

## Stratégie d'Investissement – Novembre 2023

### Le changement de scénario des Banques centrales enfin en vue ?

Les marchés financiers ont été parcourus par les mêmes inquiétudes qu'au mois de septembre pendant plusieurs semaines : rigueur des Banques centrales face à l'inflation, hausse des taux longs, nouvelles économiques mitigées, risque géopolitique au Proche-Orient. La correction s'est donc poursuivie sur les marchés obligataires et sur les Bourses. Les réunions de la BCE et de la FED, en fin de mois, ont permis de stabiliser les marchés. Puis les données économiques américaines décevantes de ces derniers jours ont permis aux investisseurs de se rassurer sur l'arrêt de la hausse des taux directeurs aux Etats-Unis et même d'espérer un assouplissement plus rapide. Dans ces conditions, les marchés ont effacé en quelques jours une grande partie de la correction récente sur les taux et sur les actions. Peut-on en déduire dès maintenant que ces corrections sont bien terminées ? Nous restons encore un peu hésitants tout en reconnaissant un début d'amélioration de l'environnement général. Ceci nous amène à être plus confiants sur les produits de taux, emprunts d'Etat ou crédit de bonne qualité. Quant au potentiel d'appréciation des indices actions à court terme, aux niveaux actuels, nous restons circonspects mais nous sommes moins inquiets qu'au mois précédent compte tenu de la correction déjà intervenue. Il est possible que la hausse des actions se poursuive encore quelques mois mais cela nous semble trop aléatoire pour acheter maintenant. En revanche, les points bas des dernières semaines ont permis de renforcer le poids des actions dans les portefeuilles peu investis ce que nous continuerons à faire si l'occasion se présente.

Les marchés financiers ont été parcourus par les mêmes inquiétudes qu'au mois de septembre pendant plusieurs semaines : rigueur des Banques centrales face à l'inflation, hausse des taux longs, nouvelles économiques mitigées, risque géopolitique au Proche-Orient. La correction s'est donc poursuivie sur les marchés obligataires et sur les Bourses. Les taux à 10 ans ont atteint 5% aux Etats-Unis et 3 % en Allemagne alors que les indices actions perdaient 6% en moyenne pour atteindre de nouveaux points bas depuis l'été, proches de ceux atteints au printemps. Sur ces niveaux, la baisse cumulée des derniers mois atteignait environ 10% et les marchés de taux et d'actions touchaient également des supports techniques importants. **Les réunions de la BCE**, le 26 octobre, **et de la FED**, le 1<sup>er</sup> novembre, au cours desquelles le statu quo monétaire a été confirmé, **ont permis de stabiliser les marchés** qui ont apprécié de surcroît le discours prudent du président de la FED. En effet, celui-ci a reconnu les progrès en matière de désinflation et les effets négatifs des conditions financières sévères que l'activité commençait à ressentir. Dans ces conditions, une autre hausse des taux directeurs, toujours possible en cas de déception sur l'inflation, ne serait pas adoptée à la légère. Concrètement, cela signifie que la **FED devient plus attentive au risque d'erreur de politique monétaire et prendrait soin de ne pas faire « la hausse de trop » pouvant provoquer une récession. C'est précisément ce que craignaient les marchés depuis plusieurs mois d'où leur soulagement.**

Effectivement, les signaux économiques ont continué à être décevants durant le mois. En Europe, l'activité a reculé au 3<sup>ème</sup> trimestre après un rebond

au 2<sup>ème</sup> et les derniers indicateurs avancés se sont dégradés à nouveau. Au Japon, où la croissance a été probablement meilleure au 3<sup>ème</sup> trimestre, les indices avancés ont fait état d'une contraction sensible en octobre, amenant d'ailleurs le Gouvernement à annoncer un plan de soutien pluriannuel important représentant 3% du PIB. Enfin, la Chine, n'a pas échappé aux mauvaises nouvelles, le ralentissement de la croissance au 3<sup>ème</sup> trimestre se transformant en stagnation au mois d'octobre. **Seuls les Etats-Unis échappaient encore à cette fatalité**, les données publiées pour septembre au cours du mois faisant toujours état de cette résilience extraordinaire de l'économie et des consommateurs du pays. Revers de la médaille, c'est précisément cette résilience qui faisait craindre une certaine résistance de l'inflation et une rigueur excessive de la FED.

**La donne a changé dans les premiers jours du mois de novembre.** Les données du marché du travail publiées le 3 novembre ont fait état de créations d'emploi en recul et beaucoup plus faibles qu'attendues ainsi que d'une hausse du taux de chômage à 3.9%. **Ce signal permettait enfin aux investisseurs de se rassurer sur l'arrêt de la hausse des taux directeurs aux Etats-Unis et même d'espérer un assouplissement plus rapide : c'était le retour du scénario de soft-landing réussi !** Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que les marchés aient effacé en quelques jours une grande partie de la correction récente sur les taux et sur les actions. **Peut-on déjà en déduire que ces corrections sont bien terminées ?**

**Nous restons encore un peu hésitants tout en reconnaissant un début d'amélioration de l'environnement général.**

Parmi les points positifs objectifs, le changement d'attitude de la FED est rassurant. Il en est de même pour les taux obligataires où le Trésor américain a annoncé une réduction du volume des émissions d'emprunt. Tout ceci conjugué au ralentissement de l'inflation pourrait signifier l'arrêt de la progression continue des taux obligataires. Le niveau atteint (à 5% sur l'emprunt à 10 ans américain et 3% sur l'allemand) pourrait constituer le plafond pour les prochains trimestres. Ainsi, **nous pourrions être plus confiants dorénavant sur les produits de taux, emprunts d'Etat ou crédit de bonne qualité**, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, produits dont les performances laissaient encore à désirer face aux produits de trésorerie.

**En revanche, il nous semble imprudent d'escompter une dégradation rapide des perspectives de l'activité américaine** sur la seule base des derniers chiffres de l'emploi qui ont toujours été particulièrement volatils. Une rechute du taux de chômage pourrait relancer les interrogations sur la réussite du soft landing ou sur un maintien plus durable des taux directeurs au niveau actuel. **Dans le reste du Monde, à l'inverse, il nous semble prématuré d'espérer un prochain rebond de l'activité.** Il faut aussi noter que **les publications des résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre** des entreprises, plutôt satisfaisantes aux Etats-Unis et décevantes en Europe, **ont été assorties de commentaires assez prudents sur les perspectives.** Ceci a provoqué en réaction des **chutes parfois brutales des actions** auxquelles nous n'étions plus habitués. De plus, les analystes financiers ont révisé en baisse leurs estimations de bénéfices pour 2023 et 2024, interrompant la séquence positive des derniers mois. Ceci nous ramène aux questions sur l'évolution des marges des entreprises face au recul de l'inflation qui limiterait la progression des chiffres d'affaires. **La progression des bénéfices attendus pour 2024 aux Etats-Unis (+12%) et en Europe (+6%) paraît**

**ainsi toujours un peu optimiste. Parallèlement, la valorisation des indices boursiers s'est redressée très rapidement.**

**En conclusion, aux niveaux actuels, nous restons circonspects sur le potentiel d'appréciation des indices actions à court terme mais nous sommes moins inquiets qu'au mois précédent compte tenu de la correction déjà intervenue.** Il est certes possible que la hausse des actions se poursuivre encore quelques mois mais cela nous semble trop aléatoire pour acheter maintenant et nous n'avons pas modifié nos prévisions pour les indices. En revanche, les points bas des dernières semaines ont permis de renforcer le poids des actions dans les portefeuilles peu investis ce que nous continuerons à faire si l'occasion se présente.

**Le contexte général nous conduit donc à maintenir une certaine prudence dans nos recommandations.** Nous gardons une opinion Neutre à court terme sur les actions européennes, américaines et japonaises. Nous restons plus confiants à moyen terme où nous surpondérerons 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 notre opinion Neutre à court terme sur les produits obligataires et la relevons à Neutre à moyen terme,** ce que nous faisons parallèlement sur les emprunts d'Etat américains et européens. **Nous ramenons notre note sur les Sicav monétaires à Neutre.**

**Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin octobre,** nous avons augmenté l'exposition en actions, essentiellement sur les Etats-Unis et l'Europe. Nous avons légèrement allégé les actions japonaises. Nous avons augmenté le poids des produits de taux et abaissé celui des liquidités (sicav monétaire).

