



Stratégie d'Investissement – Mai 2023

Maintien de notre prudence à court terme et de notre confiance à moyen terme.

Les Bourses ont été calmes et mieux orientées en avril. Leur progression, assez générale en devise locale, a été cependant plus contrastée une fois exprimée en euro compte tenu de l'appréciation de notre monnaie. Du côté des produits de taux, les variations ont été également assez faibles. Les statistiques économiques publiées au cours du mois ont été assez neutres. Du côté de l'inflation, la décreue continue globalement à un rythme assez lent. Les progressions des actions ont été soutenues par ce contexte économique assez bénin et surtout par les publications de résultats trimestriels qui ont dépassé les attentes. Les évolutions des marchés lors des prochains mois resteront toujours très dépendantes du rythme de la décreue de l'inflation, insuffisant aux yeux des banquiers centraux pour baisser la garde, et de l'incertitude sur l'accélération du ralentissement de l'activité. Nous n'avons pas modifié nos objectifs pour les indices actions à fin juin et fin décembre. Même si l'amorce de changement de ton des banques centrales est un facteur de soutien, nous maintenons une approche prudente à court terme compte tenu d'un risque de déception dans les prochains mois. Les indices actions nous semblent disposer d'un potentiel très limité qui ne justifie pas d'augmenter le poids des actions dans les portefeuilles. Nous continuerons à profiter des épisodes d'incertitude et de repli pour le faire au sein des portefeuilles les moins investis. Nous restons constructifs et confiants à moyen terme car la baisse des taux de la FED, qui finira par arriver, pourrait marquer le début d'un nouveau cycle haussier aux Etats-Unis puis en Europe, après un dernier épisode de baisse d'ici à la fin de l'année. Dans cet environnement, une approche assez équilibrée entre actions et produits défensifs dans la construction des portefeuilles semble toujours appropriée.

Les Bourses ont été calmes et mieux orientées en avril. Leur progression, assez générale en devise locale, a été cependant plus contrastée une fois exprimée en euro compte tenu de l'appréciation de notre monnaie. **Du côté des produits de taux, les variations ont été également assez faibles.**

Les statistiques économiques publiées au cours du mois ont été assez neutres. La croissance a été un moins forte qu'au trimestre dernier et un peu inférieure aux attentes. L'activité a cependant marqué une petite accélération au mois d'avril. En Europe, les rythmes de croissance ont été plus faibles mais en amélioration par rapport au trimestre précédent et supérieures aux attentes. La région continue de flirter avec la récession mais une risée de reprise a soufflé lors des deux derniers mois, grâce à la bonne orientation des activités de services, comme c'est aussi le cas dans la plupart des pays du globe. Le secteur industriel reste en revanche en ralentissement assez généralisé. La Chine a connu une belle embellie de l'activité grâce à la levée des restrictions sanitaires. Ce rebond n'étant pas homogène et encore entravé par le secteur immobilier, les Autorités chinoises continuent à mettre en place des mesures de soutien.

Du côté de l'inflation, la décreue continue globalement à un rythme assez lent. La baisse des cours des matières premières et énergétiques se poursuit et alimentent le reflux de l'inflation totale. Mais l'inflation de base, hors pétrole et produits

alimentaires se dégonfle assez lentement. Sans surprise, la FED et la BCE viennent donc de relever à nouveau leurs taux d'intérêt de 0.25%. Pour la première, ce sera peut-être la dernière fois mais elle ne s'attend pas à pouvoir les baisser d'ici à la fin de l'année, contrairement aux anticipations des marchés. La seconde pense même devoir continuer à monter ses taux, là aussi en déjouant les pronostics. Paradoxalement, les marchés n'ont pas manifesté d'inquiétude notable à l'annonce de ces perspectives.

Les progressions des actions ont été soutenues par ce contexte économique assez neutre et surtout par les publications de résultats trimestriels qui ont dépassé les attentes. Ce sont cependant les bons résultats des plus grandes capitalisations qui ont entraîné les indices alors que le reste de la cote connaissait des évolutions plus mitigées. Par ailleurs, les déceptions bénéficiaires ont été souvent durement sanctionnées par les investisseurs. Enfin, aux Etats-Unis comme en Europe, les secteurs plus cycliques sont toujours à la peine, signe d'une certaine fébrilité des investisseurs face aux perspectives de croissance.

Les évolutions des marchés lors des prochains mois resteront toujours très dépendantes des mêmes facteurs : le rythme de la décreue de l'inflation, réel mais assez lent pour l'instant et tout cas insuffisant aux yeux des banquiers centraux pour baisser la garde, et l'incertitude sur la vitesse du ralentissement de l'activité.

En effet, malgré des indicateurs avancés qui pointent souvent vers une récession en fin d'année, la croissance, qui reste molle, résiste toujours grâce à la baisse du chômage et à la bonne tenue des activités de services.

Bien entendu, il ne faudrait pas oublier le chapitre géopolitique qui peut toujours alimenter la volatilité des marchés : tensions grandissantes entre la Chine et les pays occidentaux ou Taïwan, renforcement de la coopération militaire entre la Russie et la Chine, contre-attaque de l'Ukraine pour reconquérir ses territoires, bras de fer habituel entre Démocrates et Républicains pour relever le plafond de la dette du Gouvernement américain avant le 1er juin. Enfin, les inquiétudes des investisseurs sur les banques n'ont pas totalement disparu, de même que celles concernant l'immobilier commercial ou le tarissement du financement des start-up par les fonds de private-equity qui peinent eux-mêmes à lever des fonds. **La fin de l'argent gratuit n'a sans doute pas encore produit tous ses effets...**

Nous n'avons pas modifié nos objectifs pour les indices actions à fin juin et fin décembre.

Même si l'amorce de changement de ton des banques centrales est un facteur de soutien, nous maintenons une approche prudente à court terme compte tenu d'un risque de déception dans les prochains mois. Celle-ci pourrait provenir des nouvelles hausses des taux de la BCE, assez probable au vu du niveau encore élevé de l'inflation. Aux Etats-Unis, c'est la réticence de la FED à baisser rapidement les siens qui pourrait rendre les investisseurs nerveux face à la poursuite du ralentissement de l'activité qui risquerait alors de se transformer en récession.

Les indices nous semblent disposer d'un potentiel très limité qui ne justifie pas d'augmenter le poids des actions dans les portefeuilles. Nous continuerons à profiter des épisodes d'incertitude et de repli pour le faire au sein des portefeuilles les moins investis.

Nous restons constructifs et confiants à moyen terme car la baisse des taux de la FED, qui finira par arriver, pourrait marquer le début d'un nouveau cycle haussier aux Etats-Unis puis en Europe, après un dernier épisode de baisse d'ici à la fin de l'année.

Nous avons modifié quelques opinions sur les actions. Nous gardons une opinion Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme sur les actions européennes et américaines. **Nous avons abaissé à Sous-pondérer les actions d'Asie hors Japon et d'Amérique Latine, dont les performances souffrent de la dépréciation des devises face à l'euro.** Nous maintenons une position Neutre à court et moyen terme sur les actions japonaises.

Nous avons réduit nos notes sur des secteurs plus cycliques ou plus risqués. Nous ne conservons une opinion positive, à court ou moyen terme, que sur quatre secteurs. Les secteurs avec une opinion négative sont dorénavant plus nombreux. Cette neutralité sur la plupart des secteurs est la traduction qu'une allocation sectorielle équilibrée semble appropriée au contexte actuel.

Nous maintenons une opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. Les produits de taux conservent une tendance globalement neutre à court terme et baissière à moyen terme, à l'exception des obligations convertibles ou à haut rendement qui sont mieux orientées à moyen terme. **Nous avons abaissé notre opinion à court terme sur les Obligations émergentes à Sous-pondérer.** Leur performance est en effet pénalisée par la vigueur de l'euro face à leurs devises.

Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin avril, nous avons abaissé notre exposition en actions en Europe et aux Etats-Unis dans une moindre mesure. Nous avons légèrement réduit le poids des produits de taux (obligations émergentes, produits inflation, crédit Europe) tout en remontant celui des liquidités.

Achévé de rédiger le 8 mai 2023.

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 : la croissance mondiale reste à la merci de l'inflation et des banques centrales.

Les prévisions de croissance 2023 des pays développés ont été relevées et, pour 2024, elles ont été plutôt abaissées. Au mieux, la croissance sera faible pendant ces deux ans. La probabilité d'une récession américaine en fin d'année reste non négligeable et dépendra de la politique de la FED et du devenir de l'inflation.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2022	Rév.	2023	Rév.	2024	Rév.
Etats-Unis	2.1%	-	1.1%	0.1%	0.8%	-0.2%
Zone Euro	3.5%	-	0.6%	0.1%	1.0%	-0.2%
Japon	1.1%	-	1.0%	-0.1%	1.1%	-0.1%
Emergents	3.1%	-	4.2%	-	4.4%	-
Monde	3.1%	-	2.5%	0.1%	2.7%	-0.1%

Etats-Unis : le rythme de l'activité a connu une légère amélioration en avril dans les services et dans l'industrie.

