



Stratégie d'Investissement – Janvier 2023

Le match entre l'inflation et les Banques centrales entretient l'attentisme.

Les marchés financiers font du sur-place depuis début décembre non sans une certaine volatilité. Après plusieurs mois de hausse des actions et de repli des taux longs, la probabilité d'une consolidation se faisait plus forte. Celle-ci est intervenue au cours du mois après les réunions de la FED et de la BCE. Malgré la confirmation du reflux progressif de l'inflation en Europe et aux Etats-Unis, les autorités monétaires refusent de baisser la garde. Leurs mises au point ont accentué la remontée des taux d'intérêt à long terme. Les indices actions se sont repliés de 5 à 8% en quelques semaines. Mais le calme est revenu assez rapidement grâce à quelques nouvelles positives. Les événements du mois n'ont pas modifié grandement les perspectives générales. La croissance mondiale sera modérée cette année mais le scénario central reste celui d'une récession courte et de faible ampleur au cours du 1^{er} semestre en Europe et aux Etats-Unis. Les facteurs de résilience sont toujours présents mais l'évolution de l'inflation reste primordiale pour les Banques centrales qui pourraient encore décevoir les investisseurs. Ce contexte devrait limiter la progression des indices actions à court terme après leur rebond récent qui les a ramenés au niveau de début décembre. Les conditions d'une hausse durable des actions ne sont toujours pas réunies et le potentiel nous semble très réduit à court terme en Europe. Les indices américains, dont les évolutions ont été plus négatives, nous semblent plus abordables. La visibilité ne devrait s'améliorer qu'à partir du printemps prochain. C'est pourquoi nous ne relevons toujours pas nos prévisions pour les indices. 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 et de repli pour le faire ou pour continuer à acheter des actions pour les portefeuilles très peu investis.

Les marchés financiers font du sur-place depuis début décembre non sans une certaine volatilité.

Après plusieurs mois de progression des actions et de repli des taux longs, la probabilité d'une consolidation se faisait plus forte. Celle-ci est intervenue au cours du mois après les réunions de la FED et de la BCE. En effet, les commentaires des banquiers centraux ont déçu les investisseurs. Malgré la confirmation du reflux progressif de l'inflation en Europe et aux Etats-Unis, les autorités monétaires refusent de baisser la garde.

Aux Etats-Unis, les anticipations du taux terminal de la FED semblaient réalistes à 5.25% mais la FED a douché les espoirs de ceux qui attendaient une baisse des taux dès cette année. Or, plus la FED maintient longtemps ses taux à un niveau élevé, plus le risque de ralentissement économique prononcé augmente. Peut-elle changer de position ? Oui, si le chômage remontait sensiblement ou si l'inflation baissait beaucoup plus rapidement. Ce n'est pas le cas aujourd'hui et il est très difficile d'évaluer quand ces conditions se mettront en place. La BCE a été plus radicale puisqu'elle a signifié que ses taux monteraient davantage que les attentes des marchés qui ont revu en hausse leurs prévisions pour son taux de dépôt de 2.25 % à 2.50% au cours du 2nd trimestre.

Ces mises au point ont bien entendu accentué la remontée des taux d'intérêt à long terme. Les

indices actions se sont repliés de 5 à 8% en quelques semaines. Mais le calme est revenu assez rapidement grâce à quelques nouvelles positives. Sans doute sous la pression des manifestations populaires, la Chine a annoncé officiellement un abandon progressif mais assez rapide des mesures sanitaires (tests, quarantaines, confinements) qui ont pesé sur l'activité depuis cet été. En Europe, les statistiques publiées ont fait état d'une risée de croissance, favorisée par la douceur des températures et le reflux des prix du gaz. Plus récemment, les chiffres de l'inflation aux Etats-Unis et en Europe en ont confirmé la décrue, ce qui a permis aux indices actions européens de retrouver en début d'année leurs niveaux de début décembre. Les actions américaines ne sont pas dans la même situation, restant en retard alors que le cycle est en avance par rapport à l'Europe et que le contexte global nous semble plus favorable. Cette divergence provient sans doute de la composition des indices américains, plus lourdement chargés en valeurs de type Nasdaq ou GAFAM qui pèsent sur les tendances de secteurs importants comme la Technologie, les Services de Communications ou les Biens et Services de Consommation. Ces valeurs ont déjà fortement reculé à l'image de Tesla, d'Amazon ou de Meta (ex Facebook) mais le mouvement de prises de bénéfices touche maintenant Apple ou Microsoft. Inversement, les indices européens

comptent davantage de valeurs cycliques ou financières dont les cours avaient davantage escompté un ralentissement économique prononcé et qui commencent à se redresser.

Les évènements du mois n'ont pas modifié grandement les perspectives générales.

Selon le consensus des économistes, la croissance mondiale sera modérée cette année mais le scénario central reste celui d'une récession courte et de faible ampleur au cours du 1^{er} semestre en Europe et aux Etats-Unis. Les facteurs de résilience sont toujours présents et l'évolution de l'inflation reste primordiale. La réouverture de la Chine est un point positif mais celle-ci était déjà attendue et la forte augmentation des cas de Covid peut encore ralentir les allègements prévus et préoccuper les investisseurs.

Après la mise au point des Banques centrales, la tendance des taux longs nous semble toujours orientée à la hausse en Europe et dans une moindre mesure aux Etats-Unis où elle a peut-être marqué un sommet à 4.3%. Cependant, le mouvement touchera bientôt à son terme et il influencera moins les actions contrairement aux politiques monétaires susceptibles de décevoir à nouveau les investisseurs.

Le mouvement de révision à la baisse des estimations de bénéfices se poursuit. Il a atteint 8% pour les actions du S&P500 et 3% pour l'indice Stoxx600 Europe. C'est insuffisant eu égard au ralentissement attendu de l'activité et cela devrait ralentir ou limiter l'avancée des indices tant que le pivot des Banques centrales n'est pas en vue (c'est-à-dire l'arrêt puis la baisse de leurs taux). Quand celui-ci se rapprochera, c'est la hausse des multiples de capitalisation (PER) qui devrait entretenir la progression des indices dans le courant de l'année. La valorisation des actions est redevenue acceptable voire abordable pour des valeurs très cycliques ou certaines valeurs de croissance. Ceci devrait constituer un soutien pour les actions et l'essentiel de la baisse des indices est sous doute fait. Il ne faut toutefois pas exclure un mouvement de repli d'autant que le contexte géopolitique reste incertain.

En résumé, la situation semble devenir progressivement plus favorable pour les marchés actions mais leur remontée récente les a ramenés au niveau de début décembre. Or, les conditions d'un rebond durable des actions ne sont toujours pas réunies et **le potentiel nous semble très réduit**

Achévé de rédiger le 6 janvier 2023.

à court terme en Europe. Les indices américains, malgré les évolutions négatives que nous avons signalées, nous semblent plus abordables.

La visibilité ne devrait s'améliorer qu'à partir du printemps prochain. C'est pourquoi nous ne relevons toujours pas nos prévisions pour les indices. Nous les avons même un peu abaissées pour les indices américains et japonais. Par rapport à celles-ci, les indices européens présentent un potentiel de hausse proche de zéro à fin juin et de quelques pourcents à fin décembre. Le potentiel des indices américains et japonais est plus élevé.

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 et de repli 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 très peu modifié nos notes sectorielles. Nous avons abaissé celle des Services Financiers à court terme à Sous-pondérer et relevé celle de la Distribution à Surpondérer et celle des Services Publics à Neutre.

Nous maintenons une opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. Nous avons relevé à Neutre à moyen terme, en Europe, le Crédit à haut rendement et les obligations convertibles.

Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin décembre, nous avons relevé notre exposition en actions (Europe et Etats-Unis) pour compenser l'effet de la baisse des cours. Nous avons allégé le poids des produits de taux (emprunts d'Etat américains, produits Inflation) et renforcé les multi-stratégies obligataires.

Nous présentons à nos lecteurs tous nos Vœux de bonne et heureuse Année !

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 scénario d'une récession courte et de faible ampleur en 2023 reste d'actualité.

Malgré la poursuite d'une certaine résilience de l'activité en fin d'année, les prévisions de la croissance pour 2022 ont été abaissées, sauf aux Etats-Unis, ainsi que pour 2023. La croissance mondiale sera faible cette année mais le scénario central reste celui d'une récession courte et de faible ampleur au cours du 1^{er} semestre en Europe et aux Etats-Unis.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2021	Rév.	2022	Rév.	2023	Rév.
Etats-Unis	5.7%	-	1.9%	0.1%	0.3%	-0.1%
Zone Euro	5.2%	-	3.2%	-	-0.1%	-
Japon	1.7%	-	1.4%	-0.1%	1.2%	-
Emergents	6.5%	-	3.1%	-0.1%	4.0%	-0.1%
Monde	5.8%	-	3.0%	0.1%	2.1%	-

Etats-Unis: une activité assez soutenue dont le ralentissement se confirme.

