



Stratégie d'Investissement – Février 2017

Les marchés confrontés à l'activisme d'un Président américain imprévisible et peu conventionnel.

L'environnement économique est resté favorable au mois de janvier et les premières publications de résultats ont été satisfaisantes. La remontée de l'inflation devrait être passagère et ne doit pas nous inquiéter. En revanche, le contexte politique n'a pas apporté de clarté, ni aux Etats-Unis, ni en Europe. Les événements du mois ne nous permettent pas de relever nos prévisions pour le 1^{er} semestre et la fin de l'année. Le potentiel d'appréciation des indices actions reste d'environ 8%. Une phase de consolidation des marchés actions a commencé. Une baisse des indices de 3 à 5% dans les prochaines semaines constituerait un bon point d'entrée pour augmenter notre surpondération en actions européennes et américaines.

L'environnement économique est resté favorable au mois de janvier et les premières publications de résultats ont été satisfaisantes.

La remontée de l'inflation était attendue aux Etats-Unis mais beaucoup moins en Europe, où elle reste faible. Elle alimente des tensions sur les marchés obligataires des pays de la zone euro les plus endettés. Faut-il déjà anticiper un retrait de la BCE qui accélérerait la hausse des taux longs ? Cela nous semble bien prématuré d'autant que les pressions salariales sont plus faibles qu'aux Etats-Unis. L'inflation au sein du G7 devrait se stabiliser au cours du 2^{ème} trimestre, sauf en cas de dérapage, lié à une politique économique menée en dépit du bon sens aux Etats-Unis. Pour l'instant, en tout cas, la Réserve Fédérale reste très attentiste.

En revanche, le contexte politique n'a pas apporté de clarté. Il reste difficile de juger ce que sera la présidence de Donald Trump même si ses premiers actes confirment les grands axes de sa politique. La tonalité de « préférence nationale » laisse une impression de malaise à de nombreux observateurs. Quant aux mesures économiques positives les plus attendues, elles sont peu abordées et le rythme législatif est plus lent que celui du Président. Après des débuts fracassants, soit Donald Trump commence à moduler ses positions protectionnistes, soit les investisseurs finiront par prendre leurs distances. Le Président devra apprendre à se confronter à la réalité et il faut bien que cela commence un jour. Le succès de sa politique est à ce prix.

En attendant d'être rassurée sur le devenir de la conjoncture américaine, l'Europe reste exposée à ses errements politiques, en France où l'issue de l'élection présidentielle redevient incertaine et au Royaume-Uni où le Parlement semble s'orienter vers un vote favorable à l'activation du Brexit. La position « volontariste » adoptée par le Premier Ministre anglais semble peu conciliable avec celle de l'Union

Européenne et cela promet une longue période de négociations peu favorable à l'activité et aux décisions d'investissement.

Les événements du mois ne nous permettent pas de relever nos prévisions pour le 1^{er} semestre et pour la fin de l'année. Le potentiel d'appréciation des indices actions reste d'environ 8%.

Après une hausse coordonnée des actions, des matières premières, du dollar et des taux longs depuis plusieurs mois, les investisseurs, qui ont fait preuve de beaucoup d'optimisme, aimeraient voir la concrétisation de leurs attentes aux Etats-Unis. Ils risquent d'être déçus à court terme.

Une phase de consolidation des marchés actions a commencé. Une baisse des indices de 3 à 5% dans les prochaines semaines constituerait un bon point d'entrée pour augmenter notre surpondération en actions américaines et européennes. Le bon comportement des actions émergentes ne doit pas nous faire oublier leur vulnérabilité à moyen terme d'où la position neutre que nous conservons.

Nos préférences sectorielles s'inscrivent dans un scénario de reprise modérée de l'inflation et de la croissance, accompagnée d'une hausse limitée des taux d'intérêt. Nous avons modifié nos opinions en Europe comme suit. A court terme, nous avons abaissé à Sous pondérer les secteurs Alimentation & Boissons et Distribution dont les comportements restent décevants. A moyen terme, nous avons relevé l'Automobile et la Chimie à Surpondérer.

Nous maintenons une position Neutre sur le dollar. Nous attendons une stabilité sur l'année sans exclure une nouvelle poussée passagère vers 1€/\$.

Nous conservons une position globale Sous pondérer sur les produits de taux notamment sur les emprunts d'Etat, dont les performances pourraient être négatives de 2 à 3% sur 1 an.

Nous continuons à préférer les produits de taux européens qui protègent de l'inflation et de la hausse des taux (emprunts indexés ou à taux variables).
Nous avons conservé notre recommandation Neutre sur les obligations émergentes.

Au sein des obligations privées, nous surpondérons les emprunts à haut rendement (Europe et Etats-

Unis), plus rémunérateurs et qui seront plus résistants face à une hausse des taux tant que la croissance économique se renforce, ainsi que les obligations convertibles de la zone euro.

Achévé de rédiger le 3 février 2017.

Vincent GUENZI
Directeur de la Stratégie d'Investissement

CLASSE D'ACTIFS	RECOMMANDATION		TENDANCE	
	Court Terme	Moyen Terme	Court Terme	Moyen Terme
ACTIONS	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
USA (non couvert)	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
EUROPE	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
JAPON (couvert)	Neutre	Neutre	↗	↗
ASIE HORS JAPON	Neutre	Neutre	↗	↗
AMERIQUE LATINE	Neutre	Neutre	↗	↗
EUROPE EST	Neutre	Neutre	↗	↗
PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	Sous pondérer	Sous pondérer	→	→
EMPRUNTS D'ETAT US (non couverts)	Sous pondérer	Sous pondérer	→	→
EMPRUNTS D'ETAT EUROPE AAA	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
EMPRUNTS D'ETAT EUROPE non AAA	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
OBLIGATIONS PAYS EMERGENTS (non couvertes)	Neutre	Neutre	→	↗
OBLIGATIONS SOCIETES US (non couvertes)	Neutre	Neutre	→	↗
OBLIGATIONS SOCIETES US (haut rendt, non couvert)	Sur pondérer	Neutre	↗	↗
OBLIGATIONS SOCIETES EUROPE	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
OBLIGATIONS SOCIETES EUR (haut rendement)	Sur pondérer	Neutre	↗	↗
OBLIGATIONS CONVERTIBLES	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
GESTION ALTERNATIVE	Neutre	Neutre	→	→
SICAV MONETAIRES	Sous pondérer	Sous pondérer	↘	↘
EURO/DOLLAR *	Neutre	Neutre	↘	→
OR ET METAUX PRECIEUX	Sous pondérer	Neutre	↘	→
MATIERES PREMIERES INDUSTRIELLES	Sur pondérer	Neutre	↗	→

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

Les avis et opinions que CHOLET-DUPONT 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 ne garantit pas ces éléments. Par ailleurs CHOLET-DUPONT 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: des perspectives favorables confirmées en début d'année

Les prévisions de croissance des grands pays développés pour 2017 ont été encore légèrement relevées par le consensus. Elles restent assez modestes et ne prennent pas en compte les impacts (positifs ou négatifs) du programme économique de Donald Trump.

Aux Etats-Unis, la 1^{ère} estimation de la croissance du 4^{ème} trimestre a été un peu décevante et inférieure à celle du 3^{ème} trimestre (+1.9% en rythme annualisé c. +3.5%). Les prévisions pour 2017 et 2018 varient peu compte tenu de l'attentisme des économistes après les premières semaines du mandat de Donald Trump. Les statistiques publiées en janvier ont été satisfaisantes.

