



## Stratégie d'Investissement – Décembre 2023

### Ample rebond des marchés en anticipation d'un atterrissage en douceur de l'activité.

Les marchés actions ont retrouvé en six semaines de hausse les niveaux de cours atteints au printemps en Europe ou cet été aux Etats-Unis. Il en est de même avec les taux d'intérêt à long terme. Ce retour à la case départ est-il convaincant ? Que s'est-il passé ? C'est le recul prononcé de l'inflation qui a permis le grand retour du scénario de ralentissement économique réussi sans douleur, scénario que jouaient déjà les marchés en juillet à tort. Doit-on craindre un bis repetita, c'est-à-dire une nouvelle erreur d'anticipation des marchés et des investisseurs ? Après un tel parcours, la question est légitime. Les principales déconvenues peuvent venir de l'inflation, des politiques monétaires ou de la croissance économique. Or, il nous semble dangereux d'exclure le scénario d'une récession modérée pendant quelques trimestres. Celui-ci peut encore tarder à se concrétiser comme ce fut le cas cette année, mais les indicateurs avancés le prévoient toujours pour le courant du premier semestre 2024. Deux scénarios assez probables coexistent, celui du soft-landing réussi, joué majoritairement en ce moment et celui du ralentissement plus prononcé que l'on ne peut pas écarter dès à présent. Le comportement récent des investisseurs pourrait conduire à une poursuite du mouvement de reprise des marchés financiers tant qu'aucune déconvenue n'apparaît... Cependant, d'autres facteurs devraient entraver et limiter leur progression. En résumé, aux niveaux actuels, nous restons circonspects sur le potentiel d'appréciation à court terme des indices actions et sur une baisse supplémentaire des taux longs. Le contexte nous semble trop aléatoire pour acheter maintenant. Les indices dépasseront sans doute nos prévisions en fin d'année et en début d'année prochaine. Mais nous les avons abaissées pour juin 2024 car un retour en arrière de 10% est assez probable au cours du 1<sup>er</sup> semestre. Nous sommes plus confiants pour le 2<sup>ème</sup> semestre. Nous continuerons de renforcer le poids des actions et des produits de taux dans les portefeuilles peu investis si des opportunités se présentent.

**Comme une impression de déjà-vu. Les marchés actions ont retrouvé en six semaines de hausse les niveaux de cours atteints au printemps en Europe ou cet été aux Etats-Unis. Il en est de même avec les taux d'intérêt à long terme.** Ils ont ainsi effacé environ six mois de baisse des actions en Europe (-10%) et six mois de remontée des taux longs (de 2.2% à 3% pour les taux allemands). Aux Etats-Unis, la baisse des actions avait duré 3 mois (-10%) et les taux longs étaient passés de 4% à 5%. **Ce retour à la case départ est-il convaincant ?**

**Que s'est-il passé ?** Depuis deux mois, le recul de l'inflation américaine a repris en s'accroissant (de 3.7% à 3.2%) sous l'impact de la modération des prix alimentaires et énergétiques. Hormis ces deux composantes, le repli a été plus régulier mais aussi plus graduel (de 4.4% à 4%). Comme les statistiques économiques pointent toujours en direction d'un affaiblissement de l'activité avec un apaisement des tensions notamment sur le marché de l'emploi, il est facile et tentant d'anticiper une poursuite de la désinflation à un rythme soutenu qui permettra à la FED de baisser ses taux sans attendre des signaux avant-coureurs d'un ralentissement plus prononcé. **C'est le grand retour du scénario de soft landing réussi sans douleur, scénario que jouaient déjà les marchés en juillet...à tort. En effet, à l'époque, l'inflation a connu un sursaut qui a poussé la FED à remonter ses taux plus que prévu à 5.50% fin juillet.**

**A quelques petites différences près, le même phénomène s'est produit en Europe.** La hausse des taux de la BCE, qui avait été plus tardive et moins forte, s'est arrêtée en septembre à 4%. Depuis six mois, l'inflation globale a baissé plus qu'aux Etats-Unis (de 6% à 2.4%) compte tenu d'un recul plus fort des prix alimentaires et énergétiques. L'inflation de base est maintenant assez similaire (3.6%). **C'est la situation économique qui est très différente** puisque l'Europe flirte avec la récession depuis un an malgré une petite amélioration au 1<sup>er</sup> semestre, la consommation et la production industrielle étant en berne. Aux Etats-Unis, l'activité a été beaucoup plus résiliente grâce à la consommation des ménages, toujours soutenue, et aux plans de soutien à l'investissement industriel (loi IRA). Le dynamisme traditionnel des méga-entreprises a fait le reste.

**Doit-on craindre un bis repetita, c'est-à-dire une nouvelle erreur d'anticipation des marchés et des investisseurs ? Après un tel parcours, la question est légitime. Les principales déconvenues peuvent venir de l'inflation, des politiques monétaires ou de la croissance économique.**

**Concernant l'inflation, son repli se poursuivra sans aucun doute** mais on peut appréhender soit un nouveau sursaut ponctuel (les bases de comparaison étant moins favorables) soit un rythme de décrue plus faible pour l'inflation de base, toujours trop élevée, à cause de pressions salariales encore vives pendant quelques temps.

Si cette deuxième hypothèse se réalise, **les anticipations d'assouplissement monétaires peuvent voler en éclat**, sans compter la possibilité d'une dernière hausse des taux inattendue qui semble de moins en moins probable. Aujourd'hui, les marchés attendent une baisse des taux de la FED de 1.25% et de 0.75% pour la BCE avec un premier mouvement américain vers la fin du premier trimestre 2024. Si les Banques centrales se sont montrées récemment plus confiantes dans leur combat face à l'inflation, elles se gardent bien de prévoir un tel assouplissement monétaire aussi rapide. Inversement, elles sont indéniablement dans une position plus favorable aujourd'hui pour baisser les taux si l'activité montrait des signes de faiblesse plus importants.

**L'avenir de la croissance américaine semble être en effet le risque principal.** Tous les facteurs qui ont permis la résilience américaine sont en train de s'atténuer. C'est le cas de l'épargne excédentaire des ménages qui aura totalement disparu d'ici quelques mois. Le soutien budgétaire sera également moins important compte tenu du niveau atteint par les déficits et les dettes publiques. L'impact du renchérissement du crédit ne fait que commencer pour les ménages (pour l'immobilier et les achats à crédit) et pour les entreprises qui devront renouveler des emprunts arrivant à échéance (plus rapidement aux Etats-Unis qu'en Europe). Le financement des entreprises restera coûteux et difficile ce qui pèsera sur les nouveaux investissements. La modération de l'activité et la disparition d'entreprises fragilisées pourraient naturellement entraîner une remontée du taux de chômage ce qui réduira la hausse des revenus des ménages et la consommation par contrecoup. **C'est l'enchaînement mécanique qui a toujours suivi, à de rares exceptions près, les phases de forte remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Peut-on éviter cet engrenage ?** Certains l'espèrent grâce à une action préemptive de la FED. Mais attention, la FED se gardera d'intervenir si elle pense que cela peut ralentir trop tôt le processus de désinflation qu'elle ambitionne. D'autres pensent que la désinflation va redonner du pouvoir d'achat ce qui compensera la baisse de l'épargne. Ce n'est pas évident car une désinflation n'est pas une baisse des prix et les hausses de salaires devraient également s'apaiser. L'analyse faite de la situation américaine vaut aussi bien pour l'Europe où les risques d'accentuation de la stagnation sont bien présents. Un soutien éventuel pourrait provenir d'une politique de relance massive en Chine qui soutiendraient les exportations européennes, mais pour l'instant, même si elles en auraient les moyens, les Autorités semblent peu enclines à le faire, leur préoccupation principale restant la dégradation de leur marché immobilier.

**En conclusion, il nous semble dangereux d'exclure le scénario d'une récession modérée pendant quelques trimestres. Celui-ci peut encore tarder à se concrétiser comme ce fut le cas cette année, mais les indicateurs**

**avancés le prévoient toujours pour le courant du premier semestre 2024. Une fois encore, il y a coexistence de deux scénarios assez probables, celui du soft -landing réussi, joué majoritairement en ce moment et celui du ralentissement plus prononcé que l'on ne peut pas écarter dès à présent. Le comportement récent des investisseurs pourrait conduire à une poursuite du mouvement de reprise des marchés financiers tant qu'aucune déconvenue n'apparaît... Cependant, d'autres facteurs devraient entraver et limiter leur progression.**

**Concernant les taux à long terme**, les niveaux atteints récemment (4.15% aux Etats-Unis et 2.20% en Allemagne) sont proches des anticipations de taux de la FED à fin 2024 (4.25%) ou en dessous pour la BCE (3.25%) ce qui semble peu compatible avec un ralentissement économique réussi en douceur mais plutôt avec un ralentissement plus fort, ce qui n'est pas attendu par les investisseurs en actions. Qui a raison ? Les taux longs nous semblent avoir baissé beaucoup trop, du fait de mouvements très spéculatifs. De plus, les importants besoins de financement du Trésor américain pourraient amener les acheteurs à exiger des rendements plus rémunérateurs alors que la FED continuera à réduire ses achats. Une remontée des taux longs d'au moins 0.50% nous semble donc tout à fait possible aux Etats-Unis et en Europe par effet d'entraînement et elle aurait probablement un effet inverse sur les actions.

**Concernant les actions**, celles-ci semblent devenues un peu chères, particulièrement aux Etats-Unis où les PER 2023 et 2024 sont revenus à leurs niveaux du mois de juillet. Par ailleurs, la prime de risque par rapport aux emprunts d'Etat a fondu et ne protège plus les actions d'une remontée des taux longs. De plus, comme nous l'avons déjà signalé, la forte amélioration des marges des entreprises devrait s'arrêter ou s'inverser compte tenu de volumes de ventes moins soutenus et d'une moindre capacité à augmenter les prix. Les estimations de bénéfices pour 2024 sont attendues en hausse de 11.7% ce qui semble excessif par rapport à la prévision de croissance annuelle du PIB (+1.2%) et compte tenu d'une possible érosion des marges. En Europe, les PER se sont redressés mais sont restés plus sages. Quant aux estimations de bénéfices pour 2024, elles sont attendues en hausse de 6.4%, ce qui semble plus raisonnable, mais la croissance économique n'atteindra que 0.6% et l'évolution des marges sera en risque également. Les abaissements des prévisions de résultats en Europe et aux Etats-Unis peuvent continuer même si l'activité ne s'effondre pas.

