



Stratégie d'Investissement – Février 2024

Banques centrales et inflation en juges arbitres des marchés financiers.

Les marchés financiers ont poursuivi leur progression au mois de janvier après quelques semaines de consolidation au cours desquelles les taux d'intérêt à long terme s'étaient redressés. En définitive, l'indice action Monde a progressé d'environ 3% en euros, tout comme les indices américains, alors que les principaux indices européens évoluaient en ordre dispersé. Les statistiques économiques publiées ont été plutôt meilleures qu'attendues et le scénario d'atterrissage en douceur réussi aux Etats-Unis reste privilégié par les investisseurs. Ceux-ci continuent à scruter la communication des Banques centrales qui n'ont pas modifié leur attitude encore réservée sur la date de la première diminution de leurs taux directeurs. L'embellie sur les marchés s'est donc poursuivie un mois de plus et la question de sa durée se pose toujours. Quant à la valorisation des actions, elle s'est renchérie sans atteindre des niveaux inquiétants, ce qui témoigne d'un certain retour de l'optimisme, les incertitudes, notamment géopolitiques, passant au second plan. Nous n'avons pas beaucoup modifié nos prévisions pour les indices actions au 30 juin et au 31 décembre. Une correction en cours d'année, au printemps ou à l'automne, nous paraît toujours probable. Mais l'assouplissement des politiques monétaires au second semestre devrait permettre aux Bourses de rebondir et de progresser plus sensiblement en fin d'année. Au regard de nos prévisions actuelles, le potentiel de hausse résiduel des indices paraît assez faible et nous restons toujours circonspects sur la possibilité qu'ils puissent dépasser d'ores et déjà nos objectifs de fin d'année. Nous nous abstenons de relever globalement l'exposition en actions mais nous continuerons d'en renforcer le poids dans les portefeuilles peu investis chaque fois que des opportunités se présenteront.

Les marchés financiers ont poursuivi leur progression au mois de janvier après quelques semaines de consolidation pendant lesquelles les taux d'intérêt à long terme se sont redressés de 0.3% aux Etats-Unis et 0.40% en Allemagne. L'inversion de cette tendance en fin de mois, favorisée par des chiffres d'inflation assez bénins, a permis une remontée sensible des actions qui s'est nourrie également de chiffres d'activité meilleurs qu'attendus aux Etats-Unis ou des signes d'atténuation de la contraction en Europe. **En définitive, l'indice action Monde a progressé d'environ 3% en euros, tout comme les indices américains, alors que les principaux indices européens évoluaient en ordre dispersé** (de 0 à 4% selon les places). L'indice Nikkei japonais, quant à lui, a profité de la chute du yen et des signaux d'une reprise d'activité dans le pays pour gagner 8% en devise locale. Seules ombres au tableau, les Bourses émergentes ont reculé sensiblement (-5% au Brésil, -4% en Chine).

Parallèlement au contexte économique, les premiers résultats trimestriels publiés en Europe et aux Etats-Unis ont été bien accueillis. En moyenne, ils se sont avérés moins mauvais ou meilleurs qu'attendus et les commentaires des entreprises sur leurs perspectives ont été plutôt rassurants dans le secteur du luxe ou de la technologie par exemple. Bien entendu, quelques sociétés ont déçu les investisseurs et leurs titres ont subi de fortes baisses. Les premiers jours de février marquent une continuation de ces conditions favorables.

Comme le mois dernier, les investisseurs continuent à scruter la communication des Banques centrales mais celles-ci n'ont pas modifié leur attitude encore réservée sur la date de la première diminution de leurs taux directeurs. Compte tenu des dernières statistiques économiques connues, les attentes des marchés se sont déportées vers le second trimestre. En revanche, l'écart entre les baisses cumulées des taux prévues par les marchés et celles des Banques centrales ne s'est guère résorbé.

Le scénario d'atterrissage en douceur réussi aux Etats-Unis reste privilégié par les investisseurs. La consommation et le marché de l'emploi y sont toujours soutenus et ont alimenté une remontée des indicateurs précurseurs. La dégradation de l'activité européenne semble s'atténuer. Quant à la Chine, les Autorités ont préféré s'orienter vers des mesures de soutien en faveur de la Bourse plutôt que de relancer l'activité réelle. Globalement, les perspectives de croissance pour 2024 dans le monde ont été légèrement revues en hausse.

L'embellie s'est donc poursuivie un mois de plus et la question de sa durée se pose toujours. L'étonnante pérennité de la situation américaine rassure les investisseurs. Leur optimisme n'est pas béat mais pourrait se prolonger si aucun facteur négatif ne vient le perturber. Les facteurs d'inquiétude, comme l'ampleur des dettes publiques, le niveau encore élevé des hausses de salaires ou le maintien de taux élevés plus durablement, ne les effraient pas. Le risque géopolitique, notamment en Mer Rouge et en Ukraine, est ignoré.

Enfin, les autres facteurs d'incertitude évoqués le mois dernier (profitabilité et endettement des entreprises, relations commerciales Chine/Europe ou Chine/USA, élection présidentielle américaine) paraissent trop distants pour être pris en compte.

Quant à la valorisation des marchés actions, elle s'est renchérie du fait des abaissements des prévisions de résultats pour 2024 et 2025. Les PER 2023 et 2024 des actions américaines (S&P500) atteignent 22.7X et 20.5, ceux des actions européennes du Stoxx600 14X et 13.4X, marquant un plus haut depuis le début des hostilités en Ukraine. Ces niveaux sont loin de caractériser une phase d'excès en Europe, c'est un peu moins le cas aux Etats-Unis, où ils n'ont été dépassés qu'au début des années 2000 ou après la fin du Covid.

Comme d'autres, nous excluons à très court terme l'hypothèse d'une très forte correction sauf accident exogène majeur (climatique, géologique ou géopolitique) qui viendrait bousculer les prévisions économiques et financières. De surcroît, une dégradation économique naturelle plus forte amènerait les Banques centrales à accélérer le rythme de leurs baisses de taux pour soutenir la croissance et éviter aux marchés financiers une chute trop importante.

En conclusion, nous n'avons pas beaucoup modifié nos prévisions pour les indices actions au 30 juin et au 31 décembre, sauf pour le Nikkei japonais. Une correction des Bourses en cours d'année au printemps ou à l'automne nous paraît toujours probable. Mais l'assouplissement des politiques monétaires au second semestre devrait leur permettre de rebondir et de progresser plus sensiblement en fin d'année. Au regard de nos prévisions actuelles, le potentiel de

hausse résiduel des indices paraît assez faible et nous restons toujours circonspects sur la possibilité qu'ils puissent dépasser d'ores et déjà nos objectifs de fin d'année.

Nous nous abstenons de relever globalement l'exposition en actions mais nous continuerons d'en renforcer le poids dans les portefeuilles peu investis chaque fois que des opportunités se présenteront.

Nous maintenons donc une certaine prudence dans nos recommandations. Cependant, compte tenu de la vigueur des actions américaines, que nous relevons à Surpondérer à court terme, nous adoptons également une position globale Neutre à court terme sur les actions. Nous conservons une position Neutre à moyen terme. A cet horizon, nous préférons les actions américaines aux actions européennes et émergentes. Enfin, le regain de faiblesse du Yen nous amène à relever les actions japonaises à Neutre à court et moyen terme.

Nous maintenons notre opinion Neutre à court et moyen terme sur les produits obligataires. Nous attendons que les taux longs remontent encore un peu pour relever nos notes sur les emprunts d'Etats. Mais nous avons déjà relevé celles des obligations à haut rendement européennes à Surpondérer à moyen terme.

Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin janvier, nous avons maintenu à l'identique l'exposition en actions, tout en abaissant le poids des Etats-Unis et en remontant celui de l'Europe et des pays émergents. Parallèlement, nous avons augmenté le poids des produits de taux et abaissé celui des sicav monétaires.

