



Stratégie d'Investissement – Octobre 2023

Le calme des marchés financiers est troublé par les Banques centrales et par les taux.

Les marchés financiers ont été placés une nouvelle fois sous le signe des Banques centrales depuis le début du mois de septembre avec la poursuite de leur politique restrictive face au maintien des facteurs inflationnistes. Les réactions des marchés à cette nouvelle donne ont été rapides : hausse générale des taux longs, baisse des indices actions, tensions sur les spread de crédit, hausse du dollar. Les investisseurs sont repassés en un mois du scénario idéal de « soft landing » à un risque de ralentissement marqué provoqué par une « erreur de politique monétaire ». Bien évidemment, les choses ne sont pas aussi simples et il faudra encore un peu de temps pour y voir plus clair. Les marchés actions semblent actuellement enfermés dans une nasse. Quant aux produits obligataires, normalement dirigés par l'action des Banques Centrales et le rythme de la croissance, nous sommes également dubitatifs... pour l'instant. Le contexte général qui s'est dégradé nous conduit à maintenir une certaine prudence dans nos recommandations et à rester très légèrement sous pondérés en actions tout en conservant des produits monétaires aux côtés de quelques produits obligataires. Avec le recul des derniers jours, les indices actions se sont rapprochés de nos objectifs pour la fin décembre. Mais le potentiel de hausse à court terme nous semble trop limité alors qu'un risque de baisse résiduelle subsiste d'ici à la fin de l'année. Ceci justifie de ne toujours pas augmenter uniformément le poids des actions dans les portefeuilles et d'attendre de meilleures opportunités pour le faire sauf pour des portefeuilles récents ou trop sous-investis.

Les marchés financiers ont été placés une nouvelle fois sous le signe des Banques centrales depuis le début du mois de septembre. La désinflation semble se poursuivre mais elle est toujours lente et irrégulière. Si plusieurs Banques centrales en ont profité pour assouplir leur politique monétaire, en particulier dans les pays émergents, ce n'est pas le cas dans les pays développés. Certes, comme d'autres, la BCE a annoncé une pause après avoir relevé ses taux de dépôts à 4%. Mais le FED, déjà en mode pause, n'exclut plus une hausse supplémentaire que les investisseurs ont dû intégrer dans leurs hypothèses. En effet, à ses yeux, les facteurs inflationnistes restent présents comme les tensions sur le marché du travail ou la propension des entreprises à relever leurs prix et, de surcroît, la forte remontée récente des prix du pétrole pourrait les exacerber. D'ailleurs, les Banques en mode pause n'anticipent toujours pas non plus de réduire la pression avant plusieurs trimestres, sauf si le recul de l'inflation s'intensifiait.

Les réactions des marchés à cette nouvelle donne ont été rapides : hausse générale des taux longs, baisse des indices actions, tensions sur les spread de crédit, hausse du dollar. Les investisseurs sont repassés en un mois du scénario « no landing » (c'est-à-dire un atterrissage en douceur de l'économie réussi ou même évité) à un risque de ralentissement marqué provoqué par le maintien d'une politique monétaire rigoureuse aux Etats-Unis (ce que l'on appelle aussi une « erreur de politique monétaire »). Bien évidemment, les choses ne sont pas aussi simples et il faudra encore un peu de temps pour y voir plus clair. La résilience de l'économie américaine plaide encore pour le « no landing » ou le « soft

landing » mais les signaux faibles se renforcent (diminution de l'épargne excédentaire des ménages, baisse de la confiance des acteurs économiques et des indicateurs avancés, stagnation à l'œuvre en Europe, activité moins dynamique en Chine). Quant à l'erreur de politique monétaire, même si elle n'était que le fait de la Banque centrale américaine, ses répercussions seraient mondiales. D'ailleurs, la remontée des taux longs est déjà généralisée et elle vient renforcer les impacts négatifs des politiques monétaires en renchérissant les coûts d'emprunts des ménages et des entreprises. Conséquence logique, on assiste à une recrudescence des défauts de paiement et des faillites qui restent néanmoins encore acceptables en l'état.

Les marchés actions semblent enfermés dans une nasse. Le scénario idéal d'un « soft landing » réussi grâce une baisse des taux rapide s'éloigne et le risque de dérapage a augmenté : soit la hausse des taux finit par entraîner un ralentissement économique plus prononcé, soit l'inflation baisse très rapidement mais elle se traduirait aussi par une baisse des marges des entreprises et par des révisions en baisse de leurs résultats. Dans les deux cas, ce n'est pas positif pour les valorisations des actions. La baisse enregistrée depuis les plus hauts de l'année (8% environ) est-elle suffisante pour refléter cette incertitude ? Probablement pas encore mais elle paraît déjà conséquente pour certaines valeurs qui ont beaucoup plus souffert. La tendance haussière peut-elle reprendre ? Probablement pas tant que le devenir de l'inflation et de la croissance ne seront pas visibles. La tendance à l'effritement ou la stagnation des indices devraient donc se poursuivre même si des rebonds techniques sont à attendre.

Quant aux produits obligataires, normalement dirigés par l'action des Banques Centrales et le rythme de la croissance, **nous sommes également dubitatifs...** pour l'instant. Nous concédons bien volontiers que les niveaux des taux courts et longs se rapprochent de leur maximum pour ce cycle de politique économique et monétaire. Mais il faut prendre en compte d'autres facteurs influençant la liquidité des marchés tels l'arrêt des achats d'emprunts d'Etat par les Banques Centrale, les besoins de financement importants des Etats (dont la dette et la charge de la dette ne cessent d'augmenter), le risque de dégradation des notations souveraines ou de blocage de l'exécutif américain (le « shut down » qui vient d'être temporairement évité). Enfin, la présence accrue d'investisseurs spéculateurs de court terme renforce naturellement la volatilité de ces marchés. Parallèlement, la sécurité des placements monétaires n'incite pas les investisseurs classiques à prendre plus de risque....

Le contexte général qui s'est dégradé nous conduit à maintenir une certaine prudence dans nos recommandations et à rester très légèrement sous pondérés en actions tout en conservant des produits monétaires aux côtés de quelques produits obligataires. Une approche équilibrée entre actions et produits défensifs dans la construction des portefeuilles semble toujours appropriée.

Avec la baisse des derniers jours, les indices actions se sont rapprochés de nos objectifs pour la fin décembre, que nous n'avons pas modifiés. Mais le potentiel de hausse à court terme nous semble trop limité alors qu'un risque de baisse résiduelle subsiste d'ici à la fin de l'année.

Ceci justifie de ne toujours pas augmenter uniformément le poids des actions dans les portefeuilles et d'attendre de meilleures opportunités pour le faire sauf pour des portefeuilles récents ou insuffisamment-investis.