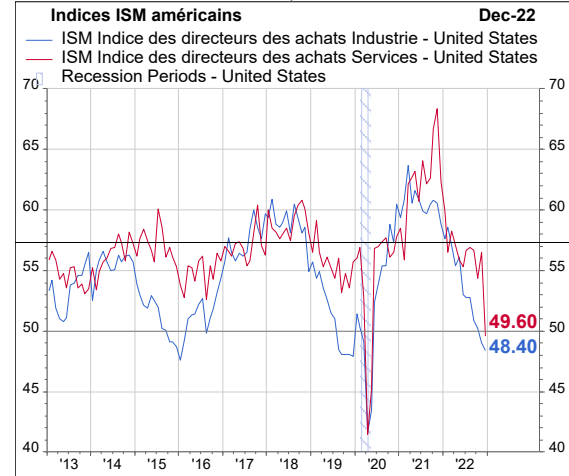
La dernière estimation de la croissance du 3^{ème} trimestre est ressortie à +3.2% en rythme annualisé contre 2.9% initialement prévu. Les dernières statistiques montrent une activité assez soutenue dont le ralentissement se confirme, notamment dans les services.

En novembre, la progression des ventes de détail a ralenti alors que celle des revenus se modérait. La hausse

USA- Données mensuelles	Dec-22	Nov-22	Oct-22	Sep-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	6.5	8.3	8.4
Revenus (% a/a, sa)	-	4.7	4.8	4.9
Taux d'épargne (%)	-	2.4	2.2	2.4
Taux de chômage (%)	3.5	3.6	3.7	3.5
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	223	256	263	269
Permis de construire (millions)	-	1.35	1.51	1.56
Mise en chantiers (millions)	-	1.43	1.43	1.47
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.64	0.61	0.56
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	303.9	306.3
Inflation (%a/a, sa)	-	7.1	7.8	8.2
Production industrielle (% a/a, sa)	-	2.5	3.3	5.0
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-2.1	0.7	0.2
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	108.3	101.4	102.2	107.8
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.4	49.0	50.2	50.9
Indice directeurs d'achats Services (%)	49.6	56.5	54.4	56.7
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-4.5	-2.9	-1.5

de la production industrielle s'est affaiblie mais l'activité immobilière s'est mieux tenue. L'inflation totale et hors alimentation & énergie a reculé pour la 2^{ème} fois consécutive. La confiance des ménages s'est redressée en décembre. Le marché du travail est dynamique et le chômage diminue. **Les indices des directeurs d'achat de décembre ont baissé dans l'industrie et plus sensiblement dans les services.**

Indices ISM : le ralentissement finit par toucher les services.



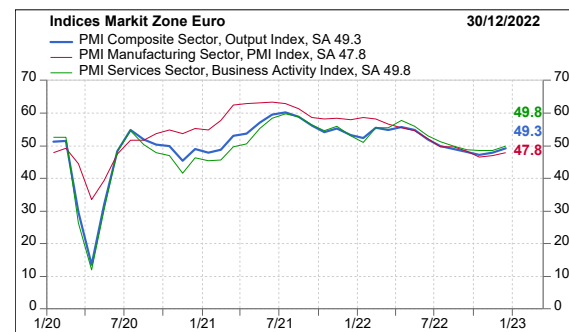
Zone Euro: la timide amélioration de la conjoncture s'est prolongée, réduisant la contraction de l'activité.

La croissance du 3^{ème} trimestre a été revue à +1.2% contre +0.8% en rythme annualisé. La baisse des prix de l'énergie a sans doute favorisé une timide amélioration de la conjoncture et l'atténuation de la contraction de l'activité globale.

Le recul des ventes de détail s'est stabilisé en décembre ainsi que le taux de chômage. La hausse de

la production industrielle a faibli en octobre. En décembre, l'inflation a baissé à 9.2% et est remontée de 5% à 5.2% 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, dans l'industrie et dans les services, dans la plupart des pays.**

EUROZONE - Données mensuelles	Dec-22	Nov-22	Oct-22	Sep-22
Ventes de détail (% a/a) ex autos	-	-2.8	-2.6	0.1
Taux de chômage (%)	-	-	6.5	6.6
Inflation (% a/a)	9.2	10.1	10.6	9.9
Production industrielle (% a/a)	-	-	3.4	5.1
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-22.2	-23.9	-27.5	-28.7
Indice de Sentiment Economique	95.8	94.0	93.0	93.9
Indice IFO (2000=100)	89.8	87.1	85.3	85.5
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-23.3	-36.7	-59.2	-61.9
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	47.8	47.1	46.4	48.4
Indice directeurs d'achats Services (%)	49.8	48.5	48.6	48.8



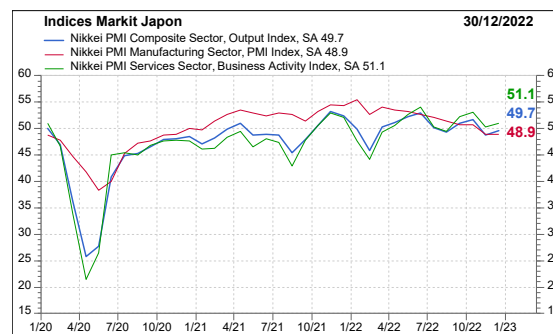
Japon: l'activité opère un léger redressement mais son rythme reste proche de la stagnation.

La contraction de l'activité au 3^{ème} trimestre a été revue en baisse de -1.2% à -0.8%. Le 4^{ème} trimestre verrait un rebond selon les prévisions même si la fin du trimestre s'est soldée par une quasi-stagnation de la croissance.

En novembre, la hausse des ventes de détail a fortement ralenti. Le taux de chômage a légèrement baissé. La perte de vigueur du commerce extérieur a entraîné un recul de la production industrielle.

JAPON - Données mensuelles	Dec-22	Nov-22	Oct-22	Sep-22
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	2.6	4.4	4.8
Taux de chômage (%)	-	2.5	2.6	2.6
Revenus (% a/a)	-	-	0.7	2.6
Inflation (% a/a)	-	3.8	3.8	3.0
Production industrielle (% a/a)	-	-1.2	3.8	10
Exportations (%a/a)	-	20.0	25.3	29
Indice de Confiance des Consommateurs	30.3	28.6	29.9	30.8
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-	-2.0	-1.7
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.9	49.0	50.7	50.8
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.1	50.3	53.2	52.2

L'inflation totale a stagné à 3.8% et à 1.4% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est redressée en décembre. Le rythme de l'activité globale est amélioré mais reste proche de la stagnation en décembre selon les indices des directeurs d'achat. La contraction de l'industrie s'est stabilisée et l'expansion s'est redressée dans les services.



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

Au sein des grands pays émergents seuls le Brésil et la Russie ont vu leurs prévisions de croissance relevées pour 2022 ou 2023. Selon les indices des directeurs d'achat de décembre, le rythme de croissance a accéléré en Inde. Le ralentissement s'est accru au Brésil et en Russie et il s'est atténué en Chine.

Au Brésil, la progression des ventes de détail s'est atténuée en octobre malgré le repli du chômage. En novembre, la hausse de la production industrielle a ralenti et l'inflation a encore reculé. Selon les indices des directeurs d'achat de décembre, la contraction de l'activité globale s'est légèrement intensifiée en restant stable dans l'industrie alors que l'expansion dans les services s'est atténuée.

En Russie, les statistiques économiques ne sont toujours pas disponibles. D'après les seuls indices des directeurs d'achat de décembre, l'expansion de l'activité s'est maintenue dans l'industrie et la contraction s'est intensifiée dans les services, occasionnant une dégradation globale de la conjoncture.

En Inde, le rythme de la production industrielle a rechapé en octobre mais l'inflation a poursuivi son recul en novembre. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale a encore fortement progressé en décembre dans l'industrie et dans les services.

En Chine, les ventes de détail ont chuté en novembre et la hausse de la production industrielle a fortement ralenti avec le recul important du commerce extérieur. Le taux d'inflation s'est inscrit en baisse. Selon les indices des directeurs d'achat de décembre, le

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2021 *	Rév.	2022 *	Rév.	2023 *	Rév.
Brésil	4.7%	-	3.0%	0.3%	0.8%	-
Russie	4.2%	-	-3.2%	0.4%	-2.9%	0.1%
Inde *année 31/03	-7.5%	-	8.7%	-	6.9%	-0.1%
Chine	8.1%	-	3.0%	-0.2%	4.8%	-0.1%
Emergents	6.5%	-	3.1%	-0.1%	4.0%	-0.1%

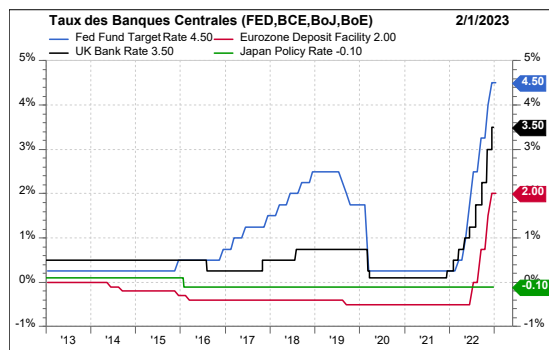
ralentissement de l'activité s'est atténué, notamment dans les services alors que la contraction s'est légèrement accentuée dans l'industrie. Une reprise devrait intervenir dans les prochains mois grâce à l'allègement des contraintes sanitaires si la pandémie reflue.