Vincent GUENZI

Directeur de la Stratégie d'Investissement

Achévé de rédiger le 8 février 2024 en collaboration avec Dorian FOULON.

Sommaire :

Economie: amélioration inattendue de l'activité en début d'année.

- **Etats-Unis:** le rythme d'activité s'est redressé en janvier, la stabilisation de l'inflation s'est poursuivie en décembre.
- **Zone Euro:** le rythme de contraction de l'activité s'est atténué en janvier, l'inflation poursuit son recul.
- **Japon:** l'activité est revenue en zone d'expansion en janvier, le recul de l'inflation s'est poursuivi.
- **Pays émergents:** réaccélération du rythme d'expansion au Brésil, en Inde, léger effritement en Chine et en Russie.

Marchés de taux d'intérêt : message prudent des banques centrales et rebond des taux longs.

Marchés des changes et des Matières Premières : hausse du dollar et du pétrole, baisse des métaux.

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

Evolutions des secteurs européens : grandes valeurs et style Croissance à l'honneur.

Evolution des marchés actions et des valorisations : poursuite du rebond des indices.

Stratégie d'investissement : opinion sur les actions relevée à Neutre à court terme.

Allocation d'actifs d'un fonds patrimonial Equilibré : maintien 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: amélioration inattendue de l'activité en début d'année.

Les prévisions de croissance pour 2024 ont été légèrement relevées pour les Etats-Unis et les pays émergents. La croissance mondiale devrait atteindre 2.7% selon des estimations également relevées mais elle devrait cependant ralentir par rapport à 2023 en dehors des pays émergents. Le contexte actuel rend ces prévisions encore particulièrement aléatoires.

Var. sur 1 an	2023	Rév.	2024	Rév.	2025	Rév.
Etats-Unis	2.4%	-	1.5%	0.2%	1.7%	-
Zone Euro	0.5%	-	0.5%	-	1.4%	-
Japon	2.0%	-	0.8%	-	1.0%	-
Emergents	3.9%	-	4.1%	0.1%	4.2%	-
Monde	2.9%	-	2.7%	0.1%	2.9%	-0.1%

Etats-Unis: le rythme d'activité s'est redressé en janvier et la stabilisation de l'inflation s'est poursuivie en décembre.

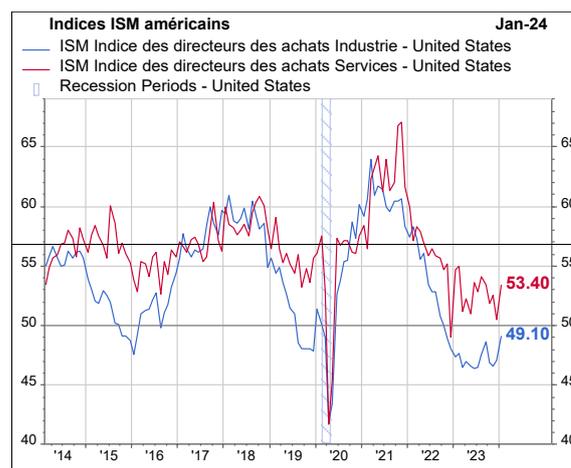
La première estimation du PIB au T4 a été supérieure aux attentes, à +3.3% en rythme annualisé c. +4.9% au T3. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité s'est redressé en janvier dans les services avec une moindre contraction dans l'industrie.

La hausse des ventes de détail s'est accélérée en décembre et a dépassé celle des revenus des ménages entraînant un recul du taux d'épargne. Le rebond de la production industrielle a mis fin à trois mois de repli

consécutif mais les commandes de biens durables stagnent. L'activité immobilière a été assez stable. L'inflation totale s'est redressée à 3.3% mais elle s'est atténuée, hors alimentation & énergie, de 4.0% à 3.9%. La confiance des ménages s'est encore renforcée en janvier malgré des indicateurs avancés toujours mal orientés. A nouveau, les créations d'emplois ont été soutenues et supérieures aux attentes conduisant à une stabilisation du taux de chômage et à une remontée inopportune de la hausse des salaires horaires.

	Jan-24	Dec-23	Nov-23	Oct-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	5.6	4.0	2.2
Revenus (% a/a, sa)	-	4.7	4.6	4.3
Taux d'épargne (%)	-	3.7	4.1	4.1
Taux de chômage (%)	3.7	3.7	3.7	3.8
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	353	333	182	165
Permis de construire (millions)	-	1.49	1.47	1.50
Mise en chantiers (millions)	-	1.46	1.53	1.38
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.66	0.62	0.68
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	318.2	319.0
Inflation (%a/a, sa)	-	3.3	3.1	3.2
Production industrielle (% a/a, sa)	-	1.0	-0.6	-0.9
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	0.0	5.4	-5.1
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	114.8	108.0	101.0	99.1
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	49.1	47.1	46.6	46.9
Indice directeurs d'achats Services (%)	53.4	50.5	52.5	51.9
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-7.1	-7.7	-8.1

Indices ISM : redressement du rythme d'activité en janvier

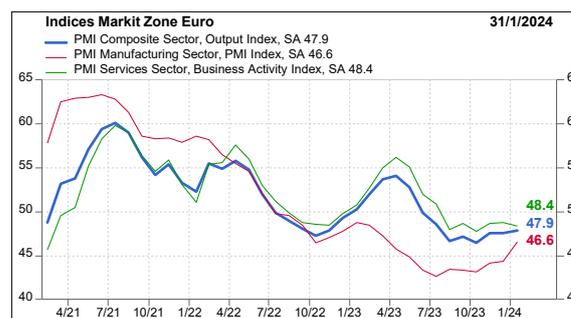


Zone Euro: le rythme de contraction de l'activité s'est atténué en janvier, l'inflation poursuit son recul.

La croissance du PIB a été nulle au T4 après avoir reculé de 0.4% en rythme annualisé au trimestre précédent. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de contraction de l'activité globale s'est atténué en janvier, grâce à l'industrie. L'Italie, l'Espagne et Royaume-Uni sont en croissance.

Le repli des ventes de détail s'est accentué en décembre alors que la production industrielle a encore baissé fortement en novembre. Les indicateurs de sentiment se sont effrités. Le taux de chômage a été stable. L'inflation totale a reculé en janvier, en global, mais aussi hors alimentation et énergie, de 3.4% à 3.3%.

	Jan-24	Dec-23	Nov-23	Oct-23
Ventes de détail (%a/a) ex autos	-	-0.8	-0.4	-0.8
Taux de chômage (%)	-	6.4	6.4	6.5
Inflation (% a/a)	2.8	2.9	2.4	2.9
Production industrielle (% a/a)	-	-	-6.8	-6.6
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-16.1	-15.1	-17.0	-17.9
Indice de Sentiment Economique	96.2	96.5	94.3	93.9
Indice IFO (2000=100)	84.6	85.0	86.5	85.5
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	15.2	12.8	9.8	-1.1
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	46.6	44.4	44.2	43.1
Indice directeurs d'achats Services (%)	48.4	48.8	48.7	47.8



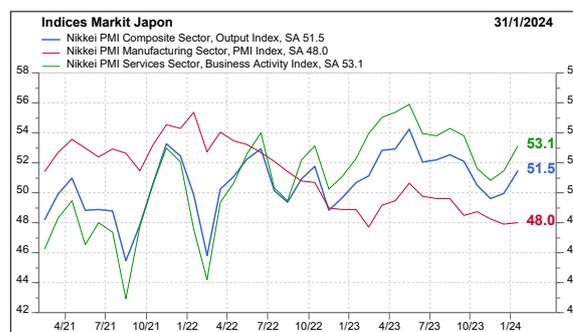
Japon : l'activité est revenue en zone d'expansion en janvier, le recul de l'inflation s'est poursuivi.