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

Nous gardons une opinion Neutre à court terme sur les actions européennes, américaines et japonaises et Surpondérer à moyen terme sur les actions américaines et japonaises. Nous maintenons également une opinion neutre à court et à moyen terme sur les actions d'Asie et d'Amérique Latine.

Nous maintenons une opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. Leur tendance est baissière à court terme mais elle reste globalement neutre à moyen terme. Toutefois, le niveau atteint par les taux longs laisse espérer une prochaine amélioration de ce compartiment qui pourrait se prolonger quand les Banques Centrales adopteront un ton moins agressif. **Nous surpondérons les Sicav monétaires.**

Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin septembre, nous avons augmenté l'exposition en actions, essentiellement sur les Etats-Unis et l'Europe. Nous avons fortement abaissé le poids des produits de taux (multi-stratégies) tout en réhaussant celui des liquidités (sicav monétaire).

Achévé de rédiger le 9 octobre 2023.

Vincent GUENZI
Directeur de la Stratégie d'Investissement

Sommaire:

Economie: au-delà de la résilience américaine, l'incertitude revient.

- **Etats-Unis:** la résilience de l'économie ne fait pas disparaître les doutes sur la poursuite de la croissance.
- **Zone Euro:** le rythme de contraction de l'activité, toujours élevé, s'est très légèrement atténué en septembre.
- **Japon:** le rythme d'expansion de l'activité globale s'est très légèrement infléchi en septembre.
- **Pays émergents:** rythme d'expansion en hausse en Inde et en baisse en Chine, retour à la contraction au Brésil.

Marchés de taux d'intérêt: des Banques centrales toujours vigilantes, les taux longs en hausse.

Marchés des changes et des Matières Premières: poursuite du rebond du dollar et du pétrole.

Résultats des entreprises: révisions peu homogènes des estimations de bénéfices 2023.

Evolutions des secteurs européens: meilleure résistance pour le style Value.

Evolution des marchés actions et des valorisations: accentuation du repli des indices.

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

Allocation d'actifs d'un fonds patrimonial Equilibré: poids des actions réajusté à la hausse.

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 : au-delà de la résilience américaine, l'incertitude revient.

Les prévisions de croissance ont été faiblement modifiées pour 2023, en hausse aux Etats-Unis et en baisse en Europe et au Japon. Elles ont été abaissées également pour 2024 en Europe. Le rythme de l'activité mondiale attendu en 2024 reste faible et très aléatoire malgré la résilience actuelle de l'économie américaine.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2022	Rév.	2023	Rév.	2024	Rév.
Etats-Unis	2.1%	-	2.1%	0.1%	0.9%	-
Zone Euro	3.5%	-	0.5%	-0.1%	0.8%	-0.1%
Japon	1.1%	-	1.8%	-0.1%	1.0%	-
Emergents	3.1%	-	3.8%	-	4.1%	0.1%
Monde	3.1%	-	2.8%	0.1%	2.6%	-0.1%

Etats-Unis : la résilience de l'économie ne fait pas disparaître les doutes sur la poursuite de la croissance.

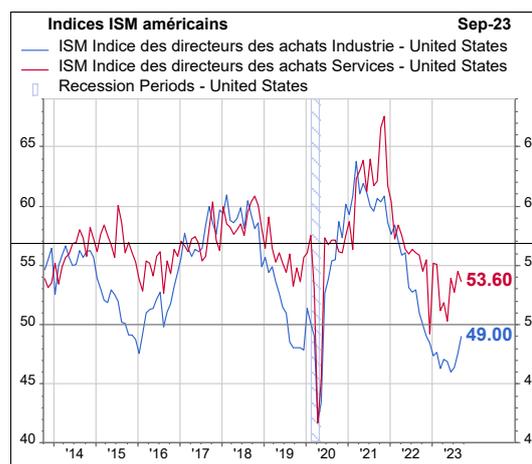
La contraction de l'industrie s'est atténuée alors que l'expansion dans les services ne s'est que modérément assagie en septembre. Ces signes de stabilisation et le dynamisme de l'emploi sont contrebalancés par des indices de confiance et des indicateurs avancés faibles.

La hausse des ventes de détail et celle des revenus des ménages ont faiblit très légèrement au prix d'un nouveau recul du taux d'épargne. La production industrielle montre de nouveaux signes de stabilisation

USA- Données mensuelles	Sep-23	Aug-23	Jul-23	Jun-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	2.5	2.6	1.5
Revenus (% a/a, sa)	-	4.8	5.0	5.5
Taux d'épargne (%)	-	3.9	4.1	4.9
Taux de chômage (%)	3.8	3.8	3.5	3.6
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	336	227	236	105
Permis de construire (millions)	-	1.54	1.44	1.44
Mise en chantiers (millions)	-	1.28	1.45	1.42
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.68	0.74	0.68
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	316.7	314.8
Inflation (%a/a, sa)	-	3.7	3.3	3.1
Production industrielle (% a/a, sa)	-	0.2	0.0	-0.3
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	0.1	-5.6	4.3
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	103.0	108.7	114.0	110.1
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.0	47.6	46.4	46.0
Indice directeurs d'achats Services (%)	53.6	54.5	52.7	53.9
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-7.6	-7.5	-7.8

de même que l'activité immobilière. L'inflation totale s'est redressée avec la hausse du pétrole mais elle a continué son recul hors alimentation & énergie, de 4.7% à 4.4%. La confiance des ménages s'est encore repliée en septembre alors que les indicateurs avancés restent mal orientés. Les créations d'emplois ont connu une forte accélération inattendue alors que le taux de chômage est resté stable.

Indices ISM : moindre contraction de l'activité industrielle.

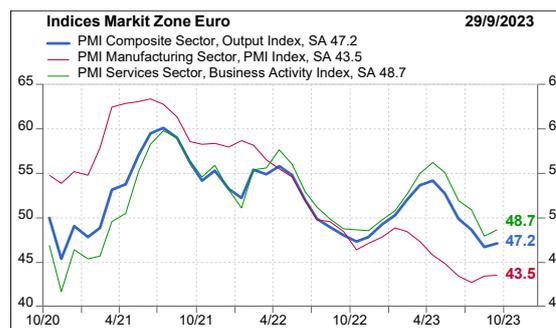


Zone Euro: le rythme de contraction de l'activité, toujours élevé, s'est très légèrement atténué en septembre.

La croissance s'est redressée moins que prévue au 2^{ème} trimestre à +0.5% en rythme annualisé c.+1.2% initialement estimé. Le rythme de contraction de l'activité s'est légèrement atténué en septembre mais la faiblesse de la consommation et de la production industrielle reste préoccupante.