La consommation des ménages a bien progressé en décembre de même que leurs revenus. L'activité a été meilleure qu'en novembre dans le secteur

USA- Données mensuelles	Jan-17	Dec-16	Nov-16	Oct-16
Consommation Ménages (% m/m, sa)	-	0.5	0.2	0.4
Ventes de détail (% m/m, sa)	-	0.8	0.0	0.8
Revenus (% m/m, sa)	-	0.3	0.1	0.5
Taux d'épargne (%)	-	5.4	5.6	5.7
Taux de chômage (%)	4.8	4.7	4.6	4.8
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	227	157	164	124
Permis de construire (millions)	-	1.23	1.21	1.26
Mise en chantiers (millions)	-	1.23	1.10	1.32
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.54	0.60	0.57
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	192.1	191.8
Inflation (% m/m, sa)	-	0.3	0.2	0.4
Production industrielle (% m/m, sa)	-	0.8	-0.7	0.2
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-0.5	-4.7	5.0
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	111.8	113.3	109.4	100.8
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	56.0	54.5	53.5	52.0
Indice directeurs d'achats Services (%)	56.5	56.6	57.2	54.8
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	0.5	0.1	0.2

En zone Euro, la 1^{ère} estimation de la croissance du 4^{ème} trimestre est ressortie à +2% en rythme annualisé contre +1.6% au 3^{ème} trimestre. Les prévisions varient peu (+0.1% pour 2017).

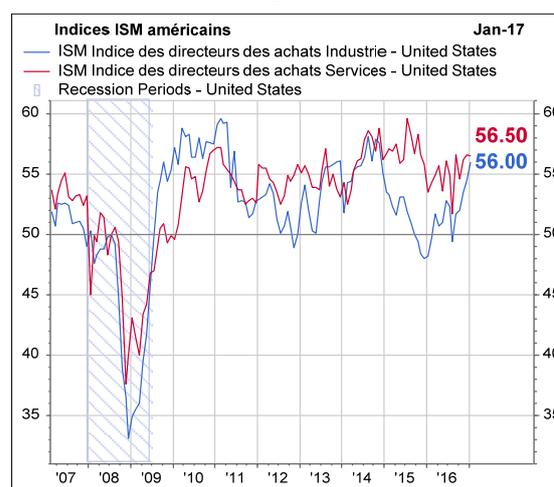
Les ventes de détail de décembre ont été un peu décevantes. Le taux de chômage poursuit son reflux. La production industrielle a rebondi sensiblement en

EUROZONE - Données mensuelles	Jan-17	Dec-16	Nov-16	Oct-16
Ventes de détail (% m/m, sa) ex autos	-	-0.3	-0.6	1.5
Taux de chômage (%)	-	9.6	9.7	9.7
Inflation (% a/a)	1.8	1.1	0.6	0.5
Production industrielle (% m/m)	-	-	1.5	0.1
Indice Confiance Consommateur (% bal)	-4.9	-5.1	-6.2	-8.0
Indice de Sentiment Economique	107.9	107.8	106.6	106.3
Indice IFO (2000=100)	109.8	111.0	110.4	110.5
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	16.6	13.8	13.8	6.2
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	55.2	54.9	53.7	53.5
Indice directeurs d'achats Services (%)	53.7	53.7	53.8	52.8

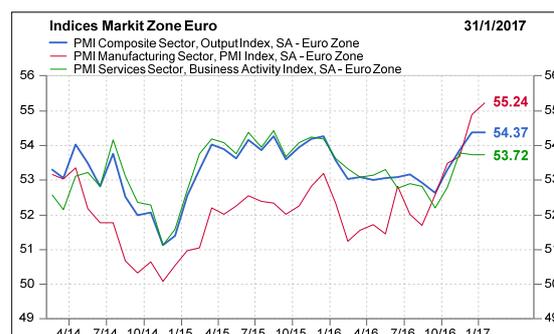
Croissance économique (consensus Bloomberg)- prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2016	Rév.	2017	Rév.	2018	Rév.
Etats-Unis	1.60%	-	2.30%	0.10%	2.30%	-
Zone Euro	1.60%	-	1.50%	0.10%	1.50%	-
Japon	1.00%	0.10%	1.00%	-	0.90%	0.10%
Monde	2.90%	-	3.20%	-	3.40%	-

immobilier. La production industrielle a rebondi mais les commandes de biens durables restent en repli limité. Les créations d'emplois ont été bien soutenues en janvier et le taux de chômage a remonté légèrement. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'activité s'est accentué sensiblement dans l'industrie et s'est maintenu à un haut niveau dans les services. L'inflation continue à monter. Sur un an, elle atteint 2.1% et 2.2% hors énergie et alimentation. La Réserve Fédérale ne l'estime pas menaçante pour l'instant.

Indices ISM : le rythme de progression de l'activité se maintient.



novembre. Les indices de confiance et de sentiment économique continuent à se redresser. L'inflation globale sur un an remonte à +1.8% et à +0.9% hors énergie et alimentation. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de progression de l'activité s'est encore amélioré dans l'industrie et il s'est stabilisé dans les services.

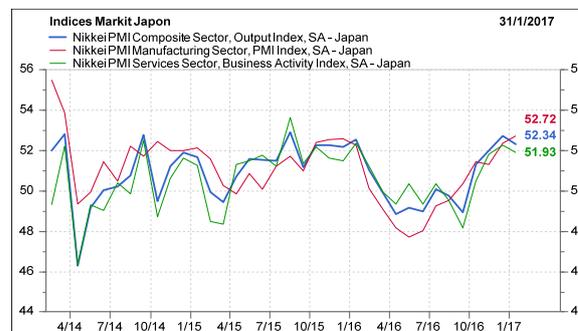


Au Japon, l'estimation de la croissance au 4^{ème} trimestre n'a pas encore été publiée mais les prévisions ont été relevées à +1% pour 2016.

Les statistiques économiques de décembre ont montré une atténuation de la hausse des ventes de détail et un rebond prononcé des revenus. La production industrielle a progressé plus

JAPON - Données mensuelles	Jan-17	Dec-16	Nov-16	Oct-16
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	0.6	1.7	-0.2
Taux de chômage (%)	-	3.1	3.1	3.0
Revenus (% m/m)	-	2.2	-0.9	-1.5
Inflation (% a/a)	-	0.3	0.5	0.2
Production industrielle (% m/m)	-	0.5	1.5	0.0
Indice de Sentiment Economique	48.3	48.8	48.3	48.3
Indice de Confiance des Consommateurs	43.0	41.8	41.7	42.6
Indice des indicateurs avancés (% m/m)	-	-	2.0	0.8
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.7	52.4	51.3	51.4
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.9	52.3	51.8	50.5

modestement. Le taux de chômage a été stable et l'inflation s'est modérée à +0.3%. En janvier, les indices des affaires se sont effrités mais la confiance des ménages s'est améliorée. Les indices des directeurs d'achat montrent une hausse du rythme d'expansion dans l'industrie et une baisse de celui-ci dans les services.



L'activité dans les pays émergents reste différenciée selon les pays. Le redressement du Brésil et de la Russie devrait être plus marqué en 2017 et 2018, remontant le niveau d'activité global des pays émergents. Sur le mois, les prévisions de croissance n'ont été que très légèrement modifiées.

Croissance économique (consensus Bloomberg) et révision mens.						
Var. sur 1 an	2016	Rév.	2017	Rév.	2018	Rév.
Brésil	-3.50%	-0.10%	0.70%	-0.10%	2.20%	-
Russie	-0.50%	0.10%	1.15%	0.05%	1.50%	-
Inde	7.50%	-	6.80%	-0.10%	7.45%	-0.05%
Chine	6.70%	-	6.50%	-	6.20%	0.10%

Au Brésil la récession continue à sévir. Les dernières statistiques sont moins négatives : recul moins marqué des ventes de détail en novembre, hausse du chômage, stabilisation de la production industrielle. Le recul de l'inflation a permis une nouvelle baisse des taux. En revanche, les indices des directeurs d'achat déçoivent encore avec une accentuation de la contraction de l'activité dans l'industrie et un maintien du recul de celle-ci dans les services.

production industrielle ralentit. L'inflation s'est stabilisée. Le recul des exportations s'est accentué et les importations progressent. L'investissement et le crédit demeurent en hausse soutenue. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de progression de l'activité a ralenti dans l'industrie et s'est sans doute stabilisé dans les services, au vu d'autres indicateurs partiels.

