglement pour la fourniture de produits semi-finis. Le coût de l'énergie en Europe reste contraint par l'embargo sur le gaz russe et le prochain sur le pétrole russe. Les mécanismes adoptés par l'Union européenne pour plafonner le prix du gaz semblent peu protecteurs alors que les approvisionnements resteront compliqués l'année prochaine. Enfin, les tensions salariales pourraient persister si le chômage ne remonte pas et si la main d'œuvre reste rare. **Nous croyons bien volontiers que l'inflation va refluer mais le niveau qu'elle atteindra au printemps prochain pourrait encore contrarier les grandes Banques centrales.**

Plus précisément, les anticipations de la politique monétaire américaine, avec un taux terminal de l'ordre de 5% au printemps nous semblent maintenant bien ajustées aux prévisions d'une inflation qui tomberait sous 5% à cette échéance. En Europe, les prévisions d'inflation hors alimentation et énergie à cette date sont encore à 4.6% et le taux de dépôt terminal anticipé de la BCE est à 2.25% au T2 2023. Malgré le poids de la récession qui pourrait pousser la BCE à limiter ses hausses de taux, **il est possible que les marchés soient trop optimistes vis-à-vis de la BCE comme ce fut le cas au 1er semestre dernier aux Etats-Unis et cela constitue un risque de déception à surveiller.**

D'ailleurs dans leurs derniers commentaires, les banquiers centraux continuent de mettre en garde sur les possibilités de maintien de taux élevés aux Etats-Unis et de hausses de taux plus nombreuses que prévues en Europe. **Mais pour l'instant, les marchés se réjouissent du probable pic de l'inflation enregistré en octobre qui devrait permettre à la FED et à la BCE de réduire le rythme de hausse des taux les 14 et 15 décembre prochains, juste après la publication de l'inflation américaine le 13.**

Au titre des autres écueils, la géopolitique reste un facteur important. Le conflit ukrainien ne montre pas de signe d'apaisement malgré les nouveaux succès de l'armée de Kiev. Le risque nucléaire semble moins élevé compte tenu des mises en garde de l'Inde et de la Chine adressées à la Russie. Sur le plan économique, l'inconvénient majeur de l'enlisement du conflit est la perturbation durable des approvisionnements énergétiques de l'Europe avec des prix élevés. Plus récemment, des signaux mixtes sont apparus dans les relations USA/Chine. La première rencontre des deux Présidents a été accueillie avec satisfaction mais elle a sans doute

donné lieu à une séance de mise au point. La nouvelle doctrine américaine semble être celle d'une économie de « confrontation ». Ainsi la limitation des exportations vers la Chine de semi-conducteurs les plus récents et les plus puissants est sensée empêcher le pays d'accéder au leadership mondial. D'autres restrictions devraient suivre. La relocalisation d'industries aux Etats-Unis ou en dehors de Chine pour réduire la dépendance américaine s'inscrit dans la même logique ainsi que la loi récente IRA (Inflation Reduction Act) qui, entre autres, subventionne la production de biens sur le sol américain.

Les marchés financiers ont conclu le mois de novembre par une nouvelles hausse grâce au premier repli des chiffres d'inflation américains et aux espoirs de réouverture de l'activité en Chine.

Les indices actions ont progressé en moyenne de 5%, les taux des emprunts d'Etat ont reculé d'environ 0.20/0.40%, le dollar a perdu 4% face à l'euro, les métaux industriels ont rebondi de 12%. L'optimisme des investisseurs les a poussés à reprendre des risques. Ce climat peut-il se poursuivre l'année prochaine au vu de l'environnement que nous avons décrit ?

De nombreux stratégestes ne partagent pas l'optimisme des marchés, pointant le risque de dérapage de la situation économique si l'inflation ne baisse pas suffisamment et si les taux demeurent trop élevés. Ils pensent généralement que la FED ou la BCE n'inverseront pas leur politique tant que la croissance économique ou la situation des marchés financiers ne se seront pas réellement dégradées.

La croyance d'un atterrissage en douceur, réussi par les Banques centrales, peut encore porter les marchés financiers quelques temps, avec une hausse des actions et une baisse des taux longs mais les niveaux déjà atteints laissent peu de potentiel de hausse et peu de marge d'erreur en cas de déception. Les conditions d'une hausse durable des actions, que nous avons rappelées le mois dernier, ne sont toujours pas réunies. Inversement, l'espoir d'un flux continu de bonnes nouvelles (déflation, Chine, prix de l'énergie) pourrait éviter aux indices actions de retrouver leur point bas de cette année, en l'absence de choc exogène. De même, les taux à 10 ans américains ne devraient pas dépasser leur point haut (4.30%) pendant les prochains mois.

Tout laisse à penser que l'amélioration de l'environnement constaté depuis quelques semaines pourrait se poursuivre en 2023 comme le consensus l'attend. Mais, des deux hypothèses, atterrissage en douceur ou ralentissement plus prononcé, il est prématuré de privilégier l'une ou l'autre.

Dans ce contexte, **les marchés actions européens qui ont fortement rebondi pourraient subir une consolidation ou une petite baisse** d'autant que la BCE maintiendra peut-être une attitude moins conciliante que la FED. **En revanche, les indices américains pourraient encore progresser pour combler leur retard** grâce un élément plus favorable. En effet, les estimations de bénéfices pour 2023 des actions américaines ont déjà été révisées en baisse de 8%, intégrant davantage les conséquences d'un ralentissement, contrairement aux actions européennes dont les estimations de résultats n'ont été abaissées que de 1 à 2%.

La visibilité reste faible au-delà du printemps prochain. C'est pourquoi nous avons préféré figer nos prévisions pour les indices à partir du 2^{ème} trimestre 2023. A cette échéance, les indices européens pourraient s'établir 2 à 3 % au-delà des niveaux actuels. Les indices américains nous semblent disposer d'un potentiel de hausse plus important (+17%). Nous pourrions relever ces prévisions l'année prochaine si des signaux plus forts de désinflation apparaissaient. Néanmoins, d'ici à la fin de l'année, la progression des indices devrait rester faible voire négative.

Nous estimons qu'il n'est pas opportun de remonter les niveaux d'investissement en actions des portefeuilles. Nous conseillons de profiter des épisodes de volatilité pour le faire ou pour continuer à acheter des actions pour les portefeuilles très peu investis.

Nous n'avons pas modifié nos opinions sur les actions. A court terme, nous gardons notre opinion Neutre et nous surpondérons à moyen terme les actions européennes et américaines. Nous restons à Neutre sur les autres zones géographiques, à l'exception de l'Europe de l'Est que nous sous-pondérons à court et moyen terme.

Nous avons relevé nos notes sectorielles, à court ou moyen terme, sur six secteurs cycliques, financiers ou très dépréciés. Nous avons abaissé celles de quatre secteurs (Pétrole, Chimie, Media et Télécommunications).

Nous adoptons une opinion Neutre à court terme et conservons l'opinion Sous-pondérer à moyen terme **sur les produits obligataires. Nous avons relevé à Neutre à court terme, en Europe, les emprunts d'Etat des pays périphériques, le Crédit à haut rendement et les obligations convertibles.**

Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin novembre, nous avons légèrement abaissé notre exposition en actions (Europe et Emergents) tout en restant en position neutre. Nous avons relevé parallèlement le poids des produits monétaires et des produits de taux (en remontant celui des emprunts d'Etat, du Crédit et des multi-stratégies obligataires et en réduisant celui des produits Inflation).

Nous souhaitons à tous nos lecteurs un Joyeux Noël et de très bonnes fêtes de fin d'année !

Achévé de rédiger le 8 décembre 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: que nous réserve 2023 après une année 2022 qui se termine en stagnation ?

Compte tenu de la résilience de l'activité au 3^{ème} trimestre, les prévisions de la croissance en 2022 ont été relevées aux Etats-Unis et en Europe. Pour 2023, elles ont été encore légèrement abaissées. L'évolution de la croissance américaine reste la question clef des prochains trimestres à laquelle il est encore difficile de répondre.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2021	Rév.	2022	Rév.	2023	Rév.
Etats-Unis	5.7%	-	1.8%	0.1%	0.4%	-
Zone Euro	5.2%	-	3.2%	0.2%	-0.1%	-
Japon	1.7%	-	1.5%	-0.1%	1.2%	-0.2%
Emergents	6.5%	-	3.1%	0.0%	4.1%	-0.1%
Monde	5.8%	-	2.9%	-	2.1%	-0.2%

Etats-Unis: une activité contrastée mais résiliente et moins inflationniste qui éloigne l'arrivée d'un ralentissement.

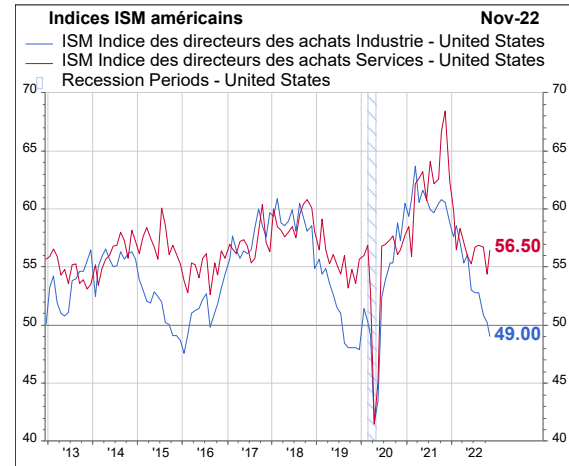
La 2^{nde} estimation de la croissance du 3^{ème} trimestre est ressortie à +2.9% en rythme annualisé contre 2.6% en 1^{ère} estimation. Les dernières statistiques montrent à nouveau une activité assez contrastée mais encore résiliente, éloignant l'imminence d'une récession.

En octobre, la progression des ventes de détail s'est encore modérée alors celle des revenus était presque

USA- Données mensuelles	Nov-22	Oct-22	Sep-22	Aug-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	8.3	8.6	9.7
Revenus (% a/a, sa)	-	4.9	5.0	3.7
Taux d'épargne (%)	-	2.3	2.4	2.8
Taux de chômage (%)	3.7	3.7	3.5	3.7
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	263	284	269	292
Permis de construire (millions)	-	1.53	1.56	1.54
Mise en chantiers (millions)	-	1.43	1.49	1.51
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.63	0.59	0.66
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	306.3	310.9
Inflation (%a/a, sa)	-	7.8	8.2	8.2
Production industrielle (% a/a, sa)	-	3.3	5.0	3.8
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	1.1	0.2	0.2
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	100.2	102.2	107.8	103.6
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.0	50.2	50.9	52.8
Indice directeurs d'achats Services (%)	56.5	54.4	56.7	56.9
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-2.7	-1.5	-0.9

inchangée. La hausse de la production industrielle s'est tassée et l'activité immobilière a continué à s'affaiblir. L'inflation totale et hors alimentation & énergie a enfin reculé. La confiance des ménages s'est effritée. Le marché du travail est encore très dynamique. Les indices des directeurs d'achat de novembre ont baissé dans l'industrie et se sont renforcés dans les services.

Indices ISM : ralentissement différencié de la croissance.



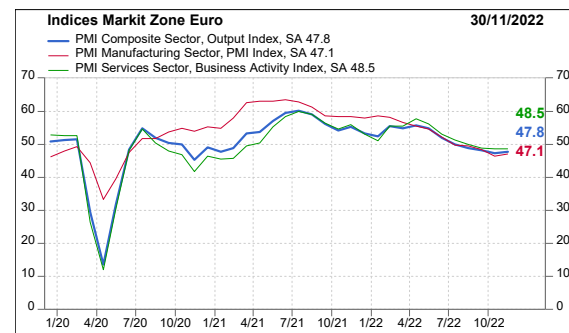
Zone Euro: une amélioration inattendue a permis d'atténuer la contraction de l'activité.

