



Stratégie d'Investissement – Mars 2024

Regain de confiance sur les marchés financiers.

Les marchés financiers ont accentué leur progression au mois de février avec une hausse de 4.5% en moyenne sur les indices actions malgré une petite remontée des taux d'intérêt à long terme de 0.3% aux Etats-Unis et 0.25% en Allemagne. L'embellie des Bourses s'est donc poursuivie encore un mois de plus et interpelle toujours les investisseurs. Le moteur de la hausse des cours a été la progression des multiples de valorisation qui reflète avant tout un regain de confiance des investisseurs et leur crainte de rester à l'écart du mouvement. Le scénario d'atterrissage en douceur réussi aux Etats-Unis reste privilégié et il gagne en puissance. Combien de temps peut durer cette hausse des Bourses ? A court terme, notre interprétation est inchangée. Après un rebond si rapide, une correction de 10% serait bienvenue et le printemps est généralement propice à ce genre de mouvements. A moyen terme, la poursuite de la tendance haussière qui commence à être envisagée, dépend encore de la réussite ou non du ralentissement en douceur et de la désinflation en 2024. Nous avons légèrement augmenté nos prévisions pour les indices actions au 31 décembre. Une correction des Bourses en cours d'année, au printemps ou à l'automne, nous paraît toujours probable mais, grâce aux Banques Centrales, les indices devraient rebondir au second semestre pour retrouver les niveaux actuels en fin d'année. Nous nous abstenons de renforcer globalement l'exposition en actions et attendons une correction pour l'envisager. D'ici là, nous continuerons de relever leur poids dans les portefeuilles peu investis chaque fois que des opportunités se présenteront. Nous maintenons une recommandation Neutre à court et moyen terme sur les actions et nous ne surpondérons que les actions américaines.

Les marchés financiers ont accentué leur progression au mois de février avec une hausse de 4.5% en moyenne sur les indices actions malgré une petite remontée des taux d'intérêt à long terme de 0.3% aux Etats-Unis et 0.25% en Allemagne.

Les données publiées sur l'inflation ont confirmé une lente décrue de celle-ci qui ne permet toujours pas d'envisager une baisse rapide des taux d'intérêt des grandes Banques centrales. Les anticipations des marchés se sont d'ailleurs atténuées pour se rapprocher de celles des banquiers centraux américains et européens, réduisant ainsi un facteur de risque que nous avons signalé. Par ailleurs, tant la FED que la BCE ont confirmé s'attendre à baisser les taux cette année. A leurs yeux, l'inflation des salaires semble également s'assagir, ce qui est de bon augure. Pour autant, le début et le rythme de la baisse des taux restent incertains mais la première pourrait intervenir juste avant l'été.

Au vu des indices des directeurs d'achat, l'activité mondiale a continué à se renforcer en février sous l'impulsion du dynamisme américain. Les prévisions de croissance pour 2024 ont été relevées. Cependant, le panorama détaillé a évolué. Le rythme de l'expansion semble légèrement marquer le pas aux Etats-Unis alors qu'en Europe, celui de la contraction s'atténue pour se rapprocher du niveau 0. L'industrie reste le point faible, ce qui pénalise l'Allemagne, seul grand pays de la zone où la situation continue à se dégrader. Dans les pays émergents, l'activité reste bien orientée au Brésil et en Inde alors que son rythme stagne en Chine.

En définitive, l'indice action Monde a progressé de 4.5% en euros, les indices américains et japonais de 5.6% et de 3.4%, l'Europe se contentant de 1.8%. Les principaux indices européens ont évolué en ordre dispersé (de -1.3% à +6% selon les places). Enfin, les indices émergents ont rebondi sensiblement de 5% grâce à la forte hausse des actions chinoises à la suite des mesures de soutien aux Bourses annoncées par les Autorités.

A l'issue de la période de publication des résultats du 4^{ème} trimestre, la lecture est différente selon les zones. Aux Etats-Unis, en moyenne, ils se sont avérés encore meilleurs qu'attendus et les commentaires des entreprises sur leurs perspectives ont été plutôt rassurants. En Europe, ils ont été majoritairement inférieurs aux attentes mais les bons résultats des très grandes valeurs internationales ont largement compensé cette tendance en termes d'impact sur les cours boursiers. Dans ces conditions, les estimations de résultats pour 2023 et 2024 ont été logiquement abaissées en Europe et relevées aux Etats-Unis.

L'embellie des Bourses s'est donc poursuivie un mois de plus et interpelle toujours les investisseurs.

Elle n'est pas le résultat de la baisse des taux longs ou d'anticipations d'un assouplissement monétaire plus prononcé. Les variations des prévisions de résultats l'expliquent un peu aux Etats-Unis mais certainement pas en Europe. **Le moteur de la hausse des cours a été la progression des multiples de valorisation qui reflète avant tout un regain de confiance des investisseurs et leur crainte de rester à l'écart du mouvement.**

La masse des liquidités, créées et injectées par les Banques Centrales à chaque crise depuis 2008 est toujours abondante. Même si elle a été réduite de 20%, elle est encore 5 fois plus importante qu'avant cette crise financière. Après être revenus en masse sur les sicav monétaires, les investisseurs institutionnels semblent commencer à renforcer leurs positions en action, en privilégiant les grandes valeurs à bonne visibilité et en particulier les valeurs technologiques liées à l'essor de l'intelligence artificielle. Compte tenu du poids important de toutes ces valeurs dans les indices, l'effet d'entraînement est immédiat.

Les craintes de ralentissement économique ou de persistance de l'inflation n'ont pas complètement disparu mais **le scénario d'atterrissage en douceur réussi aux Etats-Unis reste privilégié par les investisseurs et il gagne en puissance. Un des éléments réellement positifs est la reprise des gains de productivité aux Etats-Unis qui pourraient compenser les hausses de salaires tout en ménageant le pouvoir d'achat. Le renchérissement des actions trouverait ainsi une explication par le retour de la confiance. La question qui se pose alors est combien de temps peut durer cette hausse des Bourses ?**

A court terme, notre interprétation est inchangée. Après un rebond si rapide, une correction de 10% serait bienvenue et le printemps est généralement propice à ce genre de mouvements. A moyen terme, l'évolution du contexte américain où l'activité devient de plus en plus pérenne, amène les investisseurs à relever leurs objectifs de cours et à espérer une poursuite de la tendance haussière interrompue seulement par des corrections momentanées. Il est vrai que les niveaux de valorisation n'ont pas atteint ceux des bulles spéculatives de 1987 ou 2000 ! Evidemment, la situation économique en Europe est loin d'être florissante et de pouvoir reconforter le moral des investisseurs. Mais, comme nous l'avons déjà vu, la hausse est alimentée par les grandes valeurs dont l'activité dépend en grande partie de la croissance mondiale. **Néanmoins, la poursuite de la tendance haussière à moyen terme dépend encore de la réussite ou non du ralentissement en douceur et de la désinflation en 2024.**

Certains facteurs de doute, comme l'ampleur des dettes publiques ou le risque géopolitique, sont passés au second plan pour les investisseurs internationaux qui se concentrent sur les Etats-Unis ou le Japon. Enfin, les autres facteurs d'incertitude évoqués ici, comme la rentabilité et l'endettement des entreprises, les relations commerciales Chine/Europe ou Chine/US ne sont pas pris en compte pour l'instant.

A ce titre, la très probable victoire de Donald Trump aux élections présidentielles de novembre (sauf empêchement judiciaire) peut constituer à tout moment un catalyseur de correction boursière. Mais, il faut rappeler que son premier mandat a été jugé positif pour l'économie, pour le contribuable américain et pour Wall Street.