EUROZONE - Données mensuelles	Sep-23	Aug-23	Jul-23	Jun-23
Ventes de détail (%a/a) ex autos	-	-2.1	-1.0	-0.8
Taux de chômage (%)	-	6.4	6.5	6.4
Inflation (% a/a)	-	5.2	5.3	5.5
Production industrielle (% a/a)	-	-	-2.2	-1.1
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-	-	-	-
Indice de Sentiment Economique	93.3	93.6	94.6	95.3
Indice IFO (2000=100)	85.6	85.5	86.6	88.2
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-11.4	-12.3	-14.7	-8.5
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	43.5	43.5	42.7	43.4
Indice directeurs d'achats Services (%)	48.7	47.9	50.9	52.0

Le repli des ventes de détail continue de s'accroître ainsi que celui de la production industrielle. Les indicateurs de sentiment restent faibles également. Le taux de chômage s'est un peu replié. L'inflation totale a légèrement baissé et elle s'est encore repliée hors alimentation et énergie, de 5.5% à 5.3%.



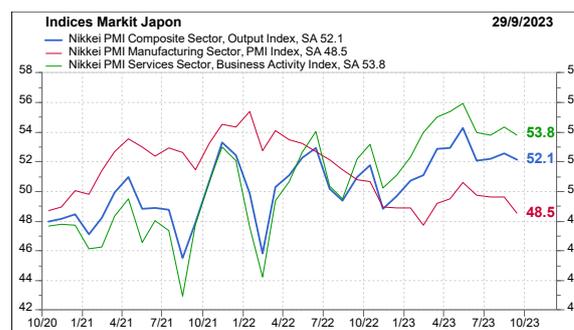
Japon : le rythme d'expansion de l'activité globale s'est très légèrement infléchi en septembre.

La croissance du 2nd trimestre n'a finalement rebondi que de 4.8% en rythme annualisé c.+6% attendu. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité s'est légèrement infléchi du fait d'un recul simultané dans l'industrie et dans les services.

La hausse des ventes de détail s'est maintenue à un bon niveau en août malgré la poursuite de la baisse du

JAPON - Données mensuelles	Sep-23	Aug-23	Jul-23	Jun-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	7.0	7.0	5.6
Taux de chômage (%)	-	2.7	2.7	2.5
Revenus (% a/a)	-	-6.8	-7.2	-4.4
Inflation (% a/a)	-	3.1	3.3	3.3
Production industrielle (% a/a)	-	-3.7	-2.4	0
Exportations (%a/a)	-	-0.8	-0.3	2
Indice de Confiance des Consommateurs	35.2	36.2	37.1	36.2
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-3.0	-2.9	-3.1
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.5	49.6	49.6	49.8
Indice directeurs d'achats Services(%)	53.8	54.3	53.8	54.0

revenu des ménages, ceux-ci puisant certainement dans leur épargne. Le taux de chômage s'est stabilisé. La baisse de la production industrielle s'est aggravée. L'inflation totale s'est repliée à 3.1% et a rebondi de 2.7% à 2.8% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est effritée.



Pays émergents : rythme d'expansion en hausse en Inde et en baisse en Chine, retour à la contraction au Brésil.

Les prévisions de croissance des BRIC pour 2023 et 2024 ont été relevées sauf en Chine. Selon les indices des directeurs d'achat de septembre, le rythme de la croissance s'est légèrement accentué en Inde, il a ralenti en Chine et en Russie et la contraction a repris au Brésil.

Au Brésil, la hausse des ventes de détail s'est accentuée en juillet. La production industrielle s'est redressée en août. Le taux de chômage se replie toujours. L'inflation s'est encore accrue. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale est revenue en contraction légère en septembre aussi bien dans l'industrie que dans les services.

En Russie, toujours en l'absence de statistiques économiques officielles, les indices des directeurs d'achat montrent une moindre expansion de l'activité globale et des services en septembre alors que celle de l'industrie s'est accentuée.

En Inde, la hausse de la production industrielle a accéléré en juillet. L'inflation a reculé en août. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale s'est maintenu en septembre, avec une accélération de l'expansion dans les services et une modération de celle-ci dans l'industrie.

En Chine, la hausse des ventes de détail s'est redressée en août de même que celle de la production industrielle alors que le fort recul du commerce extérieur s'est atténué. Le taux d'inflation est repassé positif. Selon les

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2022 *	Rév.	2023 *	Rév.	2024 *	Rév.
Brésil	3.0%	-	3.0%	0.7%	1.6%	0.1%
Russie	-3.0%	-	1.7%	0.3%	1.2%	-
Inde *année 31/03	8.7%	-	7.0%	-	6.2%	0.1%
Chine	3.0%	-	5.0%	-0.1%	4.5%	-
Emergents	3.1%	-	3.8%	-	4.1%	0.1%

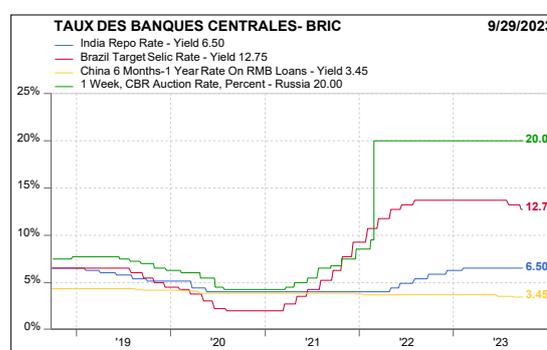
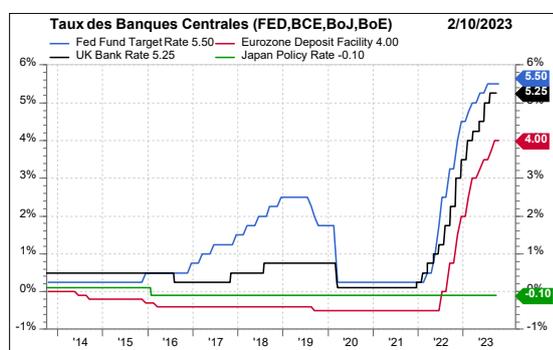
indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité globale a encore ralenti en septembre et s'est rapproché de la stagnation, aussi bien dans les services que dans l'industrie.