BRIC - Données mensuelles		Dec-22	Nov-22	Oct-22	Sep-22
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	2.6	3.2
	Taux Chômage (%)	-	-	8.3	8.7
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	5.9	6.5	7.2
	Production Industrielle (%a/a)	-	0.9	1.7	0.4
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	44.2	44.3	50.8	51.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.0	51.6	54.0	51.9	
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 (%)	53.0	53.2	50.7	52.0
Indice directeurs d'achats Services(%)	45.9	48.3	43.7	51.1	
Inde	Inflation (% a/a)	-	5.9	6.8	7.4
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	-4.0	3.5
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	57.8	55.7	55.3	55.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	58.5	56.4	55.1	54.3	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	-5.9	-0.5	2.5
	Inflation (% a/a)	-	1.6	2.1	2.8
	Production Industrielle (% a/a)	-	2.2	5.0	6.3
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.0	49.4	49.2	48.1
Indice directeurs d'achats Services(%)	48.0	46.7	48.4	49.3	

Marchés de taux d'intérêt: la fermeté des Banques Centrales déçoit, les taux montent.

Comme elles l'avaient laissé entendre, la FED et la BCE n'ont relevé leurs taux que de 0.50% lors de leurs dernières réunions de l'année. **Si les anticipations de la politique monétaire sont maintenant bien ajustées aux prévisions de l'inflation aux Etats-Unis, la FED confirme qu'elle n'anticipe pas de baisse des taux en 2023, contrairement aux attentes des investisseurs.**

La BCE s'est montrée plus ferme qu'attendu ce qui a provoqué **une hausse des anticipations de son taux**



Les deux grandes centrales ont déçu les marchés et cela a entraîné un rebond généralisé des taux des emprunts d'Etat. Leur remontée a été plus forte en Europe (en moyenne de 0.75%) et s'est accompagnée d'une très légère augmentation des écarts de taux avec ceux de l'Allemagne.

Les emprunts d'Etat en zone euro ont perdu 4% en moyenne. Les emprunts américains ont gagné 0.3% en dollar et perdu 3.3% en euro, compte tenu de la baisse du dollar. Les obligations émergentes ont reculé de 3.7% en euros.

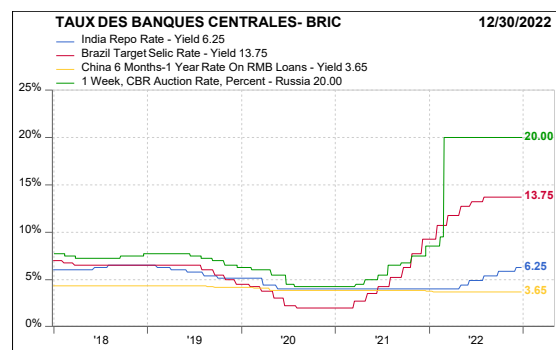
Les évolutions du marché du Crédit (obligations privées) **ont été parfois moins négatives.** En Europe, les obligations Investment Grade n'ont perdu que 1.5% et celle à Haut Rendement 0.2%. Aux Etats-Unis, les premières ont gagné 0.2% en dollar et perdu 3.4% en euro, les secondes ont perdu 2.7% en dollar et 6.1% en euros. Elles ont souffert davantage des craintes de ralentissement économique qu'en Europe.

Presque tous les produits obligataires restent en tendance neutre à court terme et baissière à moyen terme. Les obligations privées à haut rendement européennes présentent une trajectoire un peu plus favorable, haussière à court terme et neutre à moyen terme.

La baisse des taux longs s'est arrêtée sur les premières résistances techniques à 3.50% aux Etats-Unis et 1.75% en Europe. Un nouveau sursaut de ceux-ci s'est amorcé, sur fonds de déception vis-à-vis des politiques monétaires. Mais le reflux de l'inflation, qui se poursuit,

de dépôt terminal à 2.5% au T2 2023, comme nous le craignons. Cela peut s'avérer encore un peu insuffisant malgré le recul de l'inflation qui s'est installé. **Une nouvelle déception n'est donc pas exclue dans les prochains mois.**

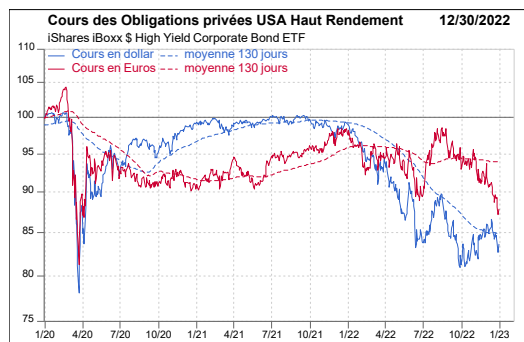
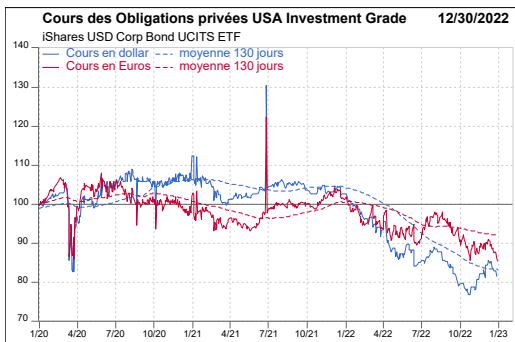
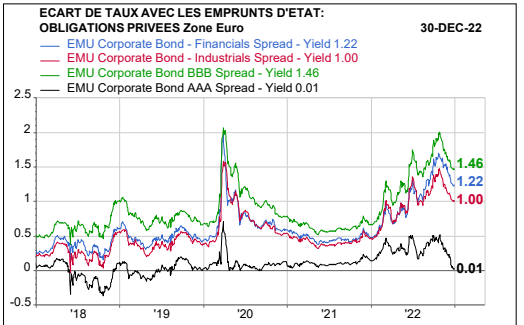
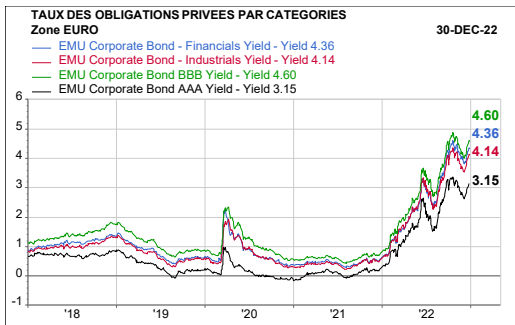
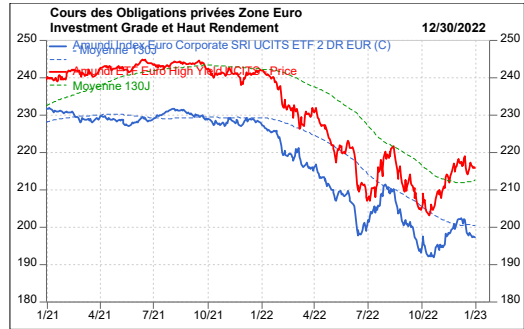
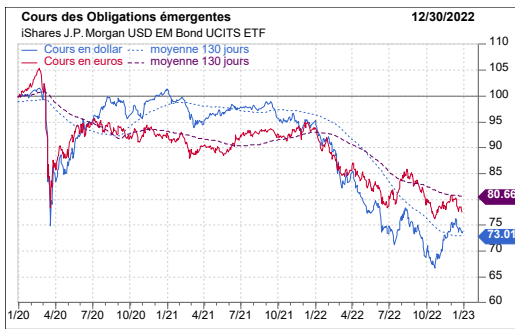
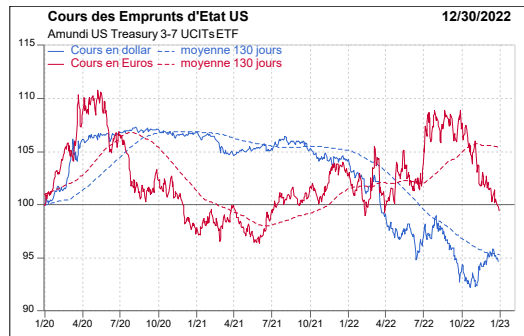
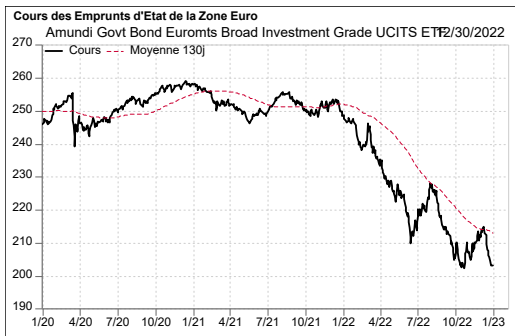
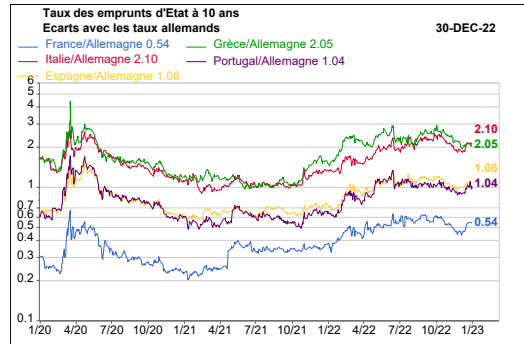
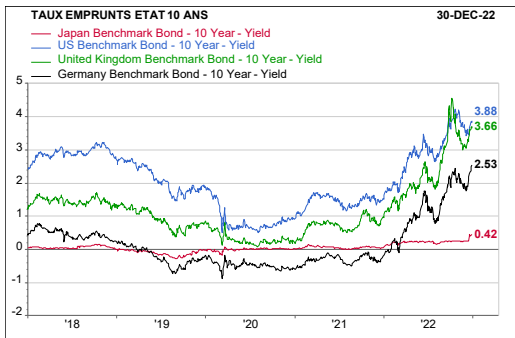
Comme en novembre, les Banques Centrales de nombreux autres pays développés ou émergents ont encore durci leur politique monétaire en décembre.