**Le retour d'une volatilité plus importante pourrait marquer l'année 2024** et perturber les marchés. Cette volatilité sera alimentée au premier chef par les évolutions de la conjoncture, de l'inflation et de la politique monétaire. Les facteurs géopolitiques pourront également la renforcer. Le soutien occidental

à l'Ukraine semble devenir moins consensuel aux Etats-Unis, premier donateur, et l'issue du conflit reste très incertaine. La guerre au Moyen-Orient n'a pas affecté les marchés en 2023 mais reste un risque à considérer via les cours du pétrole. En Europe, les élections au Parlement verront probablement une poussée des partis nationalistes, après leur succès en Italie et plus récemment, en Slovaquie, en Suède, en Finlande et aux Pays-Bas. Enfin, le président américain sera élu en novembre prochain et le programme du candidat républicain actuel, Donald Trump, semble encore plus radical que son précédent.

**En résumé, aux niveaux actuels, nous restons circonspects sur le potentiel d'appréciation à court terme des indices actions et sur une baisse supplémentaire des taux longs.** Il est possible que la hausse des actions se poursuive encore quelques mois mais cela nous semble trop aléatoire pour acheter maintenant. Nous continuerons de renforcer le poids des actions et des produits de taux dans les portefeuilles peu investis si des opportunités se présentent. Les indices dépasseront sans doute nos prévisions en fin d'année et en début d'année prochaine. Mais nous les avons abaissées pour juin 2024 car un retour en arrière de 10% est assez probable au cours du 1<sup>er</sup> semestre. Nous sommes plus confiants pour le 2<sup>ème</sup> semestre.

**Le contexte général nous conduit donc à maintenir une certaine prudence dans nos recommandations. Aux niveaux actuels des marchés, nous adoptons une position Neutre à moyen terme et maintenons celle-ci à court terme.** Nous restons plus confiants à moyen terme sur les actions américaines mais **dégradons à Neutre les actions japonaises.**

**Nous maintenons notre opinion Neutre à court et moyen terme sur les produits obligataires. Nous relevons à surpondérer notre note sur le Crédit européen de qualité.** Compte tenu de l'amélioration des tendances des emprunts d'Etat, nous serions prêts à remonter nos notes en cas de prises de bénéfices sur ce compartiment. Nous guettons des niveaux de l'ordre de 4.50/4.75% aux Etats-Unis et de 2.50/2.75% en Allemagne pour l'envisager. Enfin, nous avons relevé **notre recommandation sur l'Or à Surpondérer à moyen terme.**

**Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin novembre,** nous avons baissé l'exposition en actions, sur toutes les zones. 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 décembre 2023 en collaboration avec Dorian FOULON.

## Sommaire:

**Economie:** la fin de la résilience américaine n'est pas encore en vue.

- **Etats-Unis:** l'activité s'est légèrement redressée en novembre après son creux du mois d'octobre.
- **Zone Euro:** le rythme de contraction de l'activité s'est atténué en novembre, l'inflation poursuit son recul.
- **Japon:** l'activité est revenue en zone de stagnation en novembre, l'inflation a rebondi.
- **Pays émergents:** baisse du rythme d'expansion en Inde et en Russie, retour à l'expansion en Chine et au Brésil.

**Marchés de taux d'intérêt:** les Banques centrales rassurent, les taux longs baissent.

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

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

**Evolutions des secteurs européens:** la hausse touche la grande majorité des compartiments.

**Evolution des marchés actions et des valorisations:** net rebond généralisé des indices.

**Stratégie d'investissement:** position Neutre sur les actions à court et moyen terme.

**Allocation d'actifs d'un fonds patrimonial Equilibré:** réduction 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: la fin de la résilience américaine n'est pas encore en vue.

Les prévisions de croissance pour 2023 ou 2024 ont été encore relevées aux Etats-Unis et abaissées au Japon et en Europe. Cependant, le rythme de l'activité mondiale devrait poursuivre sa lente modération en 2024. Pour l'instant, le Monde développé reste en stagnation sauf aux Etats-Unis et l'activité reprend quelques couleurs dans les pays émergents.

| Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens. |      |      |      |       |      |       |
|---|------|------|------|-------|------|-------|
| Var. sur 1 an   | 2022 | Rév. | 2023 | Rév.  | 2024 | Rév.  |
| Etats-Unis  | 2.1% | -    | 2.4% | 0.1%  | 1.2% | 0.2%  |
| Zone Euro   | 3.5% | -    | 0.5% | -     | 0.6% | -0.2% |
| Japon   | 1.1% | -    | 1.7% | -0.2% | 0.9% | -0.1% |
| Emergents   | 3.1% | -    | 3.9% | 0.1%  | 4.1% | -     |
| Monde   | 3.1% | -    | 2.9% | 0.1%  | 2.7% | 0.1%  |

### Etats-Unis: l'activité s'est légèrement redressée en novembre après son creux du mois d'octobre.

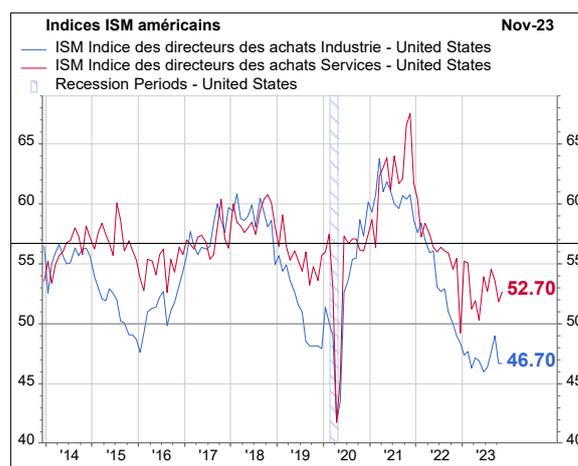
La croissance du PIB au T3 a été révisée en hausse, à +5.2% en rythme annualisé c. +4.9% initialement. D'après des indices des directeurs d'achat, le rythme de l'activité s'est redressé en novembre grâce aux services alors qu'il est resté en contraction dans l'industrie. De plus, le marché du travail s'est amélioré.

La hausse des ventes de détail et des revenus des ménages a ralenti et leur taux d'épargne s'est stabilisé. Le recul de la production industrielle s'est accentué

mais le rebond des commandes de biens durables du mois dernier a fait long feu. L'activité immobilière reste globalement stable. L'inflation totale a baissé à 3.2% mais son recul, hors alimentation & énergie, a été plus faible, de 4.1% à 4.0%. La confiance des ménages s'est redressée en novembre alors que les indicateurs avancés restent toujours mal orientés. Les créations d'emplois ont augmenté et ont été supérieures aux attentes provoquant une légère rechute du taux de chômage.

| USA- Données mensuelles                  | Nov-23 | Oct-23 | Sep-23 | Aug-23 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Ventes de détail (% a/a, sa)             | -      | 2.5    | 4.1    | 2.8    |
| Revenus (% a/a, sa)                      | -      | 4.5    | 4.8    | 4.8    |
| Taux d'épargne (%)                       | -      | 3.8    | 3.7    | 4.2    |
| Taux de chômage (%)                      | 3.7    | 3.9    | 3.8    | 3.8    |
| Variat. de l'emploi non agricole ('000)  | 199    | 150    | 262    | 165    |
| Permis de construire (millions)          | -      | 1.50   | 1.47   | 1.54   |
| Mise en chantiers (millions)             | -      | 1.37   | 1.35   | 1.31   |
| Ventes de maisons neuves (millions)      | -      | 0.68   | 0.72   | 0.66   |
| Case-Shiller Home Price Index (20-city)  | -      | -      | 318.6  | 317.8  |
| Inflation (%a/a, sa)                     | -      | 3.2    | 3.7    | 3.7    |
| Production industrielle (% a/a, sa)      | -      | -0.7   | -0.2   | 0.1    |
| Commande biens durables (% m/m, sa)      | -      | -5.4   | 4.0    | -0.1   |
| Ind. Confiance des consom. Conf. Board   | 102.0  | 99.1   | 104.3  | 108.7  |
| Indice directeurs d'achats Industrie (%) | 46.7   | 46.7   | 49.0   | 47.6   |
| Indice directeurs d'achats Services (%)  | 52.7   | 51.8   | 53.6   | 54.5   |
| Indice des indicateurs avancés (%m/m)    | -      | -7.6   | -7.8   | -7.6   |

Indices ISM : redressement du rythme d'activité en novembre

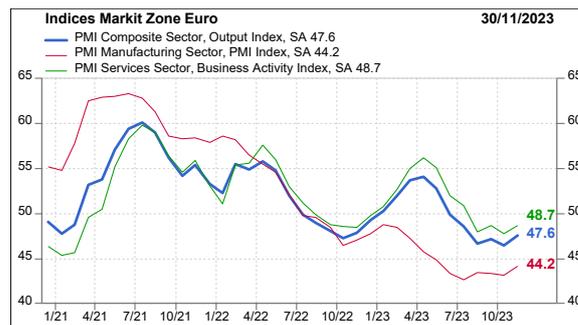


### Zone Euro: le rythme de contraction de l'activité s'est légèrement atténué en novembre, l'inflation poursuit son recul.

L'estimation de la croissance au 3<sup>ème</sup> trimestre est restée inchangée à -0.4% en rythme annualisé. A l'inverse du mois dernier, le rythme de contraction de l'activité globale a légèrement ralenti en novembre selon les indices des directeurs d'achat.

