



2024, très taux ?



■ PERFORMANCE DES INDICES	2 - 10
■ BALANCE DES RISQUES	11
■ L'ÉCONOMIE EN BREF	12-20
■ RESULTATS D'ENTREPRISES	21- 26
■ VALORISATION DES MARCHÉS	27- 34
■ MARCHÉ OBLIGATAIRE	35 - 40
■ ANALYSE GRAPHIQUE	41
■ IDÉES D'INVESTISSEMENT	42
■ STATISTIQUES SBF120	43 - 48



Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI le 25 juillet 1997 (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement de la Banque de France) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext. La FINANCIERE D'UZES relève des autorités compétentes que sont l'AMF et l'ACPR. Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.

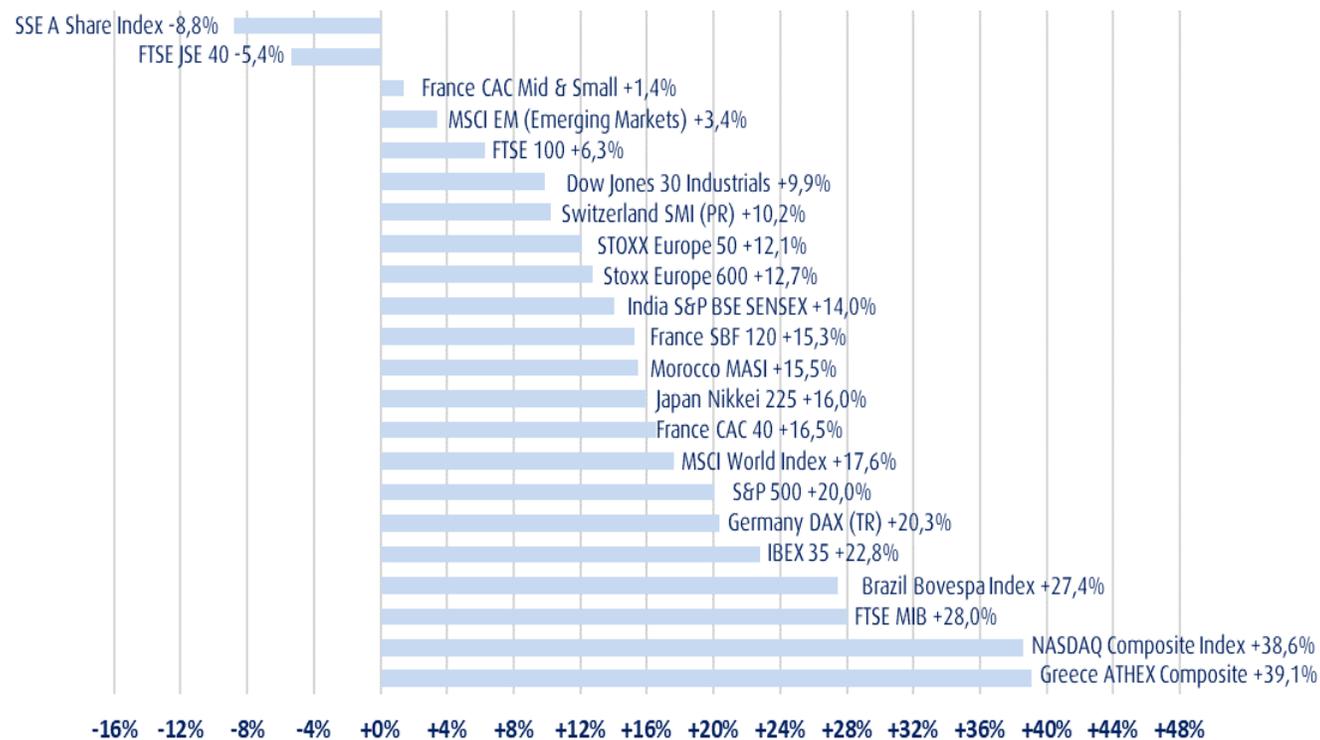
Une année boursière rythmée par les banques centrales et de nouveaux records

On abordait 2023 avec prudence dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale.

Et pourtant, malgré l'inflation, les hausses de taux, une Chine au point mort, un enlisement du conflit en Ukraine et le déclenchement des hostilités en Israël, 2023 se conclut brillamment, avec une forte progression des grands indices, de nouveaux records à Paris, New York, Francfort et un spectaculaire rallye de fin d'année sur fond de ralentissement des chiffres d'inflation et de modération des discours des banquiers centraux.