Taux à 10 ans Données au 30/12/2022	Taux en fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	3.88	0.18	-0.40
Allemagne	2.53	0.58	-
France	3.07	0.64	0.06
Espagne	3.61	0.65	0.07
Italie	4.64	0.77	0.20
Portugal	3.57	0.69	0.12
Grèce	4.59	0.43	-0.15
Royaume-Uni	3.66	0.48	-0.10
Japon	0.42	0.17	-0.41
Suisse	1.62	0.52	-0.06

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 30/12/2022	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-3.9%	-1.6%	-18.1%
- les mieux notés	-4.1%	-2.2%	-18.7%
- les moins bien notés	-4.6%	-1.7%	-18.5%
- durée 1 à 3 ans	-0.9%	-0.8%	-5.2%
- durée plus de 10 à 15 ans	-6.4%	-2.7%	-25.1%
Emprunts d'Etats USA (\$)	0.3%	1.0%	-9.2%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-3.3%	-7.3%	-3.3%
Obligations émergentes (eur)	-3.7%	-1.1%	-10.5%
Obligations privées Euro Inv.Grade	-1.5%	1.3%	-13.4%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-0.2%	5.0%	-10.8%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	0.2%	2.3%	-20.7%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-2.7%	3.1%	-15.4%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-3.4%	-6.1%	-15.5%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-6.1%	-5.3%	-9.8%

devrait néanmoins ralentir leur redressement. **Le dépassement des plus hauts récents (4.30% et 2.5%) offrirait un meilleur point d'entrée pour acquérir des emprunts d'Etat ou du Crédit.**



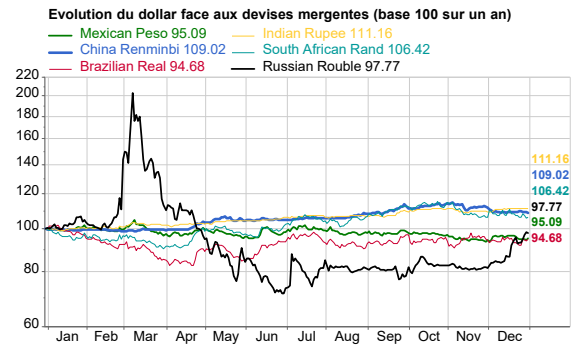
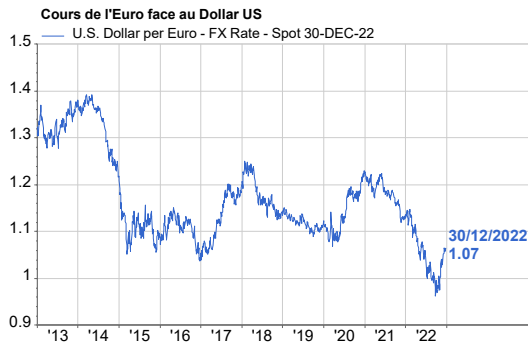
Marchés des Changes et Matières Premières: poursuite du rebond de l'euro.

Le marché des changes a été encore très volatile avec une nouvelle baisse assez généralisée du dollar.

Le rebond de l'Euro a été assez large également sauf face au Yen. Certaines devises émergentes ont fait preuve de faiblesse (Mexique, Brésil, Inde, Turquie Russie).

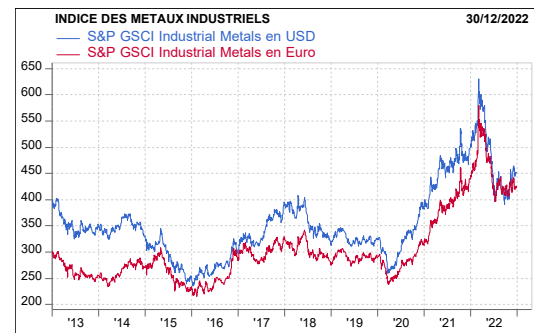
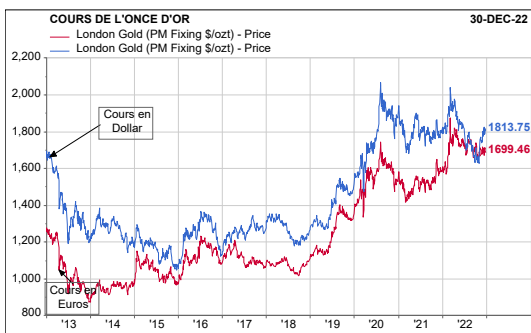
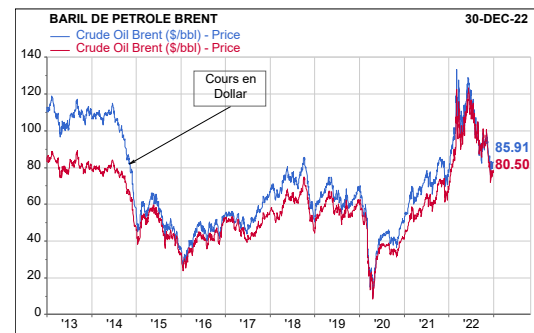
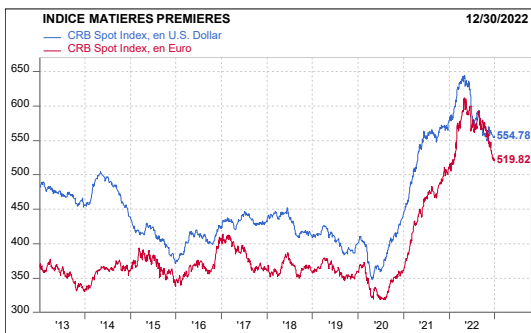
La fermeté de la BCE a permis à la parité Eur/Dollar de dépasser la résistance de 1.05/1.06. La prochaine se situe dorénavant vers 1.08/1.09.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 30/12/2022	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.07	-3.5%	-8.2%	6.6%
JPY - Japan Yen	140.82	2.0%	0.7%	-7.0%
CHF - Swiss Franc	0.99	-0.7%	-2.3%	4.9%
GBP - Sterling.	0.89	-2.6%	-1.1%	-5.4%
BRL - Brazilian Real	5.63	-3.9%	-6.0%	12.4%
RUB - Russian Rouble	77.91	-19.5%	-23.1%	9.5%
INR - Indian Rupee	88.29	-5.0%	-9.7%	-4.3%
CNY-Chine Renminbi	7.42	-0.9%	-6.4%	-2.3%



Les cours des matières premières ont peu évolué à l'exception de celui de l'or qui a progressé inversement au dollar. Les craintes de ralentissement économique semblent avoir été supérieures aux espoirs de reprise d'activité en Chine après l'annonce de la réouverture progressive du pays et de l'allègement de la politique sanitaire. En Europe, les prix du gaz sont restés relativement bas compte tenu de l'abondance des stocks et de la clémence des températures.

Matières Premières - Variation des cours				
Données au 30/12/2022	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Métaux industriels: 451\$	0.6%	-9.6%	-2.9%	-3.7%
Pétrole Brent: 82\$	0.4%	6.5%	-3.2%	13.5%
Produits Agricoles 404\$	1.5%	7.0%	-2.1%	14.0%
Once d'or: 1813\$	3.4%	0.4%	-0.2%	7.0%



Résultats des entreprises: la baisse des estimations de bénéfices continue.

Les prévisions de bénéfice des analystes financiers ont été à nouveau amputées compte tenu de la légère dégradation des perspectives. Pour 2022 et 2023, elles ont baissé de 1.2% et 0.7% pour l'indice S&P500 et de 1.9% et 1.3% en Europe. Le recul cumulé atteint maintenant 8% pour l'indice américain pour 2023 ce qui semble en phase avec les attentes d'atterrissage en douceur de la croissance. En Europe, le repli reste limité à 3%, ce qui semble insuffisant.

Pour le **S&P500**, la croissance bénéficiaire attendue en 2022 et 2023 se réduit à 4.8% et 5.1% contre 5.1% et 5.6% en novembre. Pour le **Stoxx600**, les bénéfices devraient progresser de 16.5% en 2022 contre 16.9% attendu en novembre. Pour 2023, la croissance bénéficiaire se réduit à +0.6% contre +0.9% en novembre.