Comme le mois dernier, nous excluons l'hypothèse d'une très forte correction des indices à court terme sauf accident exogène majeur (climatique, géologique ou géopolitique) qui viendrait bousculer les prévisions économiques et financières. **Mais la poursuite de la hausse augmente la probabilité d'une correction ordinaire (5 à 10%) dans les prochains mois.**

Nous avons légèrement augmenté nos prévisions pour les indices actions au 31 décembre. 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 retrouver les niveaux actuels en fin d'année. Le potentiel de hausse résiduel des indices paraît assez faible à court terme et nous restons toujours circonspects sur la possibilité qu'ils puissent dépasser durablement et dès maintenant nos objectifs de fin décembre.

Nous nous abstenons de renforcer globalement l'exposition en actions et attendons une correction pour l'envisager. D'ici là, nous continuerons de relever leur poids dans les portefeuilles peu investis chaque fois que des opportunités se présenteront.

Nous maintenons une recommandation Neutre à court et moyen terme sur les actions et nous ne surpondérons que les actions américaines. A très court terme, la faible valorisation des actions européennes pourrait entraîner un léger rattrapage par rapport aux indices américains.

Nous maintenons notre opinion Neutre à court et moyen terme sur les produits obligataires avec une légère préférence pour le Crédit européen. La petite remontée des taux longs européens permet de commencer à s'intéresser aux Emprunts d'Etat à moyen terme.

Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin février, nous avons abaissé l'exposition en actions, en abaissant le poids des Etats-Unis, de l'Europe et du Japon. Parallèlement, nous avons augmenté le poids des produits de taux et plus marginalement celui de l'or.

Vincent GUENZI

Directeur de la Stratégie d'Investissement

Achévé de rédiger le 8 mars 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: poursuite de l'amélioration de l'activité mais de manière plus différenciée.

Les prévisions de croissance pour 2024 ont été fortement relevées aux Etats-Unis et abaissées au Japon. De ce fait, la croissance mondiale atteindrait 2.8% contre 2.7% précédemment. Le rythme d'activité prévu continue à s'afficher en baisse par rapport à 2023 sauf dans les pays émergents. L'horizon semblerait s'éclaircir et rend ces prévisions plus crédibles.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var. sur 1 an	2023	Rév.	2024	Rév.	2025	Rév.
Etats-Unis	2.5%	0.1%	2.0%	0.5%	1.7%	-
Zone Euro	0.5%	-	0.5%	-	1.4%	-
Japon	1.9%	-0.1%	0.7%	-0.1%	1.1%	0.1%
Emergents	4.0%	0.1%	4.1%	-	4.2%	-
Monde	3.0%	0.1%	2.8%	0.1%	2.9%	-

Etats-Unis: le rythme de l'activité a ralenti en février et le reflux de l'inflation s'est poursuivi en janvier.

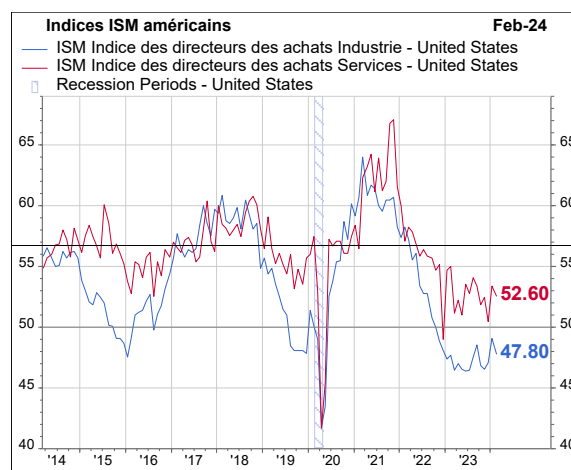
La seconde estimation du PIB au T4 a été légèrement abaissée de 3.3% à +3.2% en rythme annualisé c. +4.9% au T3. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité s'est infléchi en février avec un tassement dans les services et une contraction plus forte dans l'industrie.

La progression des ventes de détail a chuté en janvier alors que la hausse des revenus des ménages s'est maintenue, entraînant une légère hausse du taux d'épargne. Le rebond de la production industrielle s'est

étioilé et les commandes de biens durables se sont repliées. L'activité immobilière s'est un peu tassée. L'inflation totale a reculé à 3.1% mais elle s'est stabilisée, hors alimentation & énergie, à 3.9%. La confiance des ménages a baissé plus que prévu en février et les indicateurs avancés sont toujours mal orientés. Le taux de chômage a augmenté pour la 1^{ère} fois depuis 4 mois et les créations d'emplois ont été mitigées, les révisions à la baisse des 2 mois précédents dépassant la bonne surprise de février.

USA- Données mensuelles	Feb-24	Jan-24	Dec-23	Nov-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	0.6	5.3	3.6
Revenus (% a/a, sa)	-	4.8	4.8	4.7
Taux d'épargne (%)	-	3.8	3.7	4.1
Taux de chômage (%)	3.9	3.7	3.7	3.7
Variat. de l'emploi non agricole ('000)	275	229	290	182
Permis de construire (millions)	-	1.49	1.49	1.47
Mise en chantiers (millions)	-	1.33	1.56	1.51
Ventes de maisons neuves (millions)	-	0.66	0.65	0.61
Case-Shiller Home Price Index (20-city)	-	-	317.4	318.3
Inflation (%a/a, sa)	-	3.1	3.3	3.1
Production industrielle (% a/a, sa)	-	0.0	1.2	-0.4
Commande biens durables (% m/m, sa)	-	-6.2	-0.3	5.4
Ind. Confiance des consom. Conf. Board	106.7	110.9	108.0	101.0
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	47.8	49.1	47.1	46.6
Indice directeurs d'achats Services (%)	52.6	53.4	50.5	52.5
Indice des indicateurs avancés (%m/m)	-	-7.0	-7.1	-7.6

Indices ISM : infléchissement du rythme d'activité en février.

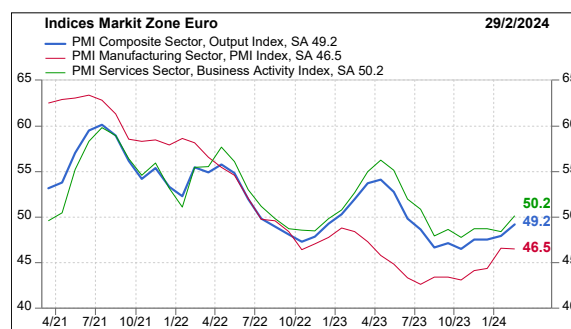


Zone Euro: la contraction de l'activité s'est encore atténuée en février, l'inflation poursuit son recul.

La croissance du PIB au T4 a été confirmée à 0%. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de contraction de l'activité globale s'est fortement atténué en février grâce aux services alors que l'amélioration a pris fin dans l'industrie. L'activité se redresse dans tous les grands pays sauf en Allemagne.

Le repli des ventes de détail s'est poursuivi en janvier alors que la production industrielle a rebondi en décembre. Les évolutions des différents indicateurs de sentiment restent mitigées. Le taux de chômage a baissé. L'inflation totale a reculé en février, en global, mais aussi hors alimentation et énergie, de 3.3% à 3.1%.

EUROZONE - Données mensuelles	Feb-24	Jan-24	Dec-23	Nov-23
Ventes de détail (%a/a) ex autos	-	-0.8	-0.7	-0.7
Taux de chômage (%)	-	6.4	6.5	6.5
Inflation (% a/a)	2.6	2.8	2.9	2.4
Production industrielle (% a/a)	-	-	1.2	-5.4
Indice Confiance Consommateur (%bal)	-15.5	-16.1	-15.1	-17.0
Indice de Sentiment Economique	95.4	96.1	96.4	94.2
Indice IFO (2000=100)	83.8	84.6	85.0	86.5
Indice ZEW Economic Sentiment (% bal)	19.9	15.2	12.8	9.8
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	46.5	46.6	44.4	44.2
Indice directeurs d'achats Services (%)	50.2	48.4	48.8	48.7

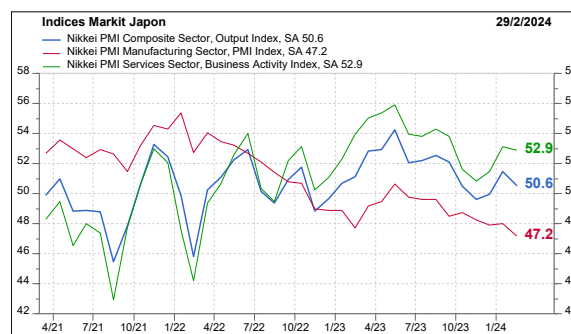


Japon : l'expansion de l'activité a ralenti en février, la baisse de l'inflation s'est poursuivie.