Selon les indices des directeurs d'achat de janvier, l'activité est revenue en expansion, avec une accélération dans les services alors que la contraction s'est très légèrement atténuée dans l'industrie.

La hausse des ventes de détail a ralenti en décembre de même que la baisse des revenus. Le taux de chômage a

JAPON - Données mensuelles	Jan-24	Dec-23	Nov-23	Oct-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	2.1	5.4	4.1
Taux de chômage (%)	-	2.4	2.5	2.5
Revenus (% a/a)	-	-4.3	-5.2	-3.2
Inflation (% a/a)	-	2.6	2.9	3.3
Production industrielle (% a/a)	-	1.0	-1.4	-1
Exportations (%a/a)	-	9.7	-0.2	2
Indice de Confiance des Consommateurs	38.0	37.2	36.1	35.7
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	0.8	-1.5	-1.4
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	48.0	47.9	48.3	48.7
Indice directeurs d'achats Services(%)	53.1	51.5	50.8	51.6

reculé. La production industrielle s'est rétablie en hausse avec un fort rebond des exportations. L'inflation totale a reflué de 2.9% à 2.6% mais elle est restée stable à 2.8% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est légèrement redressée.



Pays émergents : réaccélération du rythme d'expansion au Brésil, en Inde et léger effritement en Chine et en Russie.

Les prévisions de croissance des pays émergents ont été relevées pour 2023 et moins largement pour 2024. Comme celle des pays développés, l'expansion des BRIC serait moins soutenue en 2024 qu'en 2023. Selon les indices des directeurs d'achat de janvier, le rythme de la croissance a réaccélééré en Inde et au Brésil alors qu'il s'est légèrement effrité en Chine et en Russie.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2023	Rév.	2024	Rév.	2025	Rév.
Brésil	3.0%	-	1.6%	-	2.0%	-
Russie	2.5%	-0.5%	1.4%	0.1%	1.1%	-
Inde (année 31/03)	7.0%	-	6.8%	0.2%	6.3%	0.1%
Chine	5.2%	-	4.6%	0.1%	4.4%	0.1%
Emergents	3.9%	-	4.1%	0.1%	4.2%	-

Au Brésil, la hausse des ventes de détail a augmenté en novembre mais la hausse de la production industrielle s'est atténuée en décembre. Le taux de chômage et l'inflation ont poursuivi leurs reculs. Selon les indices des directeurs d'achat, l'activité globale est revenue en expansion en janvier dans l'industrie et dans les services.

de surcapacités. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité globale a été quasiment stable en janvier, avec une légère modération dans les services.

En Russie, en l'absence de statistiques économiques officielles, les indices des directeurs d'achat montrent une légère dégradation de l'expansion de l'activité globale en janvier, dans l'industrie et dans les services.

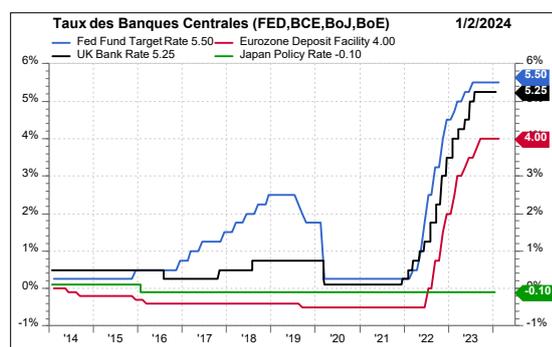
En Inde, la hausse de la production industrielle a fortement ralenti en novembre et l'inflation s'est redressée en décembre. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale a accéléré en décembre du fait des services malgré un ralentissement de celui-ci dans l'industrie.

En Chine, la croissance s'est établie à 5.2% sur un an au T4 c.4.9% au T3 mais elle a ralenti d'un trimestre sur l'autre. La hausse des ventes de détail a été plus faible en décembre mais la progression de la production industrielle a été plus forte grâce à l'amélioration des exportations. Le taux d'inflation est resté négatif, signe

BRIC - Données mensuelles		Jan-24	Dec-23	Nov-23	Oct-23
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	2.2	0.2
	Taux Chômage (%)	-	7.4	7.5	7.6
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	4.6	4.7	4.8
	Production Industrielle (%a/a)	-	1.0	1.3	1.1
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.8	48.4	49.4	48.6
Indice directeurs d'achats Services(%)	53.1	50.5	51.2	51.0	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Taux Chômage (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Inflation (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Production Industrielle (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	52.4	54.6	53.8	53.8
Indice directeurs d'achats Services(%)	55.8	56.2	52.2	53.6	
Inde	Inflation (% a/a)	-	5.7	5.6	4.9
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	2.4	11.6
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	56.5	54.9	56.0	55.5
	Indice directeurs d'achats Services(%)	61.8	59.0	56.9	58.4
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	7.4	10.1	7.6
	Inflation (% a/a)	-	-0.3	-0.5	-0.2
	Production Industrielle (% a/a)	-	6.8	6.6	4.6
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.8	50.8	50.7	49.5
	Indice directeurs d'achats Services(%)	52.7	52.9	51.5	50.4

Marchés de taux d'intérêt : message prudent des banques centrales et rebond des taux longs.

La FED et la BCE ont confirmé, lors de leurs réunions du mois de janvier, la poursuite de la pause dans leur politique monétaire. Le calendrier d'assouplissement monétaire reste toujours incertain. Le début de relâchement devrait, sauf élément exogène, avoir lieu dans le courant de l'année, mais les espoirs d'une baisse des taux dès mars ont été douchés par les discours des banquiers centraux, notamment celui de Jerome Powell à la fin du mois de janvier. La Fed, tout comme la BCE, restera fortement dépendante des statistiques économiques publiées et attendra des signaux clairs confirmant que l'inflation est maîtrisée avant d'envisager ses premières baisses de taux.



Les taux longs américains ont rebondi sur le mois de janvier, dans un environnement de doutes concernant l'ampleur de la baisse des taux directeurs. Les taux européens ont suivi le mouvement.

Les taux américains ont dépassé les 4% pour atteindre 4.2%, avant de baisser en fin de mois pour finalement revenir à 3.95%. En Europe, le mouvement a été similaire, le taux Allemand s'étant stabilisé à 2.18% à la fin du mois.

Le contexte nous a incité à rester prudents concernant nos prévisions. Nous les laissons donc inchangées à trois mois et à 6 mois pour les taux à 10 ans soit respectivement 4.25% et 4.50% aux Etats-Unis et 2.40% et 2.60% en zone euro. Le point maximum sans doute été atteint mais nous estimons qu'une dégrue durable des taux longs prendra un peu de temps.

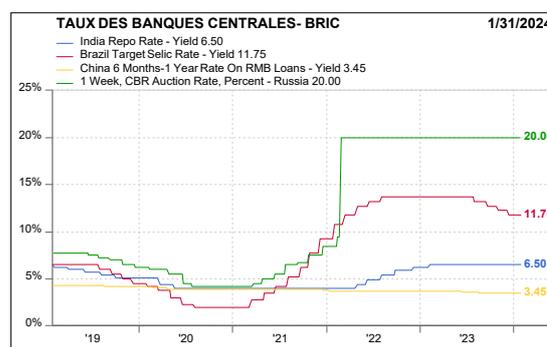
Lors du mois écoulé, les emprunts d'Etat ont baissé de 0.5% en moyenne en zone euro, ont été stables pour les Etats-Unis en dollar et ont progressé de 1.7% en euro. Les obligations émergentes baissent sur le mois de 0.5%.

Le marché du Crédit (obligations privées) a été mitigé. En Europe, les obligations Investment Grade ont baissé de -0.1% et celles à haut rendement de -0.6%. Aux Etats-Unis, les obligations Investment Grade baissent de -1.5% en dollar, et montent de 0.1% pour les hauts rendements. En euros, les variations respectives ont été de 0.2% et de 1.8%.