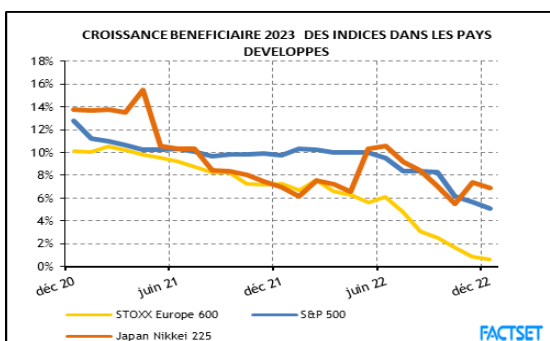
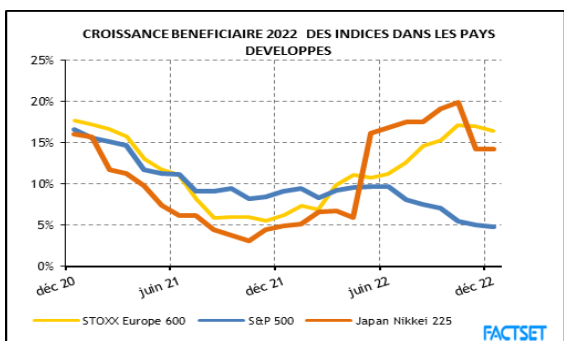
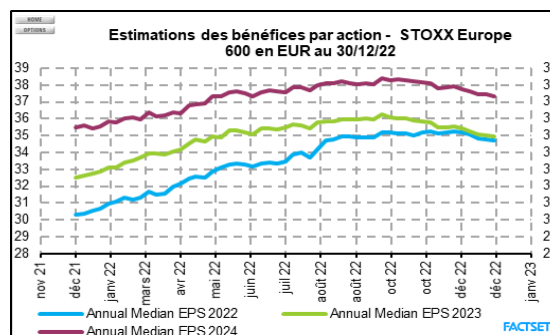
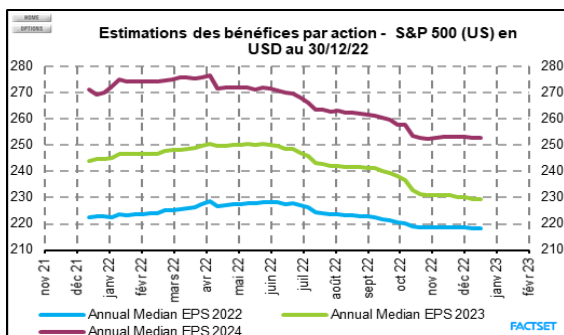
Sur le dernier mois, le nombre de secteurs ayant subi des révisions baissières des estimations bénéficiaires est resté important. Les quelques relèvements des estimations de résultats proviennent des secteurs Automobiles et Distribution.

Les plus fortes révisions baissières concernent encore les secteurs Services Financiers, Immobilier, Produits de Base et les Services Publics.

Consensus FactSet au 30/12/22	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations	
	2022(e)	2023(e)	2022(e)	2023(e)
EuroStoxx 50	23.1%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
Stoxx600 Europe	16.5%	0.6%	-1.9%	-1.3%
CAC 40	30.9%	-5.3%	-0.8%	-0.8%
S&P 500	4.8%	5.1%	-1.2%	-0.7%
Nikkei 225	14.2%	6.9%	-0.9%	-0.7%

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

Indices au 30/12/2022	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 30/11/2022	Révision sur un mois au 31/10/2022
STOXX Europe 600	-1.6%	-0.7%	-0.7%
Automobile	0.4%	0.6%	-0.4%
Distribution	0.2%	-0.3%	-0.2%
Construction & matériaux	-0.2%	-0.5%	-1.6%
Télécommunications	-0.2%	-0.8%	-0.9%
Technologie	-0.3%	-2.7%	-2.4%
Banques	-0.6%	1.4%	1.8%
Tourisme-Loisirs	-0.6%	0.0%	9.3%
Assurance	-0.7%	0.0%	-5.1%
Chimie	-0.8%	-0.7%	-0.5%
Biens et Serv. Industriels	-1.1%	-0.4%	-0.3%
Pétrole et Gaz	-1.3%	-2.4%	0.3%
Alimentation/boissons	-1.3%	-1.0%	-0.6%
Media	-1.3%	-0.2%	1.3%
Biens de Conso.non cycl.	-1.4%	-0.3%	-0.1%
Santé	-1.5%	-0.9%	-2.4%
Produits de base	-4.8%	-1.8%	-7.2%
Service Publics	-5.3%	7.8%	-1.0%
Immobilier	-5.6%	-6.4%	-5.0%
Services financiers	-11.8%	-4.3%	5.6%



Evolutions des secteurs européens: consolidation en bon ordre.

La déception qui a suivi les annonces de la Banque Centrale européenne a alimenté une consolidation d'environ 5% entre le point haut et le point bas des indices. Les performances des indices de style Value ont été moins négatives que celles des indices de style Croissance.

Les secteurs sensibles à la remontée des taux longs ont particulièrement souffert (Technologie, Services Financiers, Télécommunications, Biens de

Consommation non cycliques). Inversement, les secteurs Banques et Assurance se retrouvent en tête du palmarès, aux côtés de secteurs défensifs (Santé, Services Publics).

Les secteurs cycliques ont plutôt sous-performé comme l'Automobile, le Tourisme, le Pétrole & Gaz ou l'Industrie.

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 30/12/22	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	-3.4%	-12.9%	16.5	0.6	12.4	-1.9	-1.3			
Banques	0.0%	-3.2%	6.4	8.4	7.6	-0.9	-0.3	7.9%	+	+
Assurance	-0.2%	-1.0%	-5.6	29.0	12.3	-0.9	-0.4	5.3%	+	+
Distribution	-0.7%	-32.6%	7.1	3.0	16.6	0.3	0.1	0.7%	+	↗
Santé	-1.8%	-7.9%	7.0	7.4	18.1	-1.2	-1.9	15.7%	=	+
Service Publics	-1.9%	-11.1%	-20.6	54.4	20.1	-9.9	-0.8	4.1%	=	↗
Immobilier	-1.9%	-40.1%	12.6	-0.5	13.2	-1.6	-9.6	1.4%	-	-
Construction & matériaux	-3.1%	-21.1%	-1.7	0.5	14.0	0.0	-0.4	3.2%	=	-
Produits de base	-3.5%	4.3%	0.2	-34.1	6.1	-3.1	-6.6	2.5%	+	+
Biens et Serv. Industriels	-3.5%	-20.1%	14.1	-5.2	15.2	-1.1	-1.1	12.2%	+	-
Alimentation/boissons	-3.6%	-14.3%	12.3	7.4	20.5	-0.8	-1.8	5.1%	-	=
Media	-3.9%	-12.3%	12.4	11.1	18.8	-0.8	-1.8	1.4%	=	=
Pétrole et Gaz	-4.7%	24.4%	129.4	-16.3	5.1	-2.0	-0.6	5.4%	=	+
Chimie	-5.0%	-16.5%	9.4	-14.8	13.8	-0.9	-0.6	3.7%	=	=
Biens de Conso.non cycl.	-5.1%	-12.9%	12.1	7.1	19.9	-1.0	-1.7	8.9%	=	=
Télécommunications	-5.5%	-17.7%	54.0	4.3	13.0	0.1	-0.6	2.8%	-	-
Services financiers	-5.6%	-25.2%	-42.6	13.6	12.4	-19.1	-4.6	3.3%	-	↘
Tourisme-Loisirs	-5.9%	-15.1%	173.7	45.1	23	1.3	-2.6	1.1%	+	=
Automobile	-6.1%	-20.1%	17.7	-15.6	5.2	0.1	0.6	2.2%	=	=
Technologie	-7.2%	-28.4%	3.2	19.7	24.6	-0.3	-0.3	6.4%	=	-

La consolidation des marchés européens n'a occasionné que relativement peu de changements dans les tendances sectorielles.

La majorité des secteurs reste en tendance haussière. La tendance du secteur Services Financiers se dégrade à Neutre et celle du secteur Télécommunications redevient baissière.