Vincent GUENZI

Directeur de la Stratégie d'Investissement

Achévé de rédiger le 8 novembre 2023.

#### Sommaire:

**Economie:** l'exception américaine et sa résilience proches de la fin ?

- **Etats-Unis:** la forte activité du 3<sup>ème</sup> trimestre va-t-elle se maintenir compte tenu des indicateurs avancés mitigés ?
- **Zone Euro:** le rythme de contraction de l'activité s'est très légèrement accru en octobre.
- **Japon:** le rythme d'expansion de l'activité globale a ralenti sensiblement en octobre.
- **Pays émergents:** rythme d'expansion en baisse en Inde et en Russie, stagnation en Chine et au Brésil.

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

**Marchés des changes et des Matières Premières:** légère hausse du dollar et baisse du pétrole.

**Résultats des entreprises:** estimations de bénéfices revues à la baisse pour 2023 et 2024.

**Evolutions des secteurs européens:** correction des valeurs cycliques.

**Evolution des marchés actions et des valorisations:** poursuite 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:** augmentation du poids des actions.

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 : l'exception américaine et sa résilience proches de la fin ?

Les prévisions de croissance pour 2023 ont été encore modestement relevées aux Etats-Unis, au Japon et pour les pays émergents. Elles le sont également pour 2024 aux Etats-Unis et sont abaissées en zone Euro. Le rythme de l'activité mondiale devrait poursuivre sa lente modération en 2024 sauf si l'économie américaine affrontait une contraction prononcée tant annoncée.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2022	Rév.	2023	Rév.	2024	Rév.
Etats-Unis	2.1%	-	2.3%	0.2%	1.0%	0.1%
Zone Euro	3.5%	-	0.5%	-	0.8%	-0.1%
Japon	1.1%	-	1.9%	0.1%	1.0%	-
Emergents	3.1%	-	3.9%	0.1%	4.1%	-
Monde	3.1%	-	2.8%	-	2.6%	-

### Etats-Unis: la forte activité du 3<sup>ème</sup> trimestre va-t-elle se maintenir compte tenu des indicateurs avancés mitigés.

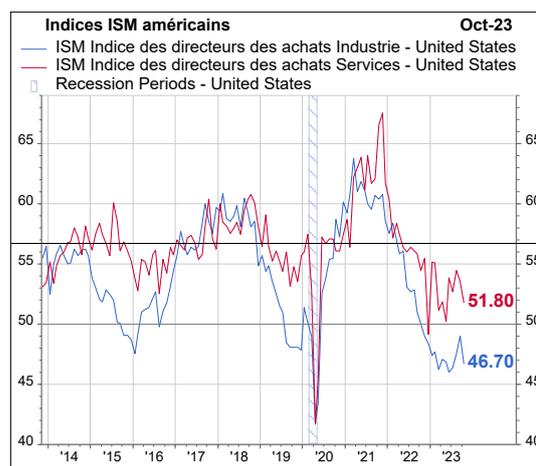
La croissance du PIB a dépassé les attentes au T3, à +4.9% en rythme annualisé c.+2.1 % au T2. L'activité devait être plus faible en octobre au vu du repli des indices des directeurs d'achat et du moindre dynamisme du marché du travail.

La hausse des ventes de détail et des revenus des ménages s'est accentuée au prix d'un nouveau recul du taux d'épargne. La production industrielle stagne

USA- Données mensuelles	Oct-23	Sep-23	Aug-23	Jul-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	3.8	2.9	2.8
Revenus (% a/a, sa)	-	4.7	4.8	4.9
Taux d'épargne (%)	-	3.4	4.0	4.1
Taux de chômage (%)	3.9	3.8	3.8	3.5
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	150	297	165	236
Permis de construire (millions)	-	1.47	1.54	1.44
Mise en chantiers (millions)	-	1.36	1.27	1.45
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.76	0.68	0.74
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	317.9	316.8
Inflation (%a/a, sa)	-	3.7	3.7	3.3
Production industrielle (% a/a, sa)	-	0.1	0.1	0.2
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	4.6	-0.1	-5.6
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	102.6	104.3	108.7	114.0
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	46.7	49.0	47.6	46.4
Indice directeurs d'achats Services (%)	51.8	53.6	54.5	52.7
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-7.8	-7.7	-7.5

toujours mais le rebond des commandes de biens durables est de meilleur augure. L'activité immobilière est globalement stabilisée. L'inflation totale est restée stable mais elle a continué son recul hors alimentation & énergie, de 4.4% à 4.1%. La confiance des ménages s'est tassée en octobre alors que les indicateurs avancés restent mal orientés. Les créations d'emplois ont été inférieures aux attentes et en nette baisse provoquant une légère remontée du taux de chômage.

Indices ISM : rechute du rythme d'activité après un bon 3<sup>ème</sup> trimestre.

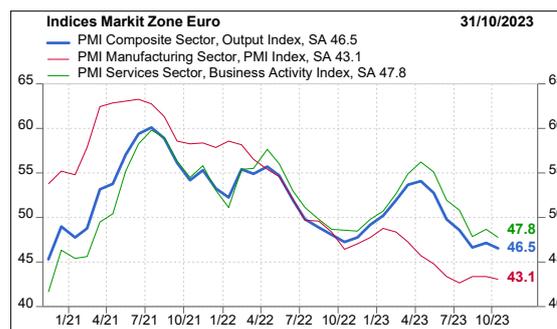


### Zone Euro: le rythme de contraction de l'activité s'est très légèrement accru en octobre.

La croissance a été négative au 3<sup>ème</sup> trimestre à -0.4% en rythme annualisé c.+0.6% au T2. A l'inverse du mois dernier, le rythme de contraction de l'activité s'est légèrement accru en octobre selon les indices des directeurs d'achat.

EUROZONE - Données mensuelles	Oct-23	Sep-23	Aug-23	Jul-23
Ventes de détail (%a/a) ex autos	-	-	-2.1	-1.0
Taux de chômage (%)	-	6.5	6.4	6.5
Inflation (% a/a)	2.9	4.3	5.2	5.3
Production industrielle (% a/a)	-	-	-5.1	-2.2
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-17.9	-17.8	-16.0	-15.1
Indice de Sentiment Economique	93.3	93.4	93.7	94.6
Indice IFO (2000=100)	85.5	85.6	85.5	86.7
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	-1.1	-11.4	-12.3	-14.7
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	43.1	43.4	43.5	42.7
Indice directeurs d'achats Services (%)	47.8	48.7	47.9	50.9

Le repli des ventes de détail devrait s'être atténué en septembre alors que la production industrielle a encore reculé en août. Les indicateurs de sentiment se stabilisent à bas niveau. Le taux de chômage s'est un peu redressé. L'inflation totale a fortement baissé et a ralenti hors alimentation et énergie, de 4.5% à 4.2%.



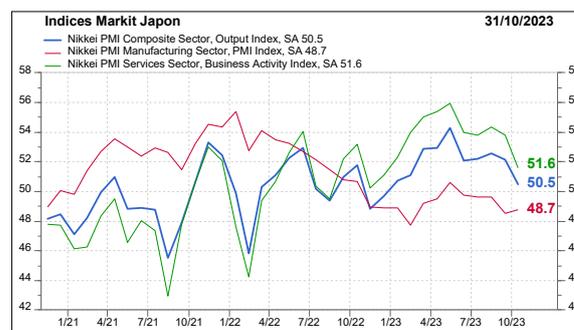
## Japon : le rythme d'expansion de l'activité globale a ralenti sensiblement en octobre.

Selon les indices des directeurs d'achat d'octobre, le rythme d'expansion de l'activité, a fortement ralenti du fait d'un recul sensible dans les services alors que la contraction s'est atténuée dans l'industrie.