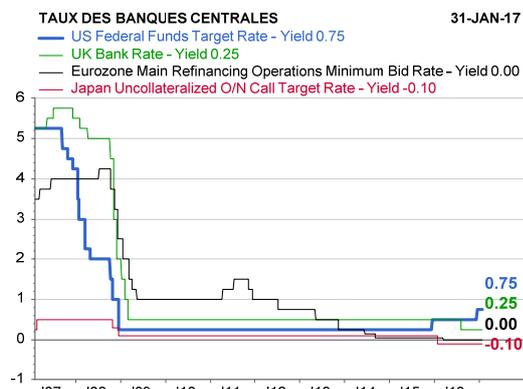
En Russie, la situation s'améliore mais les ventes de détail amplifient leur recul. Mais la production industrielle a rebondi à nouveau et le taux de chômage se modère. L'inflation reflue encore. Les indices des directeurs d'achat s'améliorent et montrent une belle accélération de l'expansion dans l'industrie et dans les services.

BRIC - Données mensuelles		Jan-17	Dec-16	Nov-16	Oct-16
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	-3.5	-8.1
	Taux Chômage (%)	-	12.0	11.9	11.8
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	6.3	7.0	7.9
	Production Industrielle (%a/a)	-	0.0	-1.3	-7.2
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	44.0	45.2	46.2	46.3
Indice directeurs d'achats Services(%)	45.1	45.1	44.4	43.9	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	-	-5.2	-4.1	-4.4
	Taux Chômage (%)	-	5.3	5.4	5.4
	Inflation (% a/a)	-	5.4	5.8	6.1
	Production Industrielle (% a/a)	-	3.2	2.7	-0.2
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	54.7	53.7	53.6	52.4
Indice directeurs d'achats Services(%)	58.4	56.5	54.7	52.7	
Inde	Inflation (% a/a)	-	3.4	3.6	4.2
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	5.7	-1.8
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.4	49.6	52.3	54.4
Indice directeurs d'achats Services(%)	48.7	46.8	46.7	54.5	
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	10.9	10.8	10.7
	Inflation (% a/a)	-	2.1	2.3	2.1
	Production Industrielle (% a/a)	-	6.0	6.2	6.1
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	51.0	51.9	50.9	51.2
Indice directeurs d'achats Services(%)	-	53.4	53.1	52.4	

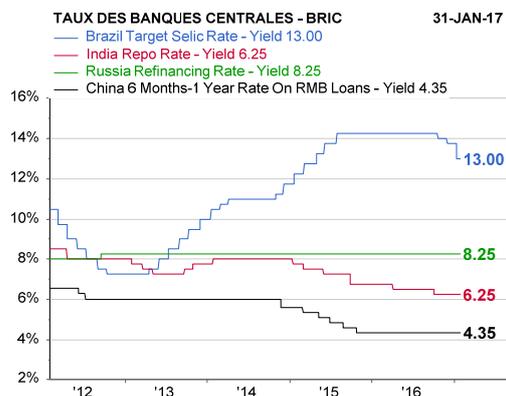
En Chine, le rythme d'activité se maintient. Il a atteint 6.8% au 4^{ème} trimestre c. 6.7% au 3^{ème} trimestre. La hausse des ventes de détail s'accroît, celle de la

Marchés de taux d'intérêt : fébrilité des taux souverains européens.

Les Banques Centrales des pays du G7 n'ont pas modifié leurs politiques monétaires. Elles sont dans l'expectative sur les évolutions de l'inflation et, pour les Etats-Unis, sur les impacts du programme économique de Donald Trump.



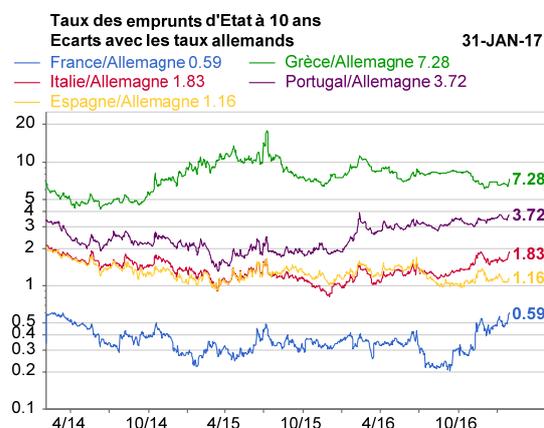
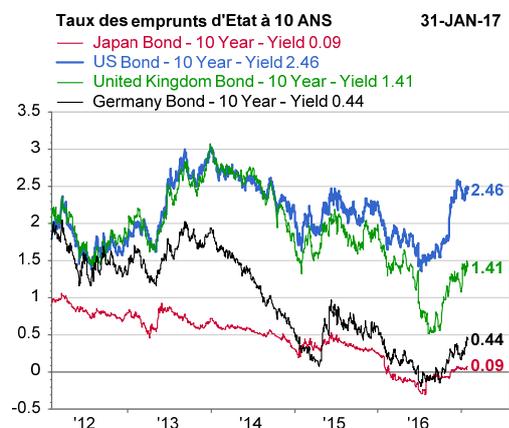
Grâce à la baisse de l'inflation, la Banque Centrale du Brésil a pu poursuivre son assouplissement en abaissant fortement son taux directeur de 0.75%.



Les marchés obligataires ont connu des évolutions diverses. Les taux américains, japonais et suisses ont peu varié. Les taux européens ont connu une remontée sensible à la suite d'une accélération de l'inflation assez générale. Les taux des pays du Sud se sont même davantage écartés. Cette tension semble plus liée aux inquiétudes qu'engendrerait une politique moins accommodante de la BCE qu'à une résurgence des risques politiques de ces pays. Ces mouvements nous semblent prématurés car le rebond de l'inflation tient beaucoup à des effets de base qui devraient s'atténuer dans les prochains mois. La BCE devrait donc s'abstenir de changer sa politique pendant au moins une bonne partie de l'année. Les emprunts d'état européens ont perdu 2.1% en moyenne (de -0.3% à -3.3% selon la durée). Aux Etats-

Unis, les emprunts d'Etat ont gagné 0.3% en dollar et ont perdu 2% en euro.

Taux à 10 ans Données au 1/31/2017	Taux fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	2.46	0.01	-0.22
Allemagne	0.44	0.24	-
France	1.03	0.35	0.11
Espagne	1.60	0.20	-0.04
Italie	2.27	0.45	0.22
Portugal	4.16	0.41	0.17
Grèce	7.72	0.66	0.42
Royaume-Uni	1.41	0.32	0.08
Japon	0.09	0.05	-0.19
Suisse	-0.06	0.06	-0.18

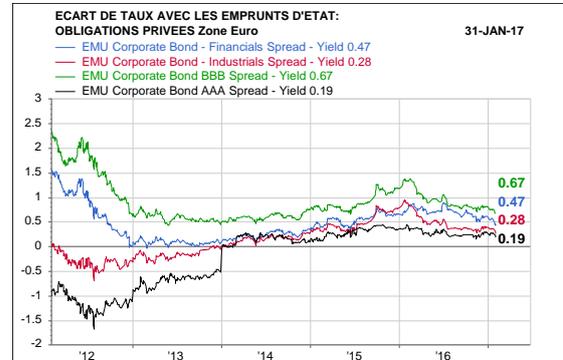
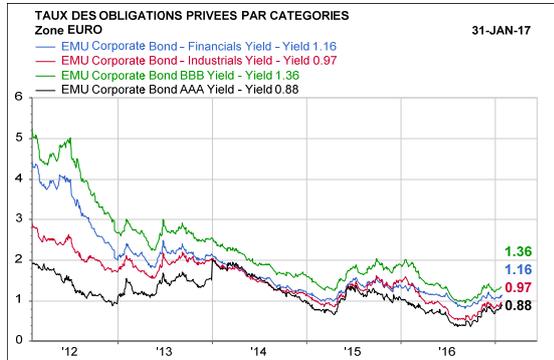


Le compartiment du crédit a bien résisté à la remontée des taux souverains. Aux Etats-Unis, les

obligations privées ont gagné 0.4% en dollar et celles à haut rendement +0.9%.

En Europe, les obligations Investment Grade ont perdu 1% et celles à haut rendement ont gagné 0.2%. Les obligations des pays émergents ont gagné 1% en dollar et perdu 1.4% en euro car le dollar a lui-même perdu 2.4% face à l'euro sur le mois. Les obligations

High Yield continuent à bien se comporter en Europe comme aux Etats-Unis. Les obligations émergentes libellées en dollar couvertes ou non couvertes du risque de change semblent marquer un palier après leur rebond des 6 derniers mois.