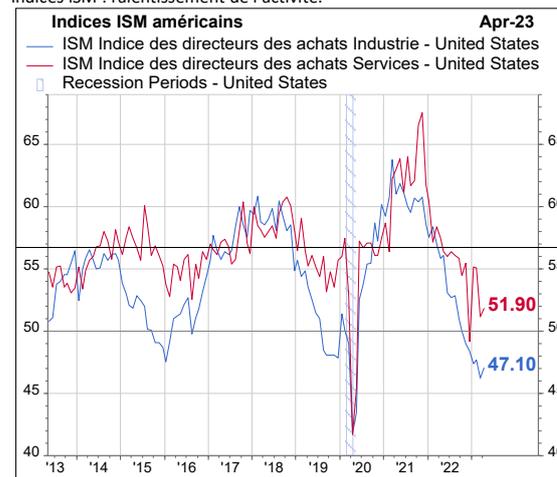
L'estimation de la croissance du 1^{er} trimestre est ressortie en baisse, à 1.1% en rythme annualisé contre 2.6% au trimestre précédent. Le rythme de l'activité s'est légèrement amélioré en avril.

En mars, la hausse des ventes de détail a ralenti plus sensiblement que celle des revenus des ménages. La hausse de la production industrielle s'est encore tassée de même que l'activité immobilière. L'inflation totale a reculé à nouveau mais son repli s'est interrompu hors

alimentation & énergie. La confiance des ménages a baissé en avril. Les créations d'emplois ont été plus nombreuses qu'attendu mais celles des mois précédents ont été revues en baisse. Le taux de chômage a reculé plus que prévu. Les indices des directeurs d'achat d'avril montrent une légère amélioration de l'activité avec une moindre contraction dans l'industrie et une petite accélération de l'expansion dans les services.

USA- Données mensuelles	Apr-23	Mar-23	Feb-23	Jan-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	3.6	5.2	7.4
Revenus (% a/a, sa)	-	6.0	6.2	6.5
Taux d'épargne (%)	-	5.1	4.8	4.5
Taux de chômage (%)	3.4	3.5	3.6	3.4
Variat.de l'emploi non agricole ('000)	253	165	248	472
Permis de construire (millions)	-	1.43	1.55	1.34
Mise en chantiers (millions)	-	1.42	1.43	1.33
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.68	0.62	0.65
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	297.7	297.0
Inflation (%a/a, sa)	-	5.0	6.0	6.3
Production industrielle (% a/a, sa)	-	0.5	0.9	1.4
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	3.2	-1.2	-5.0
Ind. Confiance des consom.Conf.Board	101.3	104.0	103.4	106.0
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	47.1	46.3	47.7	47.4
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.9	51.2	55.1	55.2
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-7.8	-6.7	-6.0

Indices ISM : ralentissement de l'activité.



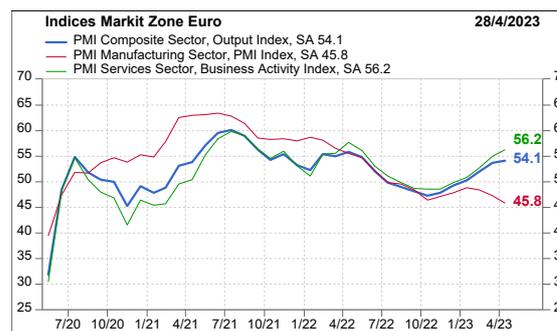
Zone Euro: le rythme d'activité a modestement accéléré en avril grâce à la vigueur des services.

La croissance du 1^{er} trimestre s'est redressée à 0.4% en rythme annualisé contre +0% au précédent trimestre. Le rythme d'activité a modestement accéléré en avril grâce à la vigueur des services.

Le repli des ventes de détail s'est accentué en mars. La production industrielle s'est redressée en février. La décreue du chômage a continué en avril et l'inflation est

remontée à 7% en reculant de 5.7% à 5.6% hors alimentation et énergie. Les indices de confiance sont restés mitigés. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion de l'activité globale s'est un peu accrue en avril grâce à la poursuite de l'accélération dans les services alors que la contraction s'est poursuivie dans l'industrie.

EUROZONE - Données mensuelles	Apr-23	Mar-23	Feb-23	Jan-23
Ventes de détail (%a/a) ex autos	-	-3.8	-2.4	-1.8
Taux de chômage (%)	-	6.5	6.6	6.6
Inflation (% a/a)	7.0	6.9	8.5	8.6
Production industrielle (% a/a)	-	-	2.0	0.9
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-	-	-	-20.9
Indice de Sentiment Economique	99.3	99.2	99.6	99.7
Indice IFO (2000=100)	95.3	94.8	93.0	91.6
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	4.1	13.0	28.1	16.9
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	45.8	47.3	48.5	48.8
Indice directeurs d'achats Services(%)	56.2	55.0	52.7	50.8



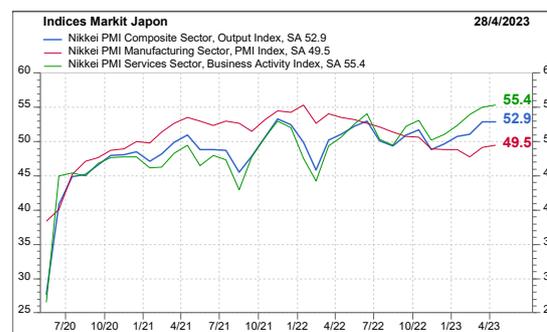
Japon : le rebond de l'activité globale a continué en avril grâce à la bonne orientation des services.

Comme en mars, le rebond de l'activité globale a continué en avril grâce aux services alors que la faiblesse de l'industrie s'est atténuée.

La hausse des ventes de détail s'est stabilisée en mars. Le taux de chômage est encore remonté. La moindre hausse des exportations a alimenté le recul de la production industrielle. L'inflation totale a été stable à

JAPON - Données mensuelles	Apr-23	Mar-23	Feb-23	Jan-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	7.2	7.3	5.0
Taux de chômage (%)	-	2.8	2.6	2.4
Revenus (% a/a)	-	-	0.8	0.2
Inflation (% a/a)	-	3.3	3.3	4.4
Production industrielle (% a/a)	-	-0.8	-1.4	-4
Exportations (%a/a)	-	4.3	6.5	3
Indice de Confiance des Consommateurs	35.4	33.9	31.3	31.3
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-	-3.2	-5.0
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.5	49.2	47.7	48.9
Indice directeurs d'achats Services(%)	55.4	55.0	54.0	52.3

3.3% mais elle a rebondi de 2.1% à 2.3% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est redressée. Selon les indices des directeurs d'achat, l'expansion globale de l'activité est restée stable en avril avec une atténuation de la contraction de l'industrie et une modeste accentuation de l'expansion dans les services.



Pays émergents : accélération de l'expansion au Brésil et en Inde, modération de celle-ci en Russie et en Chine.

Les prévisions de croissance pour 2023 des grands pays émergents ont été très légèrement relevées. Selon les indices des directeurs d'achat d'avril, le rythme de la croissance a accéléré au Brésil et en Inde et s'est atténué en Russie et en Chine. Dans ce dernier pays, le rebond été fort au 1^{er} trimestre à la suite de la levée ses restrictions sanitaires mais quelques doutes sont apparus sur la soutenabilité de l'ampleur de la reprise.

Au Brésil, la hausse des ventes de détail s'est tassée en février et la production industrielle a rechuté. Le taux de chômage a encore progressé en mars. L'inflation a reculé. Mais selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale s'est accentuée en avril, en particulier dans les services alors que la contraction dans l'industrie s'est accrue.

En Russie, en l'absence de statistiques économiques officielles, les indices des directeurs d'achat montrent une atténuation de l'expansion de l'activité globale en avril qui a touché aussi bien l'industrie que les services.

En Inde, le rythme de la production industrielle s'est légèrement accru en février et le recul de l'inflation s'est accéléré en mars. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale a sensiblement accéléré en avril dans l'industrie et plus encore dans les services.

En Chine, la croissance a bondi au 1^{er} trimestre à +8.2% en rythme annualisé contre +2.4% au trimestre précédent. Les ventes de détail ont été très soutenues en mars. La production industrielle s'est redressée avec la forte reprise des exportations. Le taux d'inflation s'est inscrit en baisse. Selon les indices des directeurs d'achat,

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2022 *	Rév.	2023 *	Rév.	2024 *	Rév.
Brésil	3.0%	-	0.9%	0.1%	1.7%	-0.1%
Russie	-3.0%	-	-1.7%	0.7%	1.5%	-
Inde *année 31/03	8.7%	-	6.9%	-0.1%	6.0%	-
Chine	3.0%	-	5.3%	0.1%	5.0%	-
Emergents	3.1%	-	4.2%	0.1%	4.4%	-

le rythme d'expansion de l'activité globale s'est un peu atténué en avril, avec une légère décélération dans les services et un retour en contraction modérée de l'industrie.