Comme attendu, le recul du PIB s'est atténué au 4^{ème} trimestre à -0,4% en rythme annualisé c. -3.3% au T3. Selon les indices des directeurs d'achat de janvier, l'activité s'est rapprochée de la stagnation, avec une moindre expansion dans les services alors que la contraction s'est amplifiée dans l'industrie.

JAPON - Données mensuelles	Feb-24	Jan-24	Dec-23	Nov-23
Ventes de détail (% a/a, sa)	-	2.3	2.3	5.4
Taux de chômage (%)	-	2.4	2.5	2.5
Revenus (% a/a)	-	-7.7	-4.3	-5.2
Inflation (% a/a)	-	2.1	2.6	2.9
Production industrielle (% a/a)	-	-3.2	0.6	-1
Exportations (%a/a)	-	11.9	9.7	0
Indice de Confiance des Consommateurs	39.1	38.0	37.2	36.1
Indice des indicateurs avancés (% a/a)	-	1.6	1.2	-1.2
Indice directeurs d'achats Industrie (%)	47.2	48.0	47.9	48.3
Indice directeurs d'achats Services(%)	52.9	53.1	51.5	50.8

La hausse des ventes de détail s'est stabilisée en janvier alors que la baisse des revenus s'est accrue. Le taux de chômage a reflué. La production industrielle a rechuté malgré le fort rebond des exportations. L'inflation totale a reculé de 2.6% à 2.1% et de 2.8% à 2.6% hors alimentation et énergie. La confiance des consommateurs s'est légèrement redressée.



Pays émergents : le rythme d'expansion accélère au Brésil, se modère en Inde et en Russie et reste stable en Chine.

Les prévisions de croissance des grands pays émergents ont été légèrement relevées pour 2024 et restent plus mitigées pour 2025. Selon les indices des directeurs d'achat de février, le rythme de la croissance a accéléré au Brésil, il s'est modéré en Inde et en Russie et il s'est stabilisé en Chine pour la deuxième fois consécutive.

Croissance économique (consensus Bloomberg) prévision et révision mens.						
Var.sur 1 an	2023	Rév.	2024	Rév.	2025	Rév.
Brésil	3.0%	-	1.7%	0.1%	2.0%	-
Russie	3.3%	0.8%	1.8%	0.4%	1.0%	-0.1%
Inde (année 31/03)	7.0%	-	6.9%	0.1%	6.4%	0.1%
Chine	5.2%	-	4.6%	-	4.3%	-0.1%
Emergents	4.0%	0.1%	4.1%	-	4.2%	-

Au Brésil, la croissance s'est établie à +2.1% sur un an au T4 c. +2.0% au T3. La hausse des ventes de détail a ralenti en décembre mais la hausse de la production industrielle s'est accentuée en janvier. Le taux de chômage a rebondi et l'inflation a poursuivi son recul. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité globale s'est accentué en février, dans l'industrie et dans les services.

En Russie, en l'absence de statistiques économiques officielles, les indices des directeurs d'achat montrent un ralentissement du rythme d'expansion de l'activité globale en février provenant des services alors que celui de l'industrie a accéléré.

En Inde, la croissance s'est établie à +8.4% sur un an au T4 c. +8.1% au T3. La hausse de la production industrielle s'est redressée en décembre et l'inflation a rechuté en janvier. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme de croissance de l'activité globale s'est effrité en février du fait des services alors que l'expansion s'est légèrement accentuée dans l'industrie.

En Chine, les statistiques habituelles (ventes de détail, production industrielle) ne sont pas disponibles compte tenu des fêtes du Nouvel An chinois. La déflation s'est

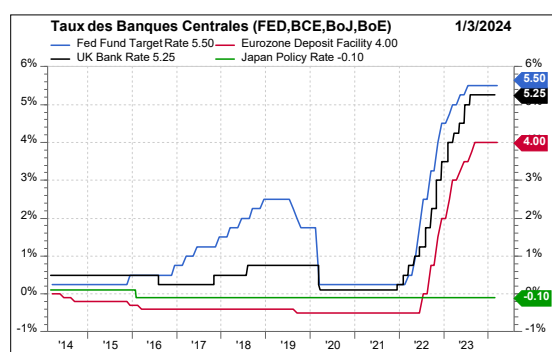
amplifiée sous le poids des surcapacités de production. Selon les indices des directeurs d'achat, le rythme d'expansion de l'activité globale a été encore stable en février, avec une légère modération de la croissance dans les services et une amélioration modeste dans l'industrie.

BRIC - Données mensuelles		Feb-24	Jan-24	Dec-23	Nov-23
Brésil	Ventes détail Volume (%a/a)	-	-	1.3	2.5
	Taux Chômage (%)	-	7.6	7.4	7.5
	Inflation (IPCA, % a/a)	-	4.5	4.6	4.7
	Production Industrielle (%a/a)	-	3.6	1.0	1.3
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	54.1	52.8	48.4	49.4
Indice directeurs d'achats Services(%)	54.6	53.1	50.5	51.2	
Russie	Ventes détail Volume (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Taux Chômage (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Inflation (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Production Industrielle (% a/a)	0.0	0.0	0.0	0.0
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	54.7	52.4	54.6	53.8
Indice directeurs d'achats Services(%)	51.1	55.8	56.2	52.2	
Inde	Inflation (% a/a)	-	5.1	5.7	5.6
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	3.8	2.4
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	56.9	56.5	54.9	56.0
	Indice directeurs d'achats Services(%)	60.6	61.8	59.0	56.9
Chine	Ventes détail Volume (% a/a)	-	-	7.4	10.1
	Inflation (% a/a)	-	-0.8	-0.3	-0.5
	Production Industrielle (% a/a)	-	-	6.8	6.6
	Indice directeurs d'achats Industrie (%)	50.9	50.8	50.8	50.7
	Indice directeurs d'achats Services(%)	52.5	52.7	52.9	51.5

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

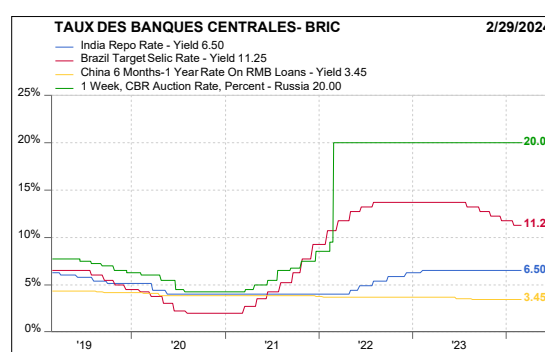
Depuis leurs réunions du mois de janvier, la FED et la BCE ont laissé leur politique monétaire inchangée et le calendrier de l'assouplissement monétaire reste toujours incertain. Compte tenu des évolutions récentes de l'inflation, les espoirs d'une baisse des taux dès mars ne sont plus d'actualité mais une première baisse dès cet été est possible selon le président de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic, « si les choses se passent comme prévu ».