La hausse des ventes de détail s'est atténuée en septembre malgré une moindre baisse du revenu des

JAPON - Données mensuelles	Oct-23	Sep-23	Aug-23	Jul-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	5.8	7.1	7.0
Taux de chômage (%)	-	2.6	2.7	2.7
Revenus (% a/a)	-	-4.2	-6.8	-7.2
Inflation (% a/a)	-	3.0	3.1	3.3
Production industrielle (% a/a)	-	-3.7	-4.4	-2
Exportations (%a/a)	-	4.3	-0.8	0
Indice de Confiance des Consommateurs	35.7	35.2	36.2	37.1
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	-1.8	-3.3	-2.9
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.7	48.5	49.6	49.6
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.6	53.8	54.3	53.8

ménages, ceux-ci puisant toujours dans leur épargne. Le taux de chômage a légèrement reculé. La baisse de la production industrielle s'est poursuivie malgré un rebond des exportations. L'inflation totale s'est repliée de 3.1% à 3% et de 2.8% à 2.7% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est stabilisée.



## Pays émergents : rythme d'expansion en baisse en Inde et en Russie, stagnation en Chine et au Brésil.

Les prévisions de croissance des BRIC pour 2023 et 2024 ont été modestement relevées. Selon les indices des directeurs d'achat d'octobre, le rythme de la croissance a ralenti en Inde et en Russie. L'expansion a cédé la place à la stagnation en Chine et, inversement, le Brésil est sorti de la contraction pour renouer avec une stagnation.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2022	Rév.	2023	Rév.	2024	Rév.
Brésil	3.0%	-	3.0%	-	1.6%	0.1%
Russie	-3.0%	-	2.0%	0.3%	1.4%	0.2%
Inde (année 31/03)	8.7%	-	7.0%	-	6.2%	-
Chine	3.0%	-	5.1%	0.1%	4.5%	-
Emergents	3.1%	-	3.9%	0.1%	4.1%	-

Au Brésil, la hausse des ventes de détail s'est accentuée en septembre. La production industrielle s'est légèrement redressée. Le taux de chômage s'est encore replié. En revanche, l'inflation s'est accrue davantage. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale s'est redressée en zone de stagnation en octobre grâce à un retour à l'expansion dans les services.

indices des directeurs d'achat, l'activité globale a atteint la zone de stagnation, avec une légère contraction de l'industrie et une modeste expansion 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 en octobre dans l'industrie et dans les services.

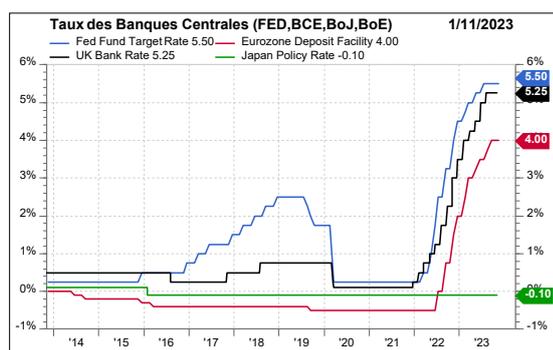
BRIC - Données mensuelles		Oct-23	Sep-23	Aug-23	Jul-23
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	3.3	2.4	2.4
	Taux Chômage (%)	-	7.7	7.8	7.9
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	5.2	4.6	4.0
	Production Industrielle (%a/a)	-	0.6	0.5	-1.2
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.6	49.0	50.1	47.8
	Indice directeurs d'achats Services(%)	51.0	48.7	50.6	50.2
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Taux Chômage (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Inflation (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Production Industrielle (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	53.8	54.5	52.7	52.1
	Indice directeurs d'achats Services(%)	53.6	55.4	57.6	54.0
Inde	Inflation (% a/a)	-	5.0	6.8	7.4
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	10.3	6.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	55.5	57.5	58.6	57.7
	Indice directeurs d'achats Services(%)	58.4	61.0	60.1	62.3
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	5.5	4.6	2.5
	Inflation (% a/a)	-	0.0	0.1	-0.3
	Production Industrielle (% a/a)	-	4.5	4.5	3.7
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.5	50.6	51.0	49.2
Indice directeurs d'achats Services(%)	50.4	50.2	51.8	54.1	

En Inde, la hausse de la production industrielle a encore accéléré en août. L'inflation a poursuivi son repli. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale est resté soutenu mais il a néanmoins ralenti en octobre aussi bien dans l'industrie que dans les services.

En Chine, la croissance du PIB a moins faibli qu'attendu au 3<sup>ème</sup> trimestre. Elle atteint +4.9% sur un an c. +6.3% au T2. La hausse des ventes de détail s'est accentuée en septembre, celle de la production industrielle s'est stabilisée alors que le recul du commerce extérieur s'est atténué. Le taux d'inflation est revenu à zéro. Selon les

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

**La FED et la BCE temporisent mais maintiennent leur prudence concernant l'inflation.** Les deux banques centrales ont maintenu leurs taux inchangés à 5.5% pour la Fed et 4% (taux de dépôt) pour la BCE. Malgré cette pause, elles restent sur leurs gardes et sont prêtes à monter à nouveau sur leurs gardes en cas de besoin. Cependant, la FED a noté que le resserrement des conditions financières et de crédit pour les ménages et les entreprises est susceptible de peser sur l'activité économique, l'emploi et l'inflation. La hausse du dollar, des taux longs et des spreads sur le marché du crédit a



**Les taux longs américains ont continué de monter au mois d'octobre 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 quant à eux légèrement baissé sur le mois et ce principalement à cause d'un ralentissement économique beaucoup plus marqué qu'aux Etats-Unis.**

Les taux américains ont franchi les 5% au cours du mois d'octobre, avant de se replier vers 4.5% plus récemment. En Europe, c'est le niveau de 3% qui a été atteint, avant de revenir vers 2.6% ces derniers jours.

**Le contexte nous a incité à relever nos prévisions à trois mois et six mois pour les taux à 10 ans à respectivement 4.75% et 5% aux Etats-Unis et à 2.75% et 3% en zone euro.** Le point maximum a sans doute été atteint mais nous estimons qu'une décrue durable des taux longs prendra un peu de temps.

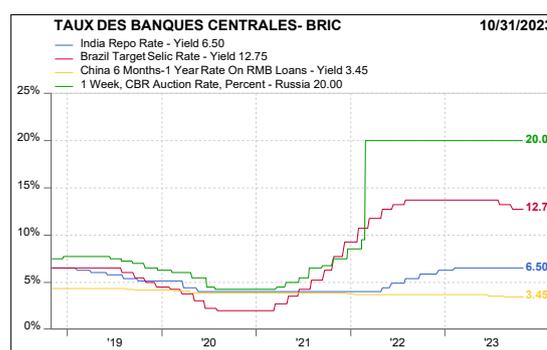
**Lors du mois écoulé, les emprunts d'Etat** ont enregistré des gains de 0.3% en moyenne en zone euro, une baisse de 0.3% aux Etats-Unis en dollar et une baisse de 0.1% en euro. Les obligations émergentes ont baissé de 1.4%.

**Les évolutions du marché du Crédit (obligations privées) ont été mitigées.** En Europe, les obligations Investment Grade ont progressé de 0.6% et celles à haut rendement ont perdu 0.2%. **Aux Etats-Unis,** les performances ont été plus négatives puisque les obligations Investment Grade ont baissé de 3.8% en dollar, et -1.6% pour les hauts rendements. En euros, les variations respectives ont été de -3.6% et de -1.4%.

accentué le durcissement de la politique monétaire de la banque centrale qui devrait envisager avec une grande prudence un éventuel durcissement supplémentaire de la politique monétaire.