BRIC - Données mensuelles		Apr-23	Mar-23	Feb-23	Jan-23
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	1.0	2.6
	Taux Chômage (%)	-	8.8	8.6	8.4
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	4.7	5.6	5.8
	Production Industrielle (%a/a)	-	-	-2.4	0.3
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	44.3	47.0	49.2	47.5
Indice directeurs d'achats Services(%)	54.5	51.8	49.8	50.7	
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 (%)	52.6	53.2	53.6	52.6
Indice directeurs d'achats Services(%)	55.9	58.1	53.1	48.7	
Inde	Inflation (% a/a)	-	5.7	6.4	6.5
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	5.6	5.5
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	57.2	56.4	55.3	55.4
Indice directeurs d'achats Services(%)	62.0	57.8	59.4	57.2	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	10.6	-	-
	Inflation (% a/a)	-	0.7	1.0	2.1
	Production Industrielle (% a/a)	-	3.9	-	-
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.5	50.0	51.6	49.2
Indice directeurs d'achats Services(%)	56.4	57.8	55.0	52.9	

Marchés de taux d'intérêt : les banques centrales commencent à changer de ton.

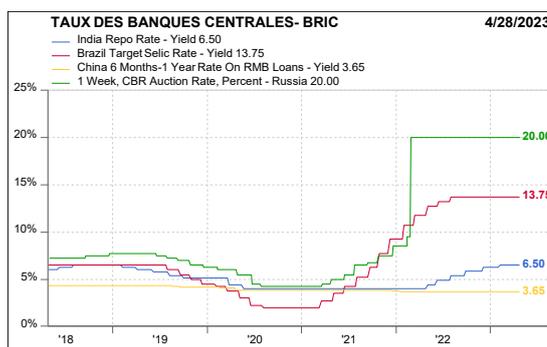
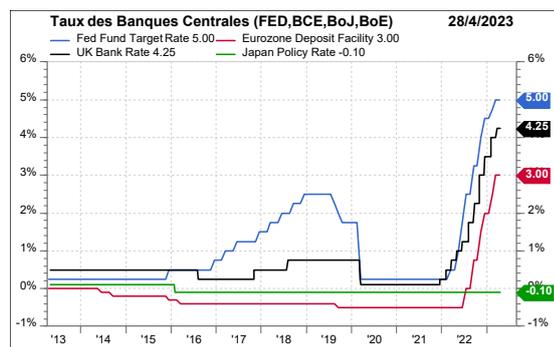
Le stress bancaire s'étant quelques peu apaisé, les Banques Centrales ont repris leur activité habituelle. Aux Etats-Unis, comme attendu, la FED a relevé ses taux de 0.25% à 5.25% mais elle a laissé entendre que la fin de ses relèvements approchait. En revanche, elle a indiqué que l'inflation restait trop forte pour envisager de baisser prochainement les taux.

La BCE n'a remonté ses taux de dépôt que de 0.25% à 3.25% car elle reste attentive au durcissement des conditions de crédit qui pèse sur l'activité en Europe. Cependant, l'inflation reste trop élevée pour envisager une pause dans ses relèvements de taux. Ceux-ci

devraient donc se poursuivre en prenant toutefois en compte l'évolution de l'activité.

La Banque du Japon a maintenu sa politique inchangée, tout en indiquant qu'elle pourrait modifier sa politique de contrôle de la courbe des taux au cours des prochains mois.

De nouveaux relèvements de taux sont également intervenus en Australie, en Norvège, en Suède et dans quelques pays émergents. Inversement, les Banques centrales de Singapour, d'Indonésie et de Corée du Sud ont mis fin à leur resserrement monétaire.



Les taux longs ont été assez stables au cours du mois alors que l'incertitude pour le cycle économique diminuait. Ils ont légèrement reculé aux Etats-Unis et plutôt remonté en Europe. Ce mouvement s'est accompagné de très faibles tensions sur les écarts des taux de certains pays d'Europe du Sud avec ceux de l'Allemagne.

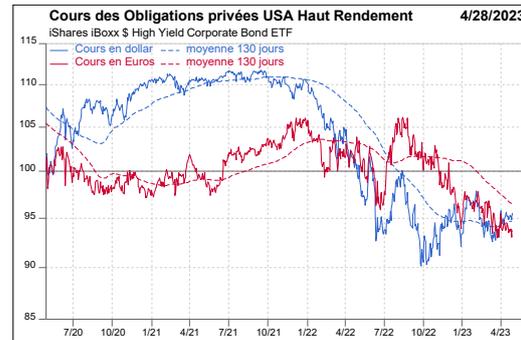
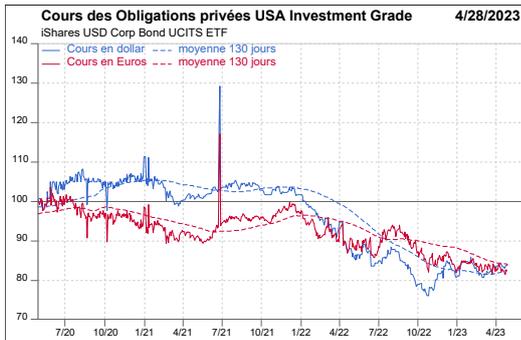
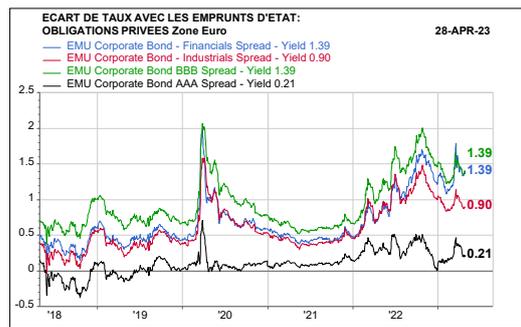
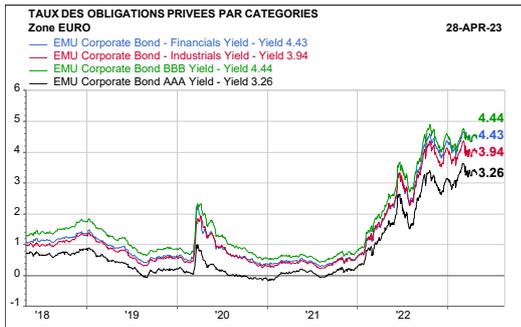
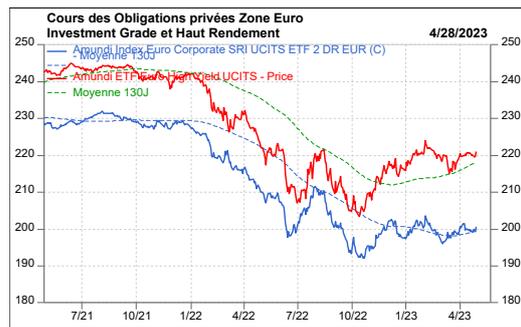
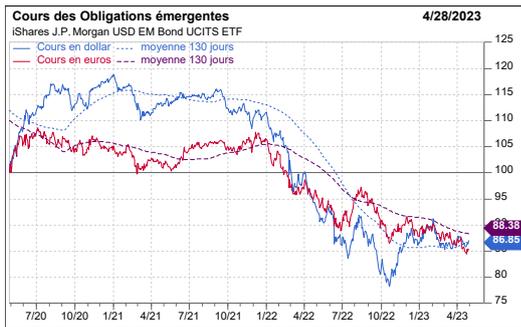
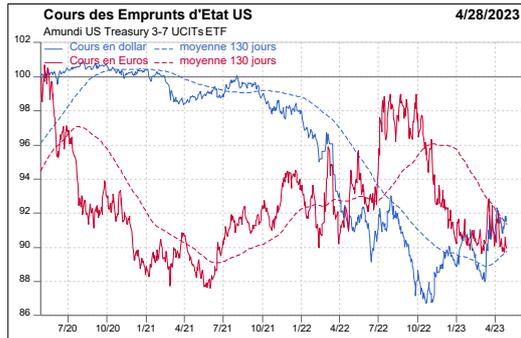
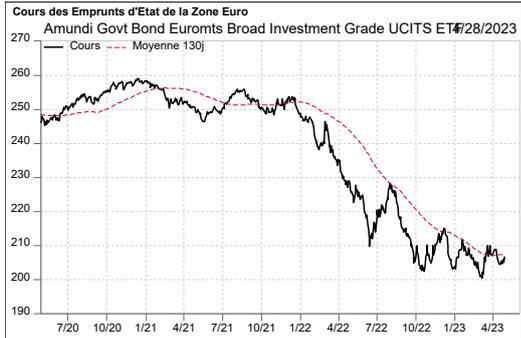
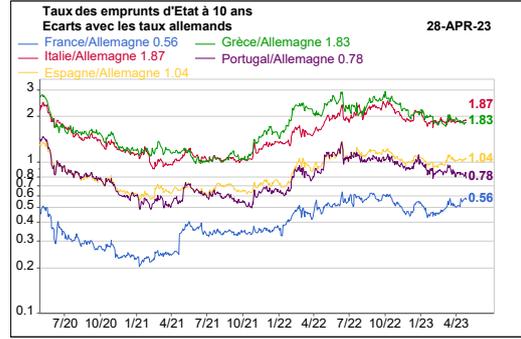
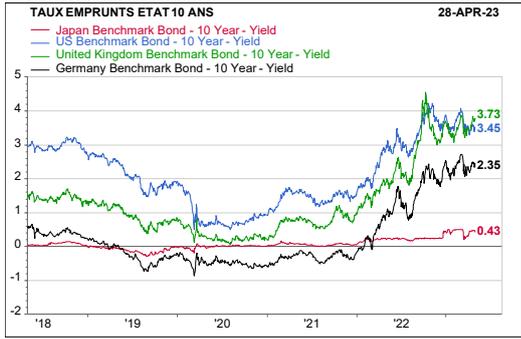
Les statistiques économiques du mois d'avril nous confortent toujours dans nos hypothèses d'évolution des taux longs. Aux Etats-Unis, le niveau maximal sans doute été atteint à 4.3% en 2022. Il devrait évoluer entre 3 et 4% au cours des prochains trimestres. En Europe, compte tenu du décalage conjoncturel et monétaire, la remontée des taux longs allemands devrait se poursuivre en direction de 3 à 3.5%.