Ceci rend donc les prévisions de baisses de taux très incertaines. Une grande divergence demeure tout de même entre les attentes des marchés devenues un peu moins optimistes et les anticipations plus prudentes de baisse des taux des banques centrales.

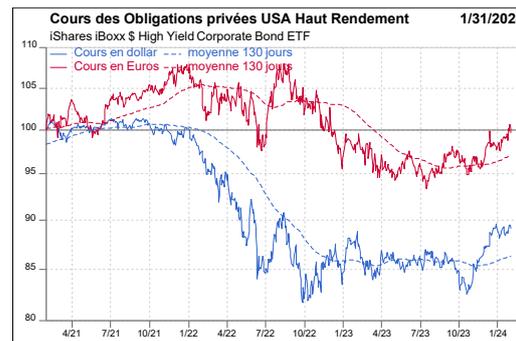
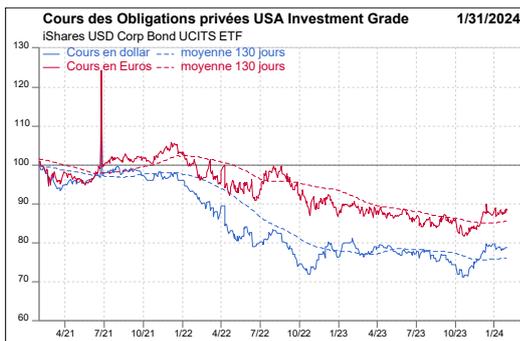
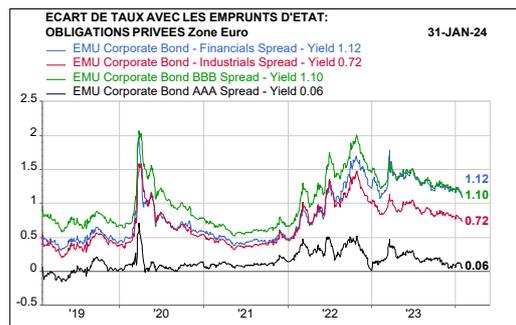
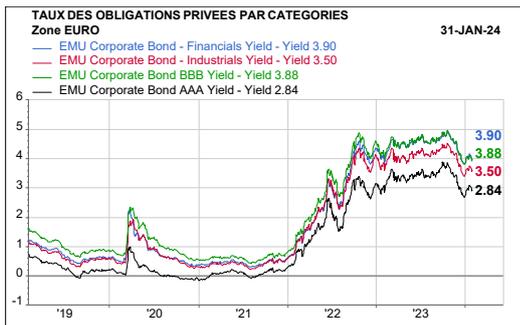
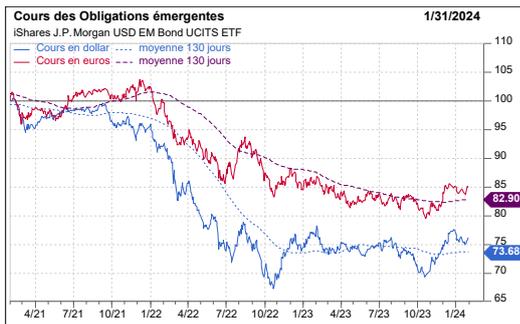
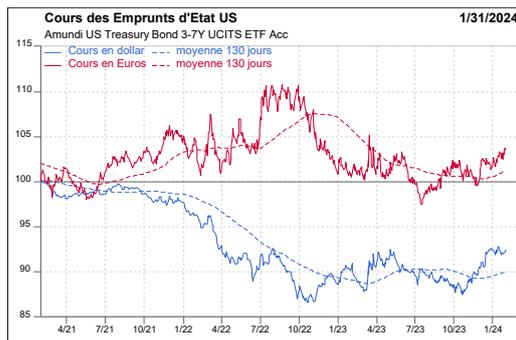
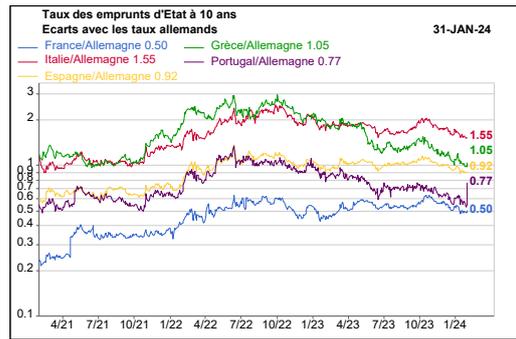
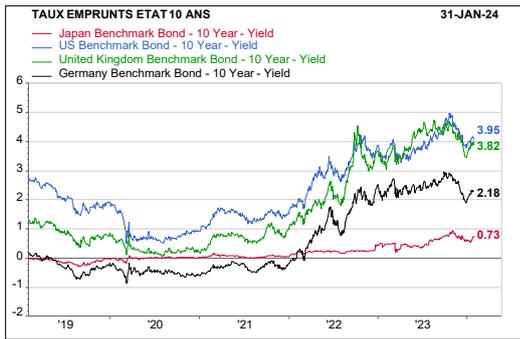
La plupart des autres grandes banques centrales des pays développés ont maintenu leur statu quo.

Le cycle de baisse de taux se poursuit pour les Banques centrales des pays émergents à l'image du Brésil qui a baissé à nouveau ses taux de 50 points de base lors de sa dernière réunion de février.



Taux à 10 ans au 31/01/2024	Taux en fin de mois	Var. brute mens.(bp)	Var.écart avec Allemagne
Etats-Unis	3.95	0.07	-0.10
Allemagne	2.18	0.18	-
France	2.68	0.15	-0.03
Espagne	3.10	0.14	-0.03
Italie	3.73	-0.01	-0.19
Portugal	2.95	0.33	0.16
Grèce	3.22	0.13	-0.05
Royaume-Uni	3.82	0.29	0.11
Japon	0.73	0.12	-0.05
Suisse	0.84	0.13	-0.04

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 31/01/2024	Var. Mois	Var.début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-0.5%	-0.5%	-0.5%
- les mieux notés	-0.7%	-0.7%	-0.7%
- les moins bien notés	-0.3%	-0.3%	-0.3%
- durée 1 à 3 ans	0.0%	0.0%	0.0%
-durée plus de 10 à 15 ans	-0.7%	-0.7%	-0.7%
Emprunts d'Etats USA (\$)	0.0%	0.0%	0.0%
Emprunts d'Etats USA (eur)	1.7%	1.7%	1.7%
Obligations émergentes (eur)	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Obligations privées Euro Inv.Grade	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Obligations privées Euro Haut Rendt	-0.6%	-0.6%	-0.6%
Obligations privées US Inv.Grade (\$)	-1.5%	-1.5%	-1.5%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	0.1%	0.1%	0.1%
Obligations privées US Inv.Grade (eur)	0.2%	0.2%	0.2%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	1.8%	1.8%	1.8%

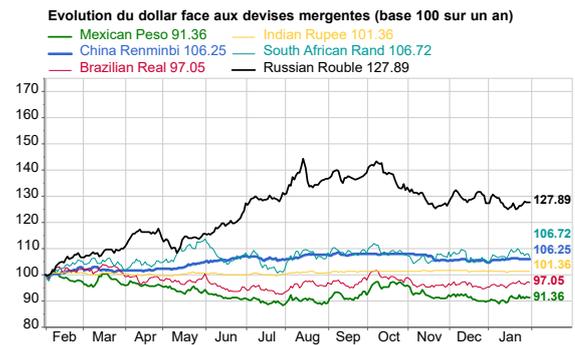
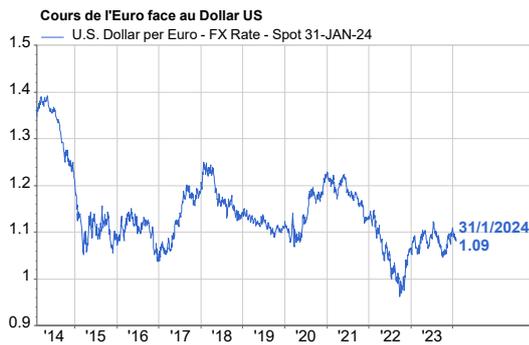


Marchés des Changes et Matières Premières : hausse du dollar et du pétrole, baisse des métaux.