- Le MSCI Monde progresse de +21,1% en devises et +17,6% en euro.
- Aux USA, le Nasdaq (+43,4% en \$, +38,6% en euro) et le S&P500 (+24,2% en \$, +20% en euro) inscrivent de nouveaux records, très largement conduits par les GAFAM + Nvidia et Tesla.
- Au Japon, le Nikkei progresse de +28,2% en devises et +16% en euro, soutenu par la faiblesse du yen.
- En Europe, le Stoxx 600 progresse de +12,7%, le Stoxx 50 de +12,1%.
- En France, le CAC40 inscrit un nouveau record absolu à 7653 points pour clôturer en hausse de +16,5% sur l'année, à 7543 points. Le bilan est décevant pour les indices Small et Mid Cap qui sous performant encore largement les grands indices pour la 4^{ème} année consécutive (CAC Mid et Small +1,4%, PEA-PME 150 -6,3%).
- Vraie déception de l'année la Chine, avec un indice en baisse pour des raisons tenant à la fois à la faiblesse de la reprise économique, à l'absence de plan de relance par le gouvernement et aux difficultés du secteur immobilier.

Performances des principaux indices dp le 1/1/23 (euro)



Les indices internationaux au 31/12/2023

Indices Internationaux	Perform ance 2022	Cours au 31-déc.-23	Perform ance (m onnaie locale)					Perform ance (euro)				
	m onnaie locale		1T-2023	2T-2023	3T-2023	4T-2023	YTD 2023	1T-2023	2T-2023	3T-2023	4T-2023	YTD 2023
EUROPE												
Stoxx Europe 600	-12,9%	479,0	+7,8%	+0,9%	-2,5%	+6,4%	+12,7%	+7,8%	+0,9%	-2,5%	+6,4%	+12,7%
STOXX Europe 50	-4,4%	4 093,4	+7,9%	+1,6%	-2,1%	+4,4%	+12,1%	+7,9%	+1,6%	-2,1%	+4,4%	+12,1%
France CAC 40	-9,5%	7 543,2	+13,1%	+1,1%	-3,6%	+5,7%	+16,5%	+13,1%	+1,1%	-3,6%	+5,7%	+16,5%
France SBF 120	-10,3%	5 732,2	+12,3%	+0,9%	-3,7%	+5,6%	+15,3%	+12,3%	+0,9%	-3,7%	+5,6%	+15,3%
France CAC Mid & Sm all	-13,9%	13 555,0	+6,3%	-2,2%	-5,4%	+3,1%	+1,4%	+6,3%	-2,2%	-5,4%	+3,1%	+1,4%
Germany DAX (TR)	-12,3%	16 751,6	+12,2%	+3,3%	-4,7%	+8,9%	+20,3%	+12,2%	+3,3%	-4,7%	+8,9%	+20,3%
FTSE 100	+0,9%	7 733,2	+2,4%	-1,3%	+1,0%	+1,6%	+3,8%	+3,4%	+1,0%	-0,1%	+1,8%	+6,3%
IBEX 35	-5,6%	10 102,1	+12,2%	+3,9%	-1,7%	+7,1%	+22,8%	+12,2%	+3,9%	-1,7%	+7,1%	+22,8%
Sw itzerland SM I (PR)	-16,7%	11 137,8	+3,5%	+1,6%	-2,8%	+1,6%	+3,8%	+3,0%	+3,3%	-2,1%	+5,8%	+10,2%
FTSE M IB	-13,3%	30 351,6	+14,4%	+4,1%	+0,0%	+7,5%	+28,0%	+14,4%	+4,1%	+0,0%	+7,5%	+28,0%
Greece ATHEX Composite	+4,1%	1 293,1	+13,4%	+21,2%	-5,4%	+6,9%	+39,1%	+13,4%	+21,2%	-5,4%	+6,9%	+39,1%