Cela signifie que 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 prévisions de baisses de taux demeurent donc incertaines. Une légère divergence subsiste entre les attentes des marchés plus optimistes (bien qu'ayant été fortement réduites) 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, tout comme les principaux pays émergents.



Les taux longs américains ont poursuivi leur rebond sur le mois de février, dans un environnement de doutes concernant l'inflation et l'ampleur de la baisse des taux directeurs, alors que la résilience de l'économie se confirme. Les taux européens ont suivi le mouvement. Les taux américains ont dépassé à nouveau les 4% pour atteindre 4.24%, en fin de mois. En Europe, le mouvement a été similaire, le taux Allemand s'étant stabilisé à 2.42% à la fin du mois.

Le contexte nous a incité à abaisser nos prévisions à 6 mois mais nous laissons inchangées nos prévisions à 3 mois. Nos prévisions pour les taux à 3 mois et 6 mois sont désormais respectivement de 4.25% et 3.90% aux Etats-Unis et 2.40% et 2.00% en zone euro. Le point maximum a sans doute été atteint mais nous estimons qu'une décrue durable des taux longs prendra un peu de temps.

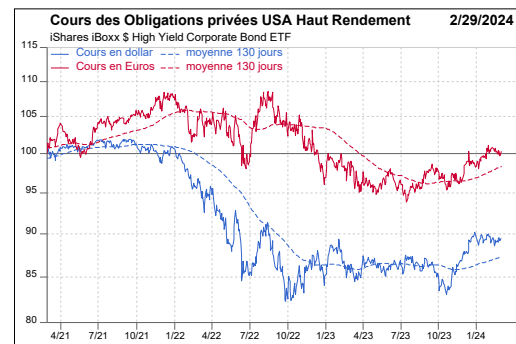
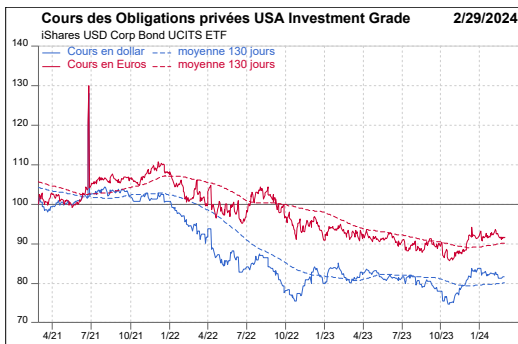
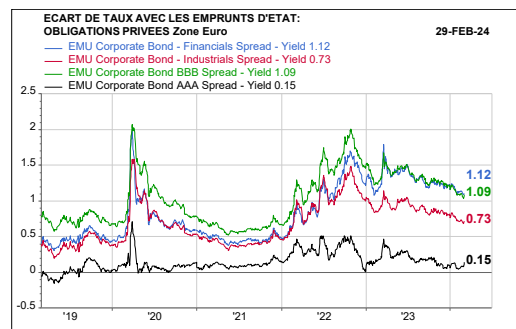
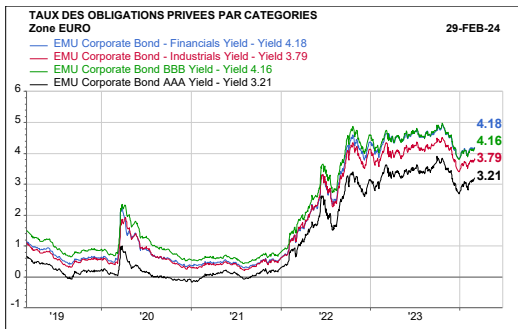
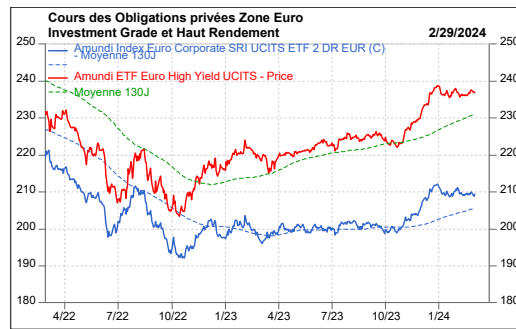
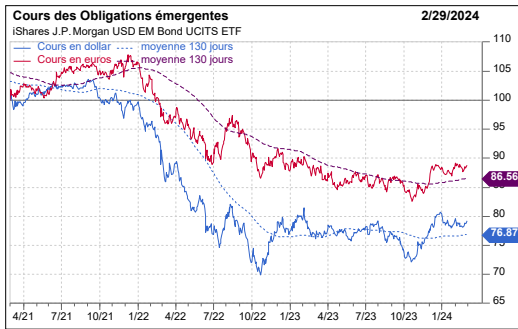
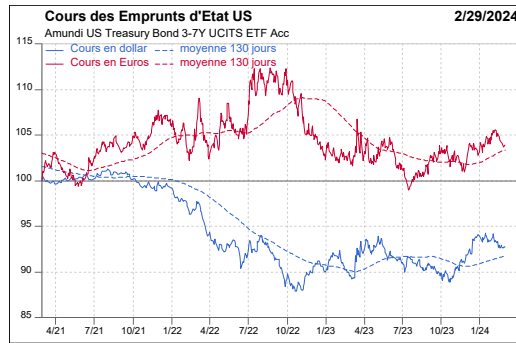
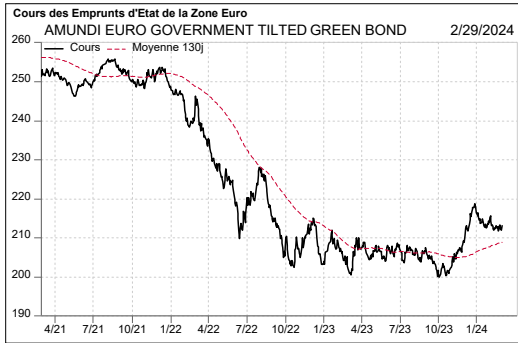
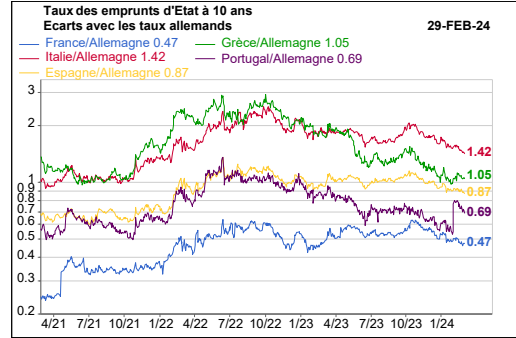
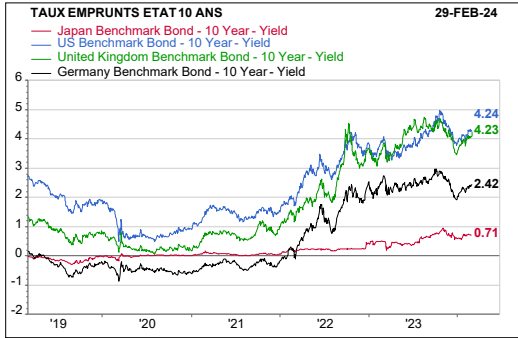
Lors du mois écoulé, les emprunts d'Etat ont baissé de 1% en moyenne en zone euro, de -1.4% aux Etats-Unis en dollar et de -1% en euro. Les obligations émergentes montent sur le mois de 1.2%.

Les évolutions du marché du Crédit (obligations privées) ont été négatives. En Europe, les obligations Investment Grade ont baissé de -0.8% et celles à haut rendement ont été stables. Aux Etats-Unis, les obligations Investment Grade baissent de -0.9% en dollar, et de -0.2% pour les hauts rendements. En euros, les variations respectives ont été de -0.6% et de +0.2%.

La consolidation des derniers mois n'a pas affecté la tendance haussière à moyen terme des produits de taux.