La croissance du 3^{ème} trimestre a été confirmée à +0.8% en rythme annualisé. La contraction de l'activité globale s'est atténuée de façon inattendue, notamment en Allemagne, en Italie et en Espagne.

Le recul des ventes de détail a repris en octobre. La baisse du chômage s'est poursuivie. La production industrielle a encore rebondi en septembre. En

novembre, l'inflation a baissé à 10% et est restée stable à 5% hors alimentation et énergie. Les indices de confiance ont légèrement rebondi. Selon les indices des directeurs d'achat, la contraction de l'activité globale s'est atténuée, particulièrement dans l'industrie et dans de nombreux pays alors qu'elle se maintient dans les services.

EUROZONE - Données mensuelles	Nov-22	Oct-22	Sep-22	Aug-22
Ventes de détail (% a/a) ex autos	-	-2.7	0.0	-1.4
Taux de chômage (%)	-	6.5	6.6	6.7
Inflation (% a/a)	10.0	10.6	9.9	9.1
Production industrielle (% a/a)	-	-	4.9	2.8
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-23.9	-27.5	-28.7	-24.9
Indice de Sentiment Economique	93.7	92.7	93.7	97.4
Indice IFO (2000=100)	87.0	85.3	85.5	88.8
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-36.7	-59.2	-61.9	-55.3
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	47.1	46.4	48.4	49.6
Indice directeurs d'achats Services (%)	48.5	48.6	48.8	49.8



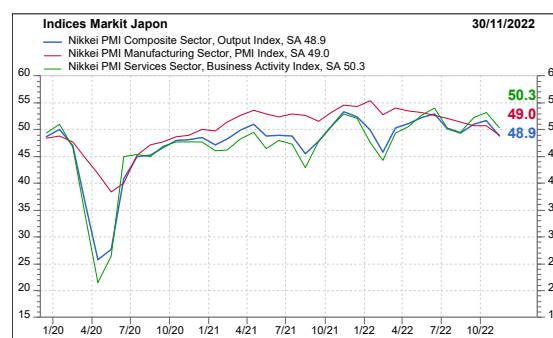
Japon: le recul de l'activité a repris en novembre après un redressement pendant deux mois.

L'activité s'est contractée au 3^{ème} trimestre de -1.2% contrairement aux attentes. Le recul semble reprendre en novembre après un redressement pendant deux mois.

En octobre, la hausse des ventes de détail a ralenti accompagnant une moindre progression des revenus. Le taux de chômage a été stable. La production industrielle a fortement rechuté et la progression des

JAPON - Données mensuelles	Nov-22	Oct-22	Sep-22	Aug-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	4.3	4.8	4.0
Taux de chômage (%)	-	2.6	2.6	2.5
Revenus (% a/a)	-	0.7	2.6	5.9
Inflation (% a/a)	-	3.8	3.0	3.0
Production industrielle (% a/a)	-	4.5	9.6	4
Exportations (%a/a)	-	25.3	28.9	22
Indice de Confiance des Consommateurs	28.6	29.9	30.8	32.5
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-	-2.5	-0.3
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.0	50.7	50.8	51.5
Indice directeurs d'achats Services(%)	50.3	53.2	52.2	49.5

exportations s'est modérée. L'inflation totale a progressé à 3.8% et de 0.9% à 1.4% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est affaiblie en novembre. **Le rythme de l'activité globale est revenu en zone de stagnation en novembre selon les indices des directeurs d'achat, du fait d'une légère contraction dans l'industrie et d'un recul prononcé de l'expansion dans les services.**



Pays émergents: croissance en Inde, ralentissement aggravé en Chine et atténué en Russie, stagnation au Brésil.

Au sein des grands pays émergents (hors Russie) seule la Chine a vu ses prévisions de croissance abaissées. Selon les indices des directeurs d'achat de novembre, le rythme de croissance a accéléré en Inde. Le ralentissement s'est accru en Chine et s'est réduit en Russie. L'activité est entrée en contraction au Brésil.

Au Brésil, la croissance du 3^{ème} trimestre a ralenti de +4% à +1.6% en rythme annualisé. La progression des ventes de détail s'est redressée en septembre. En octobre, la hausse de la production industrielle s'est améliorée, le taux de chômage et l'inflation ont encore reculé. Cependant, selon les indices des directeurs d'achat de novembre, le rythme d'activité a ralenti pour revenir en stagnation, avec une contraction sensible dans l'industrie et une baisse de l'expansion dans les services.

En Russie, les statistiques économiques ne sont toujours pas disponibles. D'après les seuls indices des directeurs d'achat de novembre, l'activité s'est améliorée, revenant en expansion dans l'industrie et réduisant sa contraction dans les services.

En Inde, la croissance du 3^{ème} trimestre a ralenti de +13.5% à +6.3% sur douze mois. Le rythme de la production industrielle s'est redressé en septembre. L'inflation a reculé en octobre. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale a encore légèrement progressé en novembre dans l'industrie et dans les services.

En Chine, les ventes de détail ont baissé en octobre et la hausse de la production industrielle a ralenti avec un recul du commerce extérieur. Le taux d'inflation s'est

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2021 *	Rév.	2022 *	Rév.	2023 *	Rév.
Brésil	4.7%	-	2.7%	-	0.8%	-
Russie	4.2%	-	-3.6%	1.5%	-3.0%	0.1%
Inde *année 31/03	-7.5%	-	8.7%	-	7.0%	-
Chine	8.1%	-	3.2%	-0.1%	4.9%	-0.1%
Emergents	6.5%	-	3.1%	0.0%	4.1%	-0.1%

inscrit en baisse. Selon les indices des directeurs d'achat de novembre, le ralentissement de l'activité s'est accentué, avec une contraction sensible dans les services et une modération de celle-ci dans l'industrie. L'application de la politique de Zéro-Covid aux effets néfastes est de plus en plus contestée. De son évolution dépendra la croissance des prochains mois.

BRIC - Données mensuelles		Nov-22	Oct-22	Sep-22	Aug-22
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	3.2	1.5
	Taux Chômage (%)	-	8.3	8.7	8.9
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	6.5	7.2	8.7
	Production Industrielle (%a/a)	-	1.7	0.4	2.8
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	44.3	50.8	51.1	51.9
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.6	54.0	51.9	53.9	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Taux Chômage (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Inflation (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Production Industrielle (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	53.2	50.7	52.0	51.7
Indice directeurs d'achats Services(%)	48.3	43.7	51.1	49.9	
Inde	Inflation (% a/a)	-	6.8	7.4	7.0
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	3.1	-0.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	55.7	55.3	55.1	56.2
Indice directeurs d'achats Services(%)	56.4	55.1	54.3	57.2	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	-0.5	2.5	5.4
	Inflation (% a/a)	-	2.1	2.8	2.5
	Production Industrielle (% a/a)	-	5.0	6.3	4.2
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.4	49.2	48.1	49.5
Indice directeurs d'achats Services(%)	46.7	48.4	49.3	55.0	

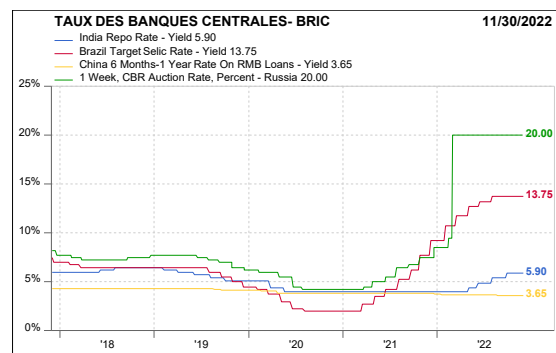
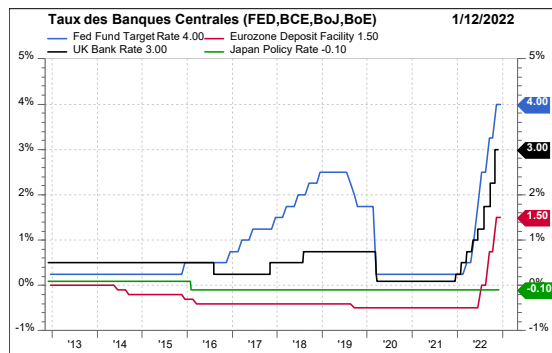
Marchés de taux d'intérêt: espoir vis-à-vis des banques centrales et baisse des taux longs.

Lors de son dernier FOMC, la FED avait signalé que le rythme des hausses de taux à venir pourrait se modérer. La baisse de l'inflation en octobre devrait lui permettre d'aller en ce sens avec une hausse de 0.5% le 14 décembre. **Les anticipations de la politique monétaire semblent maintenant bien ajustées aux prévisions d'une inflation qui tomberait sous 5% au T2 2023.**

Ce n'est pas le cas en Europe Le taux de dépôt terminal anticipé de la BCE est à 2.25% au T2 2023 alors que les prévisions d'inflation « core » à cette

date sont encore à 4.6%. Malgré le poids de la récession qui pourrait pousser la BCE à limiter ses hausses de taux, il est possible que **les marchés soient trop optimistes vis-à-vis de la BCE comme ce fut le cas au 1^{er} semestre aux Etats-Unis et cela constitue un risque de déception à surveiller.**

Les Banques Centrales de nombreux autres pays développés ou émergents se sont encore jointes au mouvement de durcissement monétaire en novembre.



La publication des indices d'inflation américains a entraîné un reflux généralisé des taux longs des emprunts d'Etat. Leur recul a été compris entre 0.20 et 0.40%, accompagné d'une réduction des écarts de taux avec ceux de l'Allemagne. Les taux japonais et suisses ont fait exception à cette règle

Les emprunts d'Etat en zone euro ont regagné 2.3% en moyenne. Les emprunts américains ont gagné 1.5% en dollar et perdu 2.6% en euro, compte tenu de la baisse de 4% du dollar. Les obligations émergentes ont rebondi de 4.3% en euros.