BRIC - Données mensuelles		Sep-23	Aug-23	Jul-23	Jun-23
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	2.4	1.4
	Taux Chômage (%)	-	7.8	7.9	8.0
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	4.6	4.0	3.2
	Production Industrielle (%a/a)	-	0.5	-1.1	0.2
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.0	50.1	47.8	46.6
	Indice directeurs d'achats Services(%)	48.7	50.6	50.2	53.3
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 (%)	54.5	52.7	52.1	52.6
	Indice directeurs d'achats Services(%)	55.4	57.6	54.0	56.8
Inde	Inflation (% a/a)	-	6.8	7.4	4.9
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	5.7	3.8
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	57.5	58.6	57.7	57.8
	Indice directeurs d'achats Services(%)	61.0	60.1	62.3	58.5
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	4.6	2.5	3.1
	Inflation (% a/a)	-	0.1	-0.3	0.0
	Production Industrielle (% a/a)	-	4.5	3.7	4.4
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.6	51.0	49.2	50.5
	Indice directeurs d'achats Services(%)	50.2	51.8	54.1	53.9

Marchés de taux d'intérêt : des Banques centrales toujours vigilantes, les taux longs en hausse.

La FED et la BCE maintiennent leur prudence concernant l'inflation. La FED a marqué une nouvelle pause dans la hausse des taux lors de sa réunion de septembre, mais son président Jerome Powell a insisté sur le fait que la lutte contre l'inflation n'était pas terminée. Il a également précisé que d'autres relèvements de taux étaient envisageables. Pour finir, les membres du FOMC ont remonté de 50 points de base leur estimation du taux terminal sur 2024 et 2025. Ce nouveau durcissement du discours de la Fed s'explique en partie par le fait que la banque centrale a relevé ses prévisions concernant l'activité américaine, car celle-ci est plus résiliente que prévu. Quant à la BCE, elle a monté ses taux, tout en laissant entrevoir une pause. Son taux de rémunération des

dépôts se situe désormais à un record de 4%. Elle a par ailleurs abaissé ses prévisions de croissance pour la zone euro de 0.9% à 0.7% cette année. Parmi les banques centrales des autres pays développés, seul les pays nordiques (Danemark, Suède et Norvège) ont augmenté leurs taux de 0.25 points de base. Les banques centrales des pays émergents ont pour la plupart terminée leur cycle de hausse des taux. La banque centrale du Brésil a de nouveau abaissé ses taux sur le mois de 50 points de base. En Asie-Pacifique le mouvement est à la stabilisation. La banque centrale indienne a maintenu ses taux tout comme la banque centrale chinoise, qui a néanmoins abaissé son taux de réserve obligatoire pour soutenir le marché immobilier.



Les taux longs ont continué de monter sur le mois de septembre du fait de la résilience de l'économie américaine, d'une inflation qui peine à baisser plus nettement et par voie de conséquence du discours des Banques Centrales. Les taux européens ont suivi le mouvement.

Le contexte défavorable nous a incité à relever nos prévisions pour les taux à 10 ans de 0.25% aux Etats-Unis à 3 mois et six mois (respectivement à 4.5% et 4.25%) et de 0.25% en zone euro à 3 mois (à 3%).

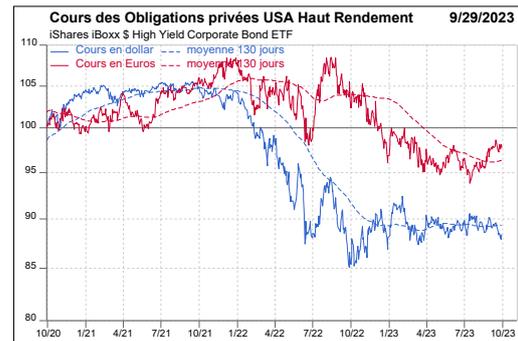
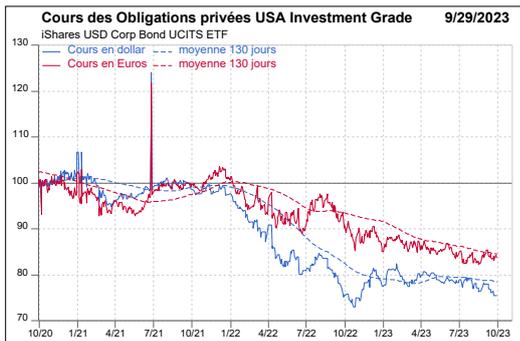
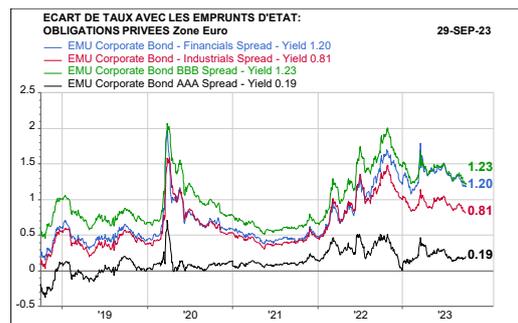
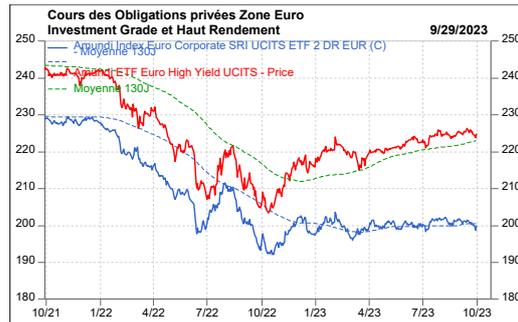
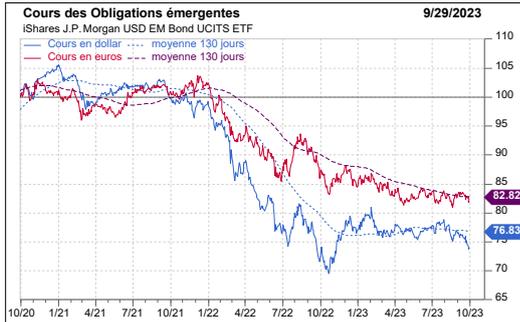
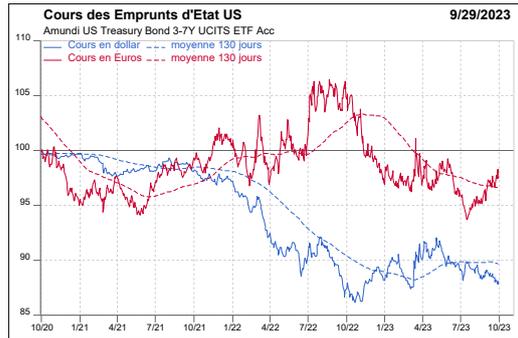
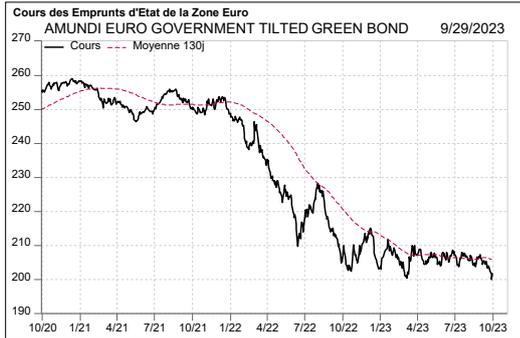
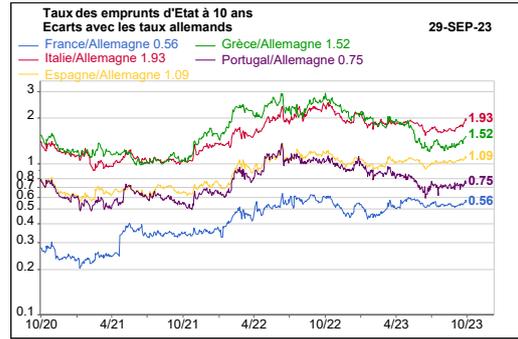
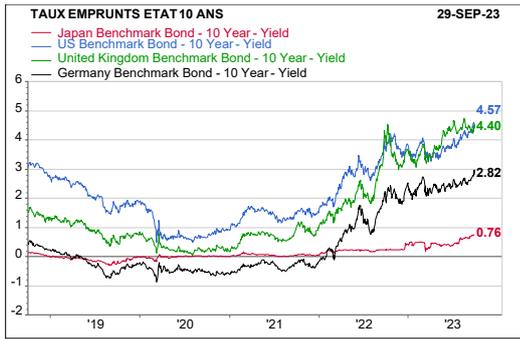
Les taux américains ont franchi les 4.60% sur le mois de septembre, avant de se stabiliser légèrement en dessous. En Europe, c'est le niveau de 2.90% qui a été franchi, avant de revenir sur les 2.85% à la fin du mois.