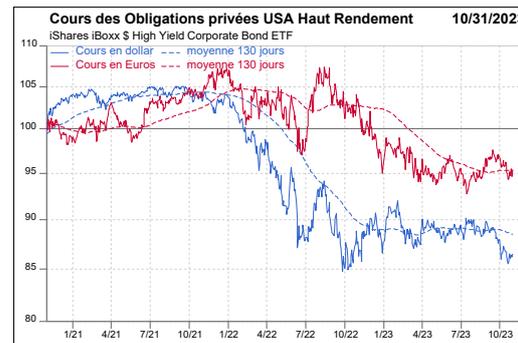
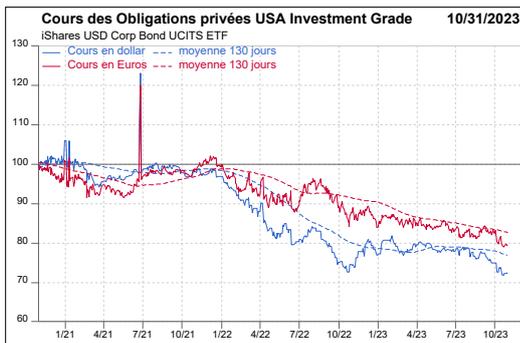
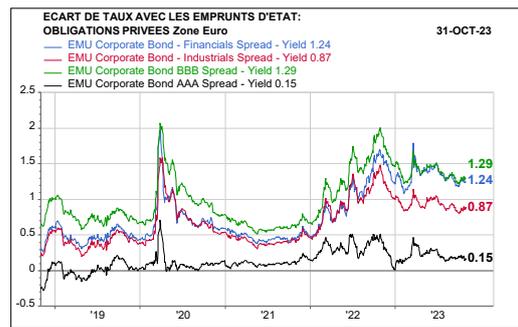
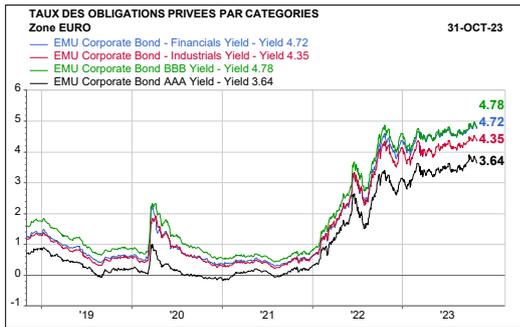
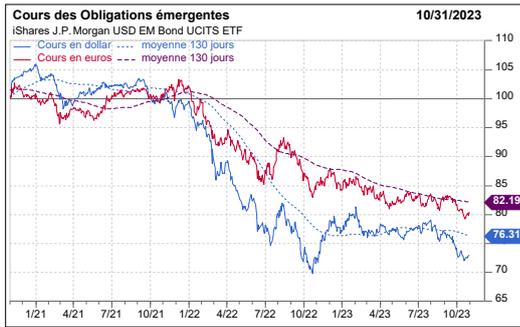
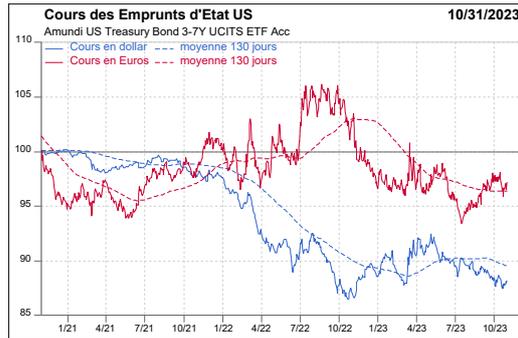
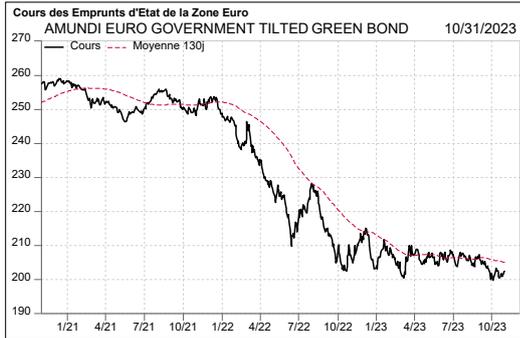
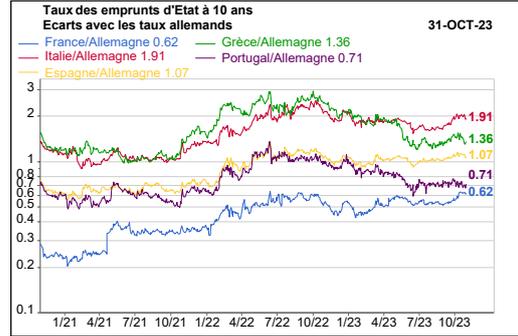
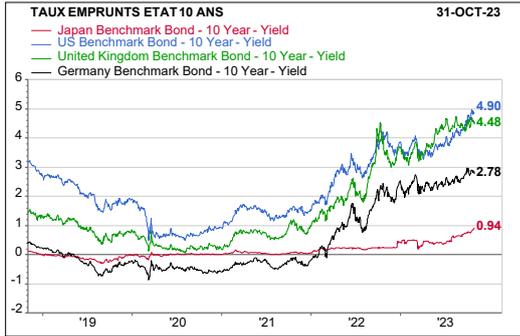
Les banques centrales des principaux autres pays développés ont également marqué le pas sur le mois. Certaines banques centrales ont baissé même leurs taux sur le mois, à l'image de la Pologne (-0.25%) ou encore de la Hongrie (-0.75%).

La plupart des banques centrales des pays émergents n'ont également pas fait de mouvement sur le mois.



Taux à 10 ans au 31/10/2023	Taux en fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	4.90	0.33	0.37
Allemagne	2.78	-0.04	-
France	3.39	0.02	0.06
Espagne	3.85	-0.05	-0.01
Italie	4.69	-0.06	-0.01
Portugal	3.49	-0.08	-0.04
Grèce	4.13	-0.20	-0.16
Royaume-Uni	4.48	0.07	0.12
Japon	0.94	0.18	0.22
Suisse	1.12	0.02	0.06

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 31/10/2023	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	0.3%	0.3%	-0.6%
- les mieux notés	0.3%	0.3%	-1.2%
- les moins bien notés	0.5%	0.5%	0.6%
- durée 1 à 3 ans	0.5%	0.5%	1.5%
- durée plus de 10 à 15 ans	0.3%	0.3%	0.0%
Emprunts d'Etats USA (\$)	-0.3%	-0.3%	-0.4%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-0.1%	-0.1%	0.6%
Obligations émergentes (eur)	-1.4%	-1.4%	-2.2%
Obligations privées Euro Inv.Grade	0.6%	0.6%	1.9%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-0.2%	-0.2%	3.9%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-3.8%	-3.8%	-6.1%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-1.6%	-1.6%	-1.4%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	-3.6%	-3.6%	-5.2%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	-1.4%	-1.4%	-0.5%



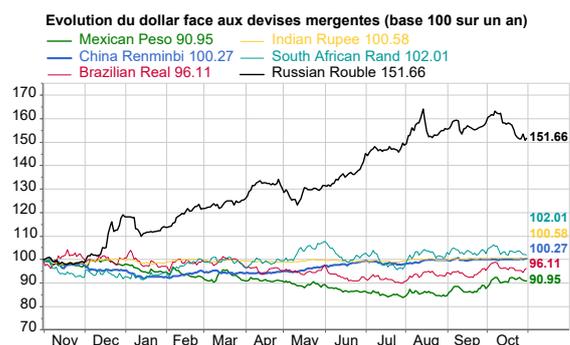
## Marchés des Changes et Matières Premières : légère hausse du dollar et baisse du pétrole.

Le différentiel de surprises économiques continue de favoriser le dollar face aux autres devises mais dans une moindre mesure ce mois-ci.

L'euro a été ferme face au Yen, au Sterling. Le Real brésilien s'est affaibli et le Renminbi chinois a été stable.