Les emprunts d'Etat ont enregistré des reculs de 0.2% en moyenne en zone euro, une progression de 1.1% aux Etats-Unis en dollar et un repli de 0.5% en euro. Les obligations émergentes ont reculé de 0.8% en euros.

Les évolutions du marché du Crédit de qualité (obligations privées) ont été plus positives en Europe, les tensions se portant davantage sur les titres de Crédit américains. En Europe, les obligations Investment Grade ont gagné 0.4% et celles à haut rendement 0.5%. Aux Etats-Unis, les premières ont gagné 0.5% en dollar et ont perdu 1.1% en euro, les secondes ont perdu 0.3% en dollar et 1.8% en euros.

Taux à 10 ans Données au 30/04/2023	Taux en fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	3.45	-0.05	-0.07
Allemagne	2.35	0.02	-
France	2.91	0.08	0.06
Espagne	3.38	0.02	0.00
Italie	4.22	0.08	0.06
Portugal	3.13	0.00	-0.01
Grèce	4.17	-0.05	-0.07
Royaume-Uni	3.73	0.21	0.19
Japon	0.43	0.10	0.09
Suisse	1.04	-0.21	-0.23

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 30/04/2023	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-0.2%	-0.2%	1.5%
- les mieux notés	0.3%	0.3%	1.3%
- les moins bien notés	-0.3%	-0.3%	2.5%
- durée 1 à 3 ans	0.2%	0.2%	0.9%
- durée plus de 10 à 15 ans	0.8%	0.8%	3.8%
Emprunts d'Etats USA (\$)	1.1%	1.1%	3.1%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-0.5%	-0.5%	-0.4%
Obligations émergentes (eur)	-0.8%	-0.8%	-0.6%
Obligations privées Euro Inv.Grade	0.4%	0.4%	1.6%
Obligations privées Euro Haut Rendt	0.5%	0.5%	2.3%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	0.5%	0.5%	3.9%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-0.3%	-0.3%	2.3%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-1.1%	-1.1%	0.5%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-1.8%	-1.8%	-1.1%

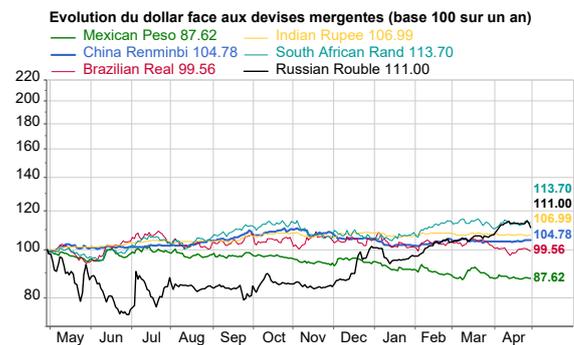
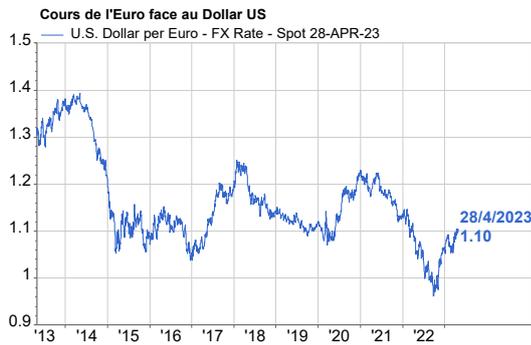


Marchés des Changes et Matières Premières : rebond de l'euro et baisse des matières premières.

Les évolutions des taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique ont encore favorisé la dépréciation du dollar qui a reculé face à la quasi-totalité des devises. L'euro s'est affermi globalement sauf face au franc suisse ou au sterling. Le yen a été assez faible ainsi que les devises émergentes.

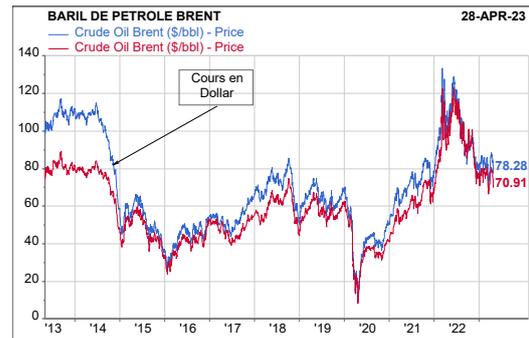
Compte tenu des derniers commentaires des banques centrales, une désynchronisation des politiques monétaires américaine et européenne semble probable, comme cela fut souvent le cas en pareille circonstance de raffermissement des taux. L'euro pourrait en profiter pour s'apprécier davantage.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 30/04/2023	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.10	-1.6%	-1.6%	-3.3%
JPY - Japan Yen	150.33	-3.8%	-3.8%	-6.3%
CHF - Swiss Franc	0.98	1.0%	1.0%	0.5%
GBP - Sterling.	0.88	0.0%	0.0%	1.0%
BRL - Brazilian Real	5.52	-0.3%	-0.3%	2.0%
RUB - Russian Ruble	88.54	-4.7%	-4.7%	-12.0%
INR - Indian Rupee	90.35	-1.2%	-1.2%	-2.3%
CNY-Chine Renminbi	7.65	-2.4%	-2.4%	-3.0%



Les cours des matières premières industrielles et agricoles ont plutôt reculé. A l'inverse, le prix du baril a temporairement progressé légèrement grâce à la nouvelle réduction des quotas de production de l'OPEP. Le recul de l'anxiété pour le secteur bancaire a calmé les cours de l'or.

Matières Premières - Variation des cours				
Données au 30/04/2023	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Métaux industriels: 438\$	-3.1%	-2.9%	-4.7%	-6.1%
Pétrole Brent: 79\$	0.4%	-4.0%	-1.2%	-7.2%
Produits Agricoles 391\$	-2.8%	-3.2%	-4.3%	-6.4%
Once d'or: 1982\$	0.1%	9.3%	-1.4%	5.7%



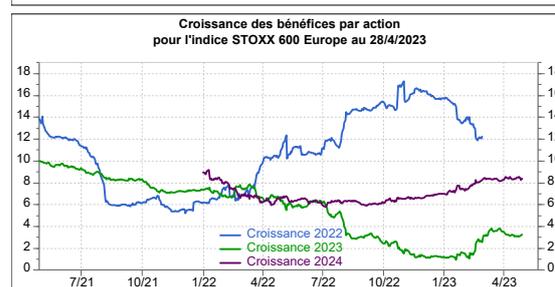
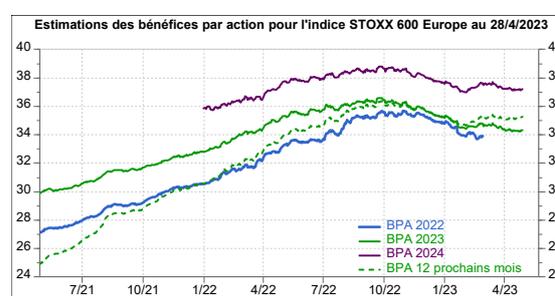
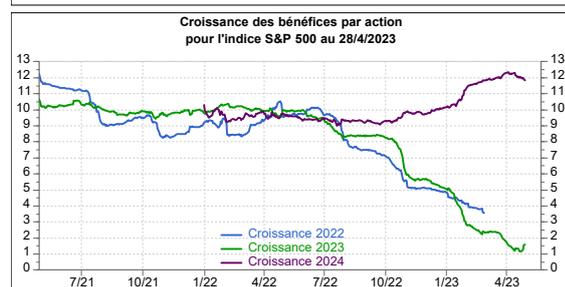
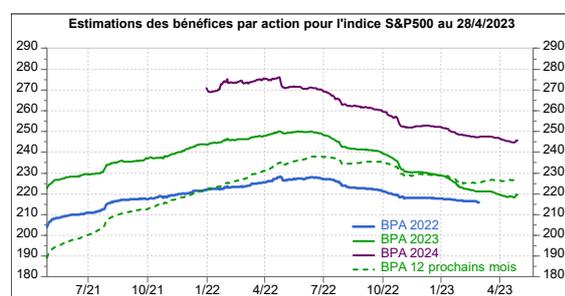
Résultats des entreprises : petite baisse des estimations de bénéfices et bons résultats.