Lors des deux derniers mois, les emprunts d'Etat ont enregistré des pertes de 2.8% en moyenne en zone euro, une baisse de 1.1% aux Etats-Unis en dollar et un gain de 1.4% en euro. Les obligations émergentes ont baissé de 1.2%.

Les évolutions du marché du Crédit (obligations privées) ont été négatives. En Europe, les obligations Investment Grade ont perdu 1% et celles à haut rendement ont perdu 0.4%. Aux Etats-Unis, elles ont perdu davantage, les premières 3.1% en dollar, les secondes 2.1%. En euros, les variations respectives ont été de -0.7% et de +0.4%.

Taux à 10 ans au 29/09/2023	Taux en fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	4.57	0.48	0.14
Allemagne	2.82	0.35	-
France	3.37	0.39	0.04
Espagne	3.90	0.43	0.08
Italie	4.74	0.64	0.29
Portugal	3.57	0.34	0.00
Grèce	4.34	0.55	0.20
Royaume-Uni	4.40	0.05	-0.29
Japon	0.76	0.11	-0.23
Suisse	1.09	0.19	-0.16

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 29/09/2023	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-2.8%	-2.7%	-0.9%
- les mieux notés	-2.6%	-2.7%	-1.6%
- les moins bien notés	-3.4%	-2.8%	0.1%
- durée 1 à 3 ans	-0.2%	0.5%	1.0%
-durée plus de 10 à 15 ans	-4.4%	-4.8%	-0.3%
Emprunts d'Etats USA (\$)	-1.1%	-1.2%	-0.1%
Emprunts d'Etats USA (eur)	1.4%	1.8%	0.7%
Obligations émergentes (eur)	-1.2%	-1.3%	-0.8%
Obligations privées Euro Inv.Grade	-1.0%	-0.2%	1.3%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-0.4%	0.7%	4.1%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-3.1%	-3.9%	-2.4%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-2.1%	-1.8%	0.1%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-0.7%	-1.0%	-1.6%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	0.4%	1.2%	0.9%



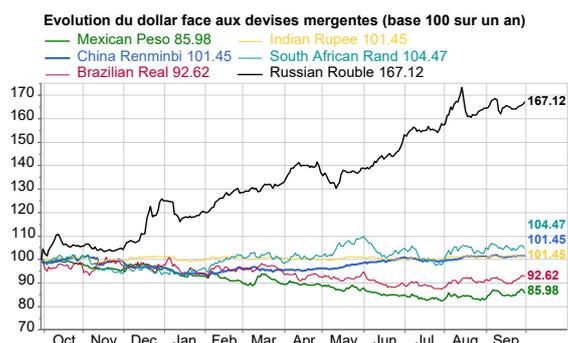
Marchés des Changes et Matières Premières : poursuite du rebond du dollar et du pétrole.

Le différentiel de surprises économiques et de perspectives a favorisé le dollar face à toutes les devises.

L'euro a été stable face au Yen et a baissé face à plusieurs monnaies émergentes (Brésil, Russie, Inde et Chine). L'euro a été ferme face au Franc suisse et au Sterling.

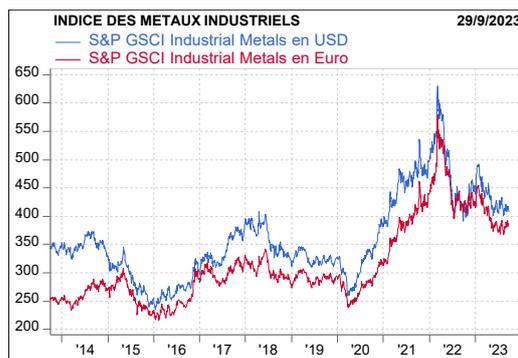
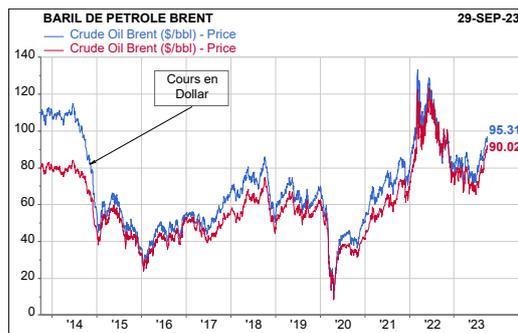
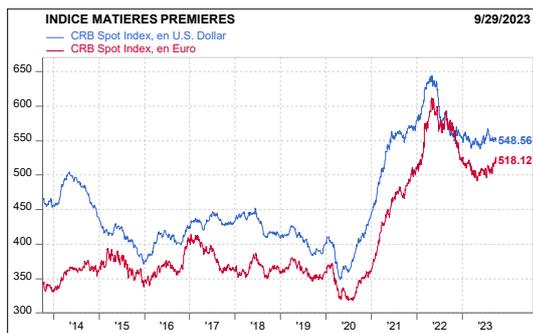
L'euro reste sous pression compte tenu du différentiel de croissance et de politiques monétaires entre les Etats-Unis et l'Europe.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 29/09/2023	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.06	2.5%	3.0%	0.8%
JPY - Japan Yen	157.99	0.0%	-0.2%	-10.9%
CHF - Swiss Franc	0.97	-1.0%	0.8%	1.9%
GBP - Sterling.	0.87	-1.3%	-1.1%	2.3%
BRL - Brazilian Real	5.30	1.4%	-0.7%	6.3%
RUB - Russian Rouble	103.33	0.9%	-5.5%	-24.6%
INR - Indian Rupee	87.92	2.2%	1.8%	0.4%
CNY-Chine Renminbi	7.73	2.3%	2.5%	-4.1%



Les cours des matières premières industrielles ont rebondi faiblement alors que les cours du pétrole ont connu une vive reprise du fait du maintien du contingentement de la production de l'OPEP+ mais peut-être aussi à cause de la persistance du flux de bonnes nouvelles économiques en provenance des Etats-Unis. Les cours de l'or ont repris leur tendance baissière.