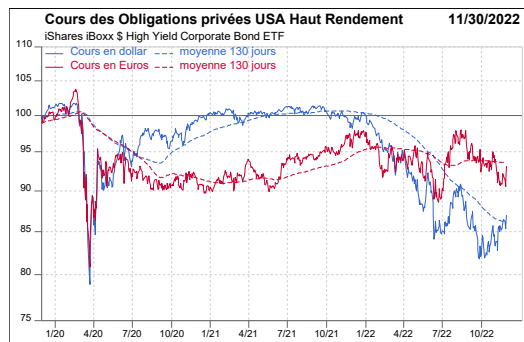
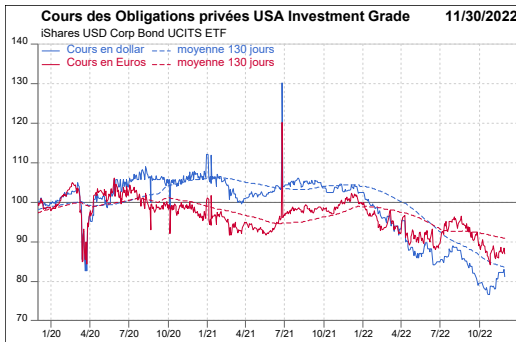
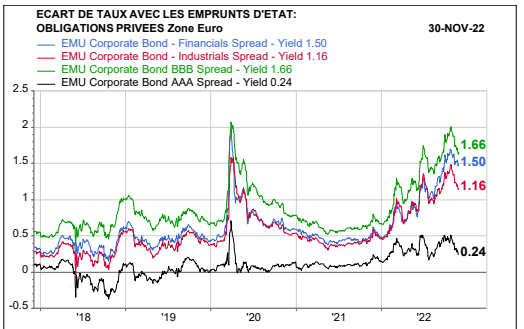
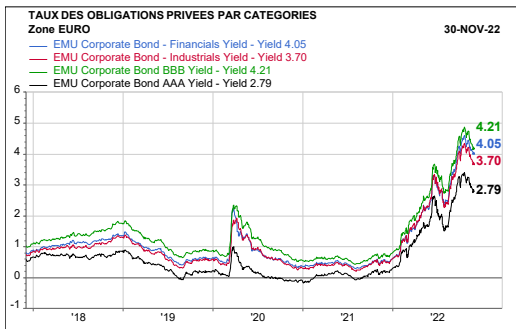
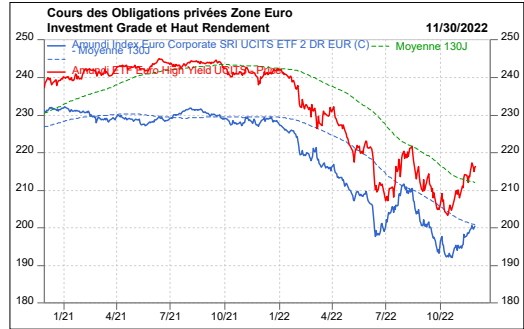
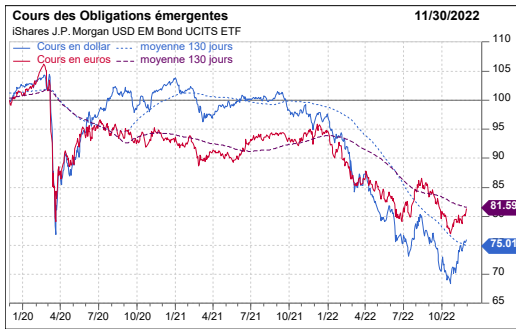
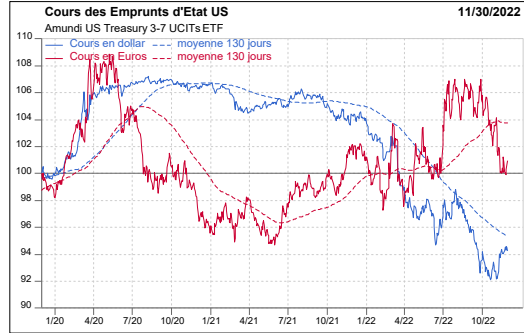
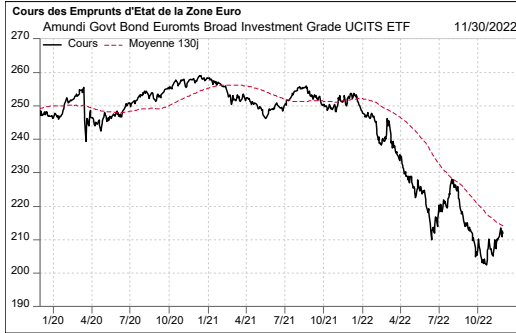
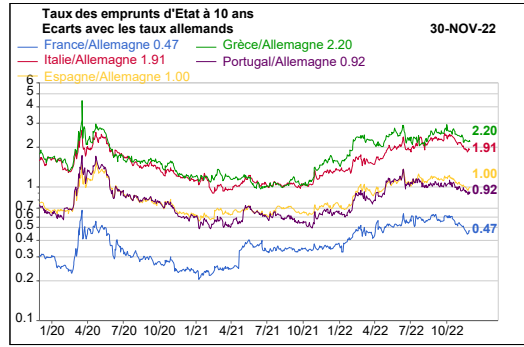
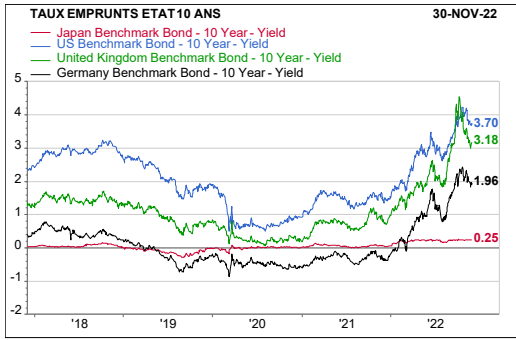
Les évolutions du marché du Crédit (obligations privées) **ont été encore plus positives.** Les obligations Investment Grade ont regagné 3.3% en Europe, et celle à Haut Rendement 3.6%. Aux Etats-Unis, Elles ont gagné 3% en dollar et perdu 1.1% en euro.

A l'issue d'un rebond de 6 semaines des marchés obligataires, presque tous les produits sont sortis de tendance baissière et ont retrouvé une tendance neutre, à l'exception des obligations américaines converties en euros dont la tendance reste négative.

Cependant, **le recul des taux semble avoir atteint les premières résistances techniques à 3.50% aux Etats-Unis et 1.75% en Europe. Un nouveau sursaut de ceux-ci, en cas de déception sur un prochain chiffre d'inflation ou d'un discours peu complaisant de la FED, en direction des plus hauts récents (4.30% et 2.5%) offrirait un meilleur point d'entrée pour acquérir des emprunts d'Etat ou du Crédit.**

Taux à 10 ans Données au 30/11/2022	Taux en fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	3.70	-0.38	-0.20
Allemagne	1.96	-0.18	-
France	2.43	-0.23	-0.06
Espagne	2.96	-0.24	-0.07
Italie	3.87	-0.40	-0.22
Portugal	2.88	-0.26	-0.08
Grèce	4.15	-0.44	-0.26
Royaume-Uni	3.18	-0.34	-0.16
Japon	0.25	0.01	0.19
Suisse	1.10	-0.03	0.15

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 30/11/2022	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	2.3%	2.5%	-14.8%
- les mieux notés	2.2%	2.0%	-15.3%
- les moins bien notés	2.5%	3.0%	-14.6%
- durée 1 à 3 ans	0.2%	0.2%	-4.2%
- durée plus de 10 à 15 ans	3.6%	4.0%	-20.0%
Emprunts d'Etats USA (\$)	1.5%	0.7%	-9.5%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-2.6%	-4.2%	0.0%
Obligations émergentes (eur)	4.3%	2.7%	-7.1%
Obligations privées Euro Inv.Grade	3.3%	2.9%	-12.0%
Obligations privées Euro Haut Rendt	3.6%	5.3%	-10.6%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	3.0%	2.1%	-20.8%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	3.0%	6.0%	-13.0%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-1.1%	-2.8%	-12.5%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-1.1%	0.8%	-4.0%



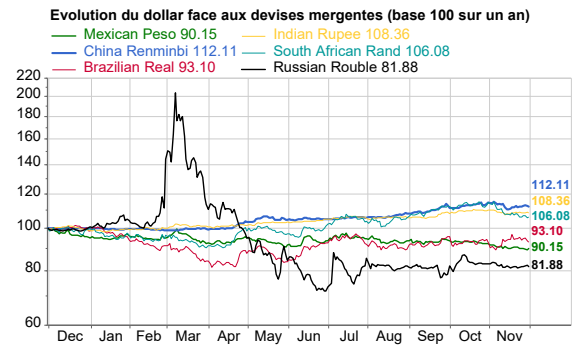
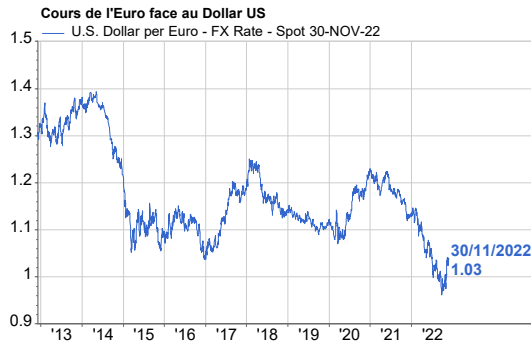
Marchés des Changes et Matières Premières: rebond de l'euro et des métaux.

Le marché des changes a été très volatile avec une inversion de tendance puisque le dollar s'est retourné logiquement à la baisse. Son repli a été général.

Le rebond de l'Euro a été moins large puisque le Yen ou le Franc Suisse se sont renforcés face à lui ainsi que quelques devises émergentes (Won coréen, Thaïlande, Pologne) ou celles de pays producteurs de matières premières (Australie, Norvège, Afrique du Sud).

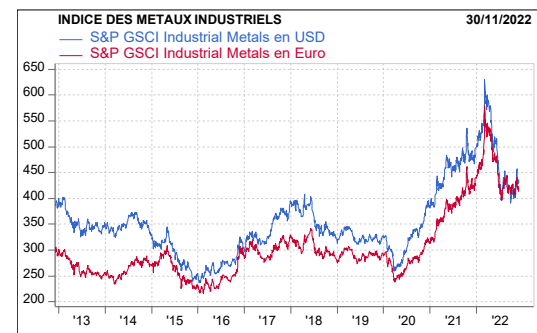
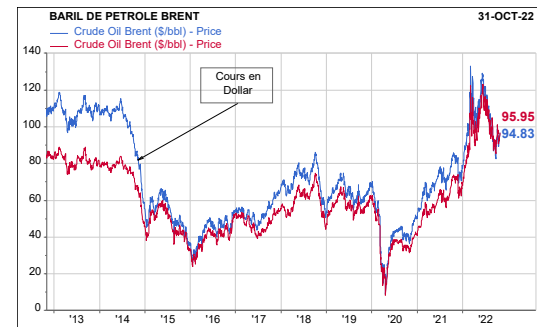
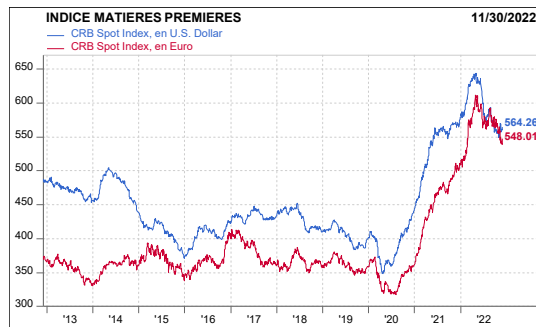
Techniquement, la parité Eur/Dollar, à 1.05/1.06, est proche d'une résistance à court terme.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 30/11/2022	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.03	-4.0%	-4.9%	10.4%
JPY - Japan Yen	143.68	2.2%	-1.3%	-8.9%
CHF - Swiss Franc	0.98	0.8%	-1.7%	5.6%
GBP - Sterling.	0.86	-0.7%	1.5%	-2.9%
BRL - Brazilian Real	5.41	-4.2%	-2.1%	17.0%
RUB - Russian Rouble	62.71	-2.8%	-4.5%	36.0%
INR - Indian Rupee	83.85	-2.4%	-5.0%	0.8%
CNY-Chine Renminbi	7.35	-1.9%	-5.5%	-1.5%



Les cours des métaux industriels ont fortement progressé grâce aux anticipations de reprise d'activité en Chine sous l'impulsion des espoirs d'allègements de la politique sanitaire. L'or a rebondi en symbiose avec la baisse du dollar. Le prix du pétrole a reculé du fait de la réduction des prévisions de consommation mondiale alors que l'OPEP+ maintient la réduction des quotas de production. En Europe, les prix du gaz ont rebondi tout en restant très éloignés de leur plus haut.

Matières Premières - Variation des cours				
Données au 30/11/2022	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Métaux industriels: 448\$	11.9%	-10.2%	7.4%	-0.8%
Pétrole Brent: 85\$	-8.4%	10.6%	-12.1%	22.2%
Produits Agricoles 398\$	-0.9%	5.5%	-4.9%	16.5%
Once d'or: 1753\$	7.0%	-2.9%	2.7%	7.2%



Résultats des entreprises: nouvelle baisse des estimations de bénéfices.