Aux Etats-Unis, les résultats trimestriels publiés pour le T1 ont été de meilleure facture que ceux du T4. Ils s'affichent en hausse de 0.8% sur un an, et sont supérieurs aux attentes (+7.3%) pour 80% des sociétés. **En Europe, seulement 42% des sociétés ont publié leurs résultats en hausse moyenne de 7.4%, dépassant les attentes de 15%** pour 60% d'entre elles.

Les prévisions de bénéfice des analystes financiers ont été abaissées pour 2023 et 2024. Pour le **S&P500**, la croissance bénéficiaire attendue en 2023 se réduit à 1.6% contre 1.9% en mars. Pour le **Stoxx600**, les bénéfices devraient progresser de 3.2% en 2023 contre 4.2% attendu en mars. **Pour 2024**, la croissance bénéficiaire s'établit à 11.9% aux Etats-Unis et à 8.4% en Europe. Au vu de la croissance économique attendue, ces chiffres semblent un peu élevés.

Publications du Q1 '23	% stés publiés	Var. %	Surprise (%)	% stés > attentes	% stés < attentes
S&P500 Bénéfices nets	61.8	0.8	7.3	80.0	16.8
S&P500 Chif. d'affaires	61.8	3.6	2.1	73.4	26.6
STOXX600 Bénéf. nets	42.3	7.4	15.0	59.9	28.9
STOXX600 Chif. d'affaires	42.3	2.8	0.0	70.1	27.9

Consensus FactSet au 30/04/2023	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations	
	2023(e)	2024(e)	2023(e)	2024(e)
EuroStoxx 50	-0.3%	9.3%	-0.2%	-0.2%
Stoxx600 Europe	3.2%	8.4%	-0.7%	-0.8%
CAC 40	-4.9%	9.0%	-0.6%	-0.6%
S&P 500	1.6%	11.9%	-0.4%	-0.5%
Nikkei 225	12.5%	11.8%	-0.3%	-0.4%



Sur le dernier mois, les relèvements des estimations de résultats les plus importants concernent les secteurs Tourisme & Loisirs, Automobile, Construction et Matériaux, Distribution, Banques, comme lors des deux derniers mois, et le secteur Biens et Services Industriels,

Les plus fortes révisions baissières concernent les secteurs Pétrole & Gaz, Télécommunications et, comme lors des deux derniers mois, les Services Financiers, les Produits de Base, la Chimie, l'Immobilier et les Média.

Révisions bénéficiaires mensuelles (moyenne 2023 et 2024)			
Indices au 28/04/2023	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 31/03/2023	Révision sur un mois au 28/02/2023
STOXX Europe 600	-0.7%	-0.5%	1.0%
Tourisme-Loisirs	3.6%	5.6%	3.5%
Biens et Serv. Industriels	1.8%	0.0%	0.0%
Automobile	1.3%	1.4%	2.0%
Construction & matériaux	1.1%	2.4%	2.2%
Distribution	0.8%	2.3%	1.5%
Banques	0.7%	0.8%	5.1%
Service Publics	0.5%	1.2%	-1.4%
Biens de Conso.non cycl.	0.3%	-0.2%	-1.2%
Santé	-0.2%	-1.2%	-0.8%
Technologie	-0.2%	-0.9%	0.4%
Alimentation/boissons	-0.3%	-0.5%	0.9%
Assurance	-0.3%	-0.6%	0.3%
Media	-0.8%	-2.6%	1.3%
Immobilier	-1.4%	-7.0%	-14.7%
Chimie	-1.4%	-1.7%	-0.9%
Produits de base	-2.3%	-1.9%	0.3%
Services financiers	-2.5%	-2.0%	0.3%
Télécommunications	-3.5%	-0.4%	0.6%
Pétrole et Gaz	-6.5%	-3.4%	2.1%

Evolutions des secteurs européens : avantage marqué pour les secteurs de Croissance ?

Les indices Croissance ont largement surperformé les indices Value au cours du mois mais on retrouve néanmoins en tête du palmarès des secteurs Value comme l'Immobilier, les Assurances, le Tourisme, les Services publics ou le Pétrole & Gaz. De même certains secteurs de Croissance se trouvent en bas du palmarès (Technologie, Media).

En fait, la sous performance du style Value provient de la forte contreperformance des secteurs Industrie, Automobile et Produits de Base. La surperformance de la Croissance tient à la progression de deux secteurs au poids important : la Santé et la Consommation non cyclique (qui comprend les valeurs de luxe).

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 28/04/2023	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2023	Variation Bén.Net par Act. 2024	PER 2023	Révision 1 mois (%) Bna 2023	Révision 1 mois (%) Bna 2024	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	1.9%	9.8%	3.2%	8.4%	13.6	-0.7	-0.8			
Immobilier	5.2%	-0.5%	-3.2%	3.3%	13.3	2.5	-5.3	1.3%	-	-
Santé	4.7%	8.2%	3.8%	12.9%	18.8	-0.2	-0.1	15.3%	=	=
Assurance	4.4%	5.3%	41.0%	9.9%	10.1	-0.3	-0.4	5.1%	=	=
Tourisme-Loisirs	4.0%	24.7%	34.6%	28.7%	17	3.4	3.8	1.2%	+	=
Service Publics	3.6%	10.6%	84.5%	4.7%	14.0	0.8	0.3	4.1%	=	=
Biens de Conso.non cycl.	3.5%	18.3%	6.1%	11.9%	22.9	0.3	0.4	9.4%	+	+
Pétrole et Gaz	3.5%	1.1%	-25.7%	-2.6%	7.0	-8.6	-4.4	5.1%	-	=
Alimentation/boissons	2.3%	9.3%	3.9%	10.3%	20.9	-0.1	-0.4	5.3%	=	=
Banques	2.3%	6.3%	17.3%	8.7%	6.7	1.4	-0.1	8.0%	-	↘
Chimie	2.0%	8.9%	-23.9%	10.0%	16.3	-1.5	-1.3	2.5%	=	=
Services financiers	1.3%	7.6%	152.7%	9.2%	12.8	-0.5	-4.5	3.3%	-	-
Construction & matériaux	0.9%	16.0%	-1.6%	9.7%	15.0	0.8	1.4	3.5%	=	=
Biens et Serv. Industriels	0.7%	13.1%	-7.0%	9.6%	17.9	2.8	0.8	12.8%	=	↘
Télécommunications	0.7%	15.1%	3.4%	13.0%	15.3	-3.9	-3.0	3.0%	+	-
Media	0.0%	12.2%	8.6%	10.5%	18.4	-0.8	-0.8	1.5%	=	=
Distribution	-0.3%	21.3%	7.4%	11.5%	19.0	1.3	0.3	0.8%	=	↘
Automobile	-2.5%	14.3%	-10.3%	5.7%	6.6	2.2	0.5	2.6%	-	↘
Technologie	-4.6%	15.1%	49.8%	19.9%	22.4	0.4	-0.7	6.4%	=	↘
Produits de base	-5.7%	-10.5%	-33.8%	-3.1%	8.9	-2.9	-1.6	2.3%	-	-

Les tendances absolues des secteurs européens se sont globalement redressées avec le rebond des marchés, davantage de secteurs se trouvant en tendance haussière (11 contre 7 le mois dernier).

Les secteurs Santé, Chimie, Tourisme & Loisirs, Distribution, Biens & Services Industriels et Assurance ont repris une tendance haussière. Deux secteurs ont passés d'une tendance positive à une tendance neutre et deux ont retrouvé une tendance neutre contre négative.