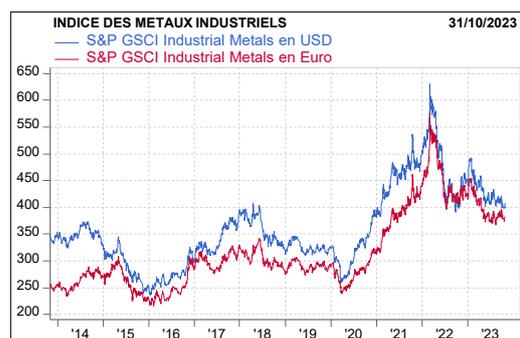
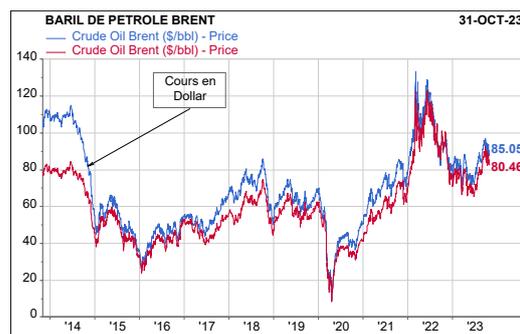
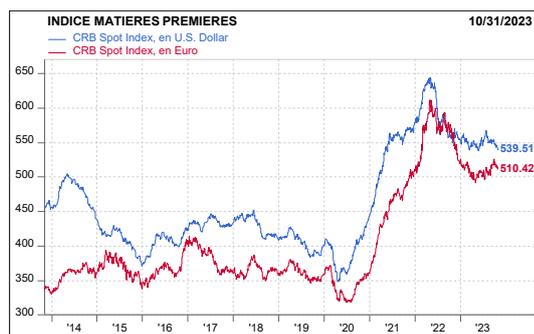
L'euro reste sous pression compte tenu du différentiel de croissance et de politiques monétaires entre les Etats-Unis et l'Europe, mais sa dégradation semble avoir buté plusieurs fois sur le seuil de 1.05 avant qu'un rebond technique ne se mette en place.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/10/2023	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.06	0.2%	0.2%	1.0%
JPY - Japan Yen	160.08	-1.3%	-1.3%	-12.0%
CHF - Swiss Franc	0.96	0.7%	0.7%	2.7%
GBP - Sterling.	0.87	-0.4%	-0.4%	1.9%
BRL - Brazilian Real	5.33	-0.6%	-0.6%	5.7%
RUB - Russian Rouble	98.91	4.5%	4.5%	-21.2%
INR - Indian Rupee	88.00	-0.1%	-0.1%	0.3%
CNY-Chine Renminbi	7.74	0.0%	0.0%	-4.1%



Les cours des matières premières industrielles ont baissé, tout comme le pétrole qui corrige une partie de sa hausse de l'été. Les évolutions du baril ont cependant été volatiles et ont suivi les rebondissements géopolitiques au Moyen-Orient. Cependant, la guerre entre Israël et le Hamas n'a pour le moment pas déclenché de flambée des cours. A l'inverse, elle a entraîné une forte hausse des cours de l'or.

Matières Premières - Variation des cours				
Données au 31/10/2023	mensuelle en dollar	annuelle en dollar	mensuelle en euro	annuelle en euro
Métaux industriels: 405\$	-3.5%	-10.1%	-3.4%	-9.2%
Pétrole Brent: 85\$	-11.3%	2.7%	-11.1%	3.7%
Produits Agricoles 364\$	0.0%	-9.9%	0.2%	-9.0%
Once d'or: 1996\$	6.8%	10.1%	6.9%	11.2%
S&P GS Commodity	-5.4%	-5.4%	-5.2%	-4.5%



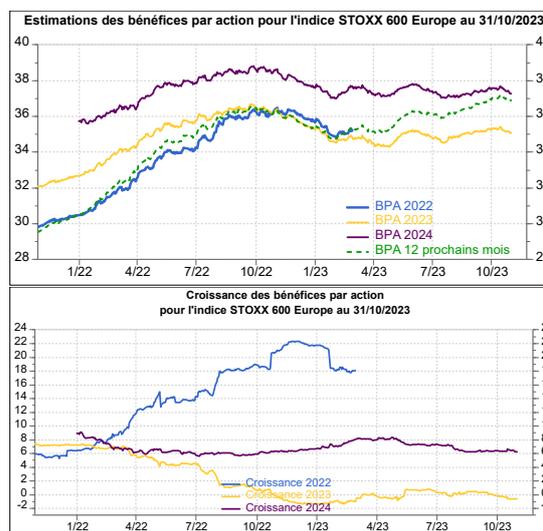
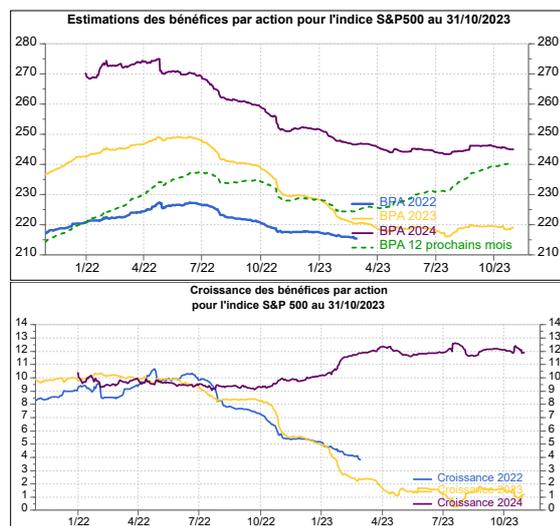
## Résultats des entreprises: estimations de bénéfices revues à la baisse pour 2023 et 2024.

Aux Etats-Unis, sur 75% de publications, les résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre se sont affichés en hausse de 2.4% contre une baisse de -4.6% au précédent. Ils ont été supérieurs aux attentes de 7.6% pour 80% des sociétés. En Europe, sur 53% de publications, les résultats s'affichent en recul de 13.7%, inférieurs aux attentes de 2.1% en moyenne. Les réactions des cours à ces résultats et aux commentaires des sociétés ont été assez mitigées avec de fréquentes et très fortes fluctuations.

Les analystes financiers ont globalement revu à la baisse leurs prévisions de bénéfices pour 2023 et 2024. Pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue en 2023 atteint 1.2% contre 1.6% en septembre. Pour le Stoxx600, les bénéfices sont attendus en baisse de -0.6% contre une stagnation (0%) en septembre. Pour 2024, la croissance bénéficiaire s'établit à 11.9% contre 12.1% en septembre aux Etats-Unis et à 6.3% contre 6.4% en septembre en Europe.

Publications du Q3 '23	% stés publiés	Var % 12m	Surprise (%)	% stés > attentes	% stés < attentes
S&P500 Bénéfices nets	75.5	2.4	7.6	80.2	15.0
S&P500 Chif. d'affaires	75.5	2.0	0.7	63.4	35.8
STOXX600 Bénéf. nets	53.0	-13.7	-2.1	50.0	34.6
STOXX600 Chif. d'affaires	53.0	-8.3	-1.7	44.5	54.3

Consensus FactSet au 31/10/2023	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%	5.3%	0.0%	-0.9%
Stoxx600 Europe	-0.6%	6.3%	-0.9%	-0.8%
CAC 40	-1.9%	4.1%	-0.5%	-1.5%
S&P 500	1.2%	11.9%	-0.3%	-0.3%
Nikkei 225	12.4%	12.9%	0.1%	0.1%



Sur le mois d'octobre, les relèvements d'estimation de résultats les plus importants concernent les secteurs Pétrole & Gaz, Media et Immobilier.

Les plus fortes révisions baissières concernent les secteurs Chimie, Télécommunications et Produits de base.

Révisions bénéficiaires mensuelles (moyenne 2023 et 2024)			
Indices au 31/10/2023	Révision mens.	Révision mens. au 29/09/2023	Révision mens. au 31/08/2023
STOXX Europe 600	-0.9%	0.0%	-0.3%
Pétrole et Gaz	3.6%	2.2%	-0.3%
Media	0.2%	-0.4%	-0.1%
Immobilier	0.1%	-84.4%	-115.3%
Chimie	-7.9%	1.3%	-2.2%
Télécommunications	-6.8%	0.9%	-4.1%
Produits de base	-3.0%	2.4%	-2.0%

## Evolutions des secteurs européens: correction des valeurs cycliques.

Dans un marché européen en baisse sensible, les secteurs cycliques et les petites et moyennes valeurs ont payé un lourd tribut aux craintes de dégradation de la conjoncture économique, contrairement aux valeurs défensives. Les tendances des secteurs sont devenues plus baissières. Restent bien orientés en absolu et/ou

en relatif, les secteurs Banque, Media, Pétrole & Gaz et Assurance. A la suite de nos changements de notation, nous privilégions à court terme, Media, Pétrole & Gaz et Services Financiers, à long terme, Media, Banques, Distribution et Technologie. Nous restons à l'écart du secteur Alimentation/Boissons à court et moyen terme.