Le repli des ventes de détail s'est atténué en octobre alors que la production industrielle a encore reculé en septembre. Les indicateurs de sentiment se redressent à bas niveau. Le taux de chômage s'est stabilisé. L'inflation totale a baissé, plus fortement que prévu, y compris hors alimentation et énergie (de 4.2% à 3.6%).

| EUROZONE - Données mensuelles            | Nov-23 | Oct-23 | Sep-23 | Aug-23 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Ventes de détail (%a/a) ex autos         | -      | -1.2   | -2.9   | -1.8   |
| Taux de chômage (%)                      | -      | 6.5    | 6.5    | 6.5    |
| Inflation (% a/a)                        | 2.4    | 2.9    | 4.3    | 5.2    |
| Production industrielle (% a/a)          | -      | -      | -6.9   | -5.1   |
| Indice Confiance Consommateur (%bal)     | -16.9  | -17.8  | -17.7  | -16.0  |
| Indice de Sentiment Economique           | 93.8   | 93.5   | 93.4   | 93.7   |
| Indice IFO (2000=100)                    | 86.6   | 85.6   | 85.6   | 85.5   |
| Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)    | 9.8    | -1.1   | -11.4  | -12.3  |
| Indice directeurs d'achats Industrie (%) | 44.2   | 43.1   | 43.4   | 43.5   |
| Indice directeurs d'achats Services (%)  | 48.7   | 47.8   | 48.7   | 47.9   |



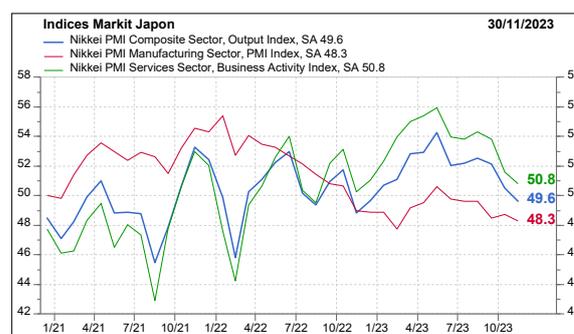
## Japon : l'activité est revenue en zone de stagnation en novembre, l'inflation a rebondi.

**Le PIB a reculé plus que prévu au 3<sup>ème</sup> trimestre. Il s'est replié de 2.9% en rythme annualisé c. +4.5% au T2. Selon les indices des directeurs d'achat de novembre, l'activité a connu une stagnation, l'expansion des services ayant ralenti alors que la contraction s'est légèrement accentuée dans l'industrie.**

La hausse des ventes de détail a encore ralenti en octobre malgré une moindre baisse du revenu des

ménages, ceux-ci puisant toujours dans leur épargne. Le taux de chômage a légèrement reculé. La baisse de la production industrielle s'est atténuée malgré une moindre progression des exportations. L'inflation totale a rebondi de 3% à 3.3% et de 2.7% à 2.8% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est légèrement redressée.

| JAPON - Données mensuelles               | Nov-23 | Oct-23 | Sep-23 | Aug-23 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Ventes de détail (% a/a, sa)             | -      | 4.2    | 6.3    | 7.1    |
| Taux de chômage (%)                      | -      | 2.5    | 2.6    | 2.7    |
| Revenus (% a/a)                          | -      | -3.2   | -4.2   | -6.8   |
| Inflation (% a/a)                        | -      | 3.3    | 3.0    | 3.1    |
| Production industrielle (% a/a)          | -      | -0.9   | -3.4   | -4     |
| Exportations (%a/a)                      | -      | 1.6    | 4.3    | -1     |
| Indice de Confiance des Consommateurs    | 36.1   | 35.7   | 35.2   | 36.2   |
| Indice des indicateurs avancés (% a/a)   | -      | -1.7   | -1.2   | -3.0   |
| Indice directeurs d'achats Industrie (%) | 48.3   | 48.7   | 48.5   | 49.6   |
| Indice directeurs d'achats Services(%)   | 50.8   | 51.6   | 53.8   | 54.3   |



## Pays émergents : nouvelle baisse du rythme d'expansion en Inde et en Russie, retour à l'expansion en Chine et au Brésil.

**Les prévisions de croissance des BRIC ont été à nouveau relevées pour 2023 et 2024 mais les perspectives pour l'année prochaine restent mitigées. Selon les indices des directeurs d'achat de novembre, le rythme de la croissance a ralenti à nouveau en Inde et en Russie. Inversement, l'activité a renoué avec l'expansion au Brésil et en Chine.**

**Au Brésil,** la croissance du PIB a dépassé les attentes au 3<sup>ème</sup> trimestre. Elle a ralenti à +0.6% en rythme annualisé c. +3.6% au T2. La hausse des ventes de détail s'est accentuée en septembre. Celle de la production industrielle s'est à nouveau redressée. Le taux de chômage a poursuivi son repli. L'inflation a repris sa décline. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale est revenue en légère expansion en novembre grâce à une moindre contraction dans l'industrie.

**En Russie,** en l'absence de statistiques économiques officielles, les indices des directeurs d'achat montrent un nouveau ralentissement de l'expansion de l'activité globale en novembre, particulièrement dans les services.

**En Inde,** la croissance du PIB a dépassé les attentes au 3<sup>ème</sup> trimestre. Elle atteint +7.6% sur un an c. +7.8% au T2. La hausse de la production industrielle a fortement ralenti en septembre. L'inflation a poursuivi son recul. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale a ralenti en novembre notamment dans les services alors qu'il est resté mieux orienté dans les services.

**En Chine,** la hausse des ventes de détail s'est accentuée en octobre, mais pourrait faiblir en novembre compte tenu du recul des importations. La progression de la

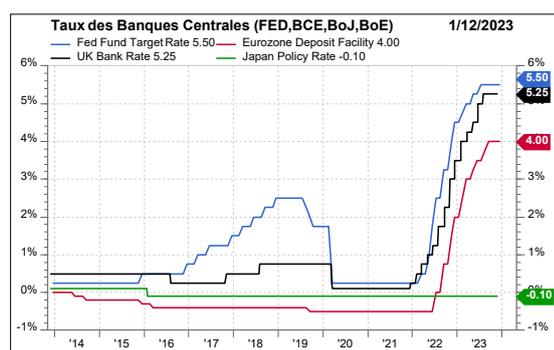
| Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens. |       |      |      |      |      |      |
|---|-------|------|------|------|------|------|
| Var. sur 1 an   | 2022  | Rév. | 2023 | Rév. | 2024 | Rév. |
| Brésil  | 3.0%  | -    | 3.0% | -    | 1.6% | -    |
| Russie  | -3.0% | -    | 2.4% | 0.4% | 1.4% | 0.1% |
| Inde (année 31/03)  | 8.7%  | -    | 7.0% | -    | 6.4% | 0.2% |
| Chine   | 3.0%  | -    | 5.2% | 0.1% | 4.5% | -    |
| Emergents   | 3.1%  | -    | 3.9% | 0.1% | 4.1% | -    |

production industrielle devrait être encore soutenue en novembre par le rebond des exportations. Le taux d'inflation est repassé sous zéro. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale est revenue en expansion en novembre, modestement dans l'industrie et plus fortement dans les services.

| BRIC - Données mensuelles |  | Nov-23 | Oct-23 | Sep-23 | Aug-23 |
|---------------------------|--|--------|--------|--------|--------|
| Brésil                    | Ventes détail Volume (%a/a)              | -      | -      | 3.3    | 2.4    |
|                           | Taux Chômage (%)                         | -      | 7.6    | 7.7    | 7.8    |
|                           | Inflation (IPCA, % a/a)                  | -      | 4.8    | 5.2    | 4.6    |
|                           | Production Industrielle (%a/a)           | -      | 1.2    | 0.6    | 0.5    |
|                           | Indice directeurs d'achats Industrie (%) | 49.4   | 48.6   | 49.0   | 50.1   |
|                           | Indice directeurs d'achats Services(%)   | 51.2   | 51.0   | 48.7   | 50.6   |
| 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   | 53.8   | 54.5   | 52.7   |
|                           | Indice directeurs d'achats Services(%)   | 52.2   | 53.6   | 55.4   | 57.6   |
| Inde                      | Inflation (% a/a)                        | -      | 4.9    | 5.0    | 6.8    |
|                           | Production Industrielle (% a/a)          | -      | -      | 5.8    | 10.3   |
|                           | Indice directeurs d'achats Industrie (%) | 56.0   | 55.5   | 57.5   | 58.6   |
|                           | Indice directeurs d'achats Services(%)   | 56.9   | 58.4   | 61.0   | 60.1   |
| Chine                     | Ventes détail Volume (% a/a)             | -      | 7.6    | 5.5    | 4.6    |
|                           | Inflation (% a/a)                        | -      | -0.2   | 0.0    | 0.1    |
|                           | Production Industrielle (% a/a)          | -      | 4.6    | 4.5    | 4.5    |
|                           | Indice directeurs d'achats Industrie (%) | 50.7   | 49.5   | 50.6   | 51.0   |
|                           | Indice directeurs d'achats Services(%)   | 51.5   | 50.4   | 50.2   | 51.8   |

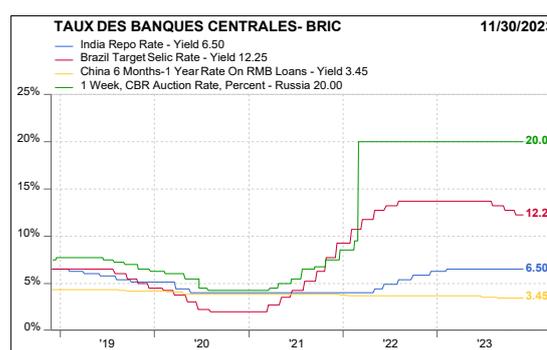
## Marchés de taux d'intérêt : les Banques centrales rassurent, les taux longs baissent.