Du côté des tendances sectorielles relatives, les changements ont été aussi nombreux. Trois secteurs

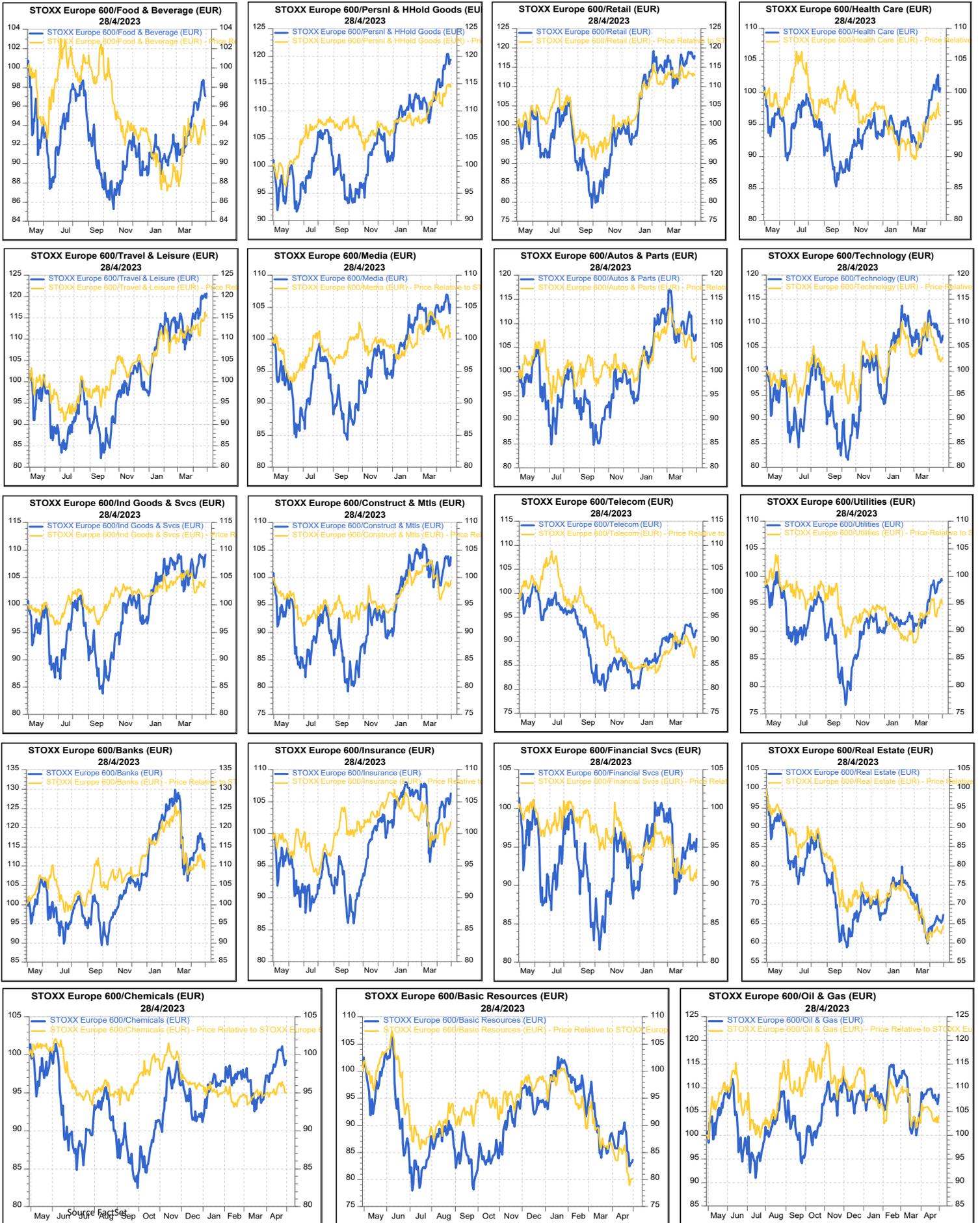
défensifs ont retrouvé une tendance relative positive. Celles de trois autres secteurs, plus cycliques comme l'Automobile et le Pétrole & Gaz ou de la Technologie sont repassées de neutre à négative

Enfin, la tendance relative des Télécommunications et des Media s'est dégradée à neutre alors que celle des Assurance s'est redressée à neutre.

Ces évolutions, tant absolues que relatives traduisent toujours une orientation des investisseurs vers les secteurs défensifs ou à bonne visibilité au détriment des secteurs plus risqués.

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

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



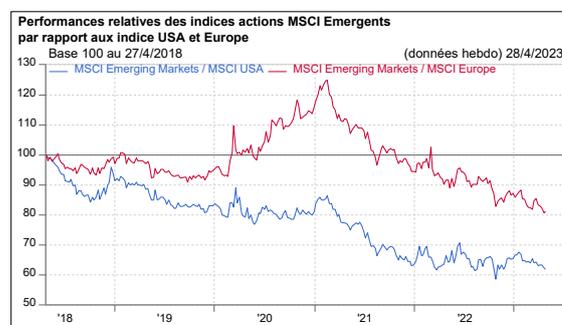
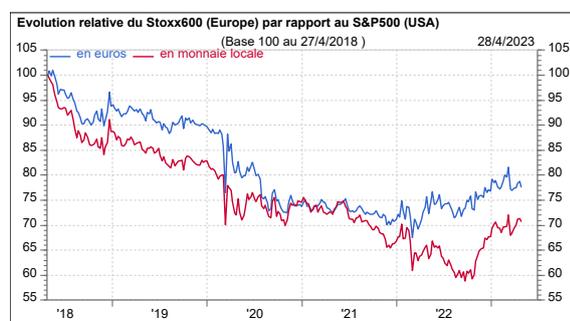
Evolution des marchés actions et des valorisations : sous l'influence positive des résultats.

Les indices boursiers mondiaux ont conclu le mois d'avril sur une note assez neutre avec un contraste assez marqué entre l'Europe où les indices des grandes valeurs ont progressé d'environ 2% alors que les indices américains ont été pénalisés par le recul du dollar (+1.2% en dollar, -0.4% en euros).

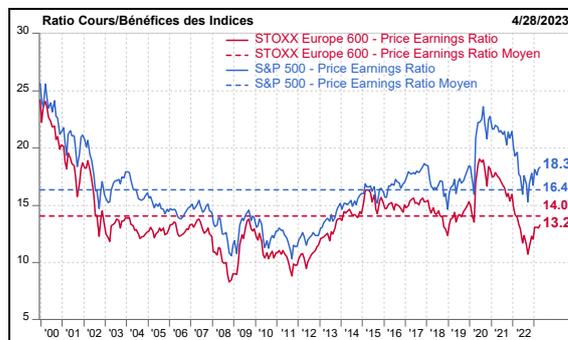
Après une baisse du stress bancaire à la suite de l'intervention des Banques centrales et des Autorités de contrôle le mois dernier, les Bourses ont plutôt profité des résultats trimestriels satisfaisants qui ont été publiés.

Les Bourses émergentes ont fini le mois de manière plus mitigée notamment en Asie et en Chine. Il est à noter que leurs performances en euro ont été également affectées par la baisse des devises de ces pays.

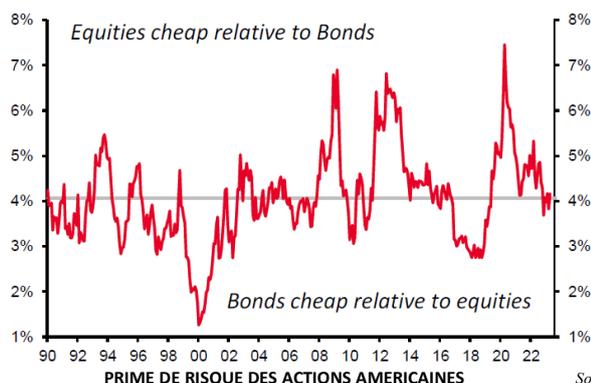
INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMÉS EN EUROS			
Données au 30/04/2023	Variation Mois	Variation début trim.	Variation Année
MSCI World Index	0.0%	0.0%	5.3%
MSCI USA	-0.4%	-0.4%	4.9%
MSCI Europe	2.0%	2.0%	10.1%
MSCI Japan	-1.2%	-1.2%	2.0%
MSCI Emerging Markets	-2.9%	-2.9%	-1.2%
MSCI AC Asia Pacific ex JP	-3.3%	-3.3%	-1.6%
MSCI EM Latin America	0.0%	0.0%	1.3%
MSCI EM Eastern Europe	9.8%	9.8%	12.4%
MSCI Brazil	0.1%	0.1%	-5.8%
MSCI Russia - Discontinued as of 01-Mar-2023			
MSCI India	2.5%	2.5%	-5.9%
MSCI China	-6.7%	-6.7%	-4.1%



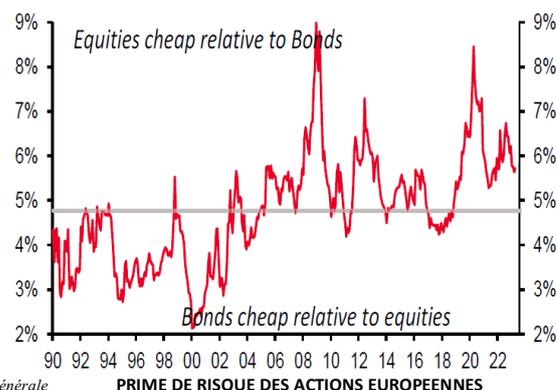
Depuis le 31 mars dernier, le PER à 12 mois des actions américaines est remonté de 0.7% (de 18.1 à 18.3) alors que les prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont été relevées de 0.7%. En Europe, le PER s'est accru de 1.5% (de 13 à 13.2) quand les bénéfices estimés augmentaient de 0.4%.