Taux à 10 ans au 29/02/2024	Taux en fin de mois	Var. brute mens. (bp)	Var. écart avec Allemagne
Etats-Unis	4.24	0.29	0.05
Allemagne	2.42	0.24	-
France	2.89	0.21	-0.03
Espagne	3.29	0.20	-0.05
Italie	3.84	0.11	-0.13
Portugal	3.10	0.15	-0.09
Grèce	3.47	0.24	0.00
Royaume-Uni	4.23	0.41	0.17
Japon	0.71	-0.02	-0.26
Suisse	0.82	-0.02	-0.26

PERFORMANCES DES PRODUITS DE TAUX			
Données au 29/02/2024	Var. Mois	Var. début Trimest.	Var. Année
Emprunts d'Etats Zone Euro	-1.0%	-1.6%	-1.6%
- les mieux notés	-1.4%	-2.1%	-2.1%
- les moins bien notés	-0.9%	-1.2%	-1.2%
- durée 1 à 3 ans	-0.6%	-0.6%	-0.6%
- durée plus de 10 à 15 ans	-1.2%	-1.9%	-1.9%
Emprunts d'Etats USA (\$)	-1.4%	-1.4%	-1.4%
Emprunts d'Etats USA (eur)	-1.0%	0.7%	0.7%
Obligations émergentes (eur)	1.2%	0.7%	0.7%
Obligations privées Euro Inv. Grade	-0.8%	-1.0%	-1.0%
Obligations privées Euro Haut Rendt	0.0%	-0.6%	-0.6%
Obligations privées US Inv. Grade (\$)	-0.9%	-2.4%	-2.4%
Obligations privées US Haut Rendt (\$)	-0.2%	-0.1%	-0.1%
Obligations privées US Inv. Grade (eur)	-0.6%	-0.4%	-0.4%
Obligations privées US Haut Rendt (eur)	0.2%	2.0%	2.0%



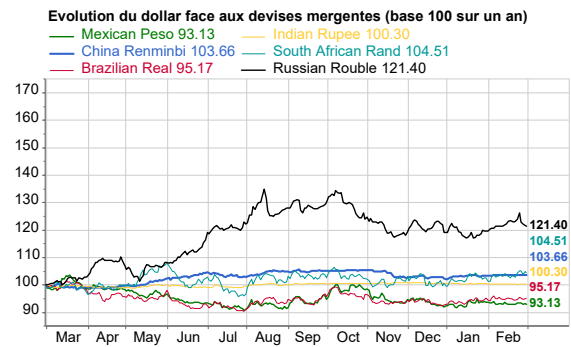
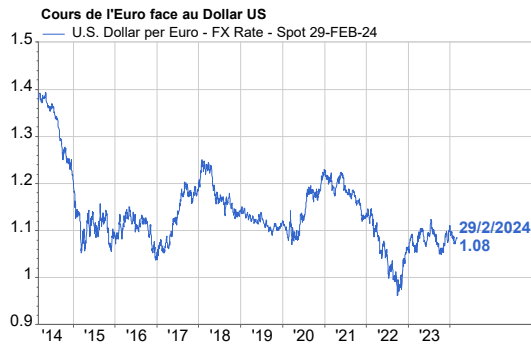
Source Factset

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

La robustesse de l'économie américaine et les chiffres d'inflation globale un peu plus forts qu'attendus ont favorisé le dollar, tout comme le mois précédent. L'euro a été ferme face au Yen, au Franc suisse et au Sterling. Le Renminbi chinois et la Roupie indienne ont été un peu plus ferme que l'euro.

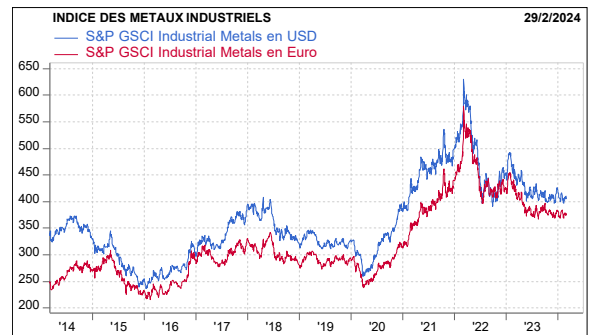
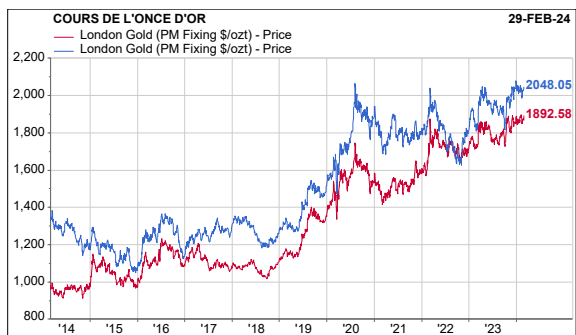
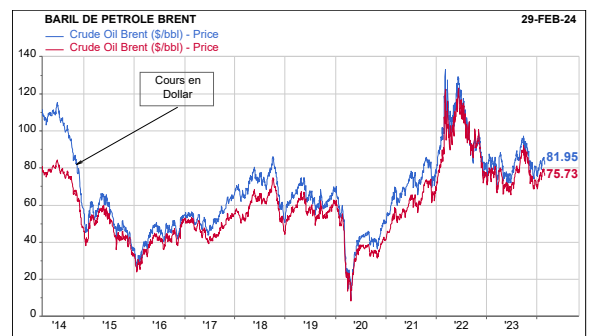
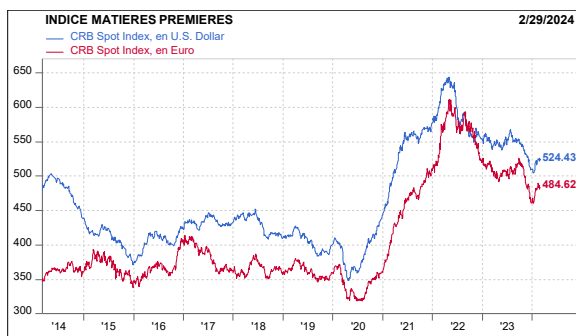
L'euro continue de perdre du terrain par rapport au dollar, mais il a connu un petit rebond sur la deuxième partie du mois. Ce rebond semble pour le moment fragile eu égard aux divergences persistantes entre les économies européenne et américaine qui exercent une pression négative sur son évolution.

Variation des devises face à l'Euro				
Données au 29/02/2024	Cours pour un euro	Variation Mois	Variation Trimest.	Variation Année
USD - US Dollar	1.08	0.4%	2.1%	2.1%
JPY - Japan Yen	161.97	-2.0%	-3.8%	-3.8%
CHF - Swiss Franc	0.95	-2.2%	-2.4%	-2.4%
GBP - Sterling.	0.86	-0.3%	1.3%	1.3%
BRL - Brazilian Real	5.38	-0.2%	-0.2%	-0.2%
RUB - Russian Rouble	98.58	-1.1%	0.2%	0.2%
INR - Indian Rupee	89.73	0.5%	2.4%	2.4%
CNY-Chine Renminbi	7.78	0.2%	0.6%	0.6%



Les cours du pétrole et les métaux industriels sont en baisse sur le mois. Les tensions au Moyen-Orient sont reléguées au second plan. Les prévisions de recul de la consommation de produits raffinés ont entraîné une baisse du prix du baril en début de mois. Mais les cours se sont redressés à l'annonce des nouvelles réductions de la production des membres de l'OPEP+ en particulier l'Arabie Saoudite et la Russie. L'or poursuit sa baisse sur le mois et reste sous ses plus hauts niveaux sans le franchir.