Les prévisions de bénéfice des analystes financiers ont été à nouveau diminuées compte tenu de la légère dégradation des perspectives. Pour 2022 et 2023, elles ont baissé de 0.5% et 1% pour l'indice S&P500 et de 0.1% et 0.9% en Europe. Le recul cumulé atteint maintenant 8% pour l'indice américain pour 2022 et 2023 ce qui semble encore cohérent avec un atterrissage en douceur de la croissance. En Europe, il est très limité, entre 1 et 2%.

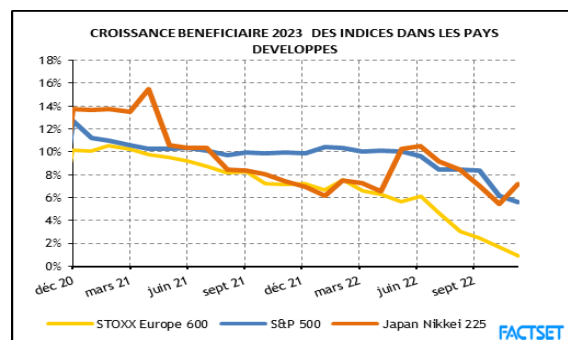
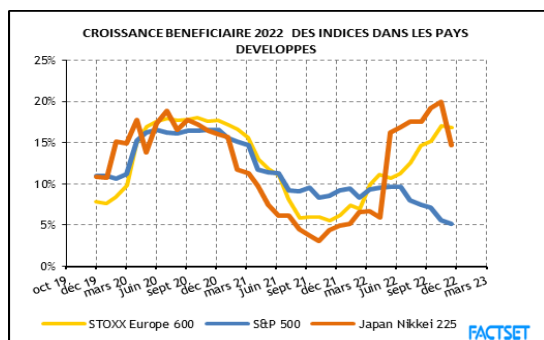
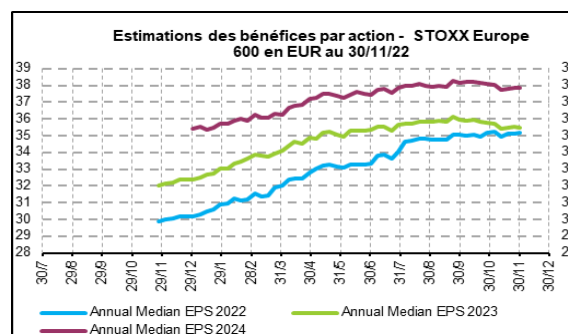
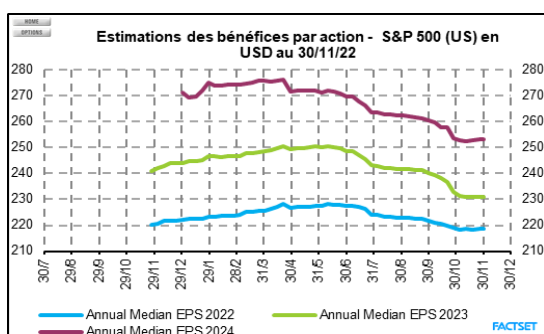
Pour le **S&P500**, la croissance bénéficiaire attendue en 2022 et 2023 se réduit à 5.1% et 5.6% contre 5.7% et 6.5% en octobre. Pour le **Stoxx600**, les bénéfices devraient progresser de 16.9% en 2022 contre 16.6% attendu en octobre. Inversement, pour 2023, la croissance bénéficiaire se réduit à +0.9% contre +1.9% en octobre.

Sur le dernier mois, le nombre de secteurs ayant subi des révisions baissières des estimations bénéficiaires a peu varié. Les plus forts relèvements des estimations de résultats proviennent des secteurs Services Publics, Tourisme & Loisirs, Banques et Automobiles

Les plus fortes révisions baissières concernent encore les secteurs Services Financiers, Technologie, Immobilier, Produits de Base, Santé, Alimentation & Boissons et, pour la première fois depuis 6 mois, le secteur Pétrole & Gaz.

Consensus FactSet au 30/11/22	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations	
	2022(e)	2023(e)	2022(e)	2023(e)
EuroStoxx 50	23.8%	0.1%	0.0%	-0.7%
Stoxx600 Europe	16.9%	0.9%	-0.1%	-0.9%
CAC 40	31.1%	-4.9%	-0.4%	-0.8%
S&P 500	5.1%	5.6%	-0.5%	-1.0%
Nikkei 225	14.7%	7.2%	-1.7%	-1.8%

Révisions bénéficiaires pendant les six derniers mois (moyenne 2022 et 2023)			
Indices au 30/11/2022	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 31/10/2022	Révision sur un mois au 30/09/2022
STOXX Europe 600	-0.4%	-0.6%	0.7%
Service Publics	8.1%	-1.0%	8.0%
Tourisme-Loisirs	2.1%	9.0%	0.6%
Banques	1.3%	1.8%	0.2%
Automobile	0.5%	-0.4%	1.4%
Biens et Serv. Industriels	0.2%	-0.5%	-1.9%
Assurance	0.2%	-3.7%	0.0%
Biens de Conso.non cycl.	-0.2%	-0.1%	-0.6%
Distribution	-0.2%	-0.2%	-2.3%
Media	-0.3%	1.1%	-0.9%
Chimie	-0.7%	-0.5%	-0.2%
Télécommunications	-0.7%	-0.9%	0.0%
Construction & matériaux	-0.7%	-1.6%	0.6%
Alimentation/boissons	-0.9%	-0.6%	0.2%
Santé	-0.9%	-2.4%	1.3%
Produits de base	-1.4%	-7.2%	-0.3%
Pétrole et Gaz	-2.0%	0.2%	4.0%
Immobilier	-2.3%	-5.1%	-3.5%
Technologie	-2.6%	-2.4%	0.5%
Services financiers	-3.3%	5.4%	-1.6%



Evolution des secteurs européens: poursuite du rebond général sans distinction notable.

Le repli de l'inflation US et les espoirs de réouverture de l'activité en Chine ont dopé les indices européens. Les performances des indices de style Value et Croissance ont été proches. Des secteurs cycliques (Produits de Base, Automobile) ou plus risqués (Banque, Assurance) se retrouvent en tête du palmarès, aux côtés de secteurs défensifs

(Consommation non cyclique, Technologie) qui ont bénéficié de la baisse des taux longs.

Mais d'autres secteurs défensifs ont sous-performé comme celui de la Santé, des Media et de l'Alimentation/Boissons.