La FED et la BCE ont confirmé ce mois-ci la probable poursuite d'une pause dans la hausse des taux lors des prochaines réunions, laissant même espérer une baisse des taux dans la première moitié de l'année 2024, ce qui a rassuré les investisseurs. Néanmoins, les banquiers centraux relativisent en rappelant que les décisions futures sur les taux restent fortement conditionnées à l'évolution des données économiques. Sur ce point les données publiées sur le mois ont été favorables, que ce soit au niveau du ralentissement économique ou de l'inflation. Les marchés jouent donc



déjà une baisse des taux durant le 1<sup>er</sup> semestre 2024. Les Banques centrales des principaux autres pays développés ont également confirmé la pause sur le mois. Seul la Banque d'Australie a remonté ses taux directeurs de 25 points de base après quatre mois de pause, l'inflation se révélant plus persistante que prévu, rappelant ainsi que le chemin peut être encore long vers les cibles d'inflation.

Les Banques centrales des pays émergents sont même sur un cycle baissier à l'image du Brésil qui baisse à nouveau ses taux de 50 points de base sur le mois.



Les taux longs américains ont baissé sur le mois de novembre, ce qui fait suite à un recul de l'inflation plus fort que prévu, ainsi qu'à un début de ralentissement de l'économie américaine. Les taux européens ont suivi le mouvement, avec une inflation également en repli.

Les taux américains sont donc repassés assez nettement sous les 5%, pour atteindre les 4.36% à la fin du mois. En Europe, le niveau de 3% s'est nettement éloigné, le taux Allemand s'étant stabilisé légèrement en dessous de 2.5% à la fin du mois.

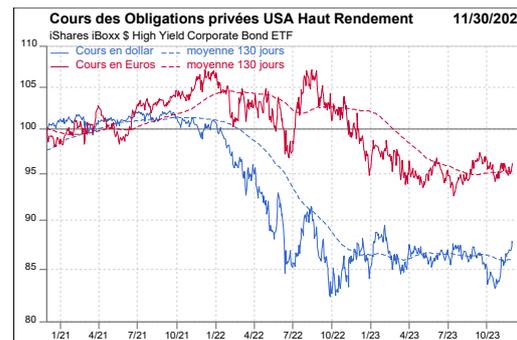
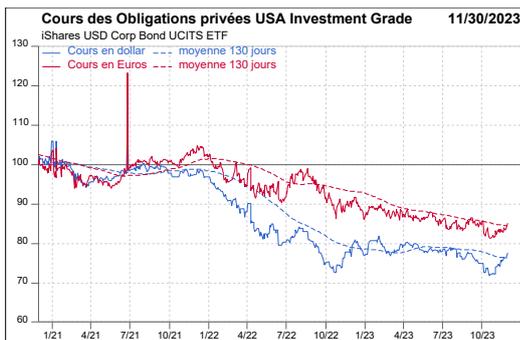
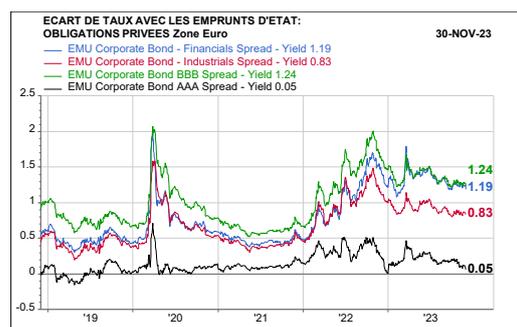
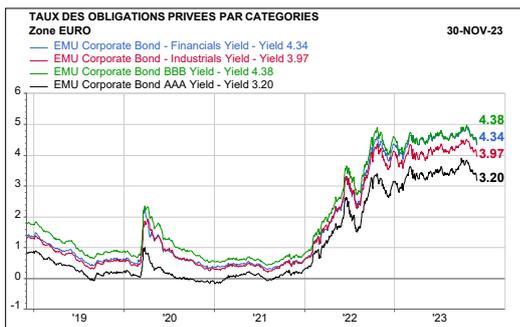
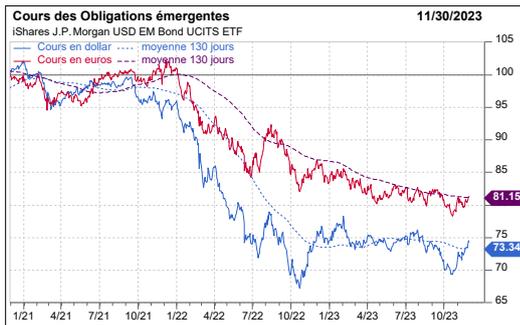
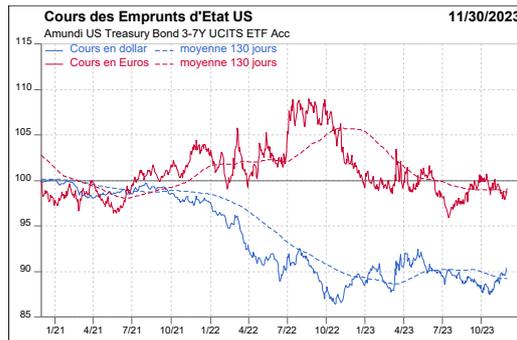
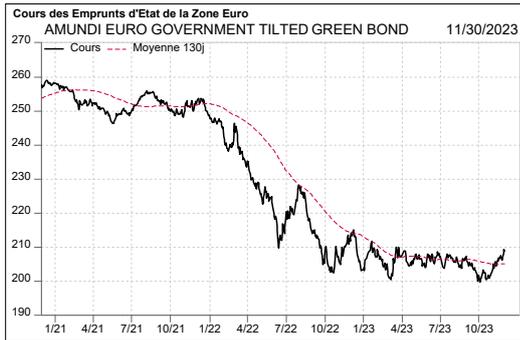
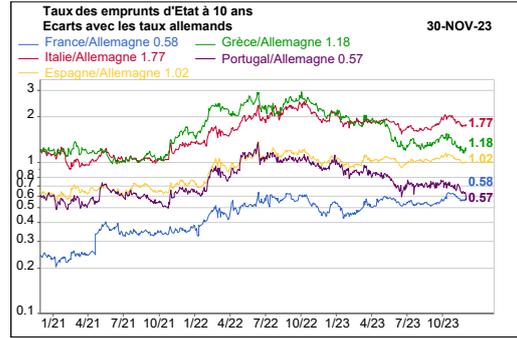
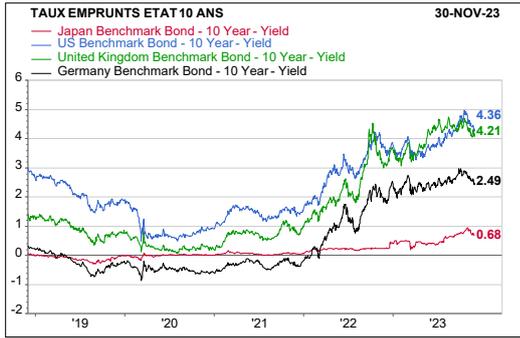
Le contexte nous a incité à abaisser nos prévisions à trois mois et six mois pour les taux à 10 ans à respectivement 4.50% et 4.25% aux Etats-Unis et à 2.60% et 2.40% en zone euro. Le point maximum a sans doute été atteint mais nous estimons qu'une décline durable des taux longs prendra un peu de temps.

Lors du mois écoulé, les emprunts d'Etat ont enregistré des gains de 3.2% en moyenne en zone euro, une hausse de 2.5% aux Etats-Unis en dollar et une baisse de -0.7% en euro. Les obligations émergentes montent sur le mois de 3.8%.

Le marché du Crédit (obligations privées) s'est également bien comporté. En Europe, les obligations Investment Grade ont progressé de 2.5% et celles à haut rendement ont gagné 3.2%. Aux Etats-Unis, les obligations Investment Grade montent de 7.6% en dollar, et de 4.3% pour les hauts rendements. En euros, les variations respectives ont été de 4.2% et de 1.1%.

| Taux à 10 ans au 30/11/2023 | Taux en fin de mois | Var. brute mens.(bp) | Var.écart avec Allemagne |
|-----------------------------|---------------------|----------------------|--------------------------|
| Etats-Unis                  | 4.36                | -0.54                | -0.25                    |
| Allemagne                   | 2.49                | -0.29                | -                        |
| France                      | 3.06                | -0.33                | -0.04                    |
| Espagne                     | 3.51                | -0.34                | -0.05                    |
| Italie                      | 4.25                | -0.44                | -0.15                    |
| Portugal                    | 3.05                | -0.44                | -0.15                    |
| Grèce                       | 3.67                | -0.46                | -0.17                    |
| Royaume-Uni                 | 4.21                | -0.27                | 0.02                     |
| Japon                       | 0.68                | -0.27                | 0.02                     |
| Suisse                      | 0.87                | -0.24                | 0.05                     |

| PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX       |           |                    |            |
|---|-----------|--------------------|------------|
| Données au 30/11/2023                   | Var. Mois | Var.début Trimest. | Var. Année |
| Emprunts d'Etats Zone Euro              | 3.2%      | 3.5%               | 2.6%       |
| - les mieux notés                       | 3.0%      | 3.4%               | 1.8%       |
| - les moins bien notés                  | 3.2%      | 3.7%               | 3.8%       |
| - durée 1 à 3 ans                       | 0.8%      | 1.4%               | 2.4%       |
| - durée plus de 10 à 15 ans             | 4.8%      | 5.0%               | 4.7%       |
| Emprunts d'Etats USA (\$)               | 2.5%      | 2.2%               | 2.1%       |
| Emprunts d'Etats USA (eur)              | -0.7%     | -0.8%              | -0.1%      |
| Obligations émergentes (eur)            | 3.8%      | 2.3%               | 1.5%       |
| Obligations privées Euro Inv.Grade      | 2.5%      | 3.0%               | 4.4%       |
| Obligations privées Euro Haut Rendt     | 3.2%      | 3.0%               | 7.2%       |
| Obligations privées US Inv.Grade (\$)   | 7.6%      | 3.5%               | 1.0%       |
| Obligations privées US Haut Rendt (\$)  | 4.3%      | 2.7%               | 2.8%       |
| Obligations privées US Inv.Grade (eur)  | 4.2%      | 0.4%               | -1.2%      |
| Obligations privées US Haut Rendt (eur) | 1.1%      | -0.3%              | 0.6%       |