Matières Premières - Variation des cours				
Données au 29/02/2024	mensuelle en dollar	annuelle en dollar	mensuelle en euro	annuelle en euro
Métaux industriels: 410\$	-1.3%	-2.9%	-0.9%	-0.8%
Pétrole Brent: 81\$	-1.2%	5.5%	-0.9%	7.7%
Produits Agricoles 359\$	-0.9%	1.9%	-0.6%	4.0%
Once d'or: 2048\$	-0.3%	-1.5%	0.1%	0.6%
S&P GS Commodity	0.5%	4.2%	0.9%	6.3%



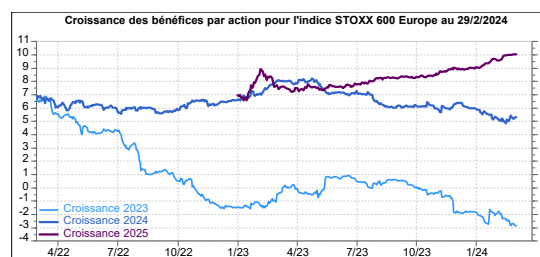
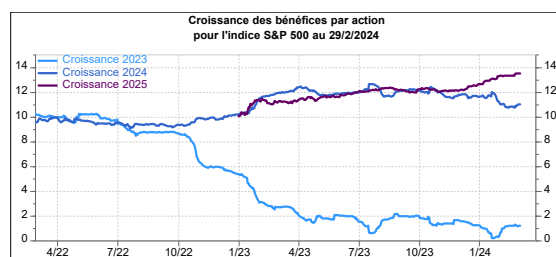
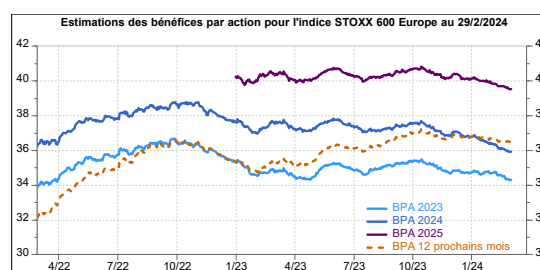
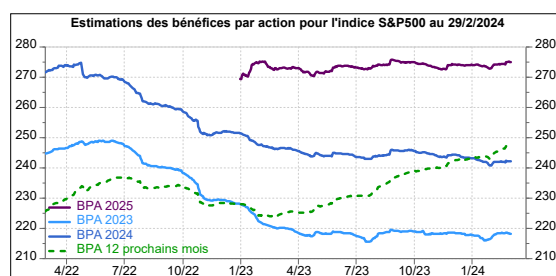
Résultats des entreprises: baisse des estimations en Europe et relèvement aux Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, à l'issue des publications, les résultats du 4^{ème} trimestre s'affichent en hausse de 4% contre une baisse de 0.2% au mois précédent. Ils ont été supérieurs aux attentes de 4.7% pour 74% des sociétés. En Europe, les résultats s'affichent en recul moyen de 15%, en dessous des attentes de 10% en moyenne pour 46% des sociétés. Les réactions des cours ont été plutôt positives.

Les analystes financiers ont abaissé leurs prévisions de bénéfices en Europe et les ont relevées aux Etats-Unis. Pour le S&P500, la croissance bénéficiaire attendue en 2023 a progressé de 0.7% à 1.3%. Pour le Stoxx600, les bénéfices sont attendus en baisse de 2.8% contre -1.8% fin janvier. Pour 2024, la croissance bénéficiaire aux Etats-Unis s'établit à 11%, contre 11.1% le mois précédent et en Europe, elle atteint 5.3% contre 5.2%.

Publications du Q4 '23	% stés publiés	Var % 12m	Surprise (%)	% stés > attentes	% stés < attentes
S&P500 Bénéfices nets	97.8	4.0	4.7	74.5	20.4
S&P500 Chif. d'affaires	97.8	4.2	1.3	66.7	33.1
Stoxx600 Bénéf. nets	77.0	-15.1	-10.0	43.8	46.4
Stoxx600 Chif. d'affaires	77.0	-5.7	-1.7	52.5	44.8

Consensus FactSet au 29/02/2024	Var. annuel. des résultats par act. pondérés		Révisions sur 1 mois des estimations	
	2023(e)	2024(e)	2023(e)	2024(e)
EuroStoxx 50	0.8%	3.0%	-0.2%	-0.3%
Stoxx600 Europe	-2.8%	5.3%	-1.0%	-1.2%
CAC 40	-7.2%	6.4%	-2.6%	-0.7%
S&P 500	1.3%	11.0%	1.4%	0.5%
Nikkei 225	8.4%	17.7%	0.6%	0.7%



Sur le mois de février, les relèvements d'estimation de résultats les plus importants concernent les secteurs Services publics, Banques et Construction et matériaux.

Les plus fortes révisions baissières concernent les secteurs Immobilier, Chimie et Télécommunications.

Révisions bénéficiaires mensuelles (moyenne 2023 et 2024)			
Indices	29/02/2024	31/01/2024	29/12/2023
STOXX Europe 600	-1.1%	-0.9%	-0.2%
Service Publics	3.5%	0.6%	0.0%
Banques	1.9%	0.5%	0.1%
Construction & matériaux	1.2%	-0.9%	0.7%
Immobilier	-45.0%	16.1%	-2.0%
Chimie	-12.5%	-3.9%	-0.4%
Télécommunications	-11.4%	-2.4%	-0.7%

Evolutions des secteurs européens: grandes valeurs et style Croissance toujours leaders.

Dans un marché européen dont la hausse est restée inégale, les grandes capitalisations et les valeurs de style Croissance ont eu les meilleures performances. Néanmoins, des secteurs cycliques figurent en bonne place du palmarès (Automobile, Biens & Services Industriels, Construction & Matériaux) aux côtés de la Technologie, du Tourisme & Loisirs et des Biens de Consommation non cycliques.

Les secteurs très cycliques (Pétrole, Produits de base) ou sensibles à la remontée des taux longs (Immobilier, Services Publics, Télécommunications) ont reculé de même que le secteur Alimentation. Les tendances absolues et relative de ces secteurs restent mal orientées.

Eu égard aux évolutions des secteurs, nous avons relevé notre note sur le secteur Automobile et dégradé celles des secteurs Immobilier, Produits de Base, Pétrole &

Gaz, Télécommunications et Services Publics Services Publics. Nous surpondérons à court et moyen terme les secteurs suivants : Construction & Matériaux, Services

Financiers, Biens et Services Industriels, Medias et Technologie. Nous privilégions aussi à court terme les secteurs Automobiles et Tourisme & Loisirs.