US												
S&P 500	-19,4%	4 769,8	+7,0%	+8,3%	-3,6%	+11,2%	+24,2%	+5,1%	+7,8%	-0,7%	+6,6%	+20,0%
NASDAQ Composite Index	-33,1%	15 011,4	+16,8%	+12,8%	-4,1%	+13,6%	+43,4%	+14,7%	+12,3%	-1,2%	+8,8%	+38,6%
Dow Jones 30 Industrials	-8,8%	37 689,5	+0,4%	+3,4%	-2,6%	+12,5%	+13,7%	-1,4%	+3,0%	+0,4%	+7,8%	+9,9%
AFRIQUE												
Morocco MASI	-19,7%	12 092,9	-3,1%	+11,4%	+2,5%	+1,9%	+12,8%	-2,6%	+14,8%	+1,9%	+1,4%	+15,5%
FTSE JSE 40	-0,1%	70 494,8	+5,3%	+0,3%	-5,9%	+6,0%	+5,3%	-0,8%	-6,2%	-2,8%	+4,7%	-5,4%
ASE												
Japan Nikkei 225	-9,4%	33 464,2	+7,5%	+18,4%	-4,0%	+5,0%	+28,2%	+4,7%	+8,5%	-4,2%	+6,6%	+16,0%
SSE A Share Index	-15,1%	3 119,1	+5,9%	-2,2%	-2,8%	-4,4%	-3,7%	+5,3%	-7,8%	-0,2%	-5,8%	-8,8%
India S&P BSE SENSEX	+4,4%	72 240,3	-3,0%	+9,7%	+1,7%	+9,7%	+18,7%	-4,1%	+9,4%	+3,5%	+5,0%	+14,0%
AMERIQUE LATINE												
Brazil Bovespa Index	+4,7%	134 185,2	-7,2%	+15,9%	-1,3%	+15,1%	+22,3%	-5,6%	+21,3%	-2,0%	+13,5%	+27,4%
MSCI												
MSCI World Index	-17,4%	2 462,2	+7,0%	+6,6%	-3,0%	+9,5%	+21,1%	+5,4%	+5,8%	-0,9%	+6,5%	+17,6%
MSCIEM (Emerging Markets)	-17,9%	61 541,7	+3,4%	+0,7%	-2,2%	+5,2%	+7,1%	+1,7%	-0,5%	-0,8%	+3,0%	+3,4%
Changes												
Euro/\$	-6,2%	1,1	+1,8%	+0,4%	-3,0%	+4,3%	+3,5%	-0,0%	-0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%
Euro/Rouble	-8,7%	98,8	+8,4%	+15,7%	+5,8%	-4,4%	+26,8%	+6,4%	+15,2%	+9,1%	-8,4%	+22,5%
Bitcoin (CM E) Continuous	-65,6%	46 835,0	+72,6%	+5,8%	-10,1%	+56,8%	+157,5%	+69,6%	+5,4%	-7,3%	+50,3%	+148,8%
Matières premières												
Gold (NYM \$/ozt) Continuous	-2,8%	2 084,7	+6,9%	-3,8%	-5,2%	+9,9%	+7,2%	+5,0%	-4,2%	-2,3%	+5,4%	+3,5%
Gold NYMEX Near Term (\$/oz)	-0,4%	2 062,4	+8,2%	-2,4%	-3,8%	+11,6%	+13,3%	+6,3%	-2,8%	-0,9%	+7,0%	+9,5%
Brent		77,0					-10,3%					
Prix de l'Electricité	+93,8%	92,2	-9,2%	-20,1%	-26,1%	-28,5%	-61,6%	-10,8%	-20,4%	-23,8%	-31,4%	-62,9%
Prix du Gaz	+1,2%	31,5	-45,5%	-20,3%	+15,8%	-21,0%	-60,3%	-46,5%	-20,7%	+19,4%	-24,3%	-61,6%

Source : FactSet

Une succession de rotations sectorielles

Au S1 2023, le biais était « cyclique/croissance » avec :

- un retour marqué sur la Tech et un intérêt fort pour les secteurs cycliques (Loisirs, Automobile, Construction, Industrie),
- un désintérêt pour les secteurs Taux, Matières Premières et les secteurs Défensifs.