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

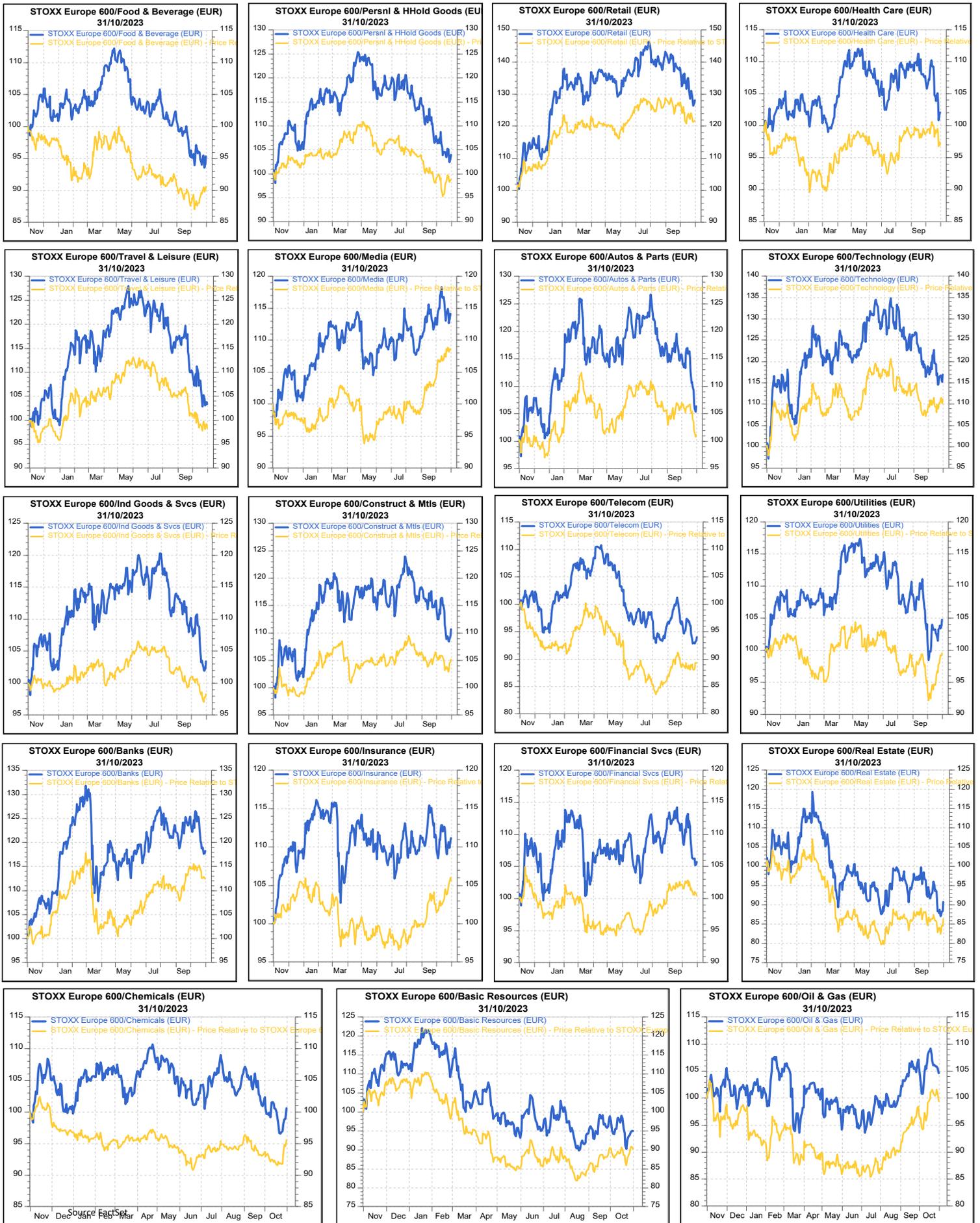


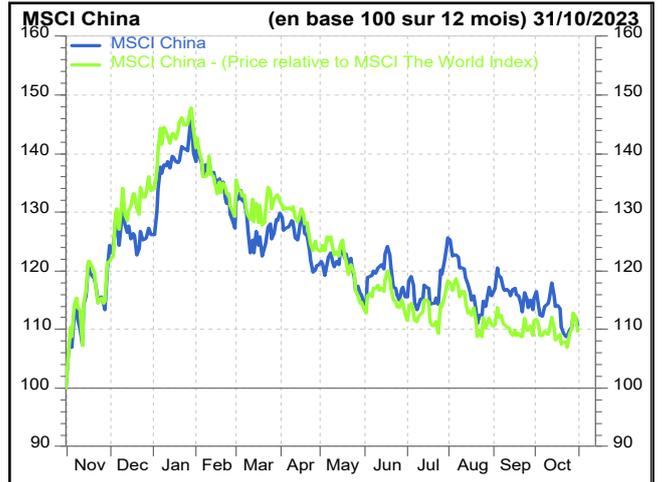
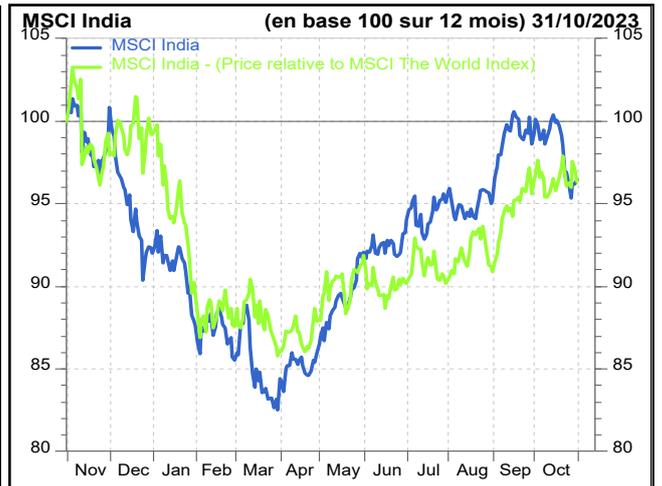
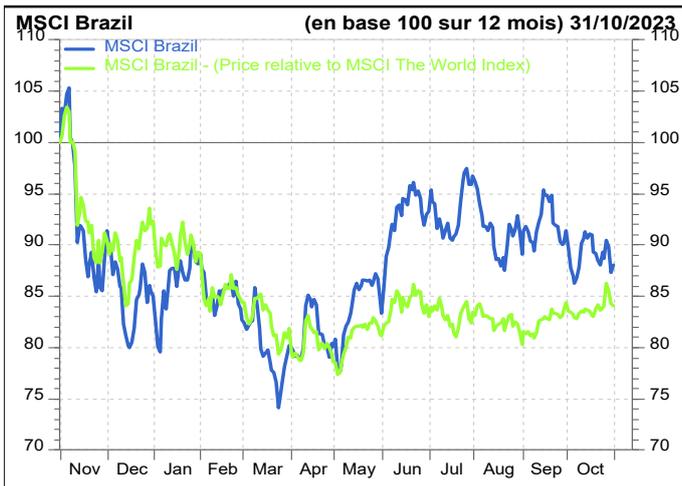
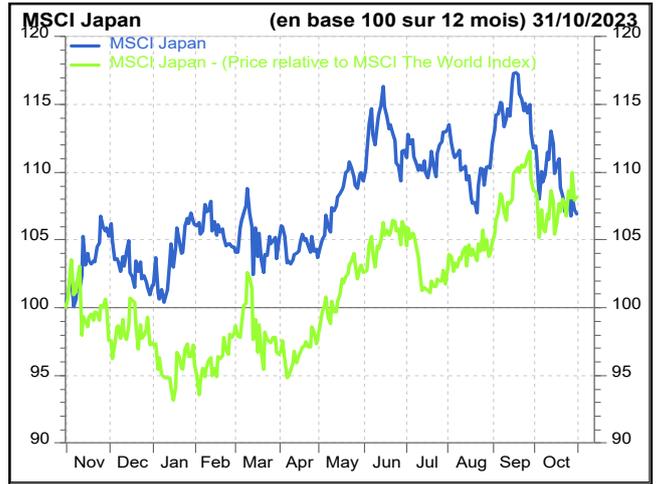
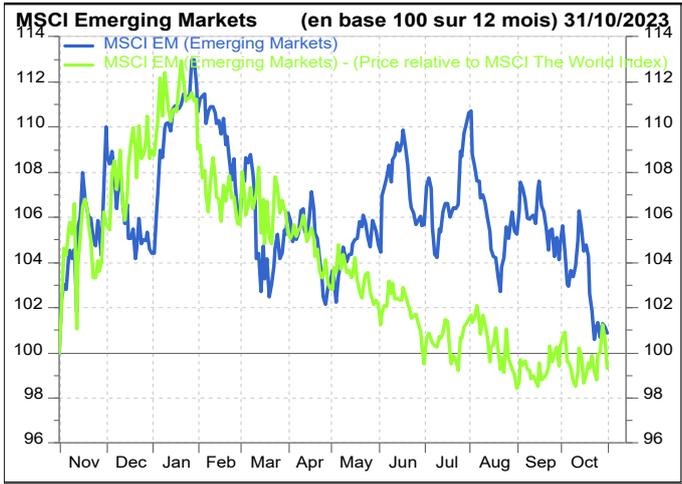
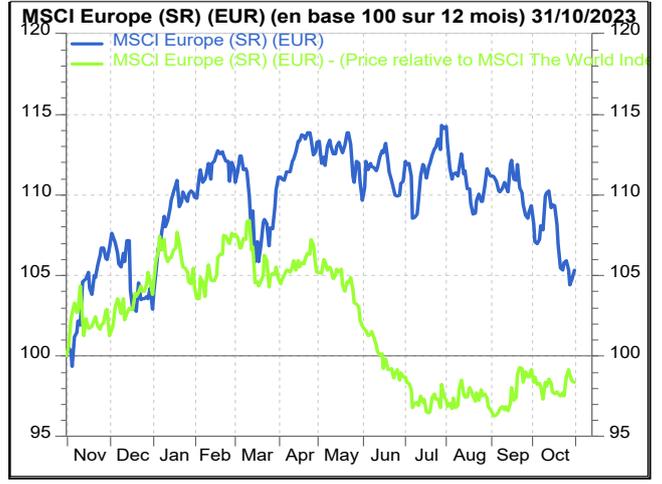
TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/10/2023	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2023	Variation Bén.Net par Act. 2024	PER 2023	Révision 1 mois (%) Bna 2023	Révision 1 mois (%) Bna 2024	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
<b>STOXX Europe 600</b>	<b>-3.7%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>6.2%</b>	<b>12.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.7</b>			
Service Publics	0.6%	-0.4%	2.0%	-3.6%	11.5	-3.4	0.1	4.0%	= ↗	= ↗
Media	0.6%	13.5%	8.7%	10.2%	18.9	0.7	0.0	1.4%	+ ↗	+ ↗
Assurance	-0.1%	2.5%	32.6%	13.2%	10.3	-2.4	-0.8	5.3%	= ↗	= ↗
Alimentation/boissons	-0.9%	-5.5%	-0.3%	10.1%	18.9	-1.2	-1.5	5.0%	- ↘	- ↘
Pétrole et Gaz	-1.1%	4.0%	-32.2%	2.5%	7.6	3.7	3.7	5.3%	+ ↗	= ↗
Technologie	-1.6%	10.8%	40.0%	11.3%	21.6	0.5	-3.8	5.8%	- ↘	+ ↗
Chimie	-1.8%	0.8%	-41.9%	24.0%	19.5	-12.4	-3.8	2.6%	= ↗	= ↗
Télécommunications	-3.0%	-0.9%	-10.2%	26.9%	15.2	-11.7	-1.6	2.7%	= ↗	- ↘
Biens de Conso.non cycl.	-3.7%	-1.1%	3.7%	9.3%	19.5	-1.8	-2.4	9.0%	- ↘	= ↗
Produits de base	-4.0%	-14.6%	-44.3%	1.1%	9.6	-3.5	-1.8	2.2%	= ↗	- ↘
Immobilier	-4.0%	-10.2%	0.2%	-0.2%	12.3	1.2	-2.5	1.2%	= ↗	- ↘
Construction & matériaux	-4.6%	8.6%	1.7%	7.2%	13.3	-0.6	-1.5	3.5%	= ↗	= ↗ ↘
Santé	-5.3%	0.8%	1.8%	11.0%	17.3	-0.4	-1.8	16.1%	= ↘	= ↗
Services financiers	-5.4%	4.8%	34.0%	1.3%	11.7	-0.1	-0.5	3.5%	+ ↗	= ↗
Banques	-5.7%	8.5%	31.4%	2.0%	6.0	0.3	0.0	8.6%	= ↘	+ ↗ ↘
Tourisme-Loisirs	-6.1%	4.5%	80.7%	10.0%	11	0.7	-1.3	1.2%	- ↘	= ↘ ↘
Biens et Serv. Industriels	-6.2%	1.3%	-4.8%	6.2%	15.7	-0.6	-1.4	12.5%	- ↘	= ↘ ↘
Distribution	-7.4%	13.9%	17.4%	14.3%	17.0	-0.4	-0.5	0.9%	= ↘	+ ↗
Automobile	-8.2%	4.9%	1.0%	-3.0%	5.3	-0.2	-0.9	2.6%	- ↘	= ↘ ↘