La robustesse de l'économie américaine, tout comme des chiffres d'inflation globale un peu plus forts qu'attendus ont favorisé le dollar ce mois-ci. L'euro a été faible face au Sterling, à la Roupie et au Renminbi chinois. Il s'est raffermi face au Yen et au Franc Suisse.

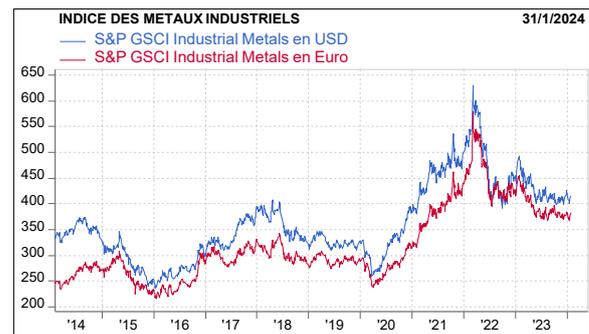
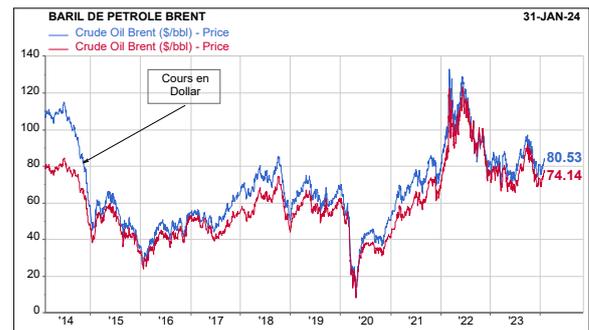
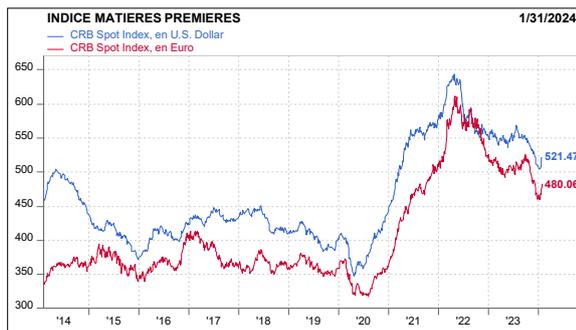
L'euro est reparti à la baisse par rapport au dollar. Ainsi, il n'a pas réussi à confirmer sa tendance haussière et les divergences persistantes entre les économies européenne et américaine pourraient continuer à exercer une pression négative sur son évolution.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 31/01/2024	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.09	1.7%	1.7%	1.7%
JPY - Japan Yen	158.78	-1.9%	-1.9%	-1.9%
CHF - Swiss Franc	0.93	-0.2%	-0.2%	-0.2%
GBP - Sterling.	0.85	1.6%	1.6%	1.6%
BRL - Brazilian Real	5.37	0.0%	0.0%	0.0%
RUB - Russian Rouble	97.49	1.3%	1.3%	1.3%
INR - Indian Rupee	90.21	1.9%	1.9%	1.9%
CNY-Chine Renminbi	7.80	0.5%	0.5%	0.5%



Les cours du pétrole rebondissent, les métaux industriels repartent à la baisse. La géopolitique et les rebondissements au Moyen-Orient, notamment les tensions en Mer Rouge et l'attaque d'une base américaine, ont entraîné une hausse des prix du pétrole ce mois-ci. Par ailleurs, l'or rebaisse en ce début d'année et semble avoir du mal à franchir ses plus hauts niveaux.

Matières Premières - Variation des cours				
Données au 31/01/2024	mensuelle en dollar	annuelle en dollar	mensuelle en euro	annuelle en euro
Métaux industriels: 415\$	-1.6%	-1.6%	0.1%	0.1%
Pétrole Brent: 80\$	3.7%	3.7%	5.4%	5.4%
Produits Agricoles 362\$	2.8%	2.8%	4.6%	4.6%
Once d'or: 2053\$	-1.2%	-1.2%	0.5%	0.5%
S&P GS Commodity	3.6%	3.6%	5.4%	5.4%



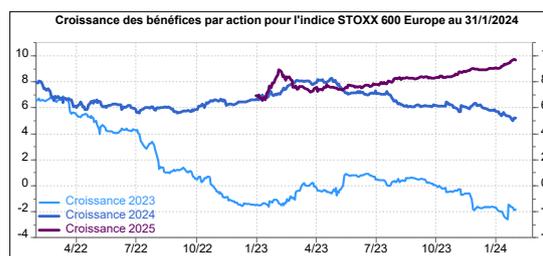
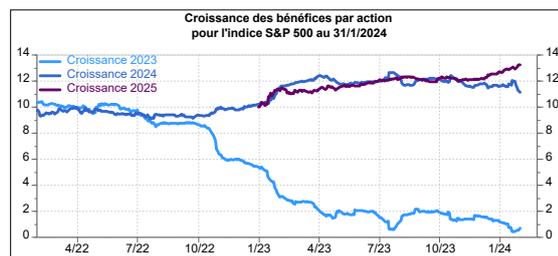
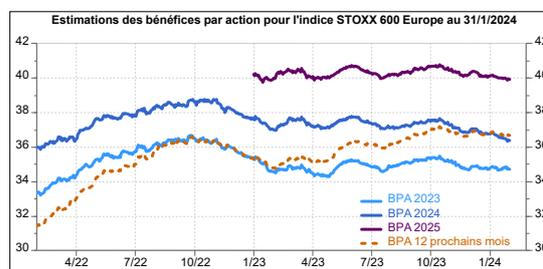
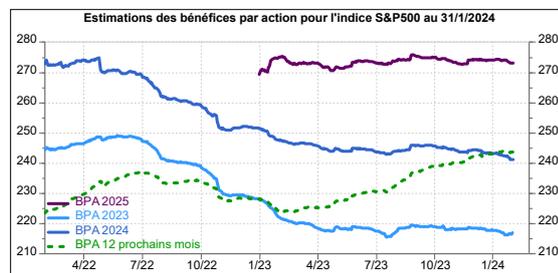
Résultats des entreprises: estimations de bénéfices revues à la baisse pour 2023 et 2024.

Aux Etats-Unis, après 57% de publications, les résultats du 4^{ème} trimestre s'affichent en baisse de 0.2% contre +4.8% au précédent. Ils ont été supérieurs aux attentes de 3.9% pour 77% des sociétés. En Europe, les résultats s'affichent en recul moyen de 17.9%, en dessous des attentes de 7.8% pour 40% des sociétés. Les réactions des cours ont été plutôt positives aux Etats-Unis et négatives en Europe.

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 n'est plus que de 0.7% contre 1.3% à fin décembre. Pour le Stoxx600, les bénéfices sont attendus en baisse de -1.8% contre -1.6% fin décembre. Pour 2024, la croissance bénéficiaire aux Etats-Unis s'établit à 11.1%, contre 11.7% le mois précédent et en Europe, elle atteint 5.2% contre 5.9%.