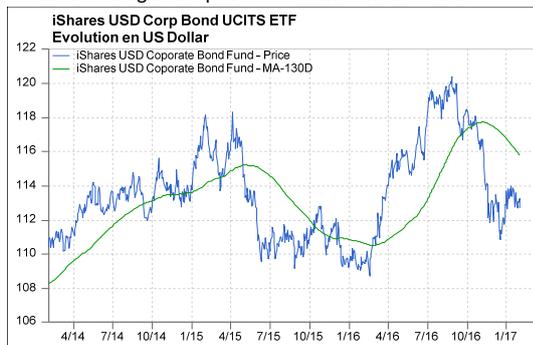
Cours des Obligations privées Zone Euro Investment Grade



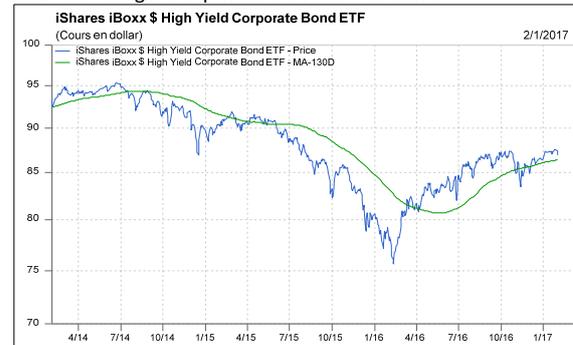
Cours des Obligations privées Zone Euro Haut Rendement



Cours des Obligations privées USA Investment Grade



Cours des Obligations privées USA Haut Rendement



Cours des Obligations émergentes en dollar



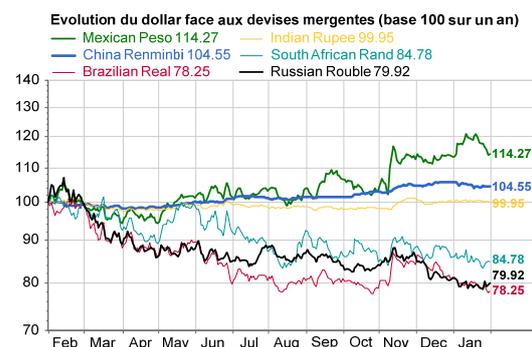
Cours des Obligations émergentes en Euro



Marchés des changes et des Matières Premières : dollar affaibli, rebond des métaux

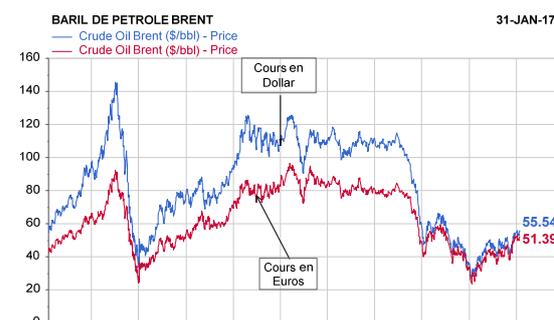
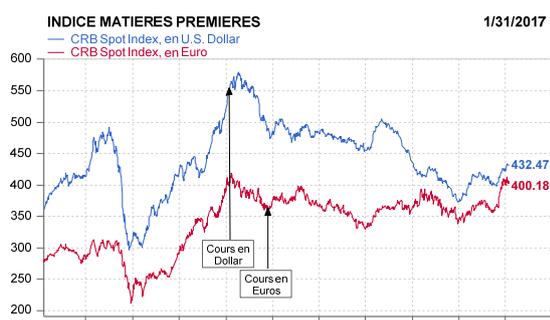
Sur le marché des changes, le dollar s'est affaibli face à de nombreuses devises, en partie à cause des premières décisions contestées de Donald Trump. L'Euro, le Franc suisse, le Yen ont été fermes. Le Sterling a peu bénéficié du jugement de la Cour Suprême qui a soumis la décision de sortir de l'Union Européenne au vote du Parlement. Les devises émergentes se sont redressées face au dollar, notamment le peso mexicain qui a repris 5% en 2 semaines.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/01/17	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.08	-2.4%	-2.4%	-2.4%
JPY - Japan Yen	121.65	1.1%	1.1%	1.1%
CHF - Swiss Franc	1.07	0.5%	0.5%	0.5%
GBP - Sterling	0.86	-0.6%	-0.6%	-0.6%
BRL - Brazilian Real	3.40	1.0%	1.0%	1.0%
RUB - Russian Rouble	64.95	-0.9%	-0.9%	-0.9%
INR - Indian Rupee	73.32	-2.4%	-2.4%	-2.4%
CNY-Chine Renminbi	7.43	-1.4%	-1.4%	-1.4%



Les cours des matières premières ont évolué diversement. Les cours du pétrole se sont stabilisés grâce à la reprise des forages américains. **L'objectif d'un cours maximal de 60\$ apparait encore plus réaliste.** Les cours des métaux industriels et des métaux précieux ont été bien orientés, profitant de la faiblesse du dollar et des espoirs de rééquilibrage entre l'offre et la demande. Cette tendance pourrait se prolonger encore quelques temps.

Matières Premières - Variation des cours				
au 31/01/17	mens. en dollar	annuel. en dollar	mens. en euro	annuel. en euro
Indice GS commo	-0.6%	-0.6%	-3.0%	-3.0%
Pétrole Brent	1.1%	1.1%	-1.4%	-1.4%
Produits Agricoles	2.5%	2.5%	0.0%	0.0%
Once d'or	5.8%	5.8%	3.3%	3.3%
Cuivre	7.6%	7.6%	5.1%	5.1%



Résultats des entreprises, évolutions des secteurs européens.

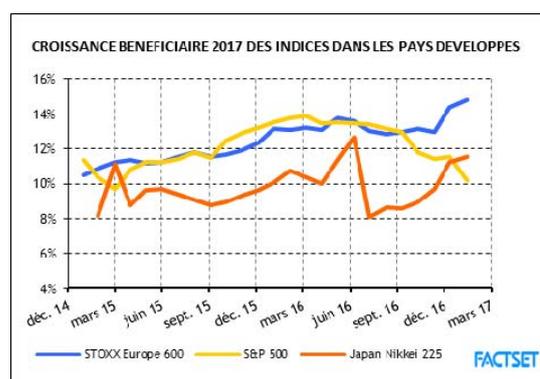
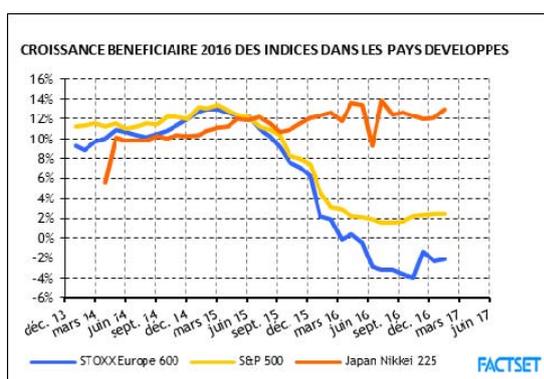
Les estimations de résultats 2016 et 2017 des grands indices ont été modestement révisées. La croissance bénéficiaire attendue sur 2016 s'est établie à +2.5% pour le S&P500 (c. +2.4% en décembre). Elle reste inchangée à -2.2% pour le Stoxx600.

Pour 2017, la croissance bénéficiaire a été révisée en baisse aux Etats-Unis à +10.2% c. +11.6% en décembre et en hausse à +14.8% c. +14.3% en Europe.

Les résultats publiés pour le 4^{ème} trimestre sont meilleurs qu'attendus. Aux USA, sur 43% des sociétés du S&P500, ils sont en hausse de 5.1%, dépassant les attentes de 2.8% pour 65% des entreprises. En Europe,

seulement 13% des sociétés du STOXX600 ont publié leurs résultats qui sont en hausse de 2.8% et dépassent les attentes de 0.5% pour 68% des entreprises.