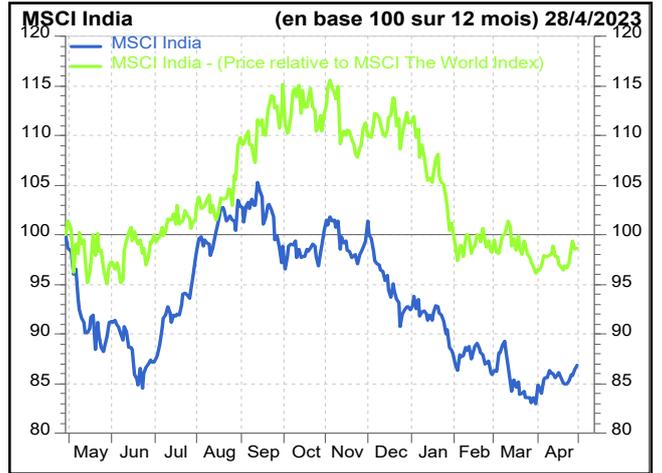
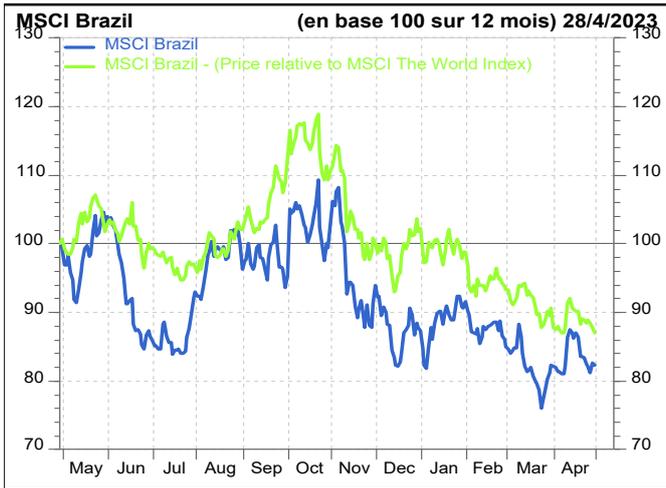
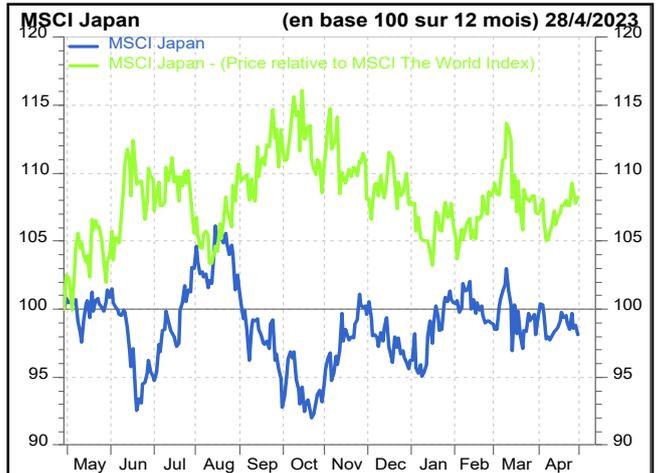
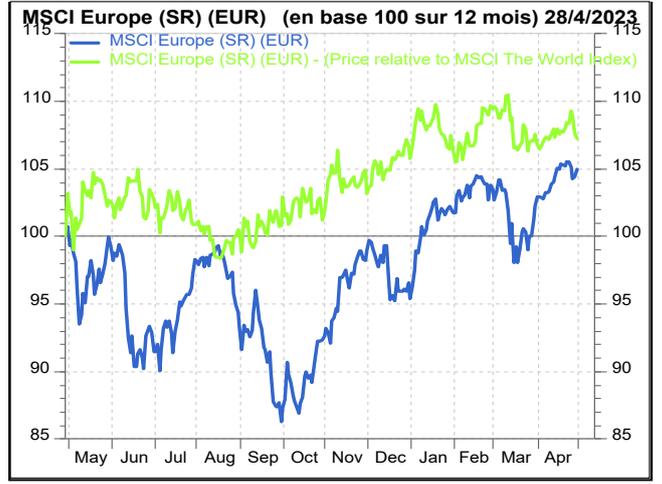
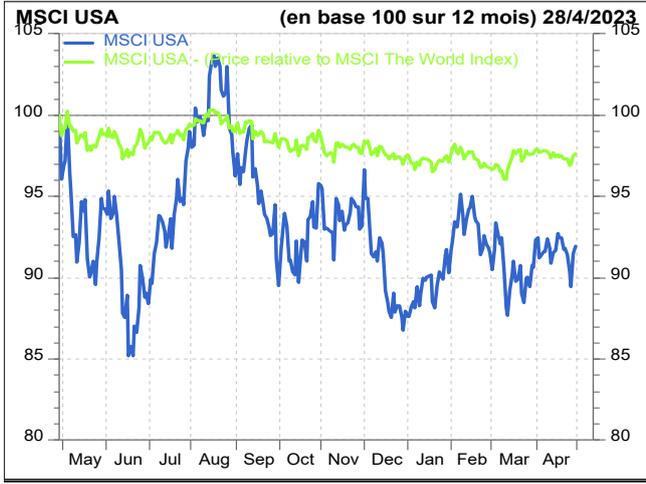
La prime de risque est restée inchangée à 4.2% aux Etats-Unis et elle a baissé de 5.8% à 5.7% en Europe.



Source société Générale



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



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

Les Bourses ont été calmes et mieux orientées en avril. Leur progression, assez générale en devise locale, a été cependant plus contrastée une fois exprimée en euro compte tenu de l'appréciation de notre monnaie.

Les progressions des actions ont été soutenues par des statistiques économiques assez neutres et surtout par des publications de résultats trimestriels dépassant les attentes. Ce sont cependant les bons résultats des plus grandes capitalisations qui ont emmené les indices alors que le reste de la cote connaissait des évolutions plus mitigées. Par ailleurs, les déceptions bénéficiaires ont été souvent durement sanctionnées par les investisseurs. Enfin, aux Etats-Unis comme en Europe, les secteurs plus cycliques sont toujours à la peine, signe d'une certaine fébrilité des investisseurs face aux perspectives de croissance.

Les évolutions des marchés lors des prochains mois resteront toujours très dépendantes des mêmes facteurs : le rythme de décrue de l'inflation, réel mais assez lent pour l'instant et tout cas insuffisant aux yeux des banquiers centraux pour baisser la garde, et l'incertitude sur la vitesse du ralentissement de l'activité. En effet, malgré des indicateurs avancés qui pointent souvent vers une récession en fin d'année, la croissance, résiste toujours grâce à la baisse du chômage et à la bonne tenue des activités de services.

Nous n'avons pas modifié nos objectifs pour les indices actions à fin juin et fin décembre.

Même si l'amorce de changement de ton des banques centrales est un facteur de soutien, nous maintenons une approche prudente à court terme compte tenu d'un risque de déception dans les prochains mois. Celle-ci pourrait provenir des nouvelles hausses des taux de la BCE, assez probable au vu du niveau encore élevé de l'inflation. Aux Etats-Unis, c'est la réticence de la FED à baisser rapidement les siens qui pourrait rendre les investisseurs nerveux face à la poursuite du ralentissement de l'activité qui risquerait alors de se transformer en récession.

Les indices nous semblent disposer d'un potentiel très limité qui ne justifie pas d'augmenter le poids des actions dans les portefeuilles. Nous continuerons à profiter des épisodes d'incertitude et de repli pour le faire au sein des portefeuilles les moins investis.

Nous restons constructifs et confiants à moyen terme car la baisse des taux de la FED, qui finira par arriver, pourrait marquer le début d'un nouveau cycle haussier aux Etats-Unis puis en Europe, après un dernier épisode de baisse d'ici à la fin de l'année.