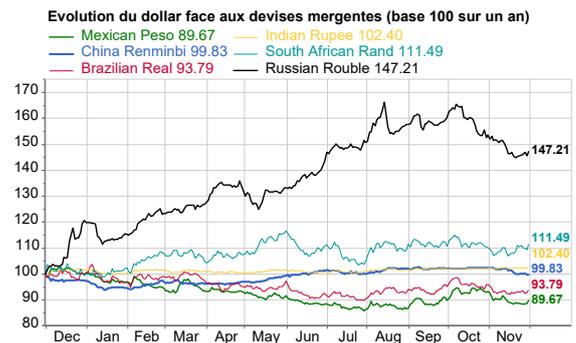
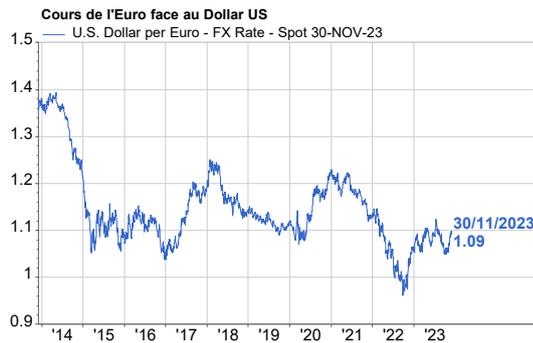
## Marchés des Changes et Matières Premières : baisse du dollar et du pétrole.

Les bonnes surprises concernant l'inflation aux Etats-Unis, combinées à une économie américaine moins forte ont poussé le dollar à la baisse sur le mois.

L'euro a été ferme face au Yen, au Real brésilien et au Renminbi chinois. Le Sterling, tout comme le Franc Suisse ont été plus ferme que l'euro.

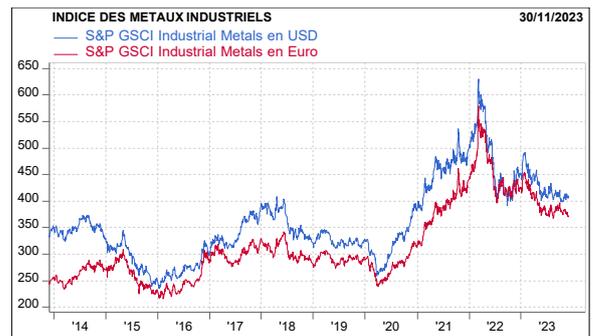
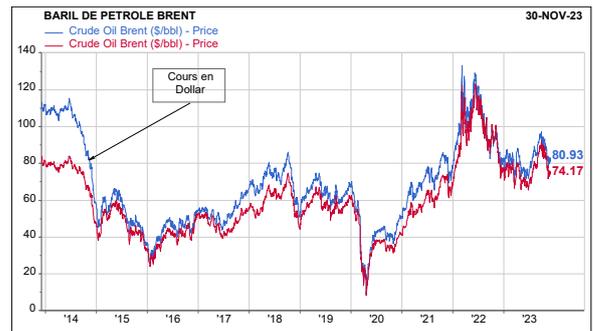
Le rebond de l'euro s'est accéléré sur le mois mais la poursuite de ce sursaut reste dépendante de multiples facteurs difficiles à prévoir aujourd'hui (évolution de la croissance, de l'économie mais également des facteurs techniques ou géopolitiques).

| Variation des devises face à l'Euro |                    |                |                    |                 |
|-------------------------------------|--------------------|----------------|--------------------|-----------------|
| Données au 30/11/2023               | Cours pour un euro | Variation Mois | Variation Trimest. | Variation Année |
| USD - US Dollar                     | 1.09               | -3.1%          | -3.0%              | -2.2%           |
| JPY - Japan Yen                     | 161.30             | -0.8%          | -2.1%              | -12.7%          |
| CHF - Swiss Franc                   | 0.95               | 1.4%           | 2.1%               | 4.1%            |
| GBP - Sterling.                     | 0.86               | 1.1%           | 0.6%               | 2.9%            |
| BRL - Brazilian Real                | 5.38               | -1.0%          | -1.5%              | 4.7%            |
| RUB - Russian Rouble                | 97.82              | 1.1%           | 5.6%               | -20.4%          |
| INR - Indian Rupee                  | 90.99              | -3.3%          | -3.4%              | -3.0%           |
| CNY-Chine Renminbi                  | 7.78               | -0.6%          | -0.6%              | -4.6%           |



Les cours des matières premières industrielles se stabilisent, ce qui n'est pas le cas du pétrole. Celui-ci poursuit sa correction malgré les actions de l'OPEP+ qui tente de soutenir les cours de l'or noir alors que la production hors OPEP s'accroît. La géopolitique, et notamment les rebondissements au Moyen-Orient, ne semblent plus stimuler la hausse du baril. A l'inverse, l'or poursuit sa progression sur le mois et se rapproche de ses plus hauts niveaux.

| Matières Premières - Variation des cours |                     |                    |                   |                  |
|--|---------------------|--------------------|-------------------|------------------|
| Données au 30/11/2023                    | mensuelle en dollar | annuelle en dollar | mensuelle en euro | annuelle en euro |
| Métaux industriels: 406\$                | 0.3%                | -9.8%              | -2.8%             | -11.8%           |
| Pétrole Brent: 80\$                      | -6.8%               | -2.3%              | -9.7%             | -4.4%            |
| Produits Agricoles 363\$                 | -0.2%               | -10.1%             | -3.3%             | -12.1%           |
| Once d'or: 2035\$                        | 1.9%                | 12.2%              | -1.3%             | 9.8%             |
| S&P GS Commodity                         | -3.7%               | -8.9%              | -6.7%             | -10.9%           |



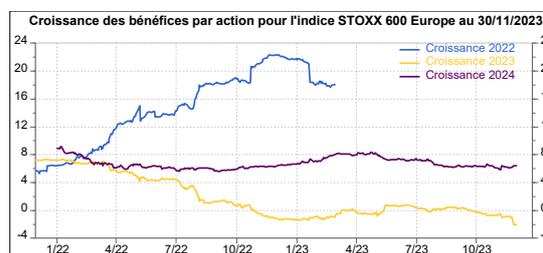
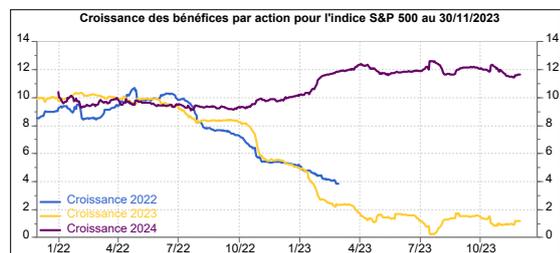
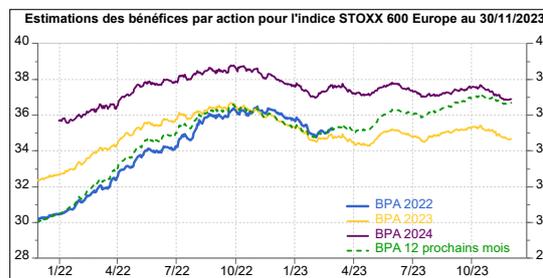
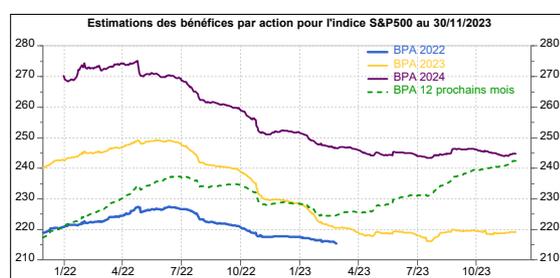
## Résultats des entreprises: estimations de bénéfices revues à la baisse pour 2023 et 2024.

Aux Etats-Unis, les résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre se sont finalement affichés en hausse de 4.8% (contre +2.8% initialement). Ils ont été supérieurs aux attentes de 7.7% en moyenne pour 81% des sociétés. En Europe, les résultats s'affichent en recul de 13.1%, inférieurs aux attentes de 3.7% en moyenne. Les cours des actions ont réagi à ces résultats et aux commentaires des sociétés de manière mitigée.

| Publications du Q3 '23    | % stés publiés | Var % 12m | Surprise (%) | % stés > attentes | % stés < attentes |
|---------------------------|----------------|-----------|--------------|-------------------|-------------------|
| S&P500 Bénéfices nets     | 99.0           | 4.8       | 7.7          | 80.9              | 13.9              |
| S&P500 Chif. d'affaires   | 99.0           | 2.3       | 0.7          | 63.4              | 35.6              |
| STOXX600 Bénéf. nets      | 98.3           | -13.1     | -3.7         | 51.5              | 33.7              |
| STOXX600 Chif. d'affaires | 98.3           | -8.3      | -3.0         | 46.3              | 52.2              |

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 reste à 1.2%. Pour le Stoxx600, les bénéfices sont attendus en baisse de -2.1% contre -0.6% fin octobre. Pour 2024, la croissance bénéficiaire s'établit à 11.7% contre 11.9% en octobre aux Etats-Unis et à 6.4% contre 6.3% en Europe.

| Consensus FactSet au 30/11/2023 | Var. annuel. des résultats par act. pondérés |         | Révisions sur 1 mois des estimations |         |
|---------------------------------|--|---------|--------------------------------------|---------|
|                                 | 2023(e)                                      | 2024(e) | 2023(e)                              | 2024(e) |
| EuroStoxx 50                    | 2.3%   | 4.5%    | 0.0%                                 | -0.8%   |
| Stoxx600 Europe                 | -2.1%  | 6.4%    | -1.1%                                | -1.0%   |
| CAC 40                          | -1.5%  | 3.6%    | -0.1%                                | -0.6%   |
| S&P 500                         | 1.2%   | 11.7%   | -0.6%                                | -0.3%   |
| Nikkei 225                      | 10.3%  | 14.5%   | -2.1%                                | -0.8%   |



Sur le mois d'octobre, les relèvements d'estimation de résultats les plus importants concernent les secteurs Alimentation/boissons, Tourisme-loisirs et Distribution.