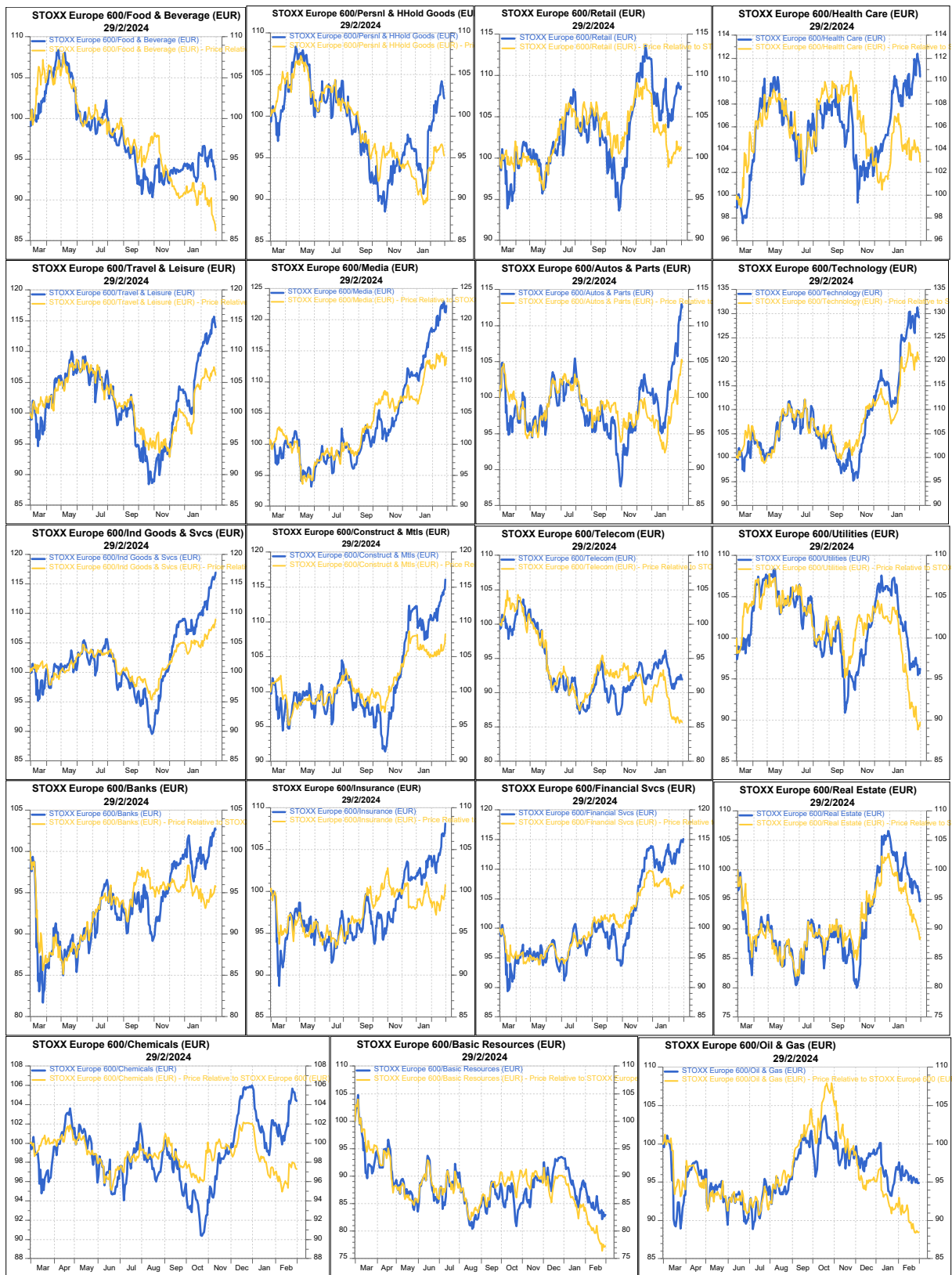
TABLEAU DE BORD DES INDICES SECTORIELS EUROPEENS AU 29/02/2024	Variation Cours depuis 1 mois	Var.cours depuis début d'année	Variation Bén.Net par Act. 2023	Variation Bén.Net par Act. 2024	PER 2024	Révision 1 mois (%) Bna 2023	Révision 1 mois (%) Bna 2024	Poids dans Stoxx 600	Reco court terme	Reco moyen terme
STOXX Europe 600	1.8%	3.3%	-2.8%	5.3%	13.8	-1.0	-1.2			
Automobile	12.8%	12.0%	1.1%	-3.9%	6.9	-1.2	0.7	2.5%	+ ↗	=
Biens et Serv. Industriels	6.5%	7.2%	-7.3%	9.3%	18.9	0.8	-0.3	13.3%	+	+
Construction & matériaux	4.7%	3.4%	0.6%	7.7%	15.1	2.6	-0.1	3.9%	+	+
Technologie	4.0%	11.9%	36.7%	6.1%	28.0	-4.0	-2.0	6.7%	+	+
Tourisme-Loisirs	3.8%	10.1%	95.5%	8.0%	14	1.0	0.4	1.2%	+	=
Biens de Conso.non cycl.	3.8%	6.3%	1.2%	5.5%	22.0	-0.4	-2.0	8.7%	=	-
Assurance	3.7%	6.1%	29.0%	14.8%	10.2	-1.6	-0.5	5.2%	=	=
Media	3.6%	9.7%	9.5%	6.9%	20.7	-0.3	-0.3	1.5%	+	+
Chimie	2.2%	-1.5%	-48.6%	23.3%	20.4	-22.2	-2.7	2.5%	=	=
Banques	2.1%	3.2%	29.8%	1.2%	6.7	4.2	-0.4	8.7%	=	=
Distribution	1.4%	-2.9%	17.3%	13.8%	17.8	-1.1	-0.4	0.9%	=	=
Services financiers	0.7%	1.1%	41.7%	16.5%	14.3	-2.9	-4.1	3.8%	+	+
Santé	0.3%	4.0%	0.2%	7.2%	18.3	-2.9	-1.5	14.8%	=	=
Pétrole et Gaz	-1.9%	-3.9%	-35.8%	-6.2%	8.0	2.2	-2.3	4.5%	-	- ↘
Télécommunications	-2.3%	-0.2%	-15.2%	27.3%	13.1	-20.7	-2.1	2.5%	- ↘	-
Alimentation/boissons	-3.2%	-2.1%	-1.8%	6.4%	18.1	-8.4	-2.7	4.7%	-	-
Service Publics	-5.6%	-9.2%	-2.8%	0.8%	11.7	8.7	-1.7	4.0%	-	- ↘
Produits de base	-6.5%	-11.0%	-55.6%	15.6%	10.4	-11.9	-3.7	2.3%	- ↘	-
Immobilier	-7.8%	-10.1%	0.5%	-0.8%	14.0	-89.7	-0.2	1.4%	= ↘	- ↘

(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 : nouvelle hausse générale des indices.

PERFORMANCES DES INDICES ACTIONS										
Données au 29/02/2024	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 2024	Rendt 2023
MSCI World Index	2617.0	4.5%	4.5%	6.3%	6.3%	7.5%	-	-	-	-
MSCI USA	4859.2	5.2%	5.6%	6.7%	6.7%	9.0%	-	-	-	-
MSCI Europe	1983.4	2.2%	1.8%	3.5%	3.5%	3.3%	-	-	-	-
MSCI Japan	1653.5	5.4%	3.4%	14.4%	14.4%	10.0%	-	-	-	-
MSCI EM (Emerging Markets)	62319.0	5.0%	5.0%	1.3%	1.3%	1.8%	-	-	-	-
S&P 500	5096.27	5.2%	5.6%	6.8%	6.8%	9.1%	1.26	11.02	20.92	1.4%
Nasdaq Composite	16091.9	6.1%	6.5%	7.2%	7.2%	9.4%	267.6	25.0	28.2	0.7%
STOXX Europe 600	494.6	1.8%	1.8%	3.3%	3.3%	3.3%	-2.8	5.3	13.8	3.3%
Euro STOXX 50	4877.8	4.9%	4.9%	7.9%	7.9%	7.9%	0.8	3.0	14.3	3.0%
STOXX Europe 50	4277.8	1.5%	1.5%	4.5%	4.5%	4.5%	-6.8	5.1	15.0	3.1%
STOXX Europe Large 200	514.37	2.1%	2.1%	4.2%	4.2%	4.2%	-3.3	4.0	14.0	3.3%
STOXX Europe Mid 200	513.5	0.2%	0.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-6.0	7.6	12.7	3.6%
STOXX Europe Small 200	325.8	1.1%	1.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	13.0	16.1	13.3	2.9%
STOXX Europe TMI Growth	3293.4	2.9%	2.9%	5.7%	5.7%	5.7%	-	-	-	-
STOXX Europe TMI Value	1481.6	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-	-	-	-
France CAC 40	7927.4	3.5%	3.5%	5.1%	5.1%	5.1%	-7.2	6.4	14.9	2.8%
Germany Dax	6971.9	4.2%	4.2%	5.2%	5.2%	5.2%	-1.6	3.5	12.7	3.1%
FTSE MIB - Price	32580.9	6.0%	6.0%	7.3%	7.3%	7.3%	-	-	-	-
Netherlands AEX	848.4	3.7%	3.7%	7.8%	7.8%	7.8%	-8.5	5.1	15.8	2.4%
IBEX 35	10001.3	-0.8%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	0.4	7.8	10.5	4.6%
Switzerland SMI (PR)	11438.9	0.9%	-1.3%	2.7%	2.7%	0.2%	-8.0	9.1	17.5	3.2%
FTSE 100	7630.0	0.0%	-0.3%	-1.3%	-1.3%	-0.1%	-10.4	1.6	11.2	4.1%
Japan Nikkei 225	39166.2	7.9%	5.8%	17.0%	17.0%	12.5%	8.4	17.7	15.2	1.6%
Brazil Bovespa Index	129020.0	1.0%	0.8%	-3.8%	-3.8%	-4.0%	-30.8	17.1	8.4	6.3%
SSE 180 Index - Price	7696.2	8.1%	8.3%	3.7%	3.7%	4.4%	-	-	-	-
India S&P BSE SENSEX	72500.3	1.0%	1.6%	0.4%	0.4%	2.8%	-	-	-	-
Russia RTS	955.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-	-