Nous avons modifié quelques opinions sur les actions. Nous gardons une opinion Neutre à court terme et Surpondérer à moyen terme sur les actions européennes et américaines. **Nous avons abaissé à Sous-pondérer les actions d'Asie hors Japon et d'Amérique Latine,** dont les performances souffrent de la dépréciation des devises face à l'euro. Nous

maintenons une position Neutre à court et moyen terme sur les actions japonaises.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 28/04/2023	Prévision 30/06/2023	Prévision 31/12/2023
CAC40	7491.50	6800 →	7400 →
Eurostoxx 50	4359.31	4000 →	4400 →
S&P 500	4169.48	3900 →	4200 →
Nikkei	28856.44	27500 →	28500 →
Emprunts		à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	2.35	2.75 →	3.00 →
Taux 10 ans \$	3.45	3.75 →	3.75 →
Taux 10 ans Yen	0.43	0.50 →	0.50 →
Taux dépôts BCE	3.00	3.50 →	3.75 →
Taux FED	5.00	5.25 →	5.25 →
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →
Monnaies		à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.10	1.11 ↗	1.12 ↗
Dollar/yen	136.16	135 →	132 →

Nous avons réduit nos notes sur des secteurs plus cycliques ou plus risqués. Nous ne conservons une opinion positive, à court ou moyen terme, que sur quatre secteurs. Les secteurs avec une opinion négative sont dorénavant plus nombreux. Cette neutralité sur la plupart des secteurs est la traduction qu'une allocation sectorielle équilibrée semble appropriée au contexte actuel.

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

Nous maintenons une opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. Les produits de taux conservent une tendance globalement neutre à court terme et baissière à moyen terme, à l'exception des obligations convertibles ou à haut rendement qui sont mieux orientées à moyen terme. **Nous avons abaissé notre opinion à court terme sur les Obligations émergentes à Sous-pondérer.** Leur performance est en effet pénalisée par la vigueur de l'euro face à leurs devises.

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	Sous pondérer	Neutre	↘	↘
Amérique Latine	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
Europe de l'Est	Sous pondérer	Sous pondérer		
Produits de taux et Produits Mixtes	Neutre	Sous pondérer	→	↘
Emprunts d'Etat USA (non couverts)	Neutre	Sous pondérer	→	↘
Emprunts d'Etat Europe AAA	Neutre	Sous pondérer	→	↘
Emprunts d'Etat Europe non AAA	Neutre	Sous pondérer	→	↘
Obligations PAYS EMERGENTS (non couvertes)	Sous pondérer	Neutre	↘	↘
Obligations Sociétés US (couvertes)	Neutre	Neutre	→	→
Obligations Sociétés US (haut rendt, couvertes)	Neutre	Neutre	→	→
Obligations Sociétés Europe	Neutre	Neutre	→	→
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 : réduction du poids des actions.

Lors de notre dernier Comité d'Allocation d'Actifs de fin avril, nous avons abaissé notre exposition en actions en Europe et aux Etats-Unis dans une moindre mesure.

Nous avons légèrement réduit le poids des produits de taux (obligations émergentes, produits inflation, crédit Europe) tout en remontant celui des liquidités.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max.	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	47.4	↘	49.1	48.1	
	Etats-Unis	0	20	15.2	↘	15.5	15.4	70%
	Europe	10	60	25.7	↘	27.7	26.6	
	Japon	0	10	0.7		0.7	0.7	100%
	Pays Emergents	0	10	5.8	↗	5.2	5.4	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	31.3	↘	31.8	32.4	
	Multi stratégie obligataire	0	30	18.3	↗	18.0	18.3	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	2.5		2.5	2.6	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	4.9		4.8	4.9	69%
	Obligations Pays Emergents	0	10	0.4	↘	0.6	0.6	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	0.9		1.0	1.0	67%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	1.7	↘	2.4	2.4	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	1.3	↘	1.7	1.8	
Obligations Convertibles Europe	0	15	1.3	↗	0.8	0.8		
LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES		0	60	21.3	↗	19.1	19.5	

VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 03/05/2023

Indices		Dernier	Perf.	Perf.	Perf.	PER	PER	BNA	BNA	Rendt
		Cours (Dev Locale)	depuis début mois	depuis début trim.	depuis le 1er janvier	2023 moyen	2024 moyen	Var 2023	Var 2024	Net 2023
DJ Stoxx 600		466.64	1.92%	1.92%	9.83%	13.6 x	12.5 x	3.3%	8.3%	3.4%
DJ Stoxx 50		4048.50	2.73%	2.73%	10.86%	14.5 x	13.5 x	-0.7%	7.5%	3.1%
DJ Euro Stoxx 50		4359.31	1.03%	1.03%	14.91%	13.6 x	12.5 x	-0.1%	9.1%	3.2%
DJ Stoxx Large 200		481.42	2.05%	2.05%	10.18%	13.5 x	12.5 x	-1.3%	7.7%	3.4%
DJ Stoxx Mid 200		502.21	1.39%	1.39%	8.83%	13.6 x	12.5 x	5.7%	8.5%	3.5%
DJ Stoxx Small 200		318.75	1.33%	1.33%	7.21%	14.4 x	12.6 x	105.3%	14.3%	2.9%
STOXX Europe TMI		455.58	1.90%	1.90%	9.57%	13.4 x	12.4 x	1.6%	8.7%	3.4%
STOXX Europe TMI Growth		3067.06	1.78%	1.78%	12.08%					
STOXX Europe TMI Value		1434.47	1.71%	1.71%	5.42%					
STOXX TMI Large Cap Growth		2804.46	1.82%	1.82%	12.51%					
STOXX Large Cap Value		1209.99	1.70%	1.70%	5.13%					
STOXX TMI Mid Cap Growth		3751.54	1.70%	1.70%	11.68%					
STOXX TMI Mid Cap Value		2660.60	1.91%	1.91%	6.73%					
STOXX TMI Small Cap Growth		5162.58	1.49%	1.49%	8.50%					
STOXX TMI Small Cap Value		2574.19	1.40%	1.40%	4.33%					
Dow Jones (US)		34098.16	2.48%	2.48%	2.87%	17.9 x	15.8 x	7.1%	13.4%	2.2%
S&P 500 (US)		4169.48	1.46%	1.46%	8.59%	19.0 x	17.0 x	1.7%	11.8%	1.6%
NASDAQ Composite (US)		12226.58	0.04%	0.04%	16.82%	27.6 x	22.3 x	12.9%	24.1%	0.9%
Russell 2000 (US)		4396.38	-1.86%	-1.86%	0.44%					
Nikkei 225 (JP)		28856.44	2.91%	2.91%	10.58%	13.3 x	12.2 x	12.7%	11.8%	2.1%
TOPIX 500 (JP)		2057.48	2.69%	2.69%	8.76%					
CAC 40		7491.50	2.31%	2.31%	15.72%	14.6 x	13.4 x	-4.7%	8.7%	2.8%
SBF 120		5708.60	2.20%	2.20%	14.79%	14.5 x	13.3 x	-4.4%	9.3%	2.9%
SBF 250		5587.86	2.17%	2.17%	14.65%	14.6 x	13.3 x	-4.0%	9.6%	2.9%
CAC Mid 60		14572.89	0.41%	0.41%	7.57%	12.9 x	11.5 x	-6.9%	12.2%	3.5%
CAC Small		12055.36	-1.01%	-1.01%	0.67%	21.0 x	15.7 x	72.1%	33.7%	2.4%
DAX Price Return (DE)		6451.31	1.28%	1.28%	13.34%	12.2 x	11.0 x	-1.1%	11.2%	3.3%
SMI (CH)		11437.14	2.98%	2.98%	6.60%	17.5 x	15.7 x	21.6%	11.2%	3.1%
Ibex 35 (ES)		9241.00	0.09%	0.09%	12.30%	11.4 x	10.8 x	-6.2%	4.8%	4.5%
FTSE MIB		27077.44	-0.13%	-0.13%	14.22%					
FTSE 100 (GB)		7870.57	3.13%	3.13%	5.62%	11.1 x	10.6 x	-3.9%	4.6%	3.9%
CECE Index (EUR. EST)		1504.58	9.46%	9.46%	12.53%	8.0 x	7.7 x	-17.9%	0.0%	5.1%
RTS Interfax (Russie)		955.46	0.00%	0.00%	0.00%					
SSE Composite Index - Price		3323.27	1.54%	1.54%	7.58%					
Sensex 30 (IN)		61112.44	3.60%	3.60%	0.45%					
Bovespa (BR)		104431.63	2.50%	2.50%	-4.83%	7.3 x	7.1 x	-21.0%	2.7%	6.5%
Merval Bench (AR)		297960.00	21.26%	21.26%	47.44%					
IPC (Mexbol) Bench (MX)		55121.22	2.26%	2.26%	13.74%	14.2 x	12.8 x	13.0%	11.2%	3.3%

Source Factset