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

| Révisions bénéficiaires mensuelles (moyenne 2023 et 2024) |                |                              |                              |
|---|----------------|------------------------------|------------------------------|
| Indices au 30/11/2023                                     | Révision mens. | Révision mens. au 31/10/2023 | Révision mens. au 29/09/2023 |
| STOXX Europe 600  | -1.1%          | -0.8%                        | 0.0%                         |
| Alimentation/boissons                                     | 1.5%           | -0.9%                        | -0.3%                        |
| Tourisme-Loisirs  | 1.3%           | -0.1%                        | 0.4%                         |
| Distribution  | 1.0%           | -0.4%                        | 1.8%                         |
| Immobilier  | -23.2%         | -0.9%                        | -87.3%                       |
| Chimie  | -5.6%          | -8.4%                        | 1.3%                         |
| Produits de base  | -3.4%          | -2.7%                        | 2.4%                         |

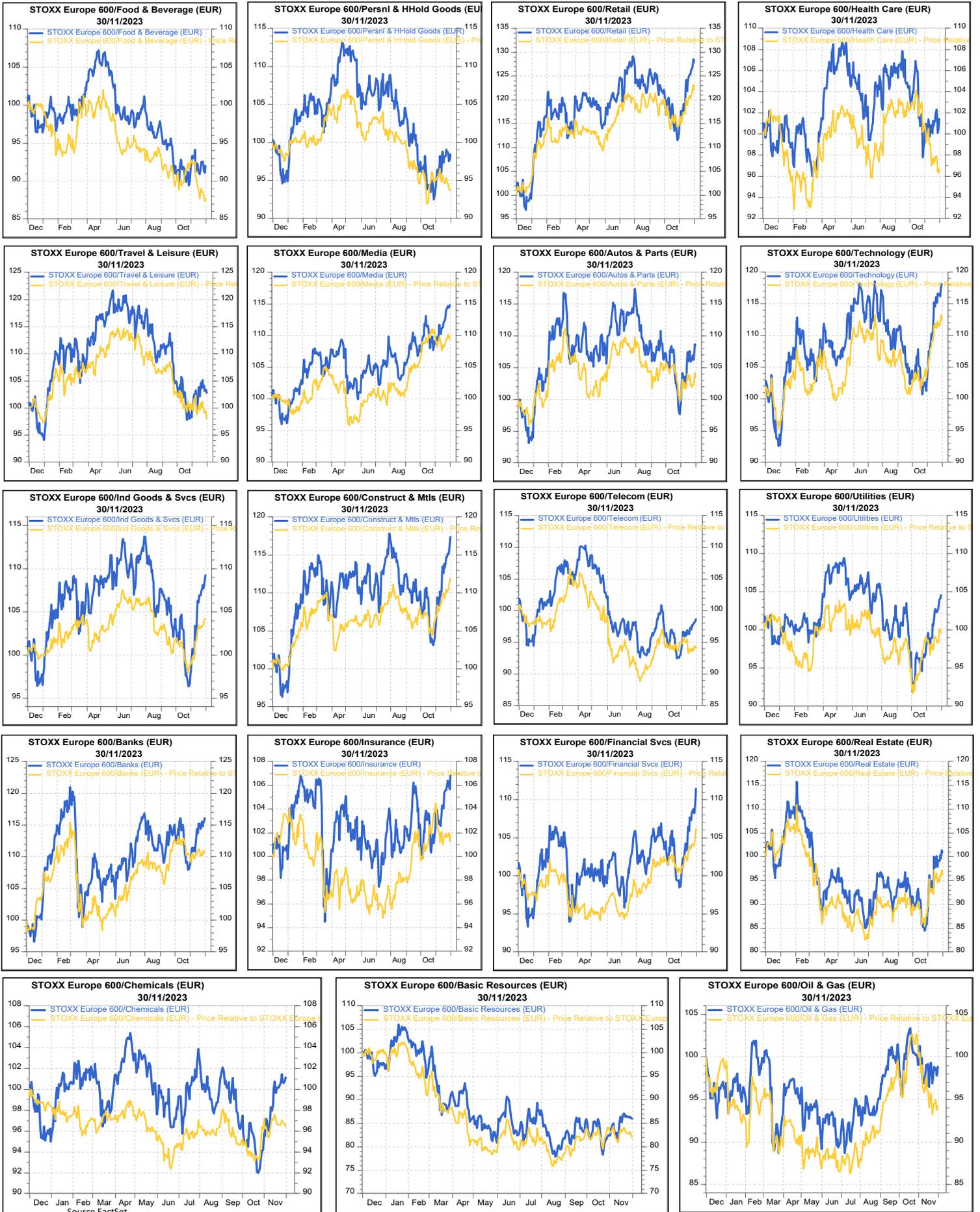
## Evolutions des secteurs européens: la hausse touche la grande majorité des compartiments.

Dans un marché européen en fort rebond, la hausse a touché tous les styles de valeurs, cycliques, défensives, grandes ou petites capitalisations. Les secteurs qui en ont moins profité sont ceux qui souffraient déjà (alimentation, boissons, santé) et le secteur pétrolier qui a été pénalisé par le recul du prix du baril.

La technologie et l'immobilier ont été mis à l'honneur par la baisse des taux. Des secteurs cycliques arrivent

ensuite dans le palmarès. Les tendances des secteurs se sont bien redressées à l'exception de la santé et du tourisme. Sont bien orientés, en absolu et en relatif, les secteurs Technologie, Immobilier, Distribution, Services financiers, Construction & matériaux, Service Publics, Banques, Media et Assurance, où se trouvent l'essentiel de nos recommandations positives et de nos relèvements de notes.