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

## Evolution des marchés actions et des valorisations : poursuite du repli des indices.

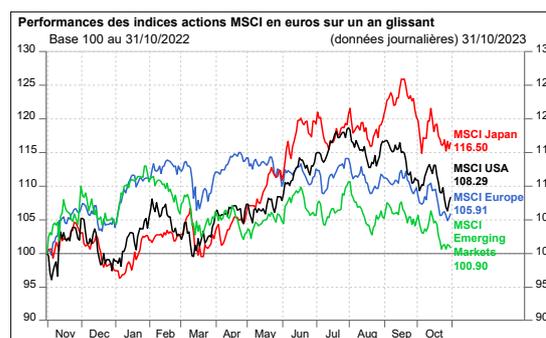
PERFORMANCES DES INDICES ACTIONS									
Données au 31/10/2023	Cours devises	Var. Mois en devise	Var. trimestre en devise	Var. an devise	Var. année en euro	Var BNA % 2023	Var BNA % 2024	PER 2023	Rendt 2023
MSCI World Index	2188.0	-2.7%	-2.7%	7.6%	7.4%	-	-	-	-
MSCI USA	3985.6	-2.4%	-2.4%	9.5%	10.6%	-	-	-	-
MSCI Europe	1757.6	-3.5%	-3.5%	2.0%	2.4%	-	-	-	-
MSCI Japan	1372.9	-3.1%	-3.1%	19.5%	5.2%	-	-	-	-
MSCI EM (Emerging Markets)	56377.2	-3.7%	-3.7%	-1.9%	-3.4%	-	-	-	-
S&P 500	4193.80	-2.2%	-2.2%	9.2%	10.3%	1.18	11.90	19.02	1.7%
Nasdaq Composite	12851.2	-2.8%	-2.8%	22.8%	24.0%	17.6	22.7	27.7	0.9%
STOXX Europe 600	433.7	-3.7%	-3.7%	2.1%	2.1%	-0.6	6.3	12.3	3.8%
Euro STOXX 50	4061.1	-2.7%	-2.7%	7.1%	7.1%	1.7	5.3	12.1	3.6%
STOXX Europe 50	3811.9	-2.8%	-2.8%	4.4%	4.4%	-2.9	6.8	13.3	3.5%
STOXX Europe Large 200	450.43	-3.4%	-3.4%	3.1%	3.1%	-1.3	5.5	12.3	3.8%
STOXX Europe Mid 200	455.9	-4.3%	-4.3%	-1.2%	-1.2%	-4.9	8.3	12.0	4.0%
STOXX Europe Small 200	283.2	-5.7%	-5.7%	-4.8%	-4.8%	24.6	10.9	12.6	3.3%
STOXX Europe TMI Growth	2775.8	-3.5%	-3.5%	1.4%	1.4%	-	-	-	-
STOXX Europe TMI Value	1363.2	-3.9%	-3.9%	0.2%	0.2%	-	-	-	-
France CAC 40	6885.7	-3.5%	-3.5%	6.4%	6.4%	-1.9	4.1	12.6	3.2%
Germany Dax	5860.7	-3.7%	-3.7%	3.0%	3.0%	-0.6	8.4	10.9	3.7%
FTSE MIB - Price	27741.9	-1.8%	-1.8%	17.0%	17.0%				
Netherlands AEX	718.6	-1.4%	-1.4%	4.3%	4.3%	-4.5	6.8	13.4	2.8%
IBEX 35	9017.3	-4.4%	-4.4%	9.6%	9.6%	4.2	1.2	9.9	5.1%
Switzerland SMI (PR)	10391.2	-5.2%	-5.2%	-3.2%	-0.6%	-3.3	10.8	16.5	3.5%
FTSE 100	7321.7	-3.8%	-3.8%	-1.7%	0.1%	-7.6	4.4	10.4	4.3%
Japan Nikkei 225	30858.9	-3.1%	-3.1%	18.3%	4.0%	12.4	12.9	14.1	1.9%
Brazil Bovespa Index	113143.7	-2.9%	-2.9%	3.1%	9.0%	-28.0	13.0	8.2	6.5%
SSE 180 Index - Price	7703.9	-3.6%	-3.6%	-6.4%	-10.2%	-	-	-	-
India S&P BSE SENSEX	63874.9	-3.0%	-3.0%	5.0%	5.3%	-	-	-	-
Russia RTS	955.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-	-