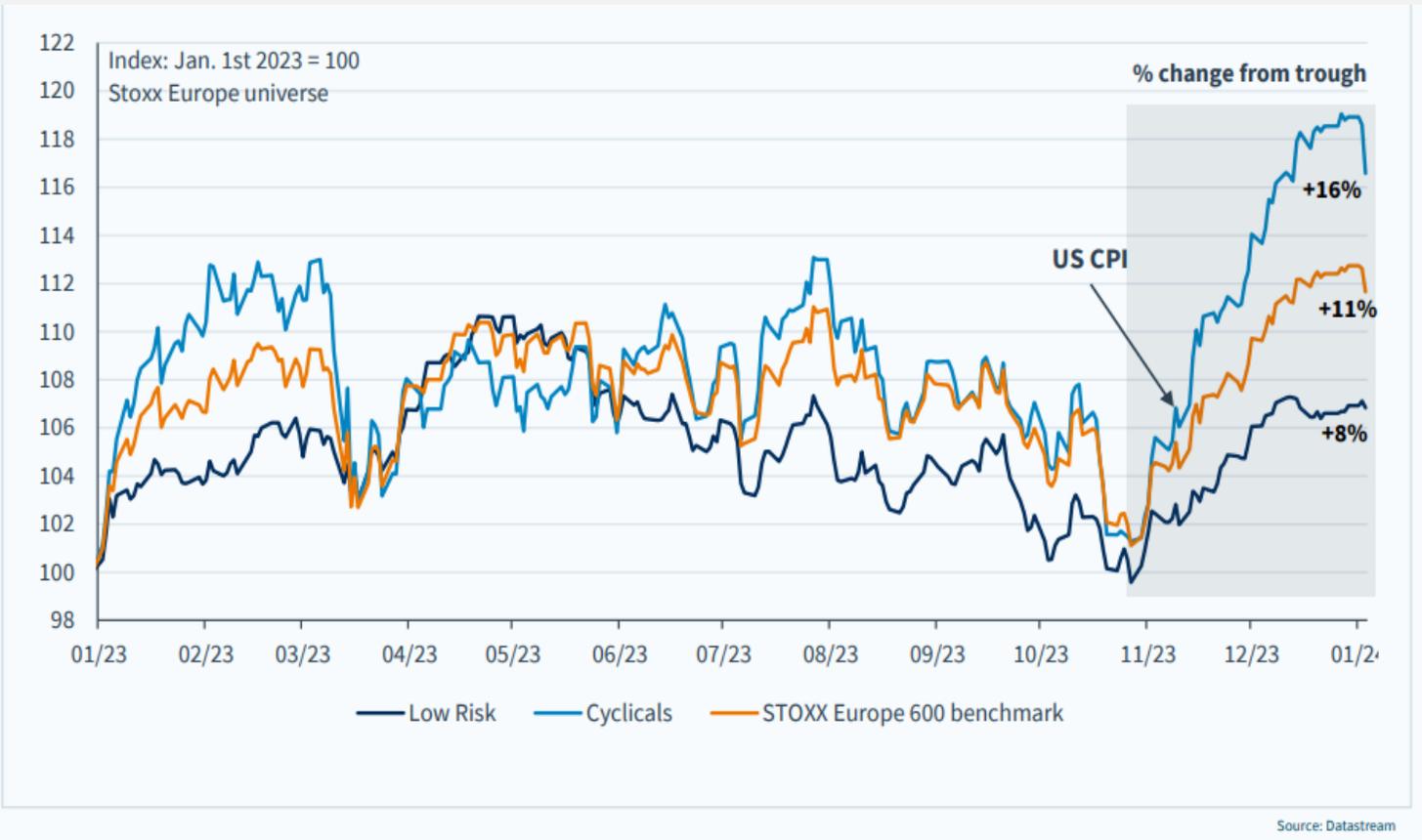
Au T3, le biais est devenu plus Défensif (Santé)/Rendement (Banque) avec la diffusion des hausses de taux à l'économie, mais avec peu de vraies convictions.

- le secteur de l'énergie a profité de la remontée des prix du baril,
- les secteurs de croissance et les cycliques ont fait l'objet de prises de bénéfice.