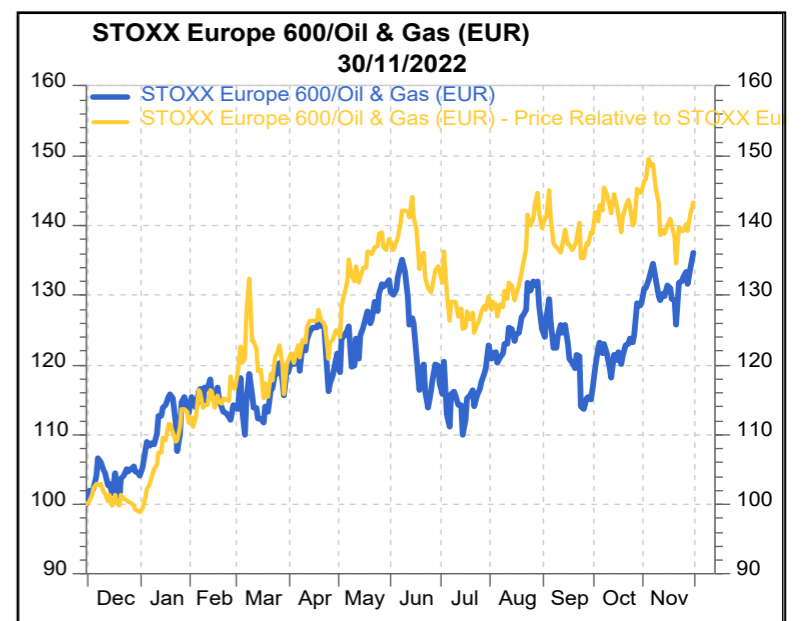
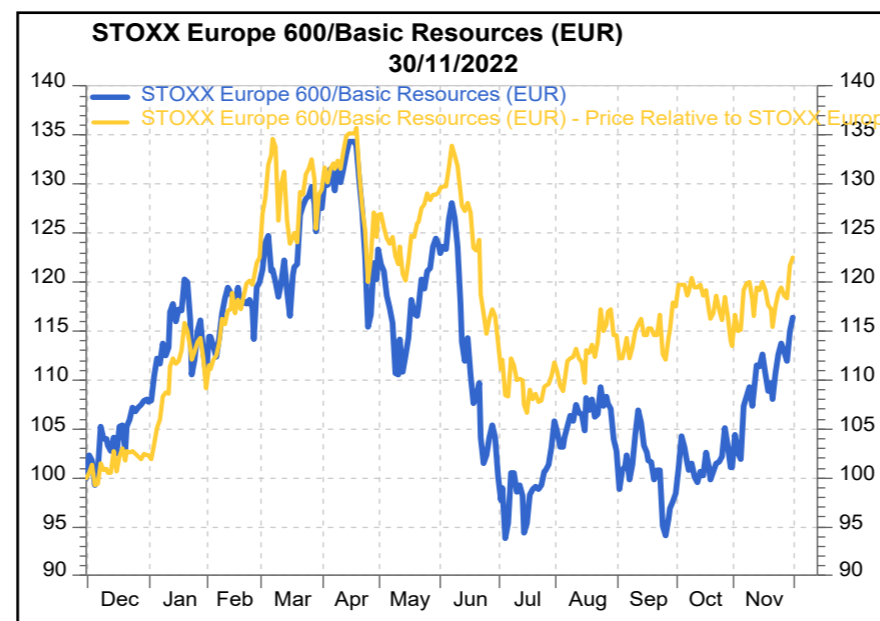
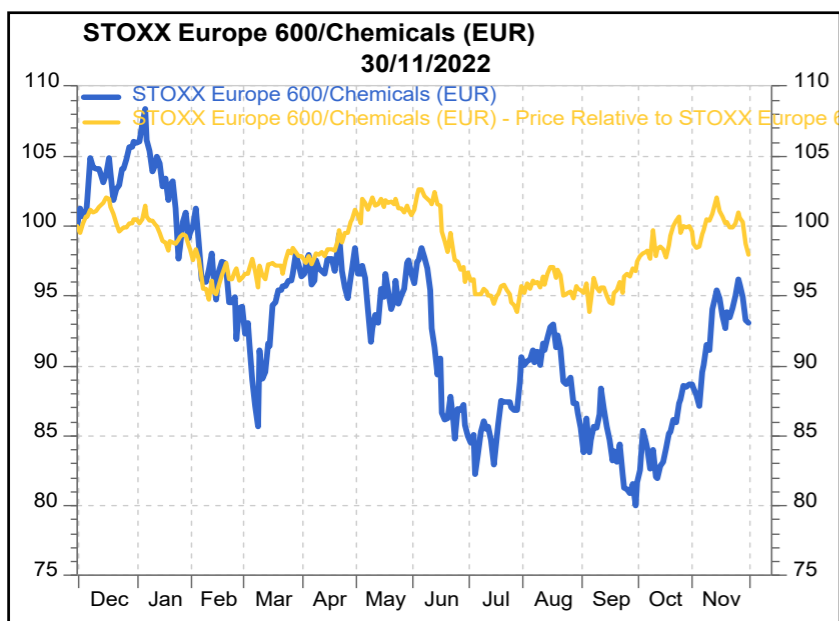
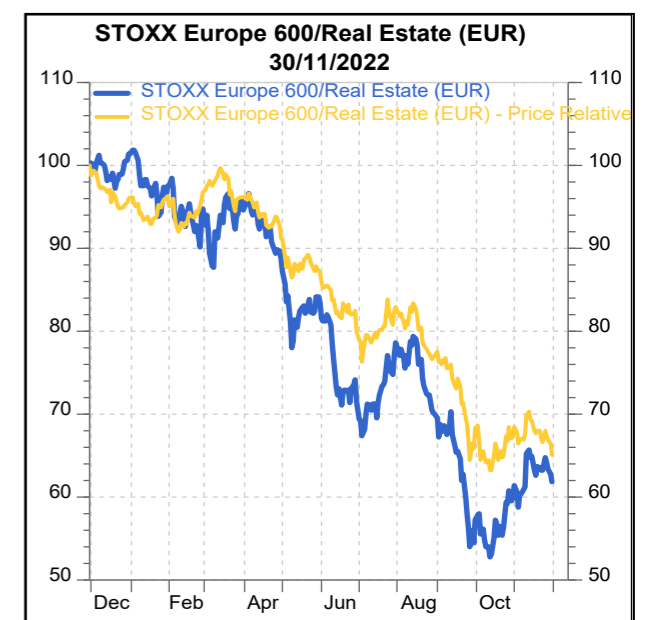
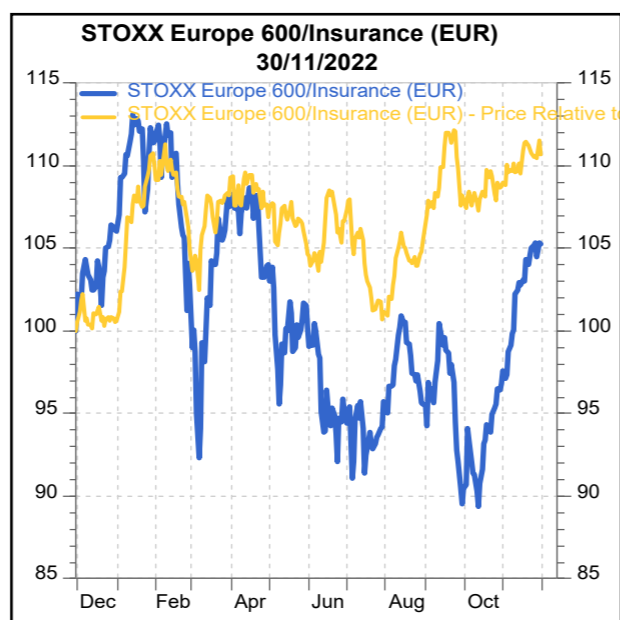
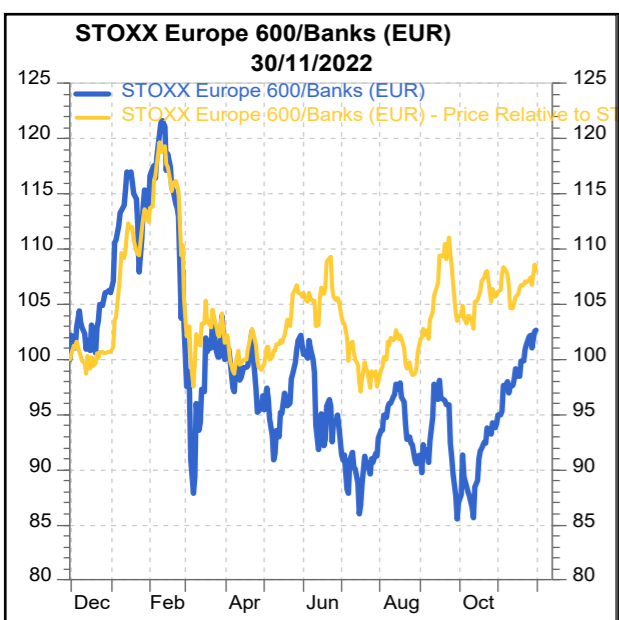
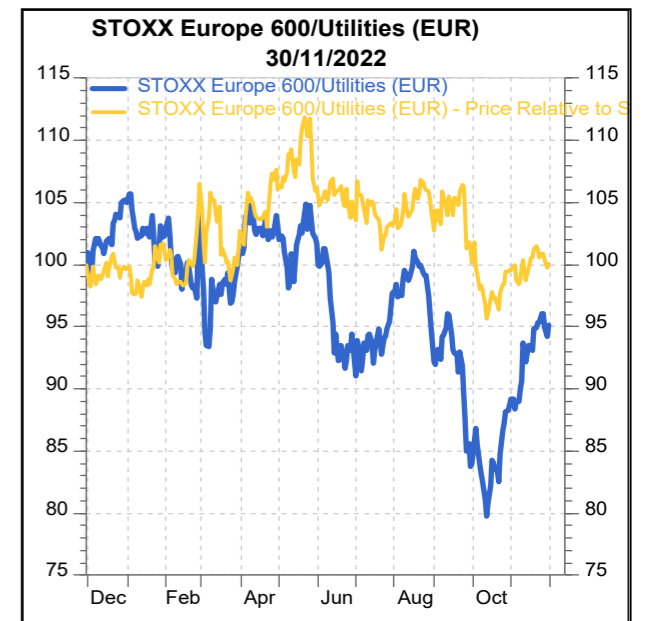
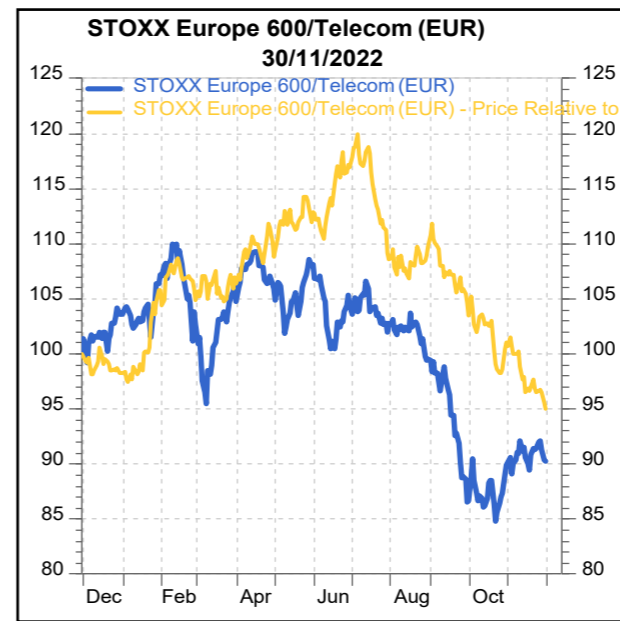
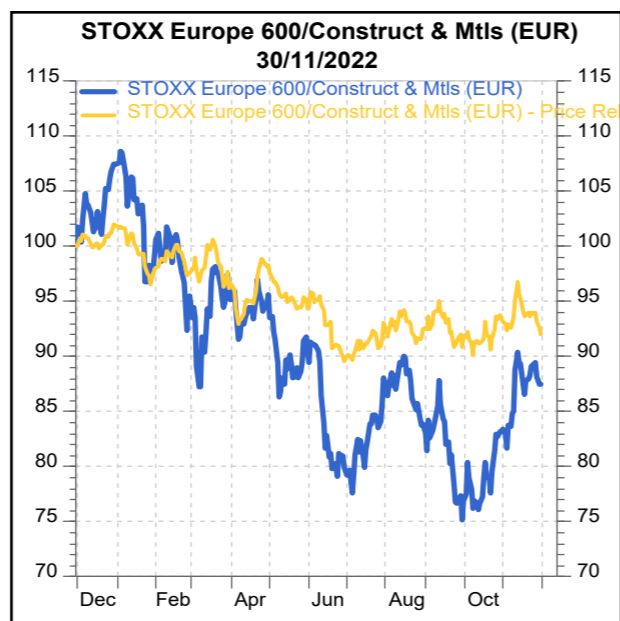
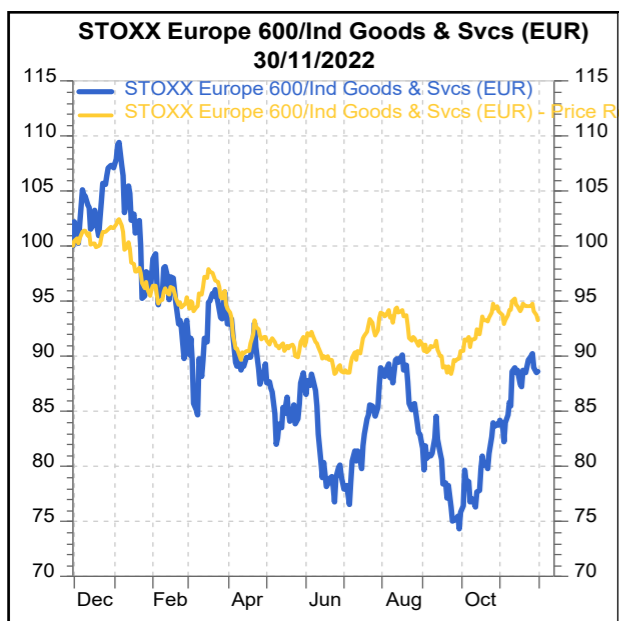
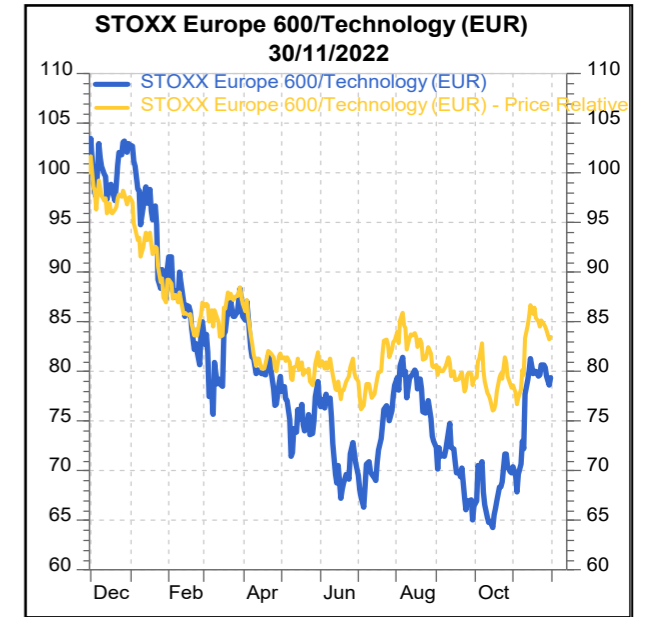
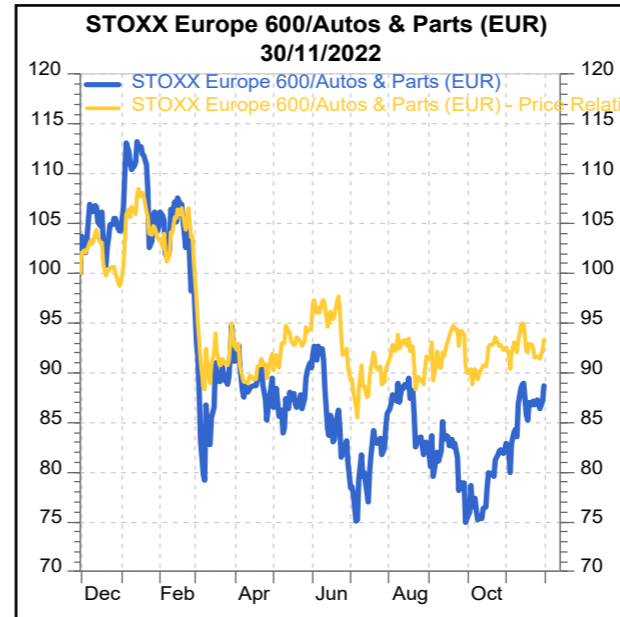
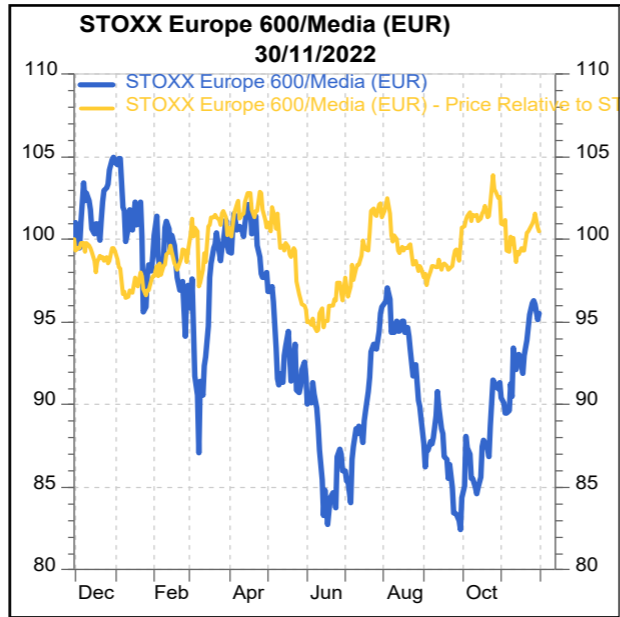
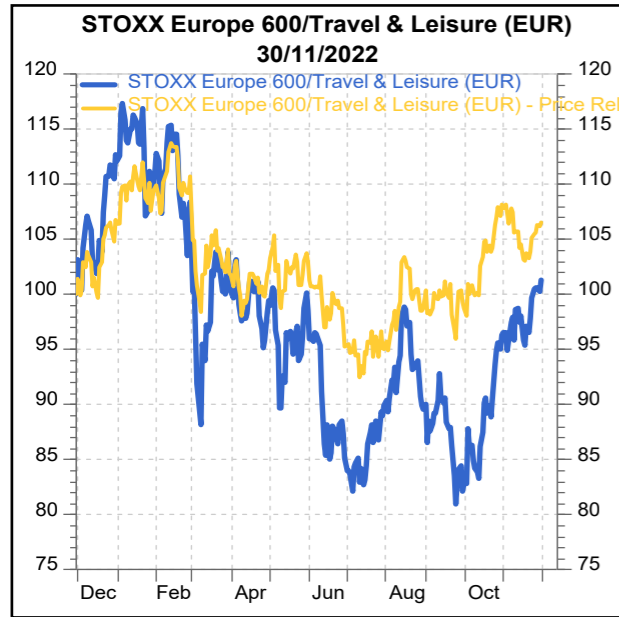
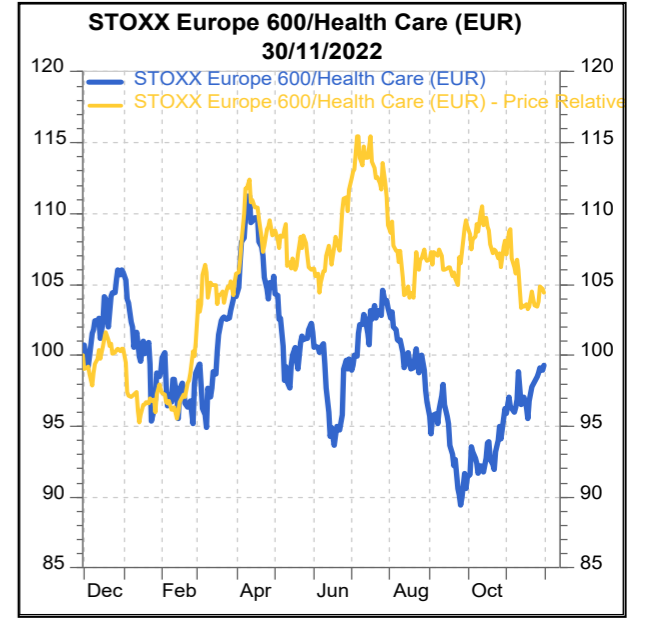
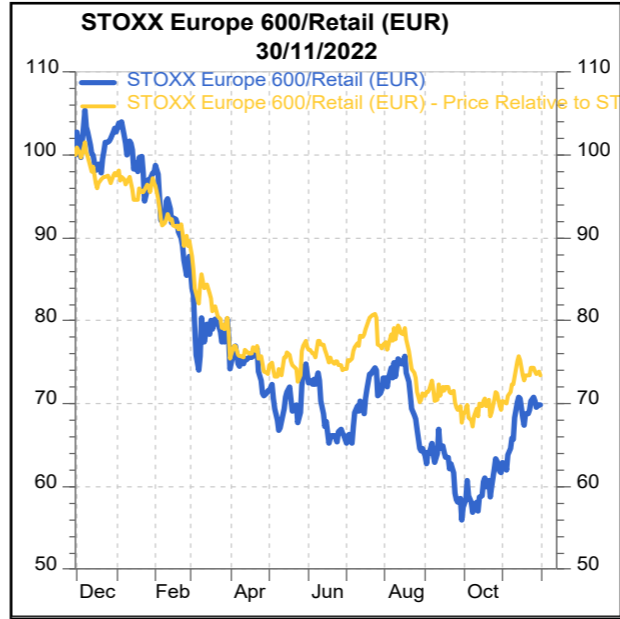
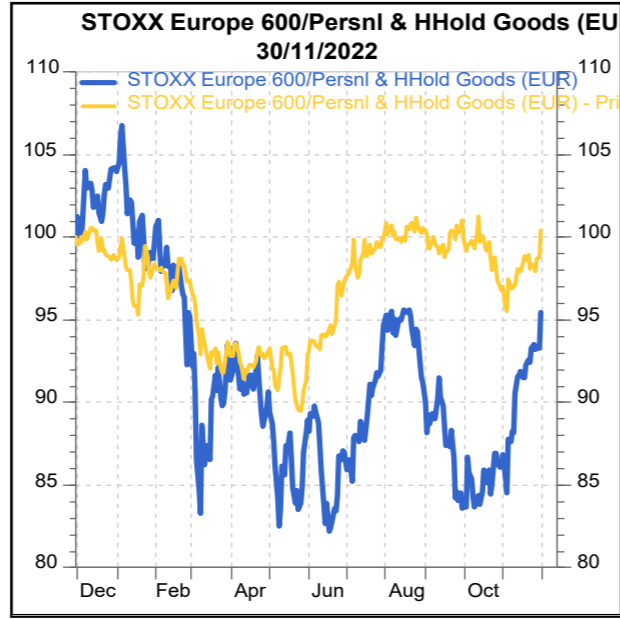
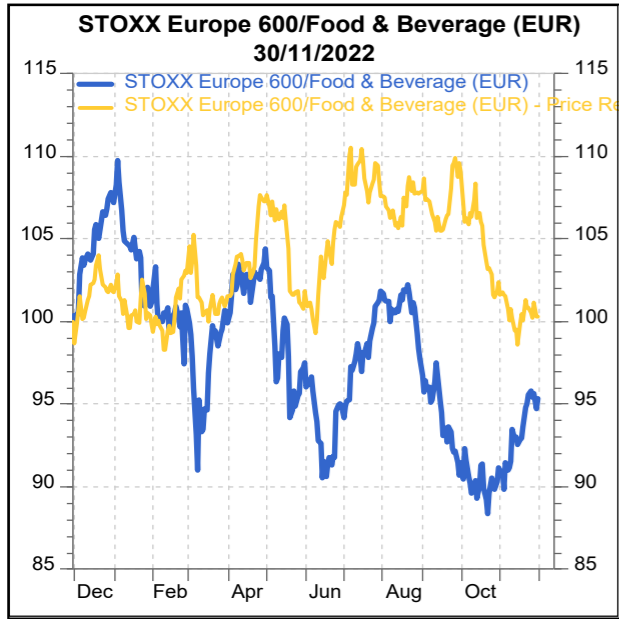
TABEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 30/11/22	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2022	Variation Bén.Net par Act. 2023	PER 2022	Révision 1 mois (%) Bna 2022	Révision 1 mois (%) Bna 2023	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	6.8%	-9.8%	16.9	0.9	12.5	-0.1	-0.9			
Produits de base	15.2%	8.0%	0.2	-32.5	6.0	-3.5	0.5	2.4%	+	+ ↗