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



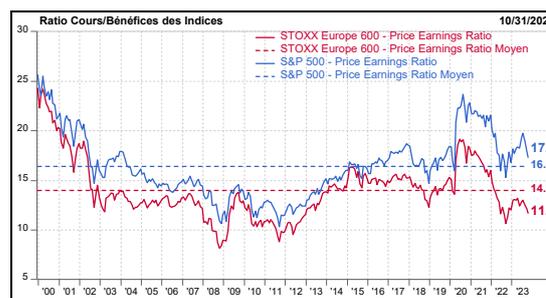
**Les indices boursiers mondiaux exprimés en euros ont conclu le dernier mois en baisse généralisée. Le marché américain a mieux résisté.**

Le recul des indices européens a été plus marqué que celui des indices américains à cause d'une économie plus fragile, avec certaines zones en quasi-récession. En effet, contrairement au mois précédent, la hausse des taux américains a moins pénalisé les grandes valeurs technologiques des indices américains. Par ailleurs, les Bourses des pays émergents ont plutôt accentué la tendance baissière.



**Depuis le 31 septembre dernier, le PER à 12 mois des actions américaines a baissé de 3.3%** (de 17.9 à 17.3) alors que les **prévisions de bénéfice par action à 12 mois ont été relevées de 0.6%**. **En Europe, le PER a baissé de 4.1%** (de 12.2 à 11.7) quand les **bénéfices étaient abaissés de 0.1%**.

Ce mouvement continue d'illustrer 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.

Les marchés financiers ont été parcourus par les mêmes inquiétudes qu'au mois de septembre pendant plusieurs semaines : rigueur des Banques centrales face à l'inflation, hausse des taux longs, nouvelles économiques mitigées, risque géopolitique au Proche-Orient. La correction s'est donc poursuivie sur les marchés obligataires et sur les Bourses. Les réunions de la BCE et de la FED, en fin de mois, ont permis de stabiliser les marchés. Puis les données économiques américaines décevantes de ces derniers jours ont permis aux investisseurs de se rassurer sur l'arrêt de la hausse des taux directeurs aux Etats-Unis et même d'espérer un assouplissement plus rapide. Dans ces conditions, les marchés ont effacé en quelques jours une grande partie de la correction récente sur les taux et sur les actions. **Peut-on déjà en déduire que ces corrections sont terminées ?** Nous restons encore un peu hésitants tout en reconnaissant un début d'amélioration de l'environnement général.

**Aux niveaux actuels, nous restons circonspects sur le potentiel d'appréciation des indices actions à court terme mais nous sommes moins inquiets qu'au mois précédent compte tenu de la correction déjà intervenue.** Il est certes possible que la hausse des actions se poursuive encore quelques mois mais cela nous semble trop aléatoire pour acheter maintenant et nous n'avons pas modifié nos prévisions pour les indices.

En revanche, les points bas des dernières semaines ont permis de renforcer le poids des actions dans les portefeuilles peu investis ce que nous continuerons à faire si l'occasion se représente.

**Le contexte général nous conduit donc à maintenir une certaine prudence dans nos recommandations.** Nous conservons une opinion Neutre à court terme sur les actions européennes, américaines et japonaises. Nous restons plus confiants à moyen terme où nous surpondérerons les actions américaines et japonaises. Nous gardons 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 31/10/2023	Prévision 31/12/2023	Prévision 30/06/2024
CAC40	6885.65	7000 →	7500 →
Eurostoxx 50	4061.12	4100 →	4450 →
S&P 500	4193.80	4200 →	4350 →
Nikkei	30858.85	32500 →	33500 →
Emprunts	31/10/2023	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	2.78	2.75 ↘	3.00 ↗
Taux 10 ans \$	4.90	4.75 ↗	5.00 ↗
Taux 10 ans Yen	0.94	1.00 ↗	1.00 ↗
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	31/10/2023	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.06	1.08 ↗	1.06 ↘
Dollar/yen	151.45	152 ↗	145 →

**Nous maintenons notre opinion Neutre à court terme sur les produits obligataires et la relevons à Neutre à moyen terme,** ce que nous faisons parallèlement sur les emprunts d'Etat américains et européens. **Nous ramenons notre note sur les Sicav monétaires à Neutre.**

CLASSE D'ACTIFS	Recommandation		Tendance	
	Court Terme	Moyen Terme	Court Terme	Moyen Terme
<b>Actions (Monde)</b>	Neutre	Sur pondérer	→	↗
Etats-Unis ( <b>couvert</b> )	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		
<b>Produits de taux et Produits Mixtes</b>	Neutre	<b>Neutre</b>	→	↘
Emprunts d'Etat USA (non couverts)	Neutre	<b>Neutre</b>	↗	→
Emprunts d'Etat Europe AAA	Neutre	<b>Neutre</b>	→	→
Emprunts d'Etat Europe non AAA	Neutre	<b>Neutre</b>	→	→
Obligations PAYS EMERGENTS ( <b>non couvertes</b> )	Neutre	Neutre	→	↘
Obligations Sociétés US ( <b>couvertes</b> )	Neutre	Neutre	↘	→
Obligations Sociétés US (haut rendt, <b>couvertes</b> )	Neutre	Neutre	→	→
Obligations Sociétés Europe	Neutre	Neutre	→	→
Obligations Sociétés Europe (haut rendement)	Neutre	Neutre	→	↗
Obligations Convertibles Europe	Neutre	Neutre	↘	→
<b>Sicav monétaires et liquidités</b>	Sur pondérer	<b>Neutre</b>	↗	↗
<b>Euro/Dollar</b>	Neutre	Neutre	↘	→
<b>Or et Métaux Précieux</b>	Neutre	Neutre	↗	→
<b>Matières Premières Industrielles</b>	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 : augmentation du poids des actions.

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 légèrement allégé les actions japonaises. Nous avons augmenté le poids des produits de taux et abaissé celui des liquidités (sicav monétaire).

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max.	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	<b>MONDE</b>	30	70	48.7	↗	46.4	46.7	
	Etats-Unis	0	20	17.5	↗	17.0	17.0	60%
	Europe	10	60	25.8	↗	23.8	24.0	
	Japon	0	10	0.7	↘	1.0	1.0	100%
	Pays Emergents	0	10	4.7		4.7	4.7	
OBLIGATIONS	<b>PRODUITS DE TAUX ET MIXTES</b>	10	70	24.2	↗	21.5	21.5	
	Multi stratégie obligataire	0	30	14.9	↗	11.9	11.9	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.8		1.8	1.8	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	4.4		4.5	4.5	70%
	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	0.0	↘	0.2	0.2	
Obligations Convertibles Europe	0	15	0.0		0.0	0.0		
<b>LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES</b>		0	60	27.1	↘	32.1	31.8	