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



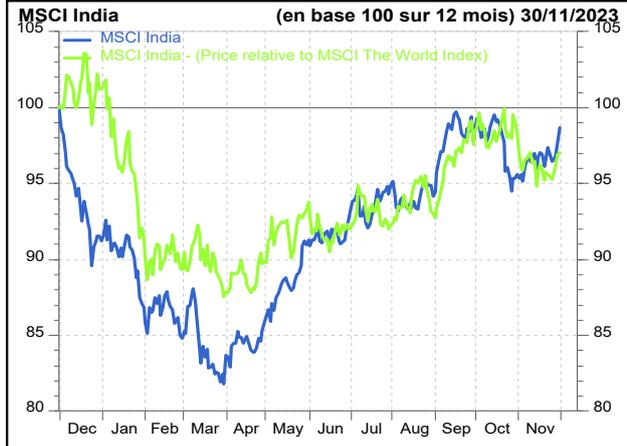
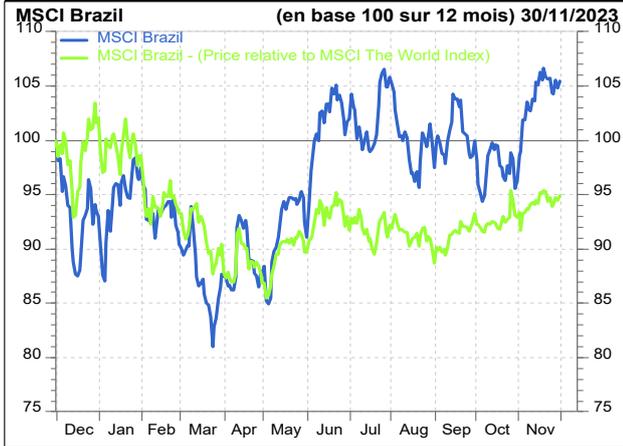
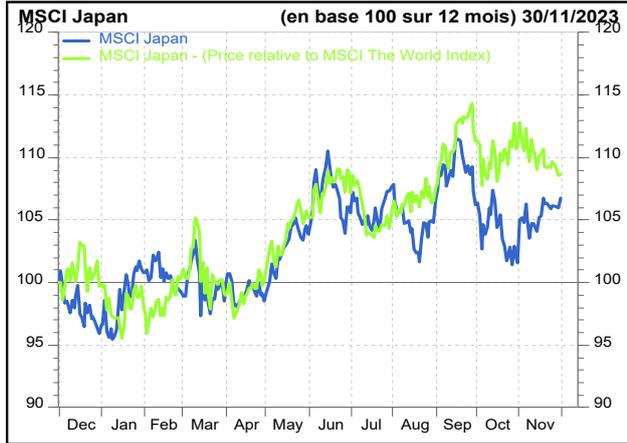
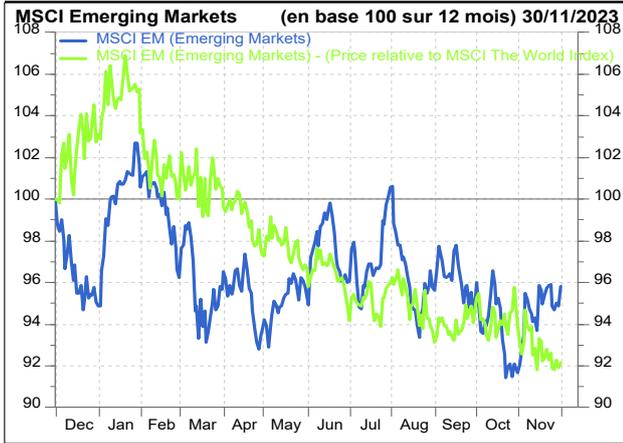
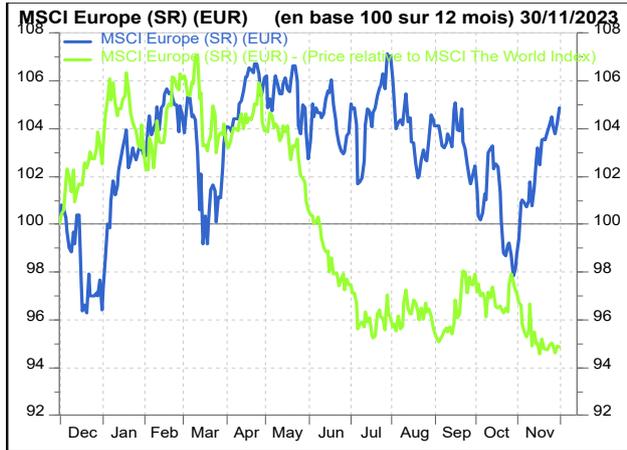
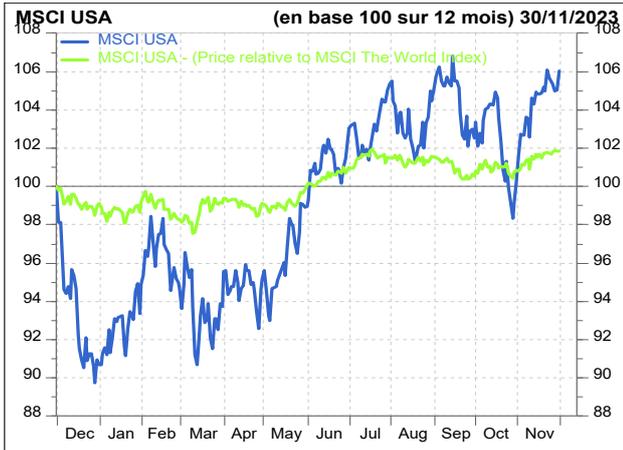
| TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 30/11/2023 | Variation Cours depuis 1 mois | Var.cours depuis début d'année | Variation Bén.Net par Act. 2023 | Variation Bén.Net par Act. 2024 | PER 2023    | Révision 1 mois (%) Bna 2023 | Révision 1 mois (%) Bna 2024 | Poids dans Stoxx 600 | Reco court terme | Reco moyen terme |
|--|-------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-------------|------------------------------|------------------------------|----------------------|------------------|------------------|
| <b>STOXX Europe 600</b>  | <b>6.4%</b>                   | <b>8.6%</b>                    | <b>-2.1%</b>                    | <b>6.4%</b>                     | <b>13.2</b> | <b>-1.1</b>                  | <b>-1.0</b>                  |                      |                  |                  |
| Technologie  | 14.8%                         | 27.2%                          | 40.5%                           | 10.5%                           | 24.8        | -0.4                         | -0.4                         | 5.8%                 | + ↗              | +                |
| Immobilier   | 14.6%                         | 2.9%                           | 0.5%                            | -0.3%                           | 14.1        | -55.0                        | 8.6                          | 1.2%                 | + ↗              | = ↗              |
| Distribution   | 13.2%                         | 29.0%                          | 17.7%                           | 13.6%                           | 19.3        | 1.0                          | 1.0                          | 0.9%                 | =                | +                |
| Services financiers  | 12.6%                         | 18.0%                          | -3.5%                           | 4.4%                            | 13.4        | -2.6                         | -1.3                         | 3.5%                 | +                | =                |
| Biens et Serv. Industriels                                     | 11.8%                         | 13.2%                          | -5.4%                           | 7.1%                            | 17.6        | -2.2                         | -1.1                         | 12.5%                | = ↗              | =                |
| Construction & matériaux                                       | 11.6%                         | 21.2%                          | 1.9%                            | 7.0%                            | 14.6        | 0.4                          | 0.0                          | 3.5%                 | + ↗              | + ↗              |
| Automobile   | 10.1%                         | 15.5%                          | 1.2%                            | -4.3%                           | 5.8         | 0.7                          | -1.0                         | 2.6%                 | = ↗              | =                |
| Service Publics  | 7.0%                          | 6.6%                           | -6.1%                           | 5.9%                            | 13.2        | -4.2                         | 0.5                          | 4.0%                 | + ↗              | =                |
| Banques  | 7.0%                          | 16.0%                          | 32.4%                           | 1.2%                            | 6.3         | 0.8                          | 0.2                          | 8.6%                 | =                | +                |
| Chimie   | 5.6%                          | 6.5%                           | -42.5%                          | 21.1%                           | 20.8        | -6.1                         | -5.1                         | 2.6%                 | =                | =                |
| Télécommunications   | 5.4%                          | 4.4%                           | -10.5%                          | 26.9%                           | 16.0        | -1.8                         | -1.2                         | 2.7%                 | + ↗              | = ↗              |
| Media  | 5.3%                          | 19.4%                          | 8.7%                            | 9.3%                            | 19.8        | 0.7                          | 0.3                          | 1.4%                 | +                | +                |
| Biens de Conso.non cycl.                                       | 4.9%                          | 3.7%                           | 3.2%                            | 9.2%                            | 20.5        | -0.4                         | -0.3                         | 9.0%                 | -                | =                |
| Tourisme-Loisirs   | 4.6%                          | 9.3%                           | 85.9%                           | 7.7%                            | 12          | 2.3                          | 0.3                          | 1.2%                 | -                | =                |
| Assurance  | 4.5%                          | 7.1%                           | 31.7%                           | 13.5%                           | 10.8        | -1.4                         | -0.3                         | 5.3%                 | + ↗              | =                |
| Produits de base   | 4.3%                          | -11.0%                         | -45.1%                          | -0.4%                           | 10.4        | -4.9                         | -1.9                         | 2.2%                 | =                | -                |
| Santé  | 2.4%                          | 3.3%                           | 1.1%                            | 9.7%                            | 17.9        | -0.9                         | -2.6                         | 16.1%                | - ↘              | =                |
| Alimentation/boissons  | 0.9%                          | -4.6%                          | -0.4%                           | 9.5%                            | 19.1        | 5.1                          | -2.1                         | 5.0%                 | -                | -                |
| Pétrole et Gaz   | -0.2%                         | 3.8%                           | -33.9%                          | 3.9%                            | 7.8         | -3.7                         | -3.1                         | 5.3%                 | - ↘              | =                |

(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 : net rebond généralisé des indices.

| PERFORMANCES DES INDICES ACTIONS |               |                     |                          |                |                    |                |                |          |           |
|----------------------------------|---------------|---------------------|--------------------------|----------------|--------------------|----------------|----------------|----------|-----------|
| Données au 30/11/2023            | 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 | Rend 2023 |
| MSCI World Index                 | 2366.0        | 8.1%                | 5.2%                     | 16.4%          | 13.6%              | -              | -              | -        | -         |
| MSCI USA                         | 4352.9        | 9.2%                | 6.6%                     | 19.6%          | 17.0%              | -              | -              | -        | -         |
| MSCI Europe                      | 1856.2        | 5.6%                | 1.9%                     | 7.7%           | 8.8%               | -              | -              | -        | -         |
| MSCI Japan                       | 1454.4        | 5.9%                | 2.7%                     | 26.6%          | 10.5%              | -              | -              | -        | -         |
| MSCI EM (Emerging Markets)       | 59780.3       | 6.0%                | 2.2%                     | 4.0%           | 1.0%               | -              | -              | -        | -         |
| S&P 500                          | 4567.80       | 8.9%                | 6.5%                     | 19.0%          | 16.4%              | 1.19           | 11.65          | 20.76    | 1.5%      |
| Nasdaq Composite                 | 14226.2       | 10.7%               | 7.6%                     | 35.9%          | 33.0%              | 265.6          | 22.8           | 31.3     | 0.8%      |
| STOXX Europe 600                 | 461.6         | 6.4%                | 2.5%                     | 8.6%           | 8.6%               | -2.1           | 6.4            | 13.2     | 3.5%      |
| Euro STOXX 50                    | 4382.5        | 7.9%                | 5.0%                     | 15.5%          | 15.5%              | 2.3            | 4.5            | 13.1     | 3.3%      |
| STOXX Europe 50                  | 3982.6        | 4.5%                | 1.6%                     | 9.1%           | 9.1%               | -3.2           | 6.0            | 14.1     | 3.4%      |
| STOXX Europe Large 200           | 477.48        | 6.0%                | 2.4%                     | 9.3%           | 9.3%               | -2.8           | 5.6            | 13.2     | 3.5%      |
| STOXX Europe Mid 200             | 495.0         | 8.6%                | 3.9%                     | 7.3%           | 7.3%               | -5.3           | 8.2            | 13.1     | 3.7%      |
| STOXX Europe Small 200           | 306.3         | 8.2%                | 2.0%                     | 3.0%           | 3.0%               | 18.8           | 13.0           | 14.0     | 3.1%      |
| STOXX Europe TMI Growth          | 2985.4        | 7.6%                | 3.8%                     | 9.1%           | 9.1%               | -              | -              | -        | -         |
| STOXX Europe TMI Value           | 1436.7        | 5.4%                | 1.3%                     | 5.6%           | 5.6%               | -              | -              | -        | -         |
| France CAC 40                    | 7310.8        | 6.2%                | 2.5%                     | 12.9%          | 12.9%              | -1.5           | 3.6            | 13.5     | 3.0%      |
| Germany Dax                      | 6416.7        | 9.5%                | 5.4%                     | 12.7%          | 12.7%              | -1.0           | 7.0            | 12.0     | 3.3%      |
| FTSE MIB - Price                 | 29737.4       | 7.2%                | 5.3%                     | 25.4%          | 25.4%              | -              | -              | -        | -         |
| Netherlands AEX                  | 765.0         | 6.5%                | 5.0%                     | 11.0%          | 11.0%              | -5.2           | 5.7            | 14.4     | 2.6%      |
| IBEX 35                          | 10058.2       | 11.5%               | 6.7%                     | 22.2%          | 22.2%              | 4.9            | 1.7            | 10.9     | 4.6%      |
| Switzerland SMI (PR)             | 10854.3       | 4.5%                | -1.0%                    | 1.2%           | 5.3%               | -3.1           | 9.2            | 17.3     | 3.3%      |
| FTSE 100                         | 7453.8        | 1.8%                | -2.0%                    | 0.0%           | 3.0%               | -8.4           | 3.9            | 10.9     | 4.1%      |
| Japan Nikkei 225                 | 33486.9       | 8.5%                | 5.1%                     | 28.3%          | 12.0%              | 10.3           | 14.5           | 14.8     | 1.9%      |
| Brazil Bovespa Index             | 127331.1      | 12.5%               | 9.2%                     | 16.0%          | 21.5%              | -28.9          | 14.6           | 9.1      | 6.3%      |
| SSE 180 Index - Price            | 7556.4        | -1.9%               | -5.4%                    | -8.2%          | -12.4%             | -              | -              | -        | -         |
| India S&P BSE SENSEX             | 66988.4       | 4.9%                | 1.8%                     | 10.1%          | 6.8%               | -              | -              | -        | -         |
| 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