Technologie	13.8%	-22.8%	3.6	19.4	25.6	-3.4	-1.7	5.9%	=	-
Distribution	13.3%	-32.1%	5.3	3.1	16.6	0.3	-0.8	0.7%	= ↗	= ↗
Biens de Conso.non cycl.	10.8%	-8.2%	12.2	8.4	20.6	0.0	-0.6	9.0%	=	=
Banques	9.0%	-3.2%	6.5	8.4	7.4	1.8	1.0	7.9%	+	+ ↗
Assurance	8.7%	-0.7%	-8.5	32.4	12.5	0.7	-0.2	5.2%	+	+
Automobile	7.9%	-14.9%	19.4	-15.3	5.0	2.1	-0.8	2.2%	=	=
Service Publics	7.3%	-9.4%	-21.8	56.0	20.5	15.8	-0.3	4.1%	-	=
Services financiers	6.9%	-20.8%	-39.6	7.7	11.9	-4.2	-2.4	3.5%	= ↗	-
Biens et Serv. Industriels	5.8%	-17.2%	14.3	-5.1	15.4	0.1	-1.0	11.6%	+ ↗	-
Pétrole et Gaz	5.6%	30.6%	131.1	-16.0	5.2	-1.8	-2.5	5.4%	= ↘	+
Construction & matériaux	5.2%	-18.5%	-1.7	0.9	14.1	-0.2	-0.8	3.2%	=	-
Tourisme-Loisirs	5.2%	-9.7%	170.5	53.1	25	1.1	-0.8	1.0%	+	= ↗
Chimie	5.0%	-12.1%	10.8	-15.1	14.2	-0.7	-0.6	3.6%	= ↘	=
Alimentation/boissons	4.6%	-11.1%	12.6	7.9	20.7	-0.8	-0.9	5.5%	-	=
Media	4.6%	-8.8%	10.9	13.0	19.2	0.2	-0.7	1.5%	= ↘	=
Santé	3.1%	-6.2%	7.0	8.0	18.0	-0.6	-1.0	15.7%	=	+
Immobilier	3.1%	-39.0%	12.3	0.8	13.2	1.0	-6.8	1.6%	-	-
Télécommunications	0.4%	-12.8%	51.7	3.9	13.3	0.3	-1.6	3.2%	-	- ↘