Consensus FactSet au 31/01/17	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations		Var. annuel. des résultats par action (médian)	
	2016(e)	2017(e)	2016(e)	2017(e)	2016(e)	2017(e)
Euro Stoxx 50	-5.4%	12.9%	0.0%	0.4%	-	-
Stoxx 600 Europe	-2.2%	14.8%	0.2%	0.5%	2.5%	12.4%
CAC 40	17.2%	8.5%	-1.2%	-0.3%	14.1%	3.9%
S&P 500	2.5%	10.2%	0.0%	-1.2%	5.1%	9.7%
Nikkei 225	13.0%	11.6%	0.7%	1.0%	-	-



Au niveau des secteurs du Stoxx 600 Europe, les estimations bénéficiaires ont été sensiblement revues en hausse pour les secteurs Produits de Base, Immobilier, Assurance, Technologie, Alimentation & Boissons et, contrairement au mois précédent, pour les Biens de Consommation non cycliques et les Services Financiers. A l'inverse du mois de décembre, les estimations des secteurs Pétrole & Gaz et

Automobile ont été révisées en baisse, tendance qui s'est poursuivie également pour les secteurs Media, Services Publics, Banques, Télécommunications et Tourisme/Loisirs.

Les estimations du secteur Banques sont très volatiles car elles subissent en ce moment les ajustements des banques italiennes qui constituent des provisions pour dépréciation de leurs créances douteuses.

Révisions bénéficiaires pendant les six derniers mois (moyenne 2016 et 2017)						
Indice mise à jour Minibase (Monnaie Locale) au 31/01/17	Révision sur un mois	Révision sur un mois au 31/12/16	Révision sur un mois au 30/11/16	Révision sur un mois au 31/10/16	Révision sur un mois au 30/09/16	Révision sur un mois au 31/08/16
STOXX Europe 600	0.3%	-0.3%	2.1%	-0.3%	-0.5%	0.0%
Produits de base	13.2%	8.1%	31.4%	12.3%	16.4%	7.7%
Services financiers	4.9%	-6.1%	7.5%	-1.8%	1.4%	1.7%
Biens de Conso.non cycl.	1.0%	-0.6%	1.9%	-0.2%	-1.1%	-0.1%
Immobilier	0.5%	0.2%	0.8%	-0.7%	0.6%	0.6%
Assurance	0.5%	0.4%	2.2%	0.2%	-0.4%	-0.2%
Technologie	0.4%	0.2%	-4.9%	-4.7%	-0.3%	-0.1%
Alimentation/boissons	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.6%	-0.9%	-0.9%
Construction & matériaux	0.3%	0.6%	0.5%	-0.6%	0.5%	0.2%
Biens et Serv. Industriels	0.3%	0.4%	-0.3%	-1.4%	-1.2%	-0.2%
Chimie	0.2%	0.5%	0.6%	0.2%	-0.1%	-0.1%
Santé	0.0%	0.3%	2.1%	0.0%	-0.8%	-0.6%
Service Publics	-0.1%	-0.9%	-0.9%	-1.1%	-1.2%	0.0%
Distribution	-0.1%	0.0%	0.3%	-0.9%	-1.2%	-0.5%
Automobile	-0.2%	0.4%	-0.1%	-0.4%	0.9%	0.5%
Media	-0.4%	-0.1%	0.0%	-2.1%	-0.6%	0.3%
Banques	-0.5%	-37.7%	2.3%	0.2%	-0.4%	0.1%
Tourisme-Loisirs	-0.5%	-1.1%	3.3%	-1.6%	-2.8%	-1.6%
Pétrole et Gaz	-0.8%	1.4%	2.9%	-2.2%	-1.1%	-0.1%
Télécommunications	-2.4%	-0.6%	1.0%	-0.8%	-1.2%	-0.7%

TABEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/01/17	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2016	Variation Bén.Net par Act. 2017	PER 2016	Révision 1 mois (%) Bna 2016	Révision 1 mois (%) Bna 2017	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	-0.4%	-0.4%	-2.2%	14.8%	16.9	0.2%	0.5%			
Produits de base	8.9%	8.9%	284.4%	46%	19.5	10.5%	14.4%	2.8%	+	=
Services financiers	3.0%	3.0%	-6.7%	2%	16.7	0.8%	8.1%	1.8%	=	=
Banques	1.7%	1.7%	-77.8%	333%	47.6	-1.1%	-0.2%	12.8%	+	=
Biens de Conso.non cycl.	1.2%	1.2%	4.2%	11%	21.0	0.4%	1.1%	8.3%	=	=
Technologie	1.1%	1.1%	-8.3%	13%	22.6	1.6%	-0.8%	3.6%	=	+
Chimie	1.0%	1.0%	0.5%	9%	18.2	-0.1%	0.3%	5.2%	+	+
Biens et Serv. Industriels	0.7%	0.7%	-0.6%	12%	19.2	0.0%	0.2%	11.4%	+	+
Automobile	0.7%	0.7%	65.1%	14%	9.0	-0.9%	0.5%	3.2%	+	+
Construction & matériaux	0.4%	0.4%	16.9%	13%	19.8	0.3%	-0.2%	2.9%	+	+
Santé	-1.1%	-1.1%	7.3%	5%	16.8	0.3%	-0.6%	12.1%	=	=
Alimentation/boissons	-1.2%	-1.2%	-5.6%	15%	22.6	-0.1%	0.6%	6.6%	-	↘
Assurance	-1.8%	-1.8%	2.2%	0%	11.0	0.7%	0.0%	6.2%	+	=
Tourisme-Loisirs	-2.0%	-2.0%	0.3%	6%	14.6	-0.1%	-1.5%	1.7%	=	=
Distribution	-2.3%	-2.3%	1.8%	12%	21.0	-0.2%	-0.4%	2.9%	-	↘
Media	-3.0%	-3.0%	-3.9%	10%	18.1	-0.3%	-1.0%	2.6%	=	-
Télécommunications	-3.4%	-3.4%	4.7%	13%	18.4	-2.6%	-2.7%	4.0%	-	-
Immobilier	-4.1%	-4.1%	4.4%	6%	19.7	0.5%	0.4%	1.8%	-	=
Service Publics	-4.2%	-4.2%	-5.8%	-4%	12.9	0.2%	-0.7%	3.7%	-	-
Pétrole et Gaz	-4.8%	-4.8%	-26.8%	75%	25.1	-3.3%	1.4%	6.3%	+	+

Les grandes tendances sectorielles se sont maintenues, en faveur du secteur financier, des produits de base et des secteurs cycliques au détriment des secteurs jugés sensibles à la hausse des taux longs, comme l'alimentation, les télécommunications, les services publics ou l'immobilier. Le secteur Pétrole & Gaz a subi de fortes prises de bénéfices.

Les secteurs Produits de Base, Pétrole, Automobile, Banques, Assurance, Services Financiers Chimie, Technologie, Constructions, Industrie, Media et Tourisme & Loisirs sont restés en tendance haussière.

Le secteur Distribution est repassé d'une tendance haussière à neutre, rejoignant les Biens de Consommation non cycliques.

Enfin, les secteurs Alimentation/Boissons, Santé, Immobilier, Télécommunications et Services Publics sont restés en tendance baissière ou au mieux très hésitante.

Restent positionnés en tendance relative positive : Automobile, Banques, Assurance, Produits de Base, Chimie, Pétrole et Gaz. Les Biens et Services Industriels sont repassés en tendance relative positive.

La tendance relative du secteur Biens de Consommation non cyclique s'est redressée à Neutre, position que les secteurs Tourisme/Loisirs, Construction & Matériaux, Services Financiers, Technologie et Media ont conservée.

La tendance relative des secteurs Distribution Télécommunications, Services Publics, Santé, Immobilier, Agroalimentaire est restée négative.

Les tendances positives, absolues et relatives, qui se maintiennent sont donc celles des secteurs Assurance, Banque, Automobile, Chimie, Pétrole et Produits de Base auxquelles s'ajoute l'Industrie.

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

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

Evolution des marchés actions et des valorisations : les Bourses soufflent un peu !