Publications du Q4 '23	% stés publiés	Var % 12m	Surprise (%)	% stés > attentes	% stés < attentes
S&P500 Bénéfices nets	57.1	-0.2	3.9	76.6	18.5
S&P500 Chif. d'affaires	57.1	4.1	1.3	67.7	31.9
STOXX600 Bénéf. nets	25.7	-17.9	-7.8	39.8	48.1
STOXX600 Chif. d'affaires	25.7	-8.6	1.8	51.7	46.7

Consensus FactSet au 31/01/2024	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations	
	2023(e)	2024(e)	2023(e)	2024(e)
EuroStoxx 50	0.9%	3.3%	-0.7%	-1.3%
Stoxx600 Europe	-1.8%	5.2%	-0.8%	-1.1%
CAC 40	-4.1%	3.8%	-2.4%	-1.7%
S&P 500	0.7%	11.1%	-0.7%	-1.0%
Nikkei 225	6.1%	18.4%	1.3%	0.9%



Sur le mois de janvier, les relèvements d'estimation de résultats les plus importants concernent les secteurs Immobilier, Services financiers et Services publics.

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

Révisions bénéficiaires mensuelles (moyenne 2023 et 2024)			
Indices au 31/01/2024	Révision sur un mois	Révision au 29/12/2023	Révision au 30/11/2023
STOXX Europe 600	-0.9%	-0.2%	-0.7%
Immobilier	10.3%	-2.1%	-13.8%
Services financiers	0.7%	-0.4%	-1.5%
Service Publics	0.5%	0.0%	-1.7%
Pétrole et Gaz	-4.2%	-1.3%	-2.4%
Chimie	-3.9%	-0.4%	-4.6%
Produits de base	-3.1%	-1.3%	-4.0%

Evolutions des secteurs européens: grandes valeurs et style Croissance à l'honneur.

Dans un marché européen dont le rebond a été très inégal, la hausse a touché les grandes capitalisations et les valeurs de style Croissance. Les moyennes ou petites capitalisations et les valeurs de style Value ont plutôt reculé.

Le bon comportement des secteurs de croissance (Technologie, Media, Santé, Biens de Consommation non cycliques) tient à leur bonne visibilité mais aussi aux bons résultats trimestriels publiés par des sociétés en Europe ou aux Etats-Unis. Les secteurs cycliques

(Pétrole, Produits de base, Chimie, Constructions, Automobile) ou la Distribution ont souffert des craintes pour l'activité consécutives à la remontée des taux longs qui a également affecté l'Immobilier et les Services Publics.

Les tendances absolues des secteurs se sont légèrement dégradées, quatre secteurs passant en tendance neutre et un en tendance négative. Les tendances relatives sont restées plus équilibrées avec quatre améliorations et cinq dégradations. Ces évolutions nous ont amenés à

relever nos notes des secteurs Tourisme & Loisirs, Santé, Biens et Services Industriels et Biens de consommation non cycliques et à abaisser celles des

secteurs Banques, Chimie, Services Publics et Distribution.

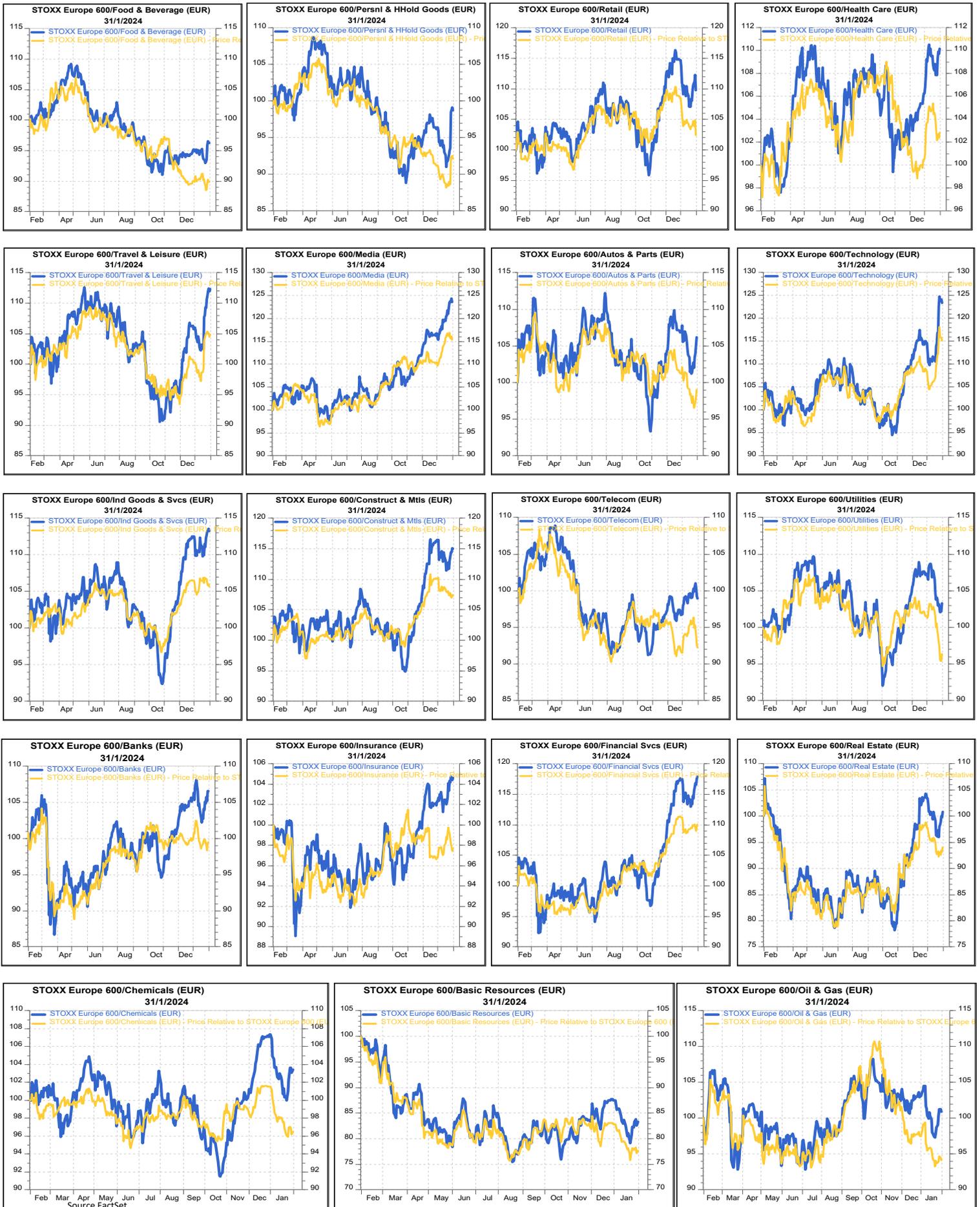
TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 31/01/2024	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2023	Variation Bén.Net par Act. 2024	PER 2023	Révision 1 mois (%) Bna 2023	Révision 1 mois (%) Bna 2024	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	1.4%	1.4%	-1.8%	5.2%	14.0	-0.8	-1.1			
Technologie	7.5%	7.5%	42.4%	2.5%	27.5	1.6	-5.7	6.7%	+	+
Tourisme-Loisirs	6.0%	6.0%	97.1%	8.5%	14	-0.4	-1.1	1.2%	+	↗ =
Media	5.9%	5.9%	8.6%	8.2%	21.9	0.5	0.0	1.5%	+	+
Santé	3.7%	3.7%	0.8%	7.9%	19.0	-0.6	-1.0	14.8%	=	↗ =
Biens de Conso.non cycl.	2.4%	2.4%	1.4%	7.1%	22.0	-1.3	-1.4	8.7%	=	↗ -
Assurance	2.3%	2.3%	29.8%	13.7%	11.3	-0.2	0.0	5.2%	=	=
Télécommunications	2.2%	2.2%	-15.1%	30.4%	17.1	-3.1	-1.9	2.5%	=	-
Alimentation/boissons	1.2%	1.2%	-1.1%	7.5%	19.7	-0.2	-1.0	4.7%	-	-
Banques	1.1%	1.1%	31.7%	-0.4%	6.5	0.2	0.3	8.7%	=	= ↘
Biens et Serv. Industriels	0.6%	0.6%	-7.1%	9.3%	19.6	-0.8	0.3	13.3%	+	+
Services financiers	0.3%	0.3%	55.7%	0.9%	12.3	0.2	1.3	3.8%	+	+
Automobile	-0.7%	-0.7%	0.8%	-5.2%	5.8	-0.4	-0.4	2.5%	=	=
Construction & matériaux	-1.2%	-1.2%	-0.7%	8.8%	15.9	-1.8	-0.8	3.9%	+	+
Pétrole et Gaz	-2.1%	-2.1%	-36.3%	-0.6%	7.8	-2.4	-5.9	4.5%	-	=
Immobilier	-2.5%	-2.5%	-0.9%	0.1%	15.0	12.5	8.1	1.4%	+	=
Chimie	-3.7%	-3.7%	-47.7%	21.5%	24.1	-2.3	-5.5	2.5%	=	↘ =
Service Publics	-3.8%	-3.8%	-5.4%	4.7%	12.8	0.6	0.4	4.0%	-	↘ =
Distribution	-4.3%	-4.3%	18.7%	12.9%	20.1	-0.5	-1.3	0.9%	=	↘ = ↘
Produits de base	-4.8%	-4.8%	-50.3%	7.7%	11.4	-7.9	1.7	2.3%	=	-