La bonne orientation générale des marchés européens a permis de redresser presque toutes les tendances sectorielles à l'exception de celles des secteurs Télécommunications, Immobilier et Alimentation/Boissons qui restent neutres.

Le secteur Bien et Services industriels a retrouvé une tendance plus positive. A l'inverse, la tendance du secteur Santé s'est détériorée de neutre à négative. Enfin, les secteurs Pétrole et Gaz, Chimie, Media ont vu leur tendance se dégrader de positive à neutre, et inversement pour les secteurs Distribution, Technologie et Services Financiers.

Du côté des tendances sectorielles relatives, de nombreux changements sont également intervenus.

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



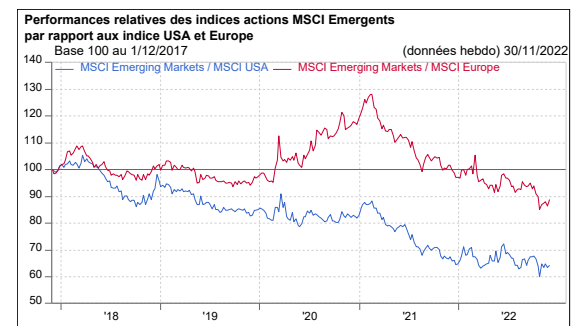
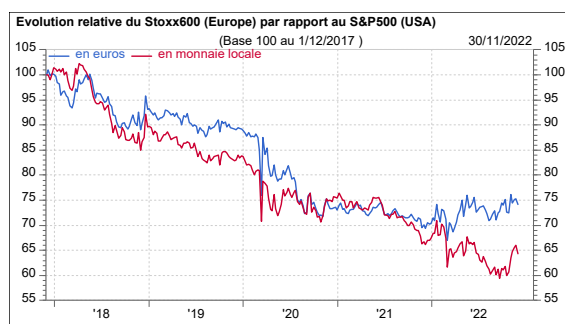
Evolution des marchés actions et des valorisations: poursuite du rebond des Bourses

Les indices boursiers ont conclu le mois de novembre par une nouvelles hausse grâce au premier repli des chiffres d'inflation américains et aux espoirs de réouverture de l'activité en Chine.

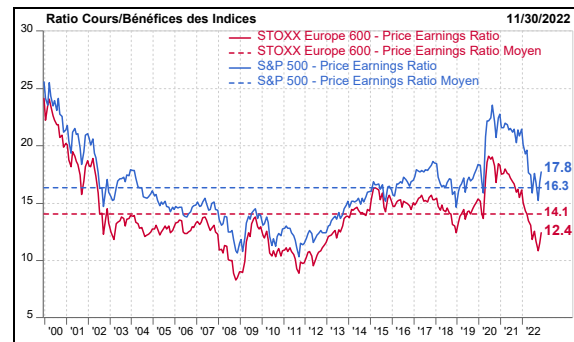
La performance des actions américaines a été amputée par la baisse du dollar face à l'euro (4%). En devises locales, USA, Europe et Japon font jeu égal.

Les bourses des pays émergents ont peu brillé. La Chine a fait exception avec une très forte reprise qui permet à l'indice des pays émergents de surperformer ceux des pays développés en rattrapant une partie de son retard depuis le début de l'année.

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMÉS EN EUROS			
Données au 30/11/2022	Variation Mois	Variation début trim.	Variation Année
MSCI World Index	2.5%	8.8%	-7.0%
MSCI USA	1.0%	8.0%	-6.9%
MSCI Europe	6.7%	13.3%	-8.6%
MSCI Japan	5.2%	7.4%	-10.1%
MSCI Emerging Markets	10.0%	5.6%	-12.8%
MSCI AC Asia Pacific ex JP	12.7%	7.0%	-10.7%
MSCI EM Latin America	-4.8%	3.4%	15.8%
MSCI EM Eastern Europe	11.5%	25.0%	-82.0%
MSCI Brazil	-8.5%	-1.6%	16.5%
MSCI Russia	-2.7%	-4.5%	-100.0%
MSCI India	0.9%	2.5%	6.6%
MSCI China	24.4%	2.5%	-19.8%

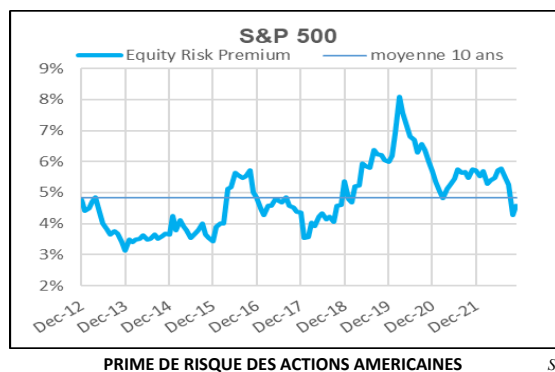


Depuis le 31 octobre dernier, le PER à 12 mois des actions américaines est remonté de 5.5% (de 16.9 à 17.8) alors que les prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont baissé de 0.2%. En Europe, le PER a progressé de 7.5% (de 11.5 à 12.4), quand les bénéfices estimés diminuaient de 0.7%. A nouveau, le redressement des PER est le seul responsable du rebond des indices et cela témoigne du maintien de la confiance des investisseurs, au moins à court terme.



La prime de risque s'est très légèrement tendue aux Etats-Unis de 4.3% à 4.6%. Cette évolution traduit que la hausse des actions n'a pas intégré la totalité de la baisse des taux longs. En Europe, la prime de risque est restée stable à 5%. La hausse des actions a intégré en totalité la baisse des taux longs. Dans les deux cas, la prime de risque est inférieure à sa

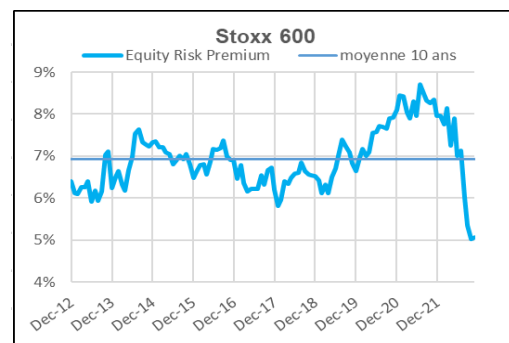
moyenne sur 10 ans, ce qui rend les actions un peu chères par rapport aux obligations par comparaison sur cette période. Sur un période plus longue (50 ans), cette prime de risque reste encore élevée par rapport à la norme (les actions restent peu chères par rapport aux obligations).



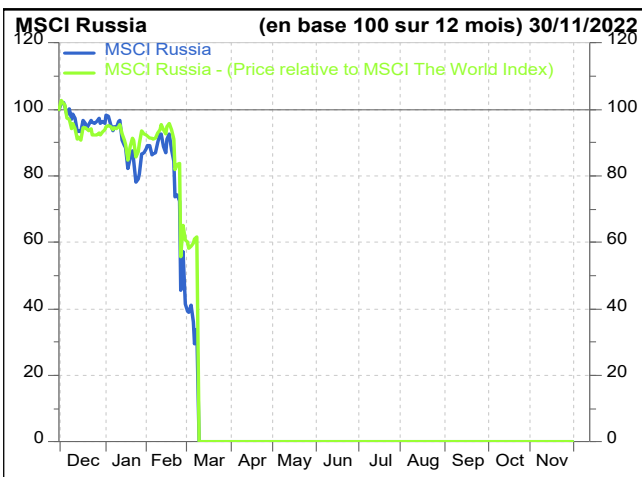
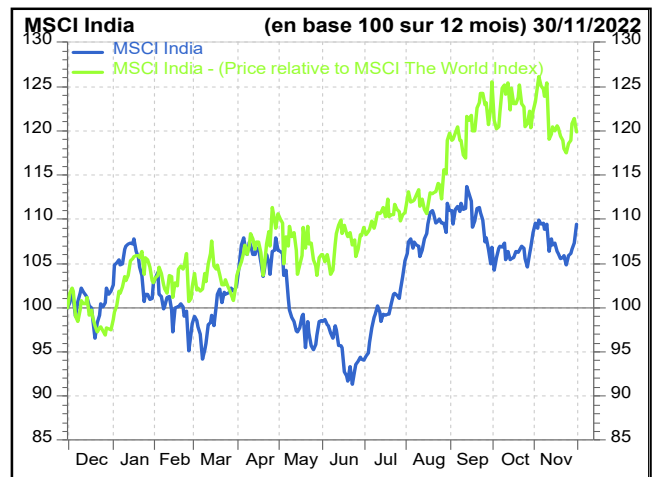
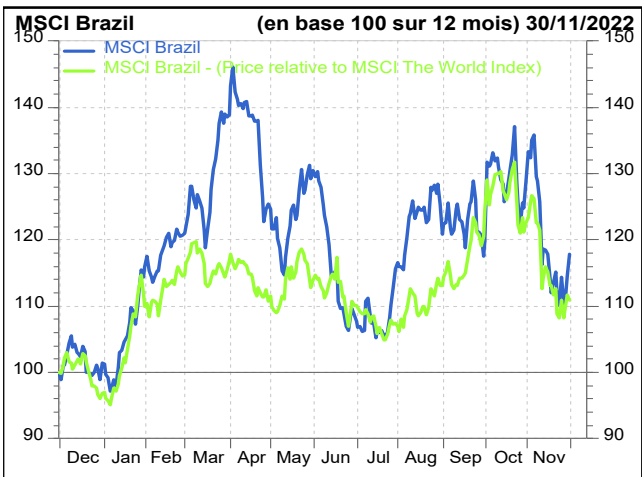
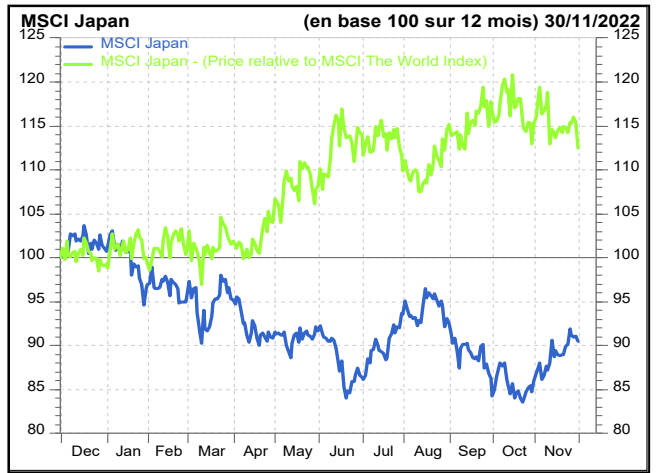
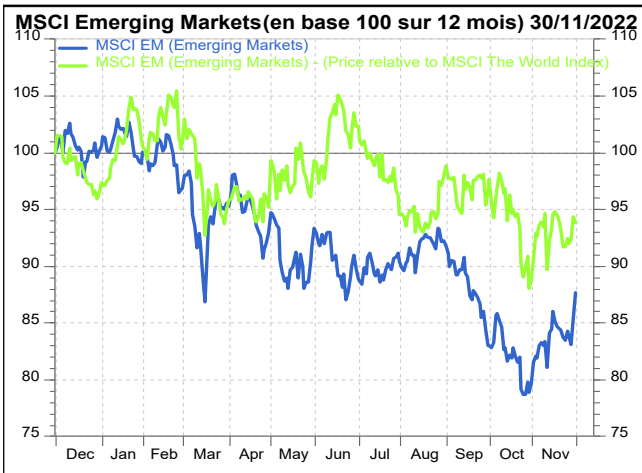
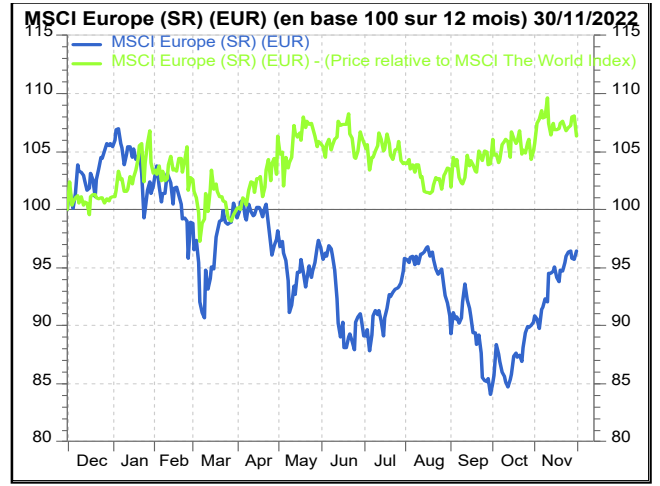
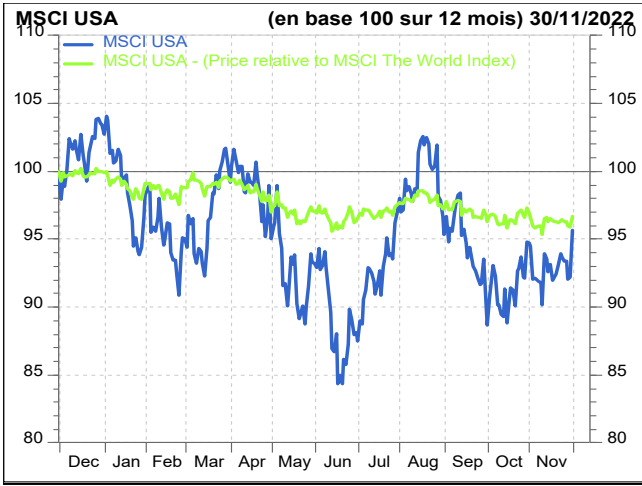
PRIME DE RISQUE DES ACTIONS AMERICAINES

Source Factset

↑ Actions chères
↓ Emprunts d'Etat chers



PRIME DE RISQUE DES ACTIONS EUROPEENNES



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

Les marchés ont considéré que le pic d'inflation avait été atteint après la publication des chiffres du mois d'octobre. Si cela se confirme, les taux d'intérêt de la Fed ne dépasseront pas le niveau anticipé aujourd'hui soit 5%. De plus, la Fed pourra effectivement commencer à ralentir son rythme de hausse. Les indices actions ont acté cette hypothèse et ont progressé alors que les taux à 10 ans ont reflué.