EVOLUTION DES INDICES SECTORIELS STOXX600 (en absolu et en relatif par rapport au Stoxx600 Europe)



Source Factset

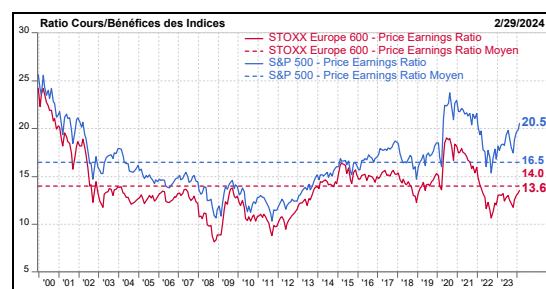
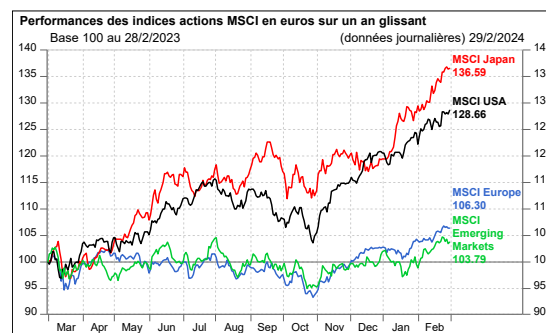
Les indices boursiers mondiaux exprimés en euros ont conclu le dernier mois en hausse généralisée et assez homogène (5% de hausse en moyenne). La plupart des

places européennes ont moins bien performé ainsi que le Brésil et l'Inde. Les Bourses japonaise et chinoise ont connu la plus forte hausse.

Ces évolutions interviennent dans un contexte de croissance mondiale toujours robuste, notamment grâce aux États-Unis, et de moindre dégradation en Europe. Cette situation laisse planer un risque de rebond de l'inflation, comme en témoignent les chiffres du mois, légèrement supérieurs aux anticipations ce qui entretient les craintes d'une prolongation des taux élevés par les Banques centrales. Cependant les marchés se concentrent sur les chiffres positifs et sur un atterrissage en douceur (soft landing), ignorant désormais les autres scénarios moins positifs.

Depuis le 31 janvier dernier, le PER à 12 mois des actions américaines a augmenté de 3.6% (de 19.9 à 20.5) avec des prévisions de bénéfice par action à 12 mois qui ont été relevées de 1.5%. En Europe, le PER est monté de 2.3% (de 13.2 à 13.5) avec des prévisions de bénéfices qui ont été réduites de 0.5%.

La confiance des investisseurs reste élevée et l'aversion au risque continue de baisser. La valorisation des actions américaines a retrouvé les niveaux d'avant la guerre d'Ukraine. Les primes de risque ont encore baissé aux Etats-Unis mais restent confortables en Europe et au Japon.



Stratégie d'investissement : opinion Neutre sur les actions conservée à court et moyen terme.

Comme le mois dernier, nous excluons l'hypothèse d'une très forte correction des indices à court terme sauf accident exogène majeur (climatique, géologique ou géopolitique) qui viendrait bousculer les prévisions économiques et financières. Mais, la poursuite de la hausse augmente la probabilité d'une correction ordinaire (de 5 à 10%) dans les prochains mois.

terme, la faible valorisation des actions européennes pourrait entraîner un léger rattrapage par rapport aux indices américains.

Nous avons légèrement augmenté nos prévisions pour les indices actions au 31 décembre. 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 retrouver les niveaux actuels en fin d'année. Le potentiel de hausse résiduel des indices paraît assez faible à court terme et nous restons toujours circonspects sur la possibilité qu'ils puissent dépasser durablement et dès maintenant nos objectifs de fin décembre.

SCENARIO MACROECONOMIQUE ET FINANCIER			
Indices Actions	Cours au 29/02/2024	Prévision 30/06/2024	Prévision 31/12/2024
CAC40	7927.43	7000 →	8000 →
Eurostoxx 50	4877.77	4150 →	4900 ↗
S&P 500	5096.27	4350 →	5100 ↗
Nikkei	39166.19	37000 ↗	40000 ↗
Emprunts	29/02/2024	à 3 mois	à 6 mois
Taux 10 ans €	2.42	2.40 →	2.00 ↘
Taux 10 ans \$	4.24	4.25 →	3.90 ↘
Taux 10 ans Yen	0.71	0.75 →	0.65 ↘
Taux dépôts BCE	4.00	3.75 →	3.50 ↘
Taux FED	5.50	5.25 →	5.00 ↘
Taux BOJ	-0.10	-0.10 ↘	-0.05 ↘
Monnaies	29/02/2024	à 3 mois	à 6 mois
Euro/dollar	1.08	1.09 →	1.11 ↘
Dollar/yen	149.67	150 ↗	152 ↗

Nous nous abstenons de relever globalement l'exposition en actions et attendons une correction pour l'envisager. En attendant, nous continuerons de renforcer leur poids dans les portefeuilles peu investis chaque fois que des opportunités se présenteront.

Nous maintenons notre opinion Neutre à court et moyen terme sur les produits obligataires avec une légère préférence pour le Crédit européen. La petite remontée des taux longs européens permet de commencer à s'intéresser aux Emprunts d'Etat à moyen terme.

Nous maintenons une recommandation Neutre à court et moyen terme sur les actions et nous ne surpondérons que les actions américaines. A très court

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 : réduction du poids des actions.

Lors de notre Comité d'Allocation d'Actifs de fin février, nous avons abaissé l'exposition en actions, en abaissant le poids des Etats-Unis, de l'Europe et du

Japon. Parallèlement, nous avons augmenté le poids des produits de taux et plus marginalement celui de l'or.

CLASSES D'ACTIFS		Borne Min.	Borne Max	Dernière Allocation	Modif.	Allocation réelle	Allocation Précédente	Couverture du change
ACTIONS	MONDE	30	70	44.8	↘	46.3	45.2	
	Etats-Unis	0	20	16.3	↘	17.1	16.6	46%
	Europe	10	60	23.9	↘	24.6	24.1	
	Japon	0	10	0.0		0.0	0.0	
	Pays Emergents	0	10	4.6		4.6	4.5	
OBLIGATIONS	PRODUITS DE TAUX ET MIXTES	10	70	27.5	↗	26.2	26.9	
	Multi stratégie obligataire	0	30	18.4	↗	18.1	18.4	
	Emprunts d'Etat Zone Euro	0	30	2.4	↗	1.4	1.5	
	Emprunts d'Etat Etats-Unis	0	5	3.9		3.9	4.1	69%
	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	1.9		1.9	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/DEISES/MATIERESPREMIERES		0	60	27.7	↗	27.5	27.9	