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

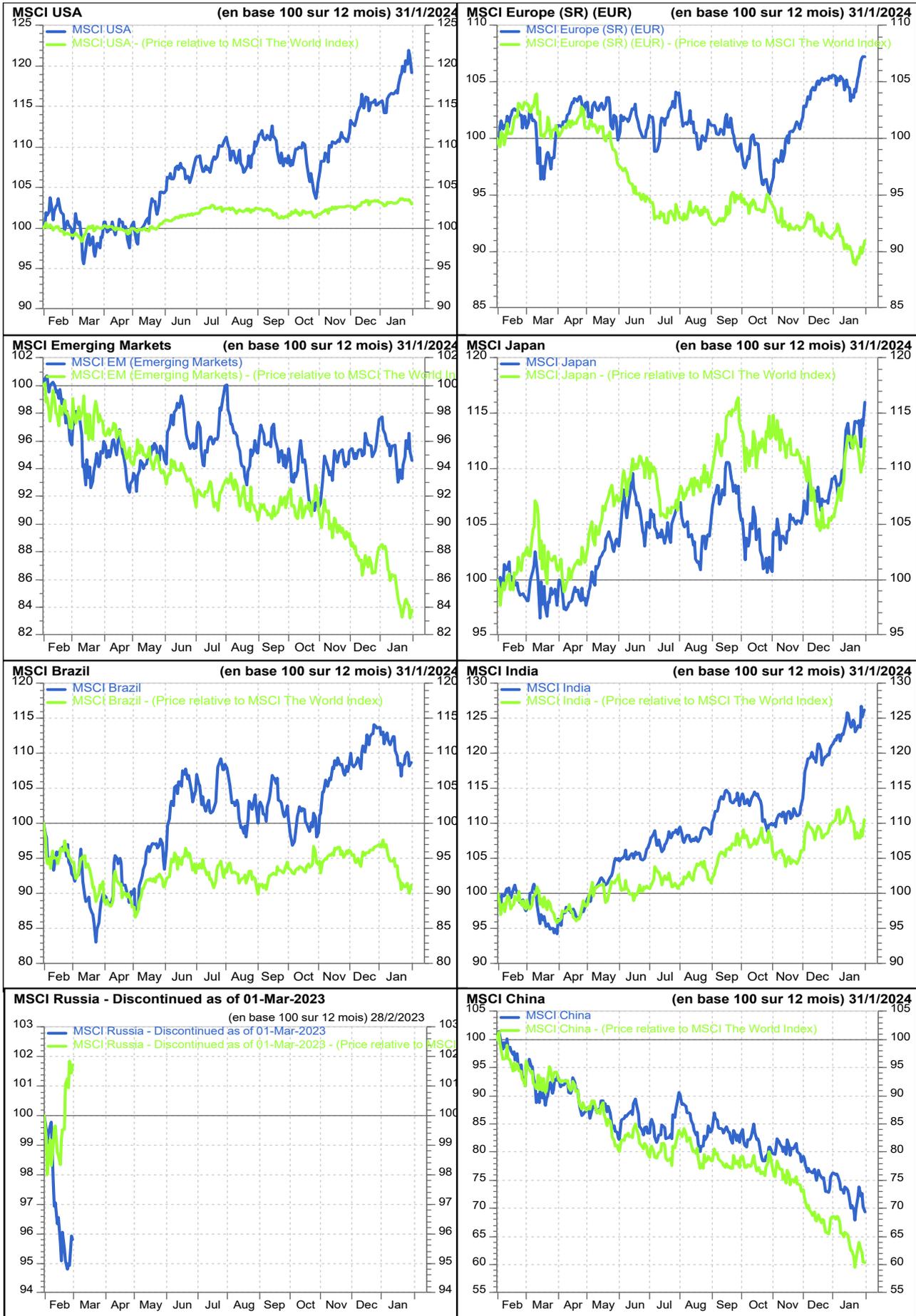
Evolution des marchés actions et des valorisations : poursuite du rebond des indices.

PERFORMANCES DES INDICES ACTIONS										
Données au 31/01/2024	Cours devises	Var. Mois en devise	Var. Mois en euro	Var. trimestre en devise	Var. an devise	Var. année en euro	Var BNA % 2023	Var BNA % 2024	PER 2023	Rendt 2023
MSCI World Index	2504.7	1.7%	2.9%	1.7%	1.7%	2.9%	-	-	-	-
MSCI USA	4618.9	1.5%	3.2%	1.5%	1.5%	3.2%	-	-	-	-
MSCI Europe	1940.9	1.2%	1.5%	1.2%	1.2%	1.5%	-	-	-	-
MSCI Japan	1568.3	8.5%	6.4%	8.5%	8.5%	6.4%	-	-	-	-
MSCI EM (Emerging Markets)	59371.6	-3.5%	-3.1%	-3.5%	-3.5%	-3.1%	-	-	-	-
S&P 500	4845.65	1.6%	3.3%	1.6%	1.6%	3.3%	0.72	11.14	22.69	1.4%
Nasdaq Composite	15164.0	1.0%	2.7%	1.0%	1.0%	2.7%	264.0	22.4	33.9	0.8%
STOXX Europe 600	485.7	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	-1.8	5.2	14.0	3.4%
Euro STOXX 50	4648.4	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	0.9	3.3	14.0	3.1%
STOXX Europe 50	4212.8	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	-4.7	4.4	15.1	3.2%
STOXX Europe Large 200	503.56	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-2.1	3.8	14.0	3.3%
STOXX Europe Mid 200	512.8	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-7.8	10.6	13.8	3.6%
STOXX Europe Small 200	322.1	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	18.6	10.8	14.4	2.9%
STOXX Europe TMI Growth	3200.4	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	-	-	-	-
STOXX Europe TMI Value	1481.7	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-	-	-	-
France CAC 40	7656.8	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-4.1	3.8	14.7	2.8%
Germany Dax	6689.1	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	-1.8	4.9	12.7	3.1%
FTSE MIB - Price	30744.2	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	-	-	-	-
Netherlands AEX	818.2	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-9.0	6.3	16.2	2.4%
IBEX 35	10077.7	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.5	6.1	11.4	4.6%
Switzerland SMI (PR)	11333.4	1.8%	1.5%	1.8%	1.8%	1.5%	-3.7	7.6	18.5	3.2%
FTSE 100	7630.6	-1.3%	0.2%	-1.3%	-1.3%	0.2%	-9.7	2.2	11.4	4.0%
Japan Nikkei 225	36286.7	8.4%	6.4%	8.4%	8.4%	6.4%	6.1	18.4	16.1	1.7%
Brazil Bovespa Index	127752.3	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-26.4	12.9	8.9	6.4%
SSE 180 Index - Price	7118.6	-4.1%	-3.6%	-4.1%	-4.1%	-3.6%	-	-	-	-
India S&P BSE SENSEX	71752.1	-0.7%	1.2%	-0.7%	-0.7%	1.2%	-	-	-	-
Russia RTS	955.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-	-