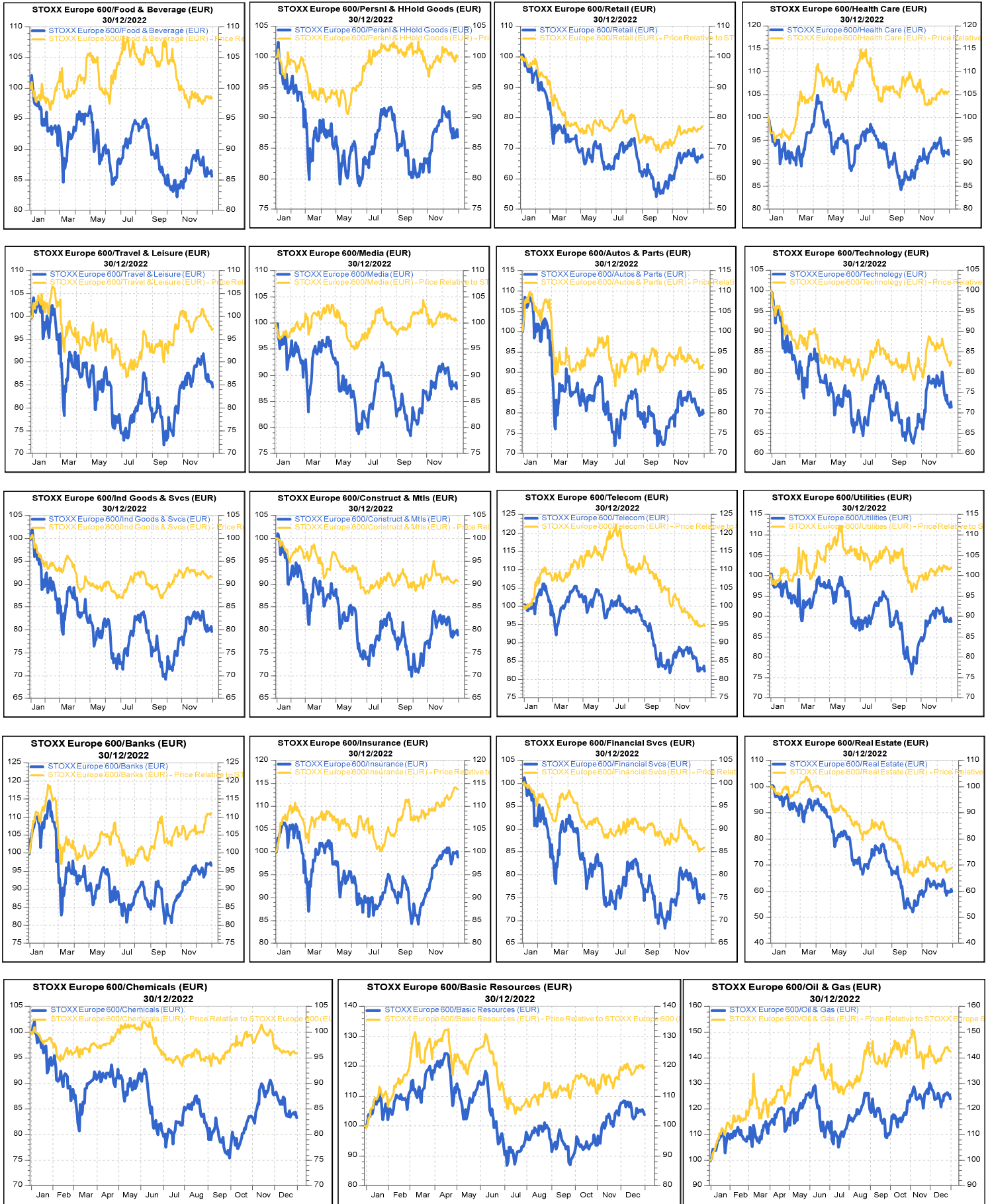
Du côté des tendances sectorielles relatives, le même phénomène s'est produit. Le secteur Distribution a retrouvé une tendance plus positive. A l'inverse, la tendance du secteur Services Financiers s'est détériorée de neutre à négative.

Enfin, le secteur Biens et Services Industriels a vu sa tendance se dégrader de positive à neutre et, inversement, celle du secteur Services Publics s'est redressée à Neutre.

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

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

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



Source FactSet

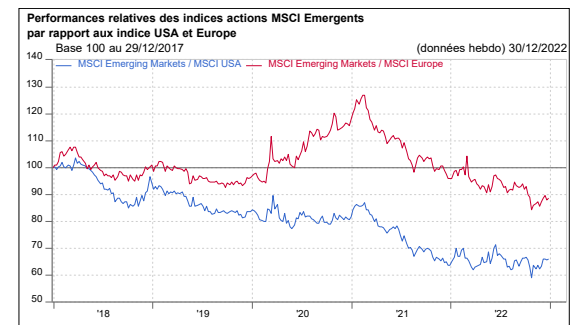
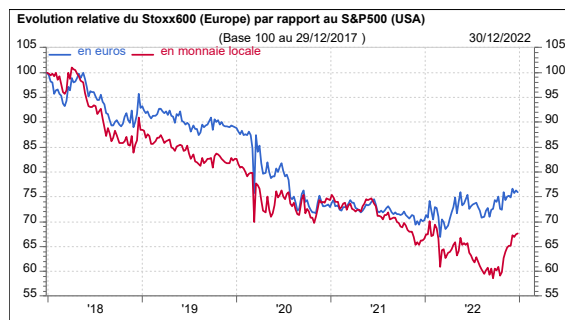
Evolution des marchés actions et des valorisations: prises de bénéfices et repli généralisé.

Les indices boursiers ont conclu le mois de décembre par un repli généralisé, sous l'impact de prises de bénéfices de la part d'investisseurs devenus plus prudents après deux mois de hausse.

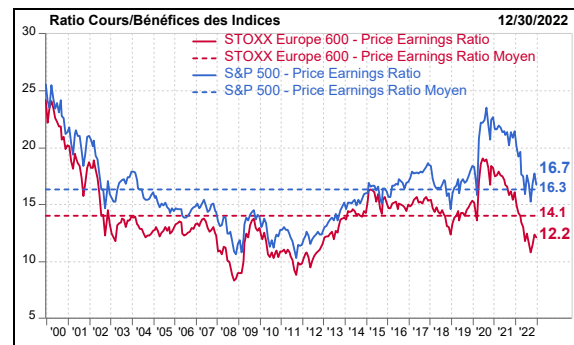
La performance des actions américaines a été une nouvelle fois affectée par la baisse du dollar face à l'euro (3.5%). Les indices américains sont également pénalisés par le poids et la faiblesse des grandes valeurs de type GAFAM, très présentes dans les secteurs de Consommation cyclique (Tesla, Amazon), de la Technologie (Apple, Microsoft) et des Services de Communication (Alphabet, Meta).

Les bourses des pays émergents ont peu brillé. La Chine a fait exception grâce à l'annonce d'un assouplissement des mesures restrictives liées au Covid.

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EUROS			
Données au 30/12/2022	Variation Mois	Variation début trim.	Variation Année
MSCI World Index	-7.7%	0.4%	-14.2%
MSCI USA	-9.3%	-2.1%	-15.6%
MSCI Europe	-3.6%	9.2%	-11.9%
MSCI Japan	-3.4%	3.8%	-13.2%
MSCI Emerging Markets	-5.1%	0.2%	-17.3%
MSCI AC Asia Pacific ex JP	-4.2%	2.5%	-14.5%
MSCI EM Latin America	-8.1%	-4.9%	6.5%
MSCI EM Eastern Europe	1.5%	26.8%	-81.7%
MSCI Brazil	-7.0%	-8.4%	8.3%
MSCI Russia			
MSCI India	-8.8%	-6.6%	-2.8%
MSCI China	1.5%	4.0%	-18.6%

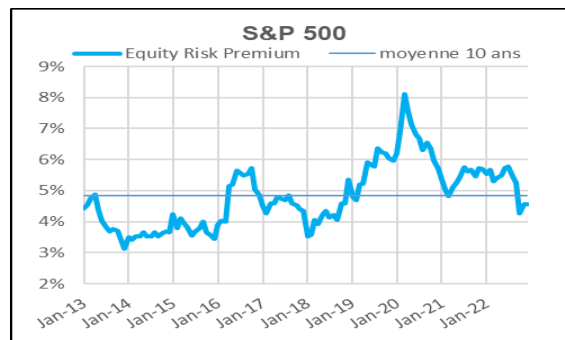


Depuis le 30 novembre dernier, le PER à 12 mois des actions américaines a reculé de 5.6% (de 17.7 à 16.7) alors que les prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont été stables (-0.3%). En Europe, le PER a baissé de 1.8% (de 12.4 à 12.2), quand les bénéfices estimés diminuaient de 1.7%. Cette baisse des PER reflète le recul de la confiance des investisseurs inversant la tendance en œuvre depuis quelques mois. En Europe, le phénomène s'observe particulièrement dans les secteurs Tourisme & Loisirs, Technologie, Services Publics et Télécommunications.



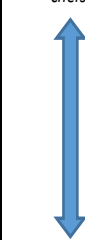
La prime de risque s'est restée stable aux Etats-Unis à 4.6%. En Europe, la prime de risque s'est repliée de 5.2% à 4.5%. Le recul important de la prime de risque en Europe depuis quelques mois est le reflet de la bonne tenue relative des actions face à la hausse des taux importante qui est intervenue. Nous avons

maintes fois indiqué en effet que les actions européennes étaient protégées de la hausse des taux compte tenu de la prime de risque importante qui existait. C'est moins le cas aujourd'hui et la marge de manœuvre des indices actions vis-à-vis des taux est limitée.