Les indices actions ont débuté l'année en hausse avant de se stabiliser. Une légère correction, salutaire après 2 mois de progression, se met en place. La Bourse de New-York s'est pourtant appréciée de 2% mais ce gain a été effacé par la baisse du dollar. Les bourses des pays développés ont terminé le mois stables ou en légère baisse alors que celles des pays émergents ont entamé un rattrapage après 2 mois de sous performance. Les investisseurs qui ne croient pas à la mise en place de mesures protectionnistes drastiques, sont donc revenus vers les actions des pays émergents qui avaient souffert après l'élection de Donald Trump. La Bourse russe, qui avait beaucoup progressé en 2016, n'a pas profité de ce mouvement et a reculé.

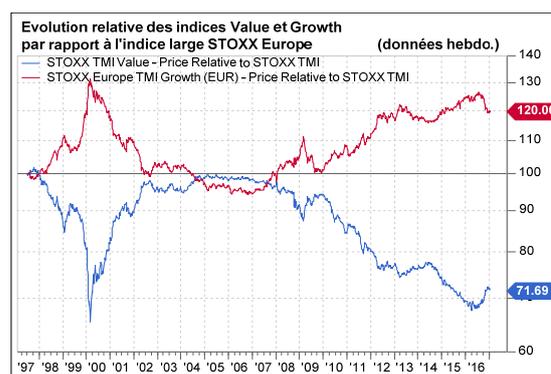
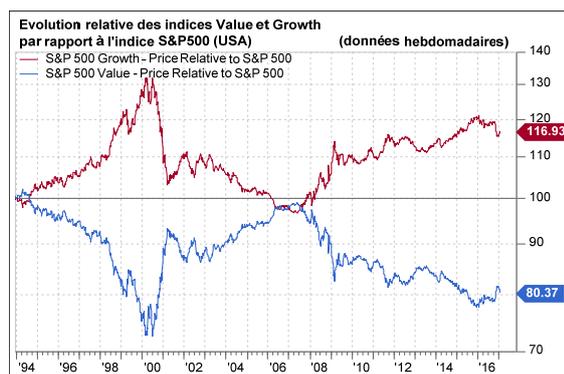
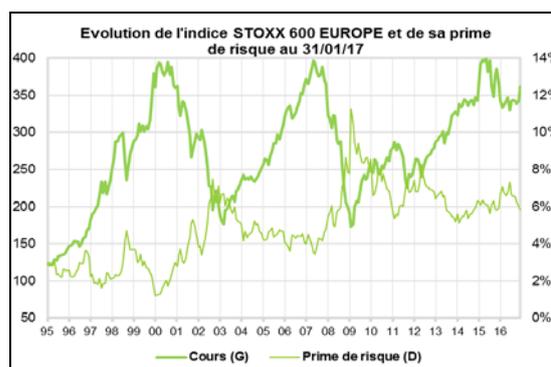
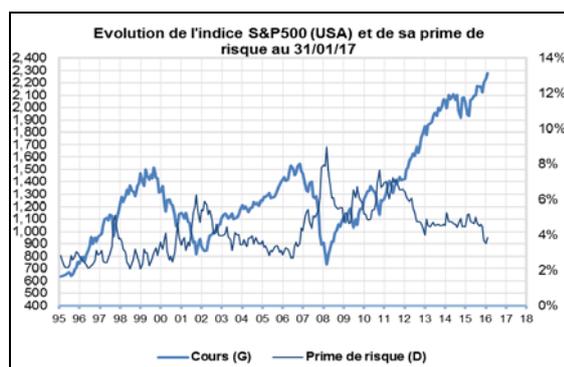
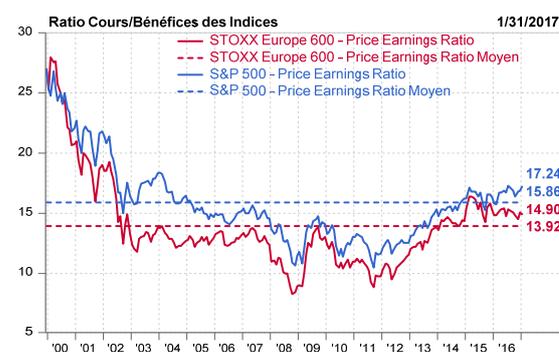
Sur le mois, la valorisation des marchés actions s'est légèrement tendue aux Etats-Unis, compte tenu de la hausse des cours et de l'abaissement des estimations de bénéfice par action. L'inverse s'est produit en Europe (baisse des cours et relèvement des estimations de résultats). Les niveaux des PER restent néanmoins dans leurs niveaux historiques récents. Ils ne nous semblent pas encore excessifs.

La prime de risque des actions par rapport aux obligations est restée assez stable, encore confortable pour permettre d'absorber de nouvelles hausses des taux à long terme si celles-ci restent graduelles et tant que les taux longs américains ne dépassent pas franchement 3%.

Concernant les performances relatives des indices de style Growth (« croissance ») et Value depuis 2008, la

INDICES ACTIONS MSCI EXPRIMES EN EURO			
Données au 31/01/17	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
MSCI The World Index	-0.1%	-0.1%	-0.1%
MSCI USA	-0.5%	-0.5%	-0.5%
MSCI Europe	-0.4%	-0.4%	-0.4%
MSCI Japan	1.2%	1.2%	1.2%
MSCI EM (Emerging Markets)	2.9%	2.9%	2.9%
MSCI Asia Pacific ex Japan	3.3%	3.3%	3.3%
MSCI EM Latin America	4.9%	4.9%	4.9%
MSCI EM Eastern Europe	-0.4%	-0.4%	-0.4%
MSCI Brazil	8.0%	8.0%	8.0%
MSCI Russia	-2.7%	-2.7%	-2.7%
MSCI India	1.8%	1.8%	1.8%
MSCI China	4.2%	4.2%	4.2%

réduction des écarts s'est interrompue quelques semaines. Mais il nous semble que les marchés pourraient reprendre leur rotation sectorielle en faveur des actions « value ».



Stratégie d'investissement: une consolidation bienvenue pour procéder à des achats.

L'environnement économique est resté favorable au mois de janvier et les premières publications de résultats ont été satisfaisantes.

En revanche, le contexte politique n'a pas apporté de clarté. Il reste difficile de juger ce que sera la présidence de Donald Trump même si ses premiers actes confirment les grands axes de sa politique. La tonalité de « préférence nationale » laisse une impression de malaise à de nombreux observateurs. Quant aux mesures économiques positives les plus attendues, elles sont peu abordées et le rythme législatif est plus lent que celui du Président. Après des débuts fracassants, soit Donald Trump commence à moduler ses positions protectionnistes, soit les investisseurs finiront par prendre leurs distances. Le Président devra apprendre à se confronter à la réalité et il faut bien que cela commence un jour. Le succès de sa politique est à ce prix.

En attendant d'être rassurée sur le devenir de la conjoncture américaine, l'Europe reste exposée à ses errements politiques, en France où l'issue de l'élection présidentielle redevient incertaine et au Royaume-Uni où le Parlement semble s'orienter vers un vote favorable à l'activation du Brexit. La position « volontariste » adoptée par le Premier Ministre semble peu conciliable avec celle de l'Union Européenne et cela promet une longue période de négociations peu favorable à l'activité et aux décisions d'investissement.

Les événements du mois ne nous permettent pas de relever nos prévisions pour le 1^{er} semestre et la fin de l'année. Le potentiel d'appréciation des indices actions reste d'environ 8%.

Une phase de consolidation des marchés actions a commencé. En cas de baisse des indices de 3 à 5% dans les prochaines semaines, nous aurions un bon point d'entrée pour augmenter notre surpondération.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices	Au 31/01/17	Prévision 30/06/2017	Prévision 30/12/2017
CAC40	4748.90	5000	5200
Eurostoxx 50	3230.68	3400	3500
S&P 500	2278.87	2350	2450
Nikkei	19041.34	20000	20500
Taux d'Intérêt	Au 31/01/17	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	0.44	0.60 (e)	0.70 (e)
Taux 10 ans \$	2.46	2.60 (e)	2.80 (e)
Taux 10 ans Yen	0.09	0.05 (e)	0.10 (e)
Taux BCE	0.00	0.00 (e)	0.00 (e)
Taux FED	0.75	0.75 (e)	1.00 (e)
Taux BOJ	-0.10	-0.10 (e)	-0.10 (e)
Monnaies	Au 31/01/17	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.08	1.02 (e)	1.00 (e)
Dollar/yen	112.57	118. (e)	120 (e)

Nous surpondérons toujours les actions américaines et européennes. Le bon comportement des actions émergentes ne doit pas nous faire oublier leur vulnérabilité à moyen terme d'où la position neutre que nous gardons.