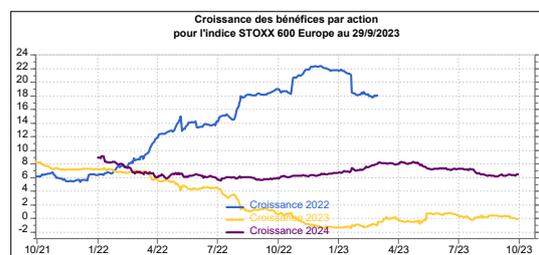
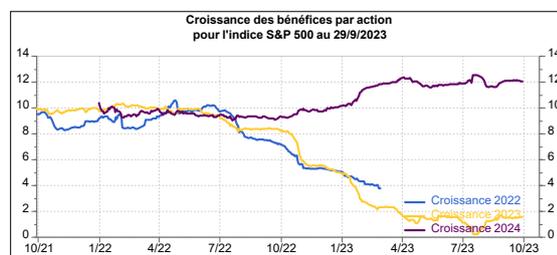
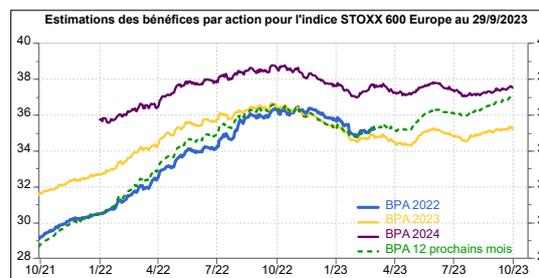
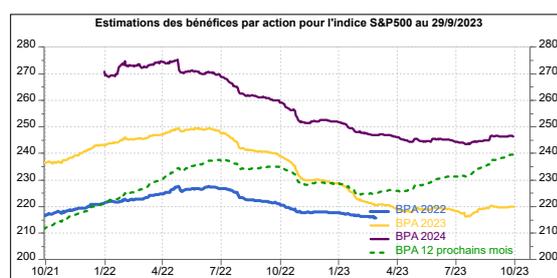
Matières Premières - Variation des cours				
Données au 29/09/2023	mensuelle en dollar	annuelle en dollar	mensuelle en euro	annuelle en euro
Métaux industriels: 420\$	1.4%	-6.8%	3.9%	-6.1%
Pétrole Brent: 95\$	9.0%	14.9%	11.7%	15.8%
Produits Agricoles 363\$	-2.7%	-10.0%	-0.2%	-9.2%
Once d'or: 1870\$	-3.7%	3.1%	-1.3%	4.0%



Résultats des entreprises: révisions peu homogènes des estimations de bénéfices 2023.

Les analystes financiers ont globalement revu à la baisse leurs prévisions de bénéfice pour 2023 et à la hausse pour 2024. Pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue en 2023 atteint 1.6% contre 1.8% en août. Pour le Stoxx600, les bénéfices devraient progresser de 0.0% contre 0.5% en août. Pour 2024, la croissance bénéficiaire s'établit à 12.1% contre 12% en août aux Etats-Unis et à 6.4% contre 6.2% en août en Europe.

Consensus FactSet au 29/09/2023	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations	
	2023(e)	2024(e)	2023(e)	2024(e)
EuroStoxx 50	1.7%	6.2%	0.2%	0.6%
Stoxx600 Europe	0.0%	6.4%	-0.3%	0.2%
CAC 40	-1.4%	5.2%	0.3%	0.5%
S&P 500	1.6%	12.1%	-0.1%	-0.1%
Nikkei 225	12.4%	12.9%	-0.9%	-0.5%



Sur le mois de septembre, les relèvements d'estimation de résultats les plus importants concernent les secteurs Chimie, Pétrole & Gaz et Distribution.

Les plus fortes révisions baissières concernent les secteurs Immobilier, Services financiers et Biens de consommation non cycliques.

Révisions bénéficiaires mensuelles (moyenne 2023 et 2024)			
Indices au SP50	Révision mens.	Révision mens. au 31/08/2023	Révision mens. au 31/07/2023
STOXX Europe 600	0.0%	-0.2%	1.0%
Chimie	2.1%	-2.1%	-5.7%
Pétrole et Gaz	1.9%	-0.2%	-5.6%
Distribution	1.9%	0.4%	0.4%
Immobilier	-59.1%	-130.0%	451.5%
Services financiers	-4.3%	-1.7%	42.6%
Biens de Conso.non cycl.	-0.6%	-0.1%	-0.5%

Evolutions des secteurs européens: meilleure résistance pour le style Value.

Dans un marché européen en baisse, les indices Value ont été stables alors que les indices Croissance ont fortement reculé.

On retrouve ainsi en tête des hausses, les secteurs Pétrole et Gaz, Produits de Base, Banques et Assurances, faiblement valorisés. Le secteur des Media qui n'est pas Value s'est bien comporté néanmoins. Des secteurs défensifs comme les Télécommunications ou la Santé ont bien résisté. Les secteurs de croissance ont souffert de la hausse des taux, comme les Biens de Consommation, l'Agroalimentaire, la Technologie et la Distribution. Enfin des secteurs cycliques ont souffert également comme le Tourisme, la Chimie ou les Biens et Services Industriels.

Les secteurs qui présentent la meilleure orientation, absolue ou relative, sont les suivants : Services Financiers, Media, Banques, Pétrole et Gaz, Santé et Distribution. Nous les notons à Surpondérer à court terme.

Nous notons à Sous-pondérer des secteurs qui restent mal orientés: Services Publics, Alimentation/Boissons, Technologie, Biens de Consommation non cycliques, Tourisme. Les valeurs de ces secteurs ont certes bien reculé et paraissent redevenir attractives mais leur comportement ne le confirme pas encore clairement.

TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 29/09/2023	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	-1.7%	6.0%	0.0%	6.4%	12.7	-0.3	0.2			
Pétrole et Gaz	5.3%	5.2%	-34.0%	2.1%	8.0	1.7	2.2	5.3%	+ ↗	= ↗
Produits de base	5.0%	-11.1%	-43.7%	2.0%	9.8	1.8	1.7	2.2%	= ↗	-
Media	2.9%	12.9%	8.1%	10.0%	18.8	-0.4	-0.3	1.4%	+ ↗	+ ↗
Banques	2.6%	15.0%	30.9%	2.5%	6.4	0.4	0.4	8.6%	+ ↗	=
Télécommunications	0.3%	2.2%	2.7%	12.8%	13.5	0.2	1.3	2.7%	= ↗	-
Assurance	0.1%	2.6%	34.6%	12.6%	10.2	-0.3	1.1	5.3%	=	=
Services financiers	-0.7%	10.7%	34.8%	-0.4%	12.0	-9.2	0.7	3.5%	+ ↗	=
Santé	-1.2%	6.4%	2.7%	12.3%	18.3	0.3	0.0	16.1%	+ ↗	=
Automobile	-1.3%	14.3%	0.7%	-2.7%	5.7	0.1	0.8	2.6%	=	+ ↗
Construction & matériaux	-2.1%	13.7%	1.2%	9.4%	13.9	0.7	0.9	3.5%	=	+ ↗
Biens et Serv. Industriels	-3.2%	8.0%	-4.3%	7.5%	16.5	0.2	0.2	12.5%	=	+ ↗
Distribution	-3.4%	23.0%	17.4%	14.5%	18.3	1.8	1.9	0.9%	+ ↗	+ ↗
Immobilier	-3.6%	-6.4%	-0.3%	0.5%	12.5	-89.9	-28.4	1.2%	=	-
Chimie	-4.1%	2.6%	-37.8%	19.4%	18.5	5.8	-1.6	2.6%	=	=
Service Publics	-4.3%	-1.0%	1.4%	-3.4%	11.4	-0.1	-0.1	4.0%	- ↘	- ↘
Alimentation/boissons	-4.7%	-4.6%	1.1%	10.6%	18.7	-0.6	-0.2	5.0%	- ↘	- ↘
Technologie	-5.7%	12.7%	38.1%	15.8%	21.8	-0.4	0.7	5.8%	- ↘	+ ↗
Biens de Conso.non cycl.	-5.8%	2.7%	5.6%	9.5%	19.6	-0.3	-0.9	9.0%	- ↘	=
Tourisme-Loisirs	-5.9%	11.3%	78.9%	10.6%	12	0.7	0.1	1.2%	- ↘	+ ↗

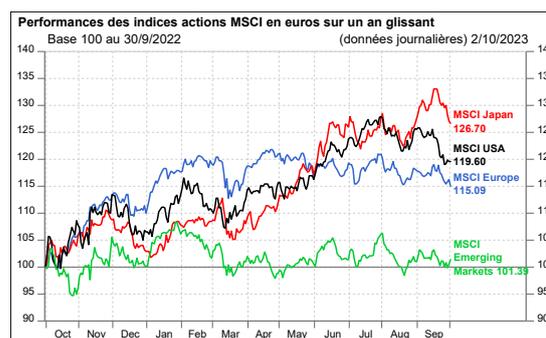
(Code des recommandations : + surpondérer, = neutre, - souspondérer ; les flèches indiquent un relèvement ou un abaissement sur la période)

Evolution des marchés actions et des valorisations : accentuation du repli des indices.

PERFORMANCES DES INDICES ACTIONS										
Données au 29/09/2023	Cours devises	Var. Mois en devise	Var. trimestre en devise	Var. an devise	Var. année en euro	Var BNA % 2023	Var BNA % 2024	PER 2023	Rendit 2023	
MSCI World Index	2248.5	-3.8%	-3.0%	10.6%	10.5%	-	-	-	-	-
MSCI USA	4083.3	-4.8%	-3.4%	12.2%	13.1%	-	-	-	-	-
MSCI Europe	1820.9	-1.4%	-2.5%	5.7%	6.2%	-	-	-	-	-
MSCI Japan	1416.7	-0.4%	0.8%	23.4%	9.9%	-	-	-	-	-
MSCI EM (Emerging Markets)	58515.2	-2.0%	-2.2%	1.8%	0.4%	-	-	-	-	-
S&P 500	4288.05	-0.05	-0.04	0.12	0.13	1.62	12.08	19.50	0.02	
Nasdaq Composite	13219.3	-5.8%	-4.1%	26.3%	26.3%	17.2	23.7	28.8	0.9%	
STOXX Europe 600	450.2	-1.7%	-2.5%	6.0%	6.0%	-0.2	6.4	12.8	3.6%	
Euro STOXX 50	4174.7	-2.8%	-5.1%	10.0%	10.0%	1.4	6.3	12.5	3.5%	
STOXX Europe 50	3919.9	-1.1%	-2.1%	7.3%	7.3%	-2.9	7.3	13.8	3.4%	
STOXX Europe Large 200	466.50	-1.4%	-2.5%	6.8%	6.8%	-1.1	5.6	12.8	3.6%	
STOXX Europe Mid 200	476.4	-3.3%	-2.5%	3.2%	3.2%	-5.9	8.3	12.7	3.7%	
STOXX Europe Small 200	300.3	-3.5%	-2.8%	1.0%	1.0%	24.5	11.5	13.2	3.2%	
STOXX Europe TMI Growth	2876.4	-3.7%	-6.4%	5.1%	5.1%	-	-	-	-	
STOXX Europe TMI Value	1418.6	0.2%	1.3%	4.3%	4.3%	-	-	-	-	
France CAC 40	7135.1	-2.5%	-3.6%	10.2%	10.2%	-1.7	5.2	13.1	3.1%	
Germany Dax	6088.7	-3.5%	-4.7%	7.0%	7.0%	-0.4	8.8	11.4	3.5%	
FTSE MIB - Price	28243.3	-2.0%	0.0%	19.1%	19.1%	-	-	-	-	
Netherlands AEX	728.8	-2.0%	-5.8%	5.8%	5.8%	-5.6	8.7	13.8	2.8%	
IBEX 35	9428.0	-0.8%	-1.7%	14.6%	14.6%	2.5	1.1	10.5	4.8%	
Switzerland SMI (PR)	10963.5	-1.5%	-2.8%	2.2%	4.2%	-1.3	10.1	17.1	3.3%	
FTSE 100	7608.1	2.3%	1.0%	2.1%	4.4%	-7.4	4.4	10.8	4.1%	
Japan Nikkei 225	31857.6	-2.3%	-4.0%	22.1%	8.8%	12.4	12.9	14.6	1.9%	
Brazil Bovespa Index	116565.2	0.7%	-1.3%	6.2%	12.3%	-29.4	10.7	8.7	6.0%	
SSE 180 Index - Price	7991.8	-0.6%	-1.5%	-2.9%	-6.6%	-	-	-	-	
India S&P BSE SENSEX	65828.4	1.5%	1.7%	8.2%	8.7%	-	-	-	-	
Russia RTS	955.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-	-	