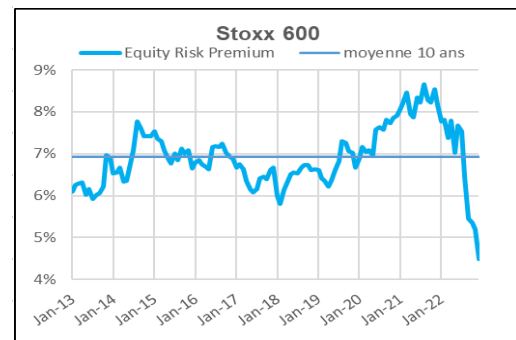
PRIME DE RISQUE DES ACTIONS AMERICAINES

Emprunts d'Etat chers

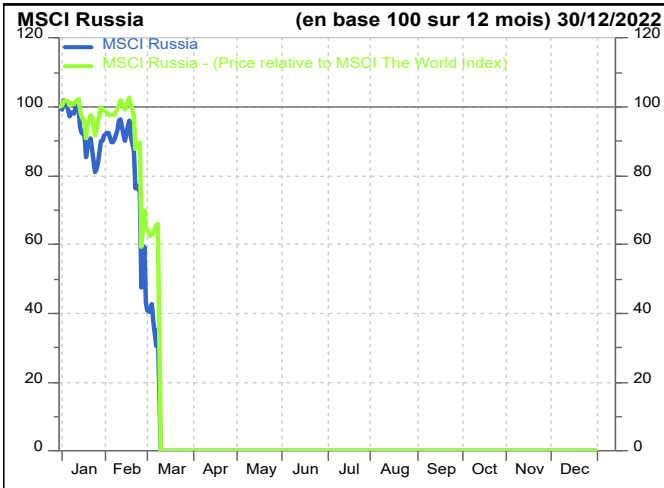
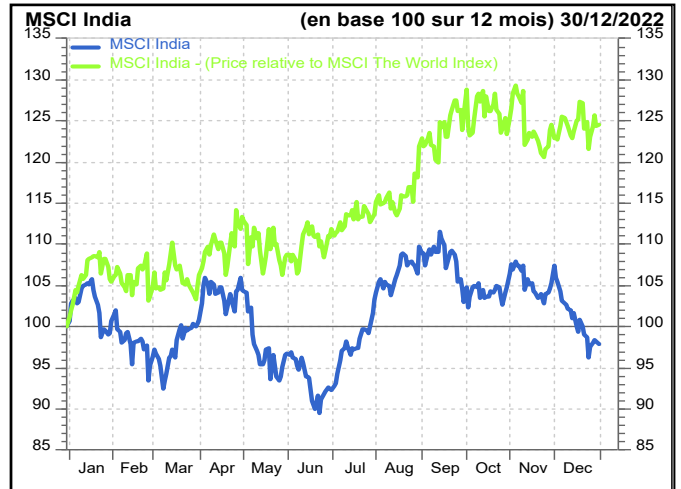
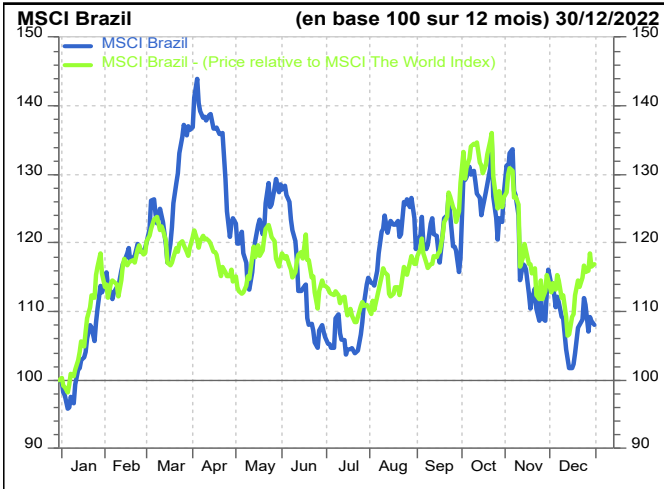
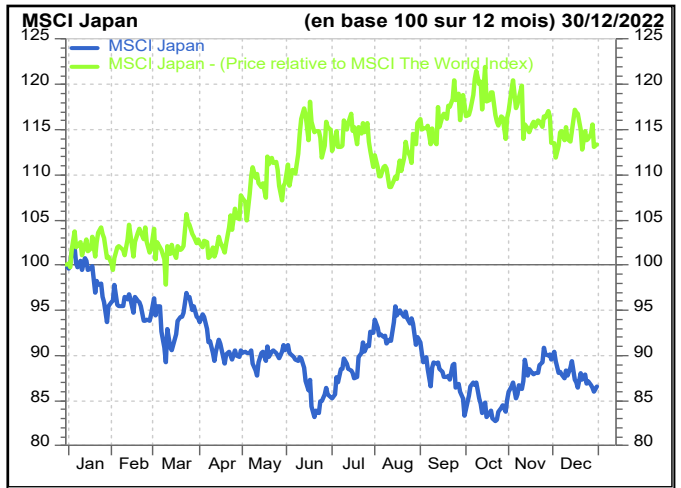
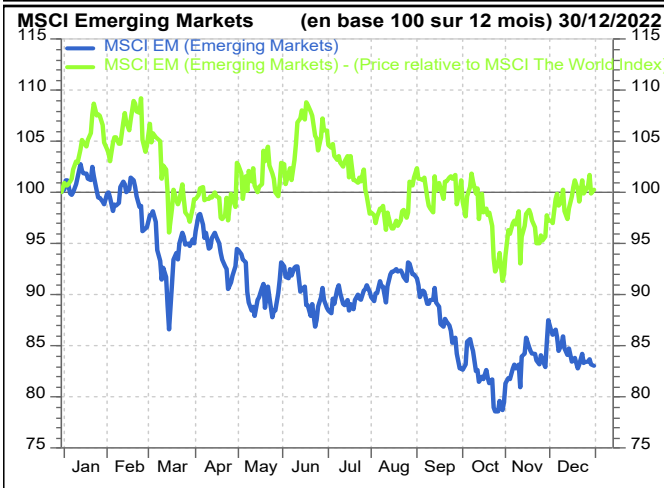
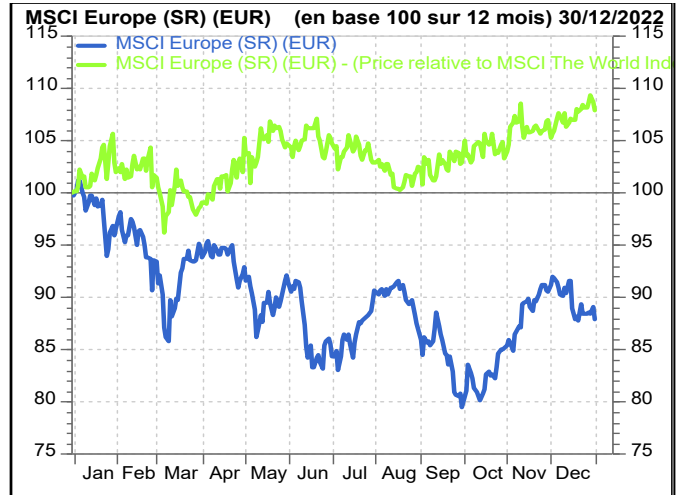
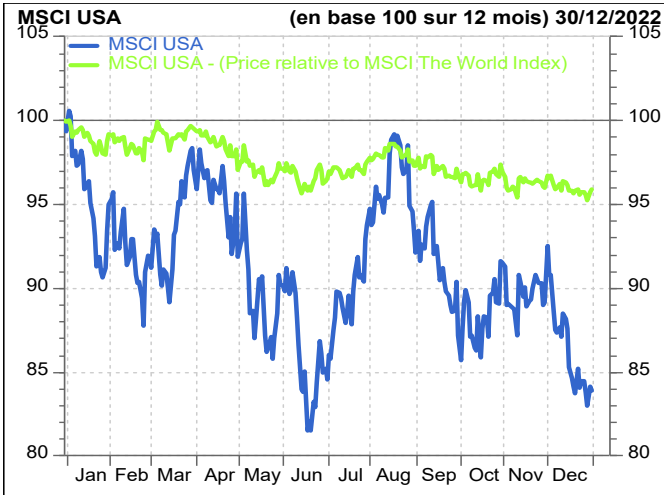


Actions chères

Source Factset



PRIME DE RISQUE DES ACTIONS EUROPEENNES



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

Les marchés financiers font du sur-place depuis début décembre non sans une certaine volatilité.

Après plusieurs mois de hausse des actions et de repli des taux longs, la probabilité d'une consolidation se faisait plus forte. Celle-ci est intervenue au cours du mois après les réunions de la FED et de la BCE.

Malgré la confirmation du reflux progressif de l'inflation en Europe et aux Etats-Unis, les autorités monétaires refusent de baisser la garde. Aux Etats-Unis, la FED a douché les espoirs de ceux qui attendaient une baisse des taux dès cette année. Or, plus la FED maintient longtemps ses taux à un niveau élevé, plus le risque de ralentissement économique prononcé augmente. Peut-elle changer de position ? Oui, si le chômage remontait sensiblement ou si l'inflation baissait beaucoup plus rapidement. Ce n'est pas le cas aujourd'hui et il est très difficile d'évaluer quand ces conditions se mettront en place. La BCE a été plus radicale puisqu'elle a signifié que ses taux monteraient davantage que les attentes des marchés qui ont revu en hausse leurs prévisions.

Ces mises au point ont accentué la remontée des taux d'intérêt à long terme. Les indices actions se sont repliés de 5 à 8% en quelques semaines. Mais le calme est revenu assez rapidement grâce à quelques nouvelles positives.

Les événements du mois n'ont pas modifié grandement les perspectives générales. La croissance mondiale sera modérée cette année mais le scénario central reste celui d'une récession courte et de faible ampleur au cours du 1er semestre en Europe et aux Etats-Unis. Les facteurs de résilience sont toujours présents mais l'évolution de l'inflation reste primordiale pour les Banques centrales qui pourraient encore décevoir les investisseurs.