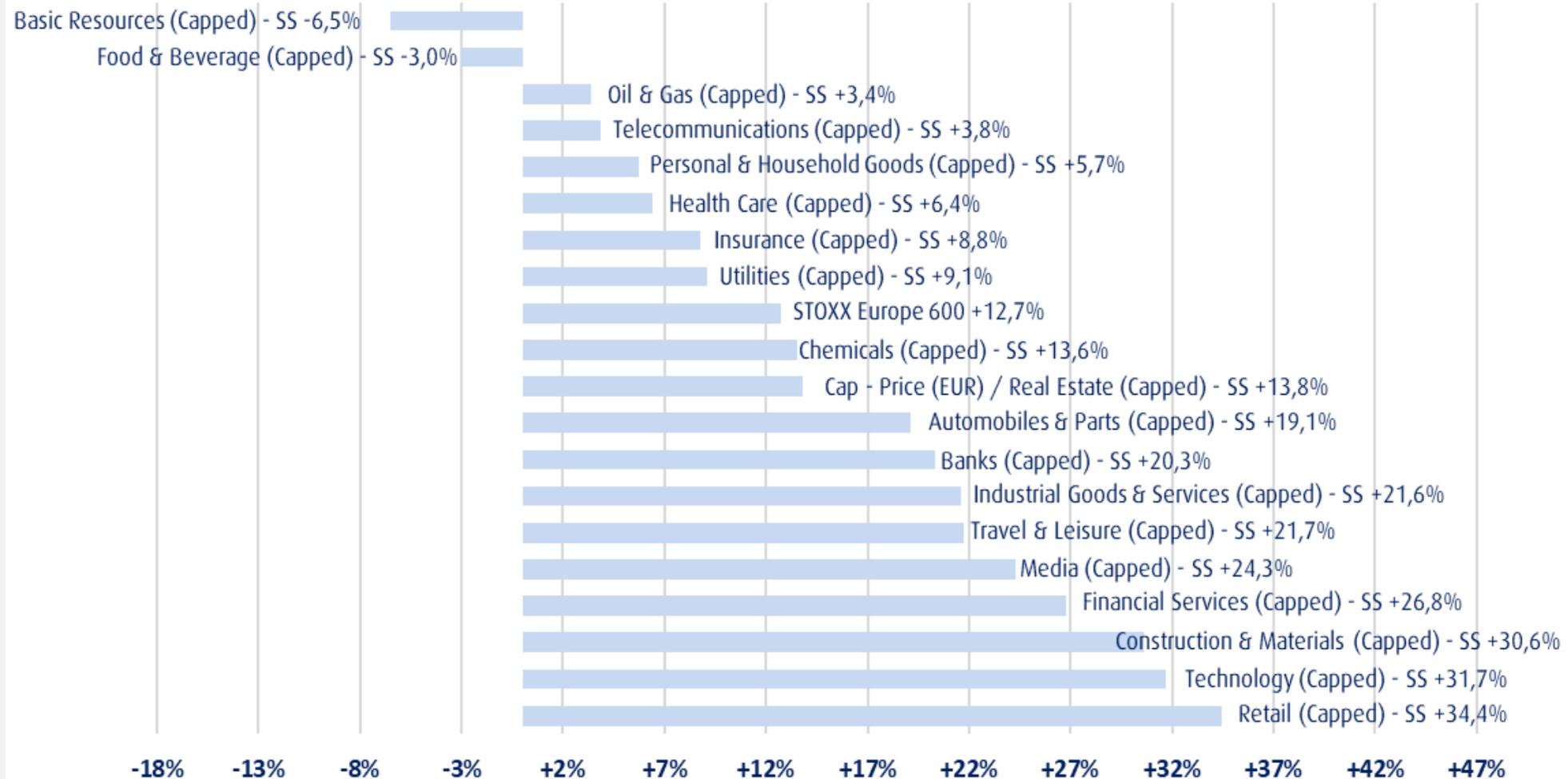
Nouveau changement de tendance début novembre, avec un retour de l'intérêt pour les secteurs de Croissance et les Cycliques et des attentes de baisse des taux directeurs qui ont incité les investisseurs à prendre plus de risques.

Sur l'année, le biais Croissance/Cyclique s'est finalement imposé en fin de période : Retail +34,4%, Technologie +31,7%, Construction +30,6%.

Mais c'est le stock picking qui a pris le dessus avec des écarts souvent significatifs entre valeurs d'un même secteur : Schneider (+39%)/Nexans (-6%), Saint Gobain (+46%)/Imerys (-16%), Hermès (+32%)/Kering (-16%), Novo Nordisk/Roche...



Performances du STOXX 600 et de ses composants depuis le 1/1/23



Les indices sectoriels DJ Stoxx 600 au 31/12/23

Indices Sectoriels	Performance 2022	Cours au 31-déc.-23	Performance (monnaie locale)				
	monnaie locale		1T-2023	2T-2023	3T-2023	4T-2023	YTD 2023
STOXX Europe 600	-12,9%	479,0	+7,8%	+0,9%	-2,5%	+6,4%	+12,7%
Automobiles & Parts (Capped)	-20,1%	627,9	+17,3%	+3,6%	-6,0%	+4,2%	+19,1%
Banks (Capped) - SS	-3,2%	169,0	+3,9%	+6,6%	+3,8%	+4,6%	+20,3%
Basic Resources (Capped) - SS	+4