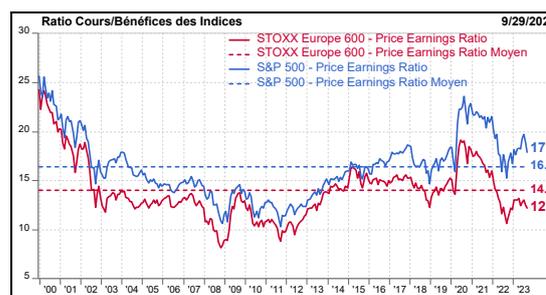
Les indices boursiers mondiaux exprimés en euros ont conclu le dernier mois en baisse généralisée. Le marché japonais a été plus résistant.

Le recul des indices américains a été plus marqué que celui des indices européens, à cause du poids des grandes valeurs de croissance mais cela fait suite à une période de surperformance. La hausse du dollar (2.5%) a cependant limité la baisse en euro de ces indices.



Depuis le 31 août dernier, le PER à 12 mois des actions américaines a fortement baissé de 5.8% (de 19 à 17.9) alors que les **prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont été relevées de 0.9%**. **En Europe, le PER a baissé de 3.3%** (de 12.6 à 12.2) quand les **bénéfices étaient relevés de 1.5%**.

Ce mouvement illustre un recul de la confiance des investisseurs face à l'incertitude persistante concernant les évolutions futures de l'inflation, de l'activité et des taux.



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

Le contexte général qui s'est dégradé nous conduit à maintenir une certaine prudence dans nos recommandations et à rester très légèrement sous pondérés en actions tout en conservant des produits monétaires aux côtés de quelques produits obligataires. Une approche équilibrée entre actions et produits défensifs dans la construction des portefeuilles semble toujours appropriée.

Avec la baisse des derniers jours, les indices actions se sont rapprochés de nos objectifs pour la fin décembre, que nous n'avons pas modifiés. Mais le potentiel de hausse à court terme nous semble trop limité alors qu'un risque de baisse résiduelle subsiste d'ici à la fin de l'année.

Ceci justifie de ne toujours pas augmenter uniformément le poids des actions dans les portefeuilles et d'attendre de meilleures opportunités pour le faire sauf pour des portefeuilles récents ou insuffisamment-investis.

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

Nous gardons une opinion Neutre à court terme sur les actions européennes, américaines et japonaises et Surpondérer à moyen terme sur les actions américaines et japonaises. Nous maintenons également une opinion neutre à court et à moyen terme sur les actions d'Asie et d'Amérique Latine.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 29/09/2023	Prévision 31/12/2023	Prévision 30/06/2024
CAC40	7135.06	7000 →	7500 →
Eurostoxx 50	4174.66	4100 →	4450 →
S&P 500	4288.05	4200 →	4350 →
Nikkei	31857.62	32500 →	33500 →
Emprunts	29/09/2023	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	2.82	3.00 ↗	2.75 →
Taux 10 ans \$	4.57	4.50 ↗	4.25 ↗
Taux 10 ans Yen	0.76	0.75 ↗	0.70 →
Taux dépôts BCE	4.00	4.00 ↗	4.00 →
Taux FED	5.50	5.50 →	5.50 →
Taux BOJ	-0.10	-0.10 →	-0.10 →
Monnaies	29/09/2023	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.06	1.05 ↘	1.10 ↘
Dollar/yen	149.23	150 ↗	145 ↘

Nous maintenons une opinion Neutre à court terme et Sous-pondérer à moyen terme sur les produits obligataires. Leur tendance est baissière à court terme mais elle reste globalement neutre à moyen terme. Toutefois, le niveau atteint par les taux longs laisse espérer une prochaine amélioration de ce compartiment qui pourrait se prolonger quand les Banques centrales adopteront un ton moins agressif. Nous conservons notre opinion Surpondérer pour les Sicav monétaires.

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	Neutre	↘	→
Japon (couvert)	Neutre	Sur pondérer	→	↗
Asie hors Japon	Neutre	Neutre	↘	↘
Amérique Latine	Neutre	Neutre	↘	→
Europe de l'Est	Sous pondérer	Sous pondérer		
Produits de taux et Produits Mixtes	Neutre	Sous pondérer	→	↘
Emprunts d'Etat USA (non couverts)	Neutre	Sous pondérer	→	↘
Emprunts d'Etat Europe AAA	Neutre	Sous pondérer	↘	→
Emprunts d'Etat Europe non AAA	Neutre	Sous pondérer	↘	→
Obligations PAYS EMERGENTS (non couvertes)	Neutre	Neutre	→	↘
Obligations Sociétés US (couvertes)	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	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
Euro/Dollar	Neutre	Neutre	↘	↗
Or et Métaux Précieux	Neutre	Neutre	→	↗
Matières Premières Industrielles	Sous pondérer	Sous pondérer	→	↘

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 : poids des actions réajusté à la hausse.

Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin septembre, nous avons augmenté l'exposition en actions, essentiellement sur les Etats-Unis et l'Europe et dans une moindre mesure sur les pays émergents.

Nous avons fortement abaissé le poids des produits de taux (multi-stratégies) tout en réhaussant celui des liquidités (sicav monétaire).

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	46.7	↗	45.0	45.3	
	Etats-Unis	0	20	17.0	↗	16.3	16.6	57%
	Europe	10	60	24.0	↗	22.8	22.9	
	Japon	0	10	1.0	↘	1.3	1.3	100%
	Pays Emergents	0	10	4.7	↗	4.5	4.5	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	21.5	↘	29.3	29.3	
	Multi stratégie obligataire	0	30	11.9	↘	19.4	19.3	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.8	↘	2.0	2.0	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	4.5	↗	4.1	4.1	71%
	Obligations Pays Emergents	0	10	0.4		0.4	0.4	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	0.7		0.7	0.7	57%
	Obligations Sociétés Europe	0	15	2.0		2.0	2.0	
	Taux variables/indexés/inflation	0	10	0.2	↘	0.4	0.4	
Obligations Convertibles Europe	0	15	0.0	↘	0.4	0.4		
LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES		0	60	31.8	↗	25.7	25.4	