Nos préférences sectorielles s'inscrivent dans un scénario de reprise modérée de l'inflation et de la croissance accompagnée d'une hausse limitée des taux d'intérêt. Nous avons modifié nos opinions en Europe comme suit. A court terme, nous avons abaissé à Sous pondérer les secteurs Alimentation & Boissons et Distribution dont les comportements restent décevants. A moyen terme, nous avons relevé l'Automobile et la Chimie à Surpondérer.

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

Nous maintenons une position Neutre sur le dollar. Nous attendons une stabilité sur l'année sans exclure une nouvelle poussée passagère vers 1€/\$.

Nous conservons une position globale Sous pondérer sur les produits de taux. Les taux souverains devraient se tendre tout au long de l'année 2017 sans dépasser 3% aux Etats-Unis ou 0.75% en Allemagne.

Nous sous-pondérons les emprunts d'Etat, dont les performances pourraient être négatives de 2 à 3% sur 1 an. Nous continuons à préférer les produits de taux européens qui protègent de l'inflation et de la hausse des taux (emprunts indexés ou à taux variables). Nous avons conservé notre recommandation sur les obligations émergentes à Neutre. **Au sein des obligations privées, nous surpondérons les emprunts à haut rendement (Europe et Etats-Unis)** qui offrent plus de protection face à une hausse des taux tant que la croissance économique se renforce, ainsi que **les obligations convertibles de la zone euro.**