Les incertitudes n'ont pas disparu pour autant. Le changement d'attitude de la FED sera très progressif et fonction du ralentissement réel de l'inflation. Du maintien ou non de taux élevés pendant une période trop longue dépendra le devenir de la croissance américaine : **atterrissage en douceur ou ralentissement plus prononcé**. Il est prématuré de privilégier l'un ou l'autre.

Cependant, l'espoir d'un flux continu de bonnes nouvelles (désinflation, Chine, prix de l'énergie) pourrait éviter aux indices actions de retrouver leur point bas de cette année, en l'absence de choc exogène. De même, les taux à 10 ans américains ne devraient pas dépasser leur point haut à 4.30%. Ces conditions pourraient durer quelques mois même si des déceptions temporaires peuvent survenir.

Dans ce contexte, les marchés actions européens qui ont fortement rebondi sont susceptibles de connaître une consolidation ou une petite baisse d'autant que la BCE gardera peut-être une attitude moins conciliante que la FED. En revanche, les indices américains pourraient encore progresser pour combler leur retard grâce un élément plus favorable. En effet, les estimations de bénéfices pour 2023 des actions américaines ont déjà été révisées en baisse de 8%, intégrant davantage les conséquences d'un ralentissement, contrairement aux actions européennes dont les estimations de résultats n'ont été abaissées que de 1 à 2%.

La visibilité reste faible au-delà du printemps prochain. C'est pourquoi nous avons préféré figer nos prévisions pour les indices à partir du 2^{ème} trimestre 2023. A cette échéance, les indices européens pourraient s'établir 2 à 3 % au-delà des niveaux actuels. Les indices américains nous semblent disposer d'un potentiel de hausse plus important (+17%).

Nous pourrions relever ces prévisions l'année prochaine si des signaux plus forts de désinflation apparaissaient. En revanche, d'ici à la fin de l'année, la progression des indices européens et américains devrait rester faible voire négative.

Nous estimons qu'il n'est pas opportun de remonter les niveaux d'investissement en actions des portefeuilles. Nous conseillons de profiter des épisodes de volatilité pour le faire ou pour continuer

à acheter des actions pour les portefeuilles très peu investis.

Nous n'avons pas modifié nos opinions sur les actions. A court terme, nous gardons notre opinion Neutre et nous surpondérons à moyen terme les actions européennes et américaines. Nous restons à Neutre sur les autres zones géographiques, à l'exception de l'Europe de l'Est que nous sous-pondérons à court et moyen terme.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 30/11/2022	Prévision 31/12/2022	Prévision 30/06/2023
CAC40	6738.55	6600 ↗	6800 →
Eurostoxx 50	3964.72	3900 ↗	4000 →
S&P 500	4080.11	4100 ↗	4600 →
Nikkei	27968.99	29000 ↗	29500 ↗
Emprunts		à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	1.96	1.75 ↘	2.25 →
Taux 10 ans \$	3.70	3.50 ↘	4.00 →
Taux 10 ans Yen	0.25	0.25 →	0.25 ↘
Taux BCE	1.50	2.25 →	2.50 →
Taux FED	4.00	4.75 →	5.00 ↗
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →
Monnaies		à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.03	1.05 ↗	1.00 →
Dollar/yen	139.54	133 ↘	145 ↘

Nous avons relevé nos notes sectorielles, à court ou moyen terme, sur six secteurs cycliques, financiers ou très dépréciés. Nous avons abaissé celles de quatre secteurs (Pétrole, Télécommunications, Chimie et Media).

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

Nous adoptons une opinion Neutre à court terme et conservons l'opinion Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. Nous avons relevé à Neutre à court terme, en Europe les emprunts d'Etats périphériques, le Crédit à haut rendement et les obligations convertibles.

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	Neutre	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	Neutre	Sous pondérer	↘	↘
Emprunts d'Etat USA (non couverts)	Neutre	Neutre	↘	↗
Emprunts d'Etat Europe AAA	Neutre	Sous pondérer	↗	↘
Emprunts d'Etat Europe non AAA	Neutre	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)	Neutre	Sous pondérer	↗	↘
Obligations Convertibles Europe	Neutre	Sous pondérer	↗	↘
Sicav monétaires et liquidités	Neutre	Neutre	↗	↗
Euro/Dollar	Neutre	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: prise de bénéfices sur les actions.






































Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin novembre, nous avons abaissé notre exposition en actions (Europe et Emergents). En parallèle, nous avons

relevé le poids des produits monétaires et de taux (emprunts d'Etat, du Crédit et des multi-stratégies obligataires) et réduit celui des produits Inflation.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	49.4	↘	51.8	50.4	
	Etats-Unis	0	20	14.9	↗	14.4	14.6	64%
	Europe	10	60	28.6	↘	31.0	29.7	
	Japon	0	10	1.0		1.0	1.0	100%
	Pays Emergents	0	10	4.9	↘	5.3	5.1	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	34.0	↗	32.8	33.6	
	Multi stratégie obligataire	0	30	19.3	↗	18.3	18.9	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.1		1.1	1.1	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	5.7	↗	5.2	5.3	74%
	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	2.1	↗	1.3	1.3	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	3.4	↘	4.6	4.6	
Obligations Convertibles Europe	0	15	0.8		0.8	0.8		
LIQUIDITES/DEVISES/MATIERESPREMIERES		0	60	16.6	↗	15.4	16.0	

VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 30/11/2022

Indices		Dernier	Perf.	Perf.	Perf.	PER	PER	BNA	BNA	Rendt Net 2022
		Cours (Dev Locale)	depuis début mois	depuis début trim.	depuis le 1er janvier	2022 moyen	2023 moyen	Var 2022	Var 2023	
DJ Stoxx 600		440.04	6.75%	13.46%	-9.79%	12.5 x	12.3 x	12.5%	8.0%	3.5%
DJ Stoxx 50		3795.90	7.12%	13.93%	-0.59%	12.9 x	12.7 x	23.0%	15.8%	3.4%
DJ Euro Stoxx 50		3964.72	9.60%	19.48%	-7.76%	12.4 x	12.4 x	18.3%	8.1%	3.4%
DJ Stoxx Large 200		453.77	6.69%	13.32%	-6.78%	11.9 x	12.1 x	20.2%	12.1%	3.5%
DJ Stoxx Mid 200		472.74	7.19%	14.09%	-19.53%	14.7 x	12.9 x	-17.4%	-4.9%	3.6%
DJ Stoxx Small 200		303.72	6.66%	13.96%	-24.02%	14.9 x	13.9 x	-7.5%	-6.2%	3.0%
STOXX Europe TMI		430.20	6.71%	13.47%	-10.55%	12.2 x	12.2 x	11.5%	5.5%	3.5%
STOXX Europe TMI Growth		2857.62	6.72%	12.05%	-16.09%					
STOXX Europe TMI Value		1391.51	7.05%	15.96%	-3.38%					
STOXX TMI Large Cap Growth		2611.32	6.73%	11.71%	-12.70%					
STOXX Large Cap Value		1179.50	7.17%	16.24%	0.30%					
STOXX TMI Mid Cap Growth		3472.62	6.54%	12.82%	-27.73%					
STOXX TMI Mid Cap Value		2533.91	6.88%	15.88%	-11.37%					
STOXX TMI Small Cap Growth		4889.06	7.03%	14.51%	-28.64%					
STOXX TMI Small Cap Value		2512.81	6.55%	14.33%	-13.36%					
Dow Jones (US)		34589.77	5.67%	20.41%	-4.81%	19.0 x	17.3 x	-5.4%	-4.7%	2.2%
S&P 500 (US)		4080.11	5.38%	13.79%	-14.39%	18.1 x	17.1 x	-1.6%	-5.4%	1.7%
NASDAQ Composite (US)		11468.00	4.37%	8.44%	-26.70%	26.6 x	23.2 x	-16.9%	-20.0%	1.0%
Russell 2000 (US)		4688.62	2.15%	13.33%	-15.98%					
Nikkei 225 (JP)		27968.99	1.38%	7.83%	-2.86%	12.7 x	12.2 x	3.7%	1.4%	2.2%
TOPIX 500 (JP)		1985.57	2.91%	8.15%	-0.34%					
CAC 40		6738.55	7.53%	16.94%	-5.79%	11.7 x	12.4 x	26.3%	14.6%	3.2%
SBF 120		5161.32	7.08%	16.37%	-6.93%	13.1 x	12.5 x	11.5%	9.5%	3.1%
SBF 250		5056.02	7.03%	16.29%	-7.08%	13.1 x	12.5 x	11.2%	-3.9%	3.1%
CAC Mid 60		13549.67	5.29%	14.09%	-12.67%	12.6 x	11.6 x	-3.3%	-3.9%	3.7%
CAC Small		11892.05	1.75%	7.98%	-20.15%	23.7 x	18.1 x	-11.6%	-14.3%	1.9%
DAX Price Return (DE)		5887.67	8.63%	18.84%	-12.25%	11.5 x	11.5 x	4.0%	-4.3%	3.4%
SMI (CH)		11127.77	2.77%	8.38%	-13.58%	18.1 x	15.7 x	-18.2%	-9.4%	3.2%
Ibex 35 (ES)		8363.20	5.11%	13.53%	-4.02%	10.1 x	11.4 x	17.6%	-1.8%	4.5%
FTSE MIB		24610.29	8.64%	19.18%	-10.01%					
FTSE 100 (GB)		7573.05	6.74%	9.85%	2.55%	9.9 x	9.9 x	27.2%	21.4%	4.2%
CECE Index (EUR. EST)		1317.74	11.68%	24.47%	-24.27%	5.7 x	7.5 x	35.0%	11.5%	5.2%
RTS Interfax (Russie)		955.46	0.00%	0.00%	-40.13%					
SSE Composite Index - Price		3151.34	8.91%	4.20%	-13.42%					
Sensex 30 (IN)		63099.65	3.87%	9.88%	8.32%					
Bovespa (BR)		112486.01	-3.06%	2.23%	7.31%	6.4 x	7.3 x	24.5%	6.2%	6.6%
Merval Bench (AR)		168525.30	12.40%	21.14%	101.83%					
IPC (Mexbol) Bench (MX)		51684.86	3.53%	15.82%	-2.98%	14.5 x	13.8 x	-1.4%	-5.9%	3.5%