Ce contexte devrait limiter la progression des indices actions à court terme après leur rebond récent qui les a ramenés au niveau de début décembre. Les conditions d'une hausse durable des actions ne sont toujours pas réunies et le potentiel nous semble très réduit à court terme en Europe. Les indices américains, dont les évolutions ont été plus négatives, nous semblent plus abordables.

La visibilité ne devrait s'améliorer qu'à partir du printemps prochain. C'est pourquoi nous ne relevons toujours pas nos prévisions pour les indices. Nous les avons même un peu abaissées pour les indices américains et japonais. Par rapport à celles-ci, les indices européens présentent un potentiel de hausse proche de zéro à fin juin et de quelques pourcents à fin décembre. Le potentiel des indices américains et japonais est plus élevé.

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 souspondérons à court et moyen terme.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER				
Indices Actions	Cours au 30/12/2022	Prévision 30/06/2023	Prévision 31/12/2023	
CAC40	6473.76	6800 →	7000 ↗	
Eurostoxx 50	3793.62	4000 →	4150 ↗	
S&P 500	3839.50	4100 ↘	4450 ↘	
Nikkei	26094.50	27500 ↘	28000 ↘	
Emprunts		à 3 mois	à 6 mois	
Taux 10 ans €	2.53	2.75 ↗	2.50 ↗	
Taux 10 ans \$	3.88	4.25 ↗	4.00 →	
Taux 10 ans Yen	0.42	0.40 ↗	0.40 ↗	
Taux BCE	2.00	2.50 ↗	2.75 ↗	
Taux FED	4.50	4.75 →	5.00 →	
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →	
Monnaies		à 3 mois	à 6 mois	
Euro/dollar	1.07	1.08 ↗	1.10 ↗	
Dollar/yen	131.95	135 ↗	135 ↘	

Nous avons très peu modifié nos notes sectorielles. Nous avons abaissé celle des Services Financiers à court terme à Sous-pondérer et relevé celle de la Distribution à Surpondérer et celle des Services Publics à Neutre.

Opinions et changements d'opinion sectorielles		
Secteurs	Court terme	Moyen terme
Banques	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Produits de base	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Assurance	Surpondérer (+)	Surpondérer (+)
Distribution	Surpondérer (+) ↗	Neutre (=)
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 (=)
Service Publics	Neutre (=)	Neutre (=)
Construction & matériaux	Neutre (=)	Sous-pondérer (-)
Technologie	Neutre (=)	Sous-pondérer (-)
Alimentation/boissons	Sous-pondérer (-)	Neutre (=)
Services financiers	Sous-pondérer (-) ↘	Sous-pondérer (-)
Immobilier	Sous-pondérer (-)	Sous-pondérer (-)
Télécommunications	Sous-pondérer (-)	Sous-pondérer (-)

Nous maintenons une opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. Nous avons relevé à Neutre à moyen terme, en Europe, 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	Neutre	↗	→
Obligations Convertibles Europe	Neutre	Neutre	↗	→
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: léger réajustement sur les actions.







































Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin décembre, nous avons relevé notre exposition en actions (Europe et Etats-Unis) pour compenser l'effet

de la baisse des cours. Nous avons allégé le poids des produits de taux (emprunts d'Etat US, produits Inflation) et renforcé les multi-stratégies obligataires.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	49.5	↗	48.6	49.4	
	Etats-Unis	0	20	14.9	↗	14.6	14.9	63%
	Europe	10	60	28.7	↗	28.0	28.6	
	Japon	0	10	1.0		1.0	1.0	100%
	Pays Emergents	0	10	4.9		4.9	4.9	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	33.4	↘	34.6	34.0	
	Multi stratégie obligataire	0	30	20.2	↗	19.7	19.3	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.1		1.1	1.1	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	5.0	↘	5.9	5.7	80%
	Obligations Pays Emergents	0	10	0.6		0.6	0.6	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	1.1		1.1	1.0	100%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	2.1		2.1	2.1	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	2.5	↘	3.4	3.4	
Obligations Convertibles Europe	0	15	0.8		0.8	0.8		
LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES		0	60	17.1	↗	16.9	16.6	

VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 30/12/2022

Indices		Dernier Cours (Dev Locale)	Perf. depuis début mois	Perf. depuis début trim.	Perf. depuis le 1er janvier	PER 2022 moyen	PER 2023 moyen	BNA Var 2022	BNA Var 2023	Rendt Net 2022
DJ Stoxx 600		424.89	-3.44%	9.55%	-12.90%	12.2 x	12.2 x	16.5%	0.7%	3.5%
DJ Stoxx 50		3651.83	-3.80%	9.60%	-4.36%	12.7 x	12.6 x	23.5%	1.0%	3.2%
DJ Euro Stoxx 50		3793.62	-4.32%	14.33%	-11.74%	12.0 x	12.0 x	23.2%	-0.1%	3.4%
DJ Stoxx Large 200		436.95	-3.71%	9.12%	-10.24%	11.7 x	11.9 x	17.7%	-2.1%	3.5%
DJ Stoxx Mid 200		461.46	-2.39%	11.36%	-21.45%	14.4 x	12.7 x	4.3%	13.4%	3.5%
DJ Stoxx Small 200		297.32	-2.11%	11.56%	-25.62%	15.0 x	13.4 x	31.9%	11.4%	3.0%
STOXX Europe TMI		415.78	-3.35%	9.67%	-13.55%	11.9 x	12.1 x	17.8%	-1.1%	3.5%
STOXX Europe TMI Growth		2736.45	-4.24%	7.30%	-19.65%					
STOXX Europe TMI Value		1360.78	-2.21%	13.40%	-5.52%					
STOXX TMI Large Cap Growth		2492.62	-4.55%	6.63%	-16.67%					
STOXX Large Cap Value		1150.92	-2.42%	13.42%	-2.13%					
STOXX TMI Mid Cap Growth		3359.08	-3.27%	9.13%	-30.10%					
STOXX TMI Mid Cap Value		2492.77	-1.62%	14.00%	-12.81%					
STOXX TMI Small Cap Growth		4758.26	-2.68%	11.44%	-30.55%					
STOXX TMI Small Cap Value		2467.31	-1.81%	12.26%	-14.93%					
Dow Jones (US)		33147.25	-4.17%	15.39%	-8.78%	18.2 x	16.6 x	-4.5%	9.7%	2.1%
S&P 500 (US)		3839.50	-5.90%	7.08%	-19.44%	17.6 x	16.7 x	4.8%	5.0%	1.7%
NASDAQ Composite (US)		10466.48	-8.73%	-1.03%	-33.10%	25.5 x	22.4 x	1.3%	14.1%	1.0%
Russell 2000 (US)		4377.14	-6.64%	5.80%	-21.56%					
Nikkei 225 (JP)		26094.50	-6.70%	0.61%	-9.37%	12.1 x	11.5 x	14.2%	6.9%	2.3%
TOPIX 500 (JP)		1891.71	-4.73%	3.04%	-5.05%					
CAC 40		6473.76	-3.93%	12.35%	-9.50%	11.5 x	12.1 x	30.8%	-5.2%	3.2%
SBF 120		4973.29	-3.64%	12.14%	-10.32%	12.8 x	12.2 x	16.1%	4.1%	3.1%
SBF 250		4873.96	-3.60%	12.10%	-10.43%	12.8 x	12.3 x	16.4%	4.2%	3.1%
CAC Mid 60		13547.54	-0.02%	14.07%	-12.69%	12.5 x	11.7 x	-14.0%	6.8%	3.6%
CAC Small		11974.67	0.69%	8.74%	-19.60%	20.2 x	17.7 x	61.8%	14.1%	1.9%
DAX Price Return (DE)		5692.03	-3.32%	14.89%	-15.17%	11.2 x	11.4 x	8.7%	-1.5%	3.5%
SMI (CH)		10729.40	-3.58%	4.50%	-16.67%	17.7 x	15.5 x	-10.4%	14.2%	3.1%
Ibex 35 (ES)		8229.10	-1.60%	11.71%	-5.56%	9.7 x	10.9 x	18.0%	-11.2%	4.6%
FTSE MIB		23706.96	-3.67%	14.81%	-13.31%					
FTSE 100 (GB)		7451.74	-1.60%	8.09%	0.91%	9.9 x	10.0 x	22.2%	-1.0%	4.0%
CECE Index (EUR.EST)		1337.02	1.46%	26.29%	-23.16%	5.6 x	7.5 x	86.2%	-26.4%	5.5%
RTS Interfax (Russie)		955.46	0.00%	0.00%	-40.13%					
SSE Composite Index - Price		3089.26	-1.97%	2.14%	-15.13%					
Sensex 30 (IN)		60840.74	-3.58%	5.94%	4.44%					
Bovespa (BR)		109734.60	-2.45%	-0.27%	4.69%	6.3 x	7.3 x	2.5%	-14.8%	10.3%
Merval Bench (AR)		202085.13	19.91%	45.26%	142.02%					
IPC (Mexbol) Bench (MX)		48463.86	-6.23%	8.60%	-9.03%	13.9 x	13.1 x	9.5%	6.4%	3.7%