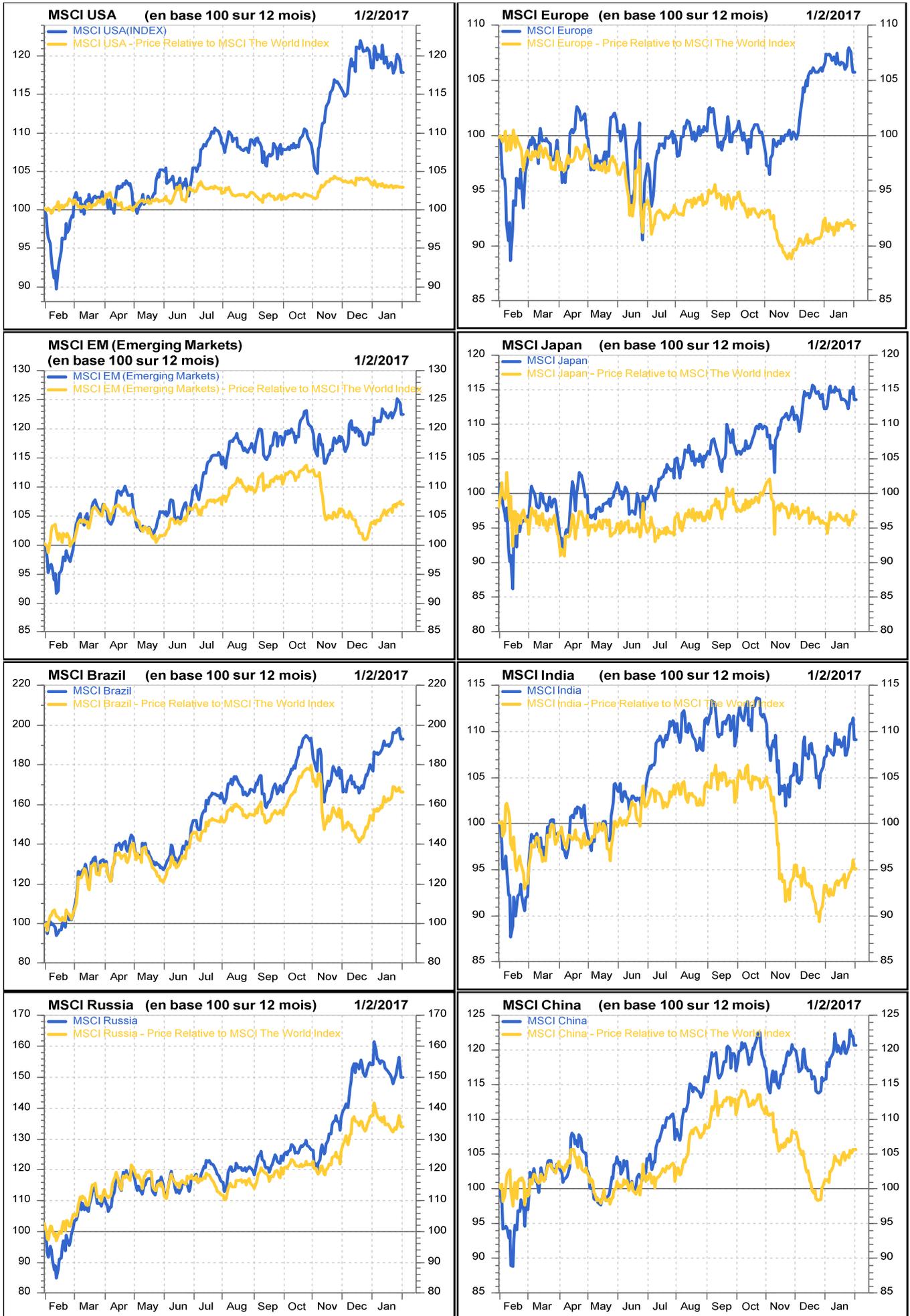
VALORISATION DES INDICES EUROPEENS ET MONDIAUX

Données au 31/01/17

Indices		Dernier	Variation du	Perf.	Perf.	Perf.	PER	PER	BNA	BNA	Rendit
		Cours (Dev Locale)	cours sur 1 semaine	depuis début mois	depuis début trim.	depuis le 1er janvier	2016 médian	2017 médian	Var 2016	Var 2017	Net 2016
DJ Stoxx 600		360.12	-0.50%	-0.36%	-0.36%	-0.36%	16.9 x	14.7 x	-2.2%	14.8%	3.5%
DJ Stoxx 50		2979.48	-0.48%	-1.03%	-1.03%	-1.03%	16.1 x	14.3 x	-5.1%	12.7%	4.1%
DJ Euro Stoxx 50		3230.68	-1.55%	-1.82%	-1.82%	-1.82%	15.6 x	13.8 x	-5.4%	12.9%	3.7%
DJ Stoxx Large 200		365.38	-0.59%	-0.67%	-0.67%	-0.67%	16.6 x	14.6 x	-2.7%	14.1%	3.7%
DJ Stoxx Mid 200		423.08	-0.18%	0.90%	0.90%	0.90%	17.4 x	14.9 x	0.0%	17.2%	2.9%
DJ Stoxx Small 200		258.71	-0.15%	0.55%	0.55%	0.55%	19.1 x	16.1 x	1.2%	18.0%	2.7%
DJ Stoxx TMI Large		309.07	-0.61%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	16.8 x	14.6 x	-4.1%	15.2%	3.7%
DJ Stoxx TMI Large Growth		1867.76	-0.24%	-0.76%	-0.76%	-0.76%	18.2 x	17.3 x	0.7%	5.5%	3.0%
DJ Stoxx TMI Large Value		1034.39	-0.59%	-0.87%	-0.87%	-0.87%	15.9 x	12.7 x	-8.3%	25.6%	4.4%
DJ Stoxx TMI Mid		535.54	-0.25%	1.02%	1.02%	1.02%	17.7 x	15.2 x	3.9%	16.4%	2.8%
DJ Stoxx TMI Mid Growth		2590.44	0.64%	2.58%	2.58%	2.58%	20.9 x	19.0 x	-3.6%	10.3%	1.9%
DJ Stoxx TMI Mid Value		2366.05	-1.04%	-0.46%	-0.46%	-0.46%	15.4 x	13.3 x	12.1%	15.4%	3.8%
DJ Stoxx TMI Small		494.75	-0.12%	0.55%	0.55%	0.55%	18.5 x	16.0 x	24.8%	15.7%	2.7%
DJ Stoxx TMI Small Growth		3656.85	-0.15%	1.12%	1.12%	1.12%	23.4 x	20.0 x	33.5%	16.9%	1.9%
DJ Stoxx TMI Small Value		2246.16	-0.62%	-0.62%	-0.62%	-0.62%	14.9 x	13.2 x	26.9%	12.8%	3.6%
Dow Jones (US)		19864.09	-0.24%	0.51%	0.51%	0.51%	18.2 x	16.5 x	3.9%	10.0%	2.4%
S&P 500 (US)		2278.87	-0.05%	1.79%	1.79%	1.79%	19.5 x	17.7 x	2.5%	10.2%	1.9%
NASDAQ Composite (US)		5614.79	0.25%	4.30%	4.30%	4.30%	24.1 x	21.4 x	3.0%	12.7%	1.2%
Russell 2000 (US)		1361.82	-0.54%	0.35%	0.35%	0.35%	26.2 x	21.9 x	11.4%	19.7%	1.3%
Nikkei 225 (JP)		19041.34	1.35%	-0.38%	-0.38%	-0.38%	19.5 x	17.5 x	13.0%	11.6%	1.7%
TOPIX 500 (JP)		13.52	1.67%	3.82%	3.82%	3.82%					
CAC 40		4748.90	-1.68%	-2.33%	-2.33%	-2.33%	15.3 x	14.1 x	17.2%	8.5%	3.4%
SBF 120		3761.37	-1.57%	-1.94%	-1.94%	-1.94%	16.3 x	15.0 x	13.5%	8.4%	3.2%
SBF 250		3698.44	-1.55%	-1.88%	-1.88%	-1.88%	16.6 x	15.2 x	13.8%	9.2%	3.2%
CAC Mid 60		11830.23	-1.41%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	21.5 x	18.0 x	18.0%	19.0%	2.4%
CAC Small		11193.42	-0.50%	1.12%	1.12%	1.12%	45.8 x	24.6 x	67.4%	86.2%	1.4%
DAX Price Return (DE)		5614.30	-0.52%	0.47%	0.47%	0.47%	14.4 x	13.2 x	12.7%	8.9%	2.6%
SMI (CH)		8291.69	0.55%	0.87%	0.87%	0.87%	17.5 x	16.5 x	-2.3%	6.1%	3.5%
Ibex 35 (ES)		9315.20	-0.77%	-0.39%	-0.39%	-0.39%	16.2 x	13.6 x	-0.4%	19.5%	4.1%
FTSE MIB		20091.00	-4.20%	-0.97%	-0.97%	-0.97%		11.2 x	#####	#####	2.5%
FTSE 100 (GB)		7099.15	-0.72%	-0.61%	-0.61%	-0.61%	17.8 x	14.3 x	2.8%	24.4%	4.1%
CECE Index (EUR.EST)		1555.13	1.67%	4.87%	4.87%	4.87%	13.1 x	12.4 x	44.9%	5.3%	3.2%
RTS Interfax (Russie)		1164.15	0.76%	1.03%	1.03%	1.03%	7.7 x	6.5 x	19.9%	17.4%	3.9%
SSE Composite Index - Price		3159.17	0.53%	1.79%	1.79%	1.79%	22.5 x	18.2 x	26.5%	23.2%	1.4%
Sensex 30 (IN)		27655.96	1.02%	3.87%	3.87%	3.87%	19.8 x	17.0 x	6.6%	16.7%	1.5%
Bovespa (BR)		64670.78	-1.78%	7.38%	7.38%	7.38%	16.6 x	13.1 x	206.2%	27.2%	2.3%
Merval Bench (AR)		19062.59	-1.57%	12.68%	12.68%	12.68%	16.5 x	15.7 x	0.1%	4.6%	3.5%
IPC (Mexbol) Bench (MX)		47001.06	-2.39%	2.98%	2.98%	2.98%	21.1 x	17.4 x	49.9%	20.7%	1.9%

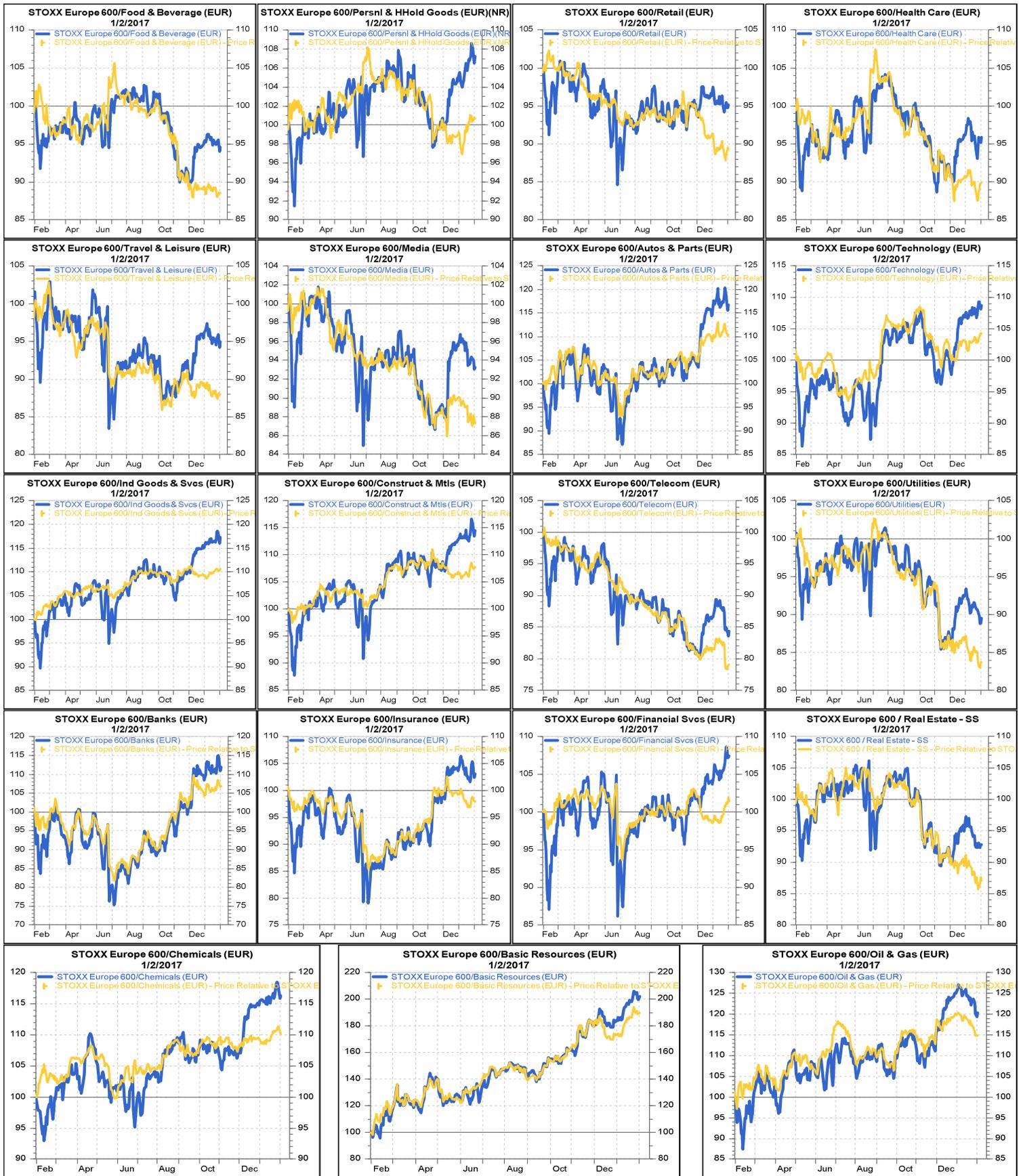
Source FactSet

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



Source FactSet

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



Source FactSet