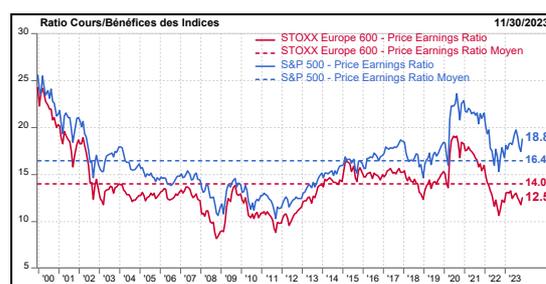
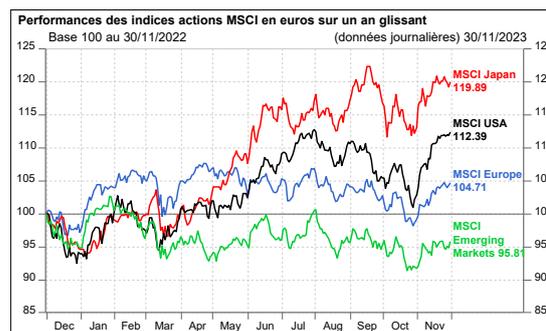
**Les indices boursiers mondiaux exprimés en euros ont conclu le dernier mois en hausse généralisée. Le marché américain a été le plus performant.**

La hausse du mois peut être qualifiée de « rallye de soulagement » après une nette baisse de l'inflation et les prémises d'un ralentissement économique et d'un marché de l'emploi moins tendu qui ont relancé les anticipations de baisse des taux des Banques centrales. Le repli simultané des taux longs a amplifié le mouvement notamment sur les valeurs technologiques des indices américains. Les Bourses des pays émergents ont également connu une évolution favorable sur le mois, sauf en Chine.

**Depuis le 31 octobre dernier, le PER à 12 mois des actions américaines est monté de 8.0% (de 17.4 à 18.8) avec des prévisions de bénéfice par action à 12 mois qui ont été relevées de 0.9%. En Europe, le PER est monté de 7.6% (de 11.7 à 12.6) alors que les bénéfices ont été abaissés de 1.1%.**

Ce mouvement illustre un rebond de la confiance des investisseurs et une réduction de l'aversion au risque.

A l'issue de ce mois, la prime de risque des actions américaines est revenue à un bas niveau, ce qui ne les protégerait que faiblement en cas de rebond des taux.



### Stratégie d'investissement : position Neutre sur les actions à court et moyen terme.

Il nous semble dangereux d'exclure le scénario d'une récession modérée pendant quelques trimestres. Celui-ci peut encore tarder à se concrétiser comme ce fut le cas cette année, mais les indicateurs avancés le prévoient toujours pour le courant du premier semestre 2024. Une fois encore, deux scénarios assez probables coexistent, celui du soft-landing réussi, joué majoritairement en ce moment et celui du ralentissement plus prononcé. Le comportement récent des investisseurs pourrait conduire à une poursuite du mouvement de reprise des marchés financiers tant qu'aucune déconvenue n'apparaît...Cependant, d'autres facteurs devraient entraver et limiter leur progression.

**Aux niveaux actuels, nous restons circonspects sur le potentiel d'appréciation à court terme des indices actions et sur une baisse supplémentaire des taux longs.** Il est possible que la hausse des actions se poursuivre encore quelques mois mais cela nous semble trop aléatoire pour acheter maintenant. Nous continuerons de renforcer le poids des actions et des produits de taux dans les portefeuilles peu investis si des opportunités se présentent.

Les indices dépasseront sans doute nos prévisions en fin d'année et en début d'année prochaine. Mais nous les avons abaissées pour juin 2024 car un retour en arrière de 10% est assez probable au cours du 1<sup>er</sup> semestre. Nous sommes plus confiants pour le 2<sup>ème</sup> semestre.

**Le contexte général nous conduit donc à maintenir une certaine prudence dans nos recommandations. Aux niveaux actuels des marchés, nous adoptons une position Neutre à moyen terme.** Nous restons plus

confiants à moyen terme sur les actions américaines mais **dégradons à Neutre les actions japonaises.**

| SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER |                     |                      |                      |
|---------------------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| Indices Actions                       | Cours au 30/11/2023 | Prévision 31/12/2023 | Prévision 30/06/2024 |
| CAC40                                 | 7310.77             | 7300 ↗               | 7000 ↘               |
| Eurostoxx 50                          | 4382.47             | 4400 ↗               | 4150 ↘               |
| S&P 500                               | 4567.80             | 4600 ↗               | 4350 →               |
| Nikkei                                | 33486.89            | 33500 ↗              | 32000 ↘              |
| Emprunts                              | 30/11/2023          | à 3 mois             | à 6 mois             |
| Taux 10 ans €                         | 2.49                | 2.60 ↘               | 2.40 ↘               |
| Taux 10 ans \$                        | 4.36                | 4.50 ↘               | 4.25 ↘               |
| Taux 10 ans Yen                       | 0.68                | 0.75 ↘               | 1.00 →               |
| Taux dépôts BCE                       | 4.00                | 4.00 →               | 3.75 ↘               |
| Taux FED                              | 5.50                | 5.50 →               | 5.25 ↘               |
| Taux BOJ                              | -0.10               | -0.05 ↗              | 0.00 ↗               |
| Monnaies                              | 30/11/2023          | à 3 mois             | à 6 mois             |
| Euro/dollar                           | 1.09                | 1.08 ↗               | 1.10 →               |
| Dollar/yen                            | 147.84              | 149 ↘                | 152 ↗                |

**Nous maintenons notre opinion Neutre à court et moyen terme sur les produits obligataires. Nous relevons à surpondérer notre note sur le Crédit européen de qualité.** Compte tenu de l'amélioration des tendances des emprunts d'Etat, nous serions prêts à remonter nos notes en cas de prises de bénéfices sur ce compartiment. Nous guettons des niveaux de l'ordre de 4.50/4.75% aux Etats-Unis et de 2.50/2.75% en Allemagne pour l'envisager. Enfin, nous avons relevé **notre recommandation sur l'Or à Surpondérer à moyen terme.**

| CLASSE D'ACTIFS                                 | Recommandation |                     | Tendance    |             |
|---|----------------|---------------------|-------------|-------------|
|   | Court Terme    | Moyen Terme         | Court Terme | Moyen Terme |
| <b>Actions (Monde)</b>                          | Neutre         | <b>Neutre</b>       | ↗           | ↗           |
| Etats-Unis (couvert)                            | Neutre         | Sur pondérer        | ↗           | ↗           |
| Europe  | Neutre         | Neutre              | ↗           | →           |
| Japon (couvert)                                 | Neutre         | <b>Neutre</b>       | →           | ↗           |
| 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         | Neutre              | ↗           | →           |
| Emprunts d'Etat USA (non couverts)              | Neutre         | Neutre              | ↗           | →           |
| Emprunts d'Etat Europe AAA                      | Neutre         | Neutre              | ↗           | →           |
| Emprunts d'Etat Europe non AAA                  | Neutre         | Neutre              | ↗           | →           |
| 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         | <b>Sur pondérer</b> | ↗           | →           |
| Obligations Sociétés Europe (haut rendement)    | Neutre         | Neutre              | ↗           | ↗           |
| Obligations Convertibles Europe                 | Neutre         | Neutre              | →           | →           |
| <b>Sicav monétaires et liquidités</b>           | Sur pondérer   | Neutre              | ↗           | ↗           |
| <b>Euro/Dollar</b>                              | Neutre         | Neutre              | ↗           | →           |
| <b>Or et Métaux Précieux</b>                    | Neutre         | <b>Sur pondérer</b> | ↗           | ↗           |
| <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 : réduction du poids des actions.

Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin novembre, nous avons baissé l'exposition en actions, sur toutes les zones.

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         | 47.9                | ↘      | 50.1              | 48.7                  |                      |
|   | Etats-Unis                        | 0          | 20         | 17.6                | ↘      | 18.3              | 17.5                  | 47%                  |
|   | Europe                            | 10         | 60         | 25.6                | ↘      | 26.5              | 25.8                  |                      |
|   | Japon                             | 0          | 10         | 0.3                 | ↘      | 0.7               | 0.7                   | 100%                 |
|   | Pays Emergents                    | 0          | 10         | 4.4                 | ↘      | 4.6               | 4.7                   |                      |
| OBLIGATIONS                                 | <b>PRODUITS DE TAUX ET MIXTES</b> | 10         | 70         | 27.0                | ↗      | 23.8              | 24.2                  |                      |
|   | Multi stratégie obligataire       | 0          | 30         | 17.7                | ↗      | 14.5              | 14.9                  |                      |
|   | Emprunts d'Etat Zone Euro         | 0          | 30         | 1.8                 |        | 1.8               | 1.8                   |                      |
|   | Emprunts d'Etat Etats-Unis        | 0          | 5          | 4.4                 |        | 4.4               | 4.4                   | 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                 |        | 0.0               | 0.0                   |                      |
| Obligations Convertibles Europe             | 0                                 | 15         | 0.0        |                     | 0.0    | 0.0               |                       |                      |
| <b>LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES</b> |                                   | 0          | 60         | 25.1                | ↘      | 26.1              | 27.1                  |                      |