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



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



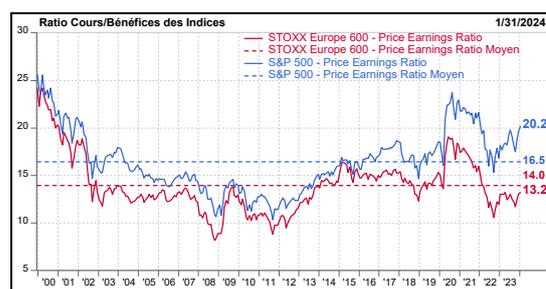
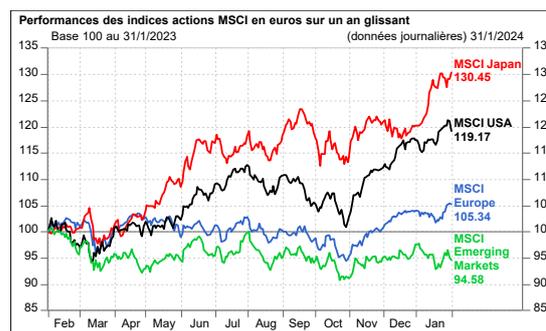
Les indices boursiers mondiaux exprimés en euros ont conclu le dernier mois en hausse, à l'exception des pays émergents. Parmi les grands marchés développés, la Bourse japonaise a été la plus performante, suivi des marchés américains.

La hausse du mois intervient dans un contexte de croissance toujours robuste aux Etats-Unis et de ralentissement en Europe. Le début du mois a été plus mouvementé en raison du rebond des taux longs et des inquiétudes concernant le rythme de ralentissement de l'inflation, et des craintes d'une prolongation du maintien des taux élevés par les banques centrales. Les marchés des pays développés parient toujours sur le soft landing et cette idée a été

Depuis le 29 décembre dernier, le PER à 12 mois des actions américaines a augmenté de 3% (de 19.6 à 20.2) avec des prévisions de bénéfice par action à 12 mois qui ont été relevées de 0.3%. En Europe, le PER est monté de 1.6% (de 13 à 13.2) avec des prévisions de bénéfices qui ont été réduites de 0.25%.

Ce mouvement montre que la confiance des investisseurs reste élevée et que l'aversion au risque continue de baisser.

renforcée par les publications économiques du mois écoulé.



Stratégie d'investissement : opinion sur les actions relevée à Neutre à court terme.

Les statistiques économiques publiées ont été plutôt meilleures qu'attendues et le scénario d'atterrissage en douceur réussi aux Etats-Unis reste privilégié par les investisseurs. Ceux-ci continuent à scruter la communication des Banques centrales qui n'ont pas modifié leur attitude encore réservée sur la date de la première diminution de leurs taux directeurs. L'embellie sur les marchés s'est poursuivie un mois de plus mais la question de sa durée se pose toujours.

Nous n'avons pas beaucoup modifié nos prévisions pour les indices actions au 30 juin et au 31 décembre, sauf pour le Nikkei japonais. **Une correction des Bourses en cours d'année au printemps ou à l'automne nous paraît toujours probable. Mais l'assouplissement des politiques monétaires au second semestre devrait leur permettre de rebondir et de progresser plus sensiblement en fin d'année. Au regard de nos prévisions actuelles, le potentiel de hausse résiduel des indices paraît assez faible et nous restons toujours circonspects sur la possibilité qu'ils puissent dépasser d'ores et déjà nos objectifs de fin d'année.**

Nous nous abstenons de relever globalement l'exposition en actions mais nous continuerons d'en renforcer le poids dans les portefeuilles peu investis chaque fois que des opportunités se présenteront.

Nous maintenons donc une certaine prudence dans nos recommandations. Cependant, compte tenu de la vigueur des actions américaines, que nous relevons à Surpondérer à court terme, nous adoptons également une position globale Neutre à court terme sur les

actions. Nous conservons une position Neutre à moyen terme. A cet horizon, nous préférons les actions américaines aux actions européennes et émergentes. Enfin, le regain de faiblesse du Yen nous amène à relever les actions japonaises à Neutre à court et moyen terme.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 31/01/2024	Prévision 30/06/2024	Prévision 31/12/2024
CAC40	7656.75	7000 →	8000 →
Eurostoxx 50	4648.40	4150 →	4800 →
S&P 500	4845.65	4350 →	5000 →
Nikkei	36286.71	32000 →	37500 ↗
Emprunts	31/01/2024	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	2.18	2.40 →	2.60 →
Taux 10 ans \$	3.95	4.25 →	4.50 →
Taux 10 ans Yen	0.73	0.75 →	1.00 →
Taux dépôts BCE	4.00	3.75 →	3.75 →
Taux FED	5.50	5.25 →	5.25 →
Taux BOJ	-0.10	-0.05 →	0.00 →
Monnaies	31/01/2024	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.09	1.09 ↘	1.12 ↗
Dollar/yen	146.18	143 →	137 →

Nous maintenons notre opinion Neutre à court et moyen terme sur les produits obligataires. Nous attendons que les taux longs remontent encore un peu pour relever nos notes sur les emprunts d'Etats. Mais nous avons déjà relevé celles des obligations à haut rendement européennes à Surpondérer à moyen terme.

CLASSE D'ACTIFS	Recommandation		Tendance	
	Court Terme	Moyen Terme	Court Terme	Moyen Terme
Actions (Monde)	Neutre	Neutre	↗	↗
Etats-Unis (couvert)	Sur pondérer	Sur pondérer	↗	↗
Europe	Sous pondérer	Neutre	↗	→
Japon (couvert)	Neutre	Neutre	↗	↗
Asie hors Japon	Neutre	Neutre	→	↘
Amérique Latine	Neutre	Neutre	↗	↗
Europe de l'Est	Sous pondérer	Sous pondérer		
Produits de taux et Produits Mixtes	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	Sur pondérer	↗	↗
Obligations Sociétés Europe (haut rendement)	Neutre	Sur pondérer	↗	↗
Obligations Convertibles Europe	Neutre	Neutre	↗	→
Sicav monétaires et liquidités	Sur pondérer	Neutre	↗	↗
Euro/Dollar	Neutre	Neutre	→	→
Or et Métaux Précieux	Neutre	Sur pondérer	↗	↗
Matières Premières Industrielles	Sous pondérer	Sous pondérer	→	↘

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

Allocation d'actifs d'un fonds patrimonial Equilibré : maintien du poids des actions.

Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin janvier, nous avons maintenu à l'identique l'exposition en actions, tout en abaissant le poids des Etats-Unis et

en remontant celui de l'Europe et des pays émergents. Parallèlement, nous avons augmenté le poids des produits de taux et abaissé celui des sicav monétaires.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	45.2		45.2	45.3	
	Etats-Unis	0	20	16.6	↘	16.9	16.7	47%
	Europe	10	60	24.1	↗	24.0	24.2	
	Japon	0	10	0.0	↗	0.0	0.0	
	Pays Emergents	0	10	4.5	↗	4.3	4.4	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	26.9	↗	26.4	26.5	
	Multi stratégie obligataire	0	30	18.4	↗	18.0	18.0	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	1.5		1.5	1.5	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	4.1		4.1	4.1	68%
	Obligations Pays Emergents	0	10	0.4		0.4	0.4	0%
	Obligations Sociétés Etats-Unis	0	10	0.5		0.5	0.5	40%
	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		
LIQUIDITES/DEVICES/MATIERESPREMIERES		0	60	27.9	↘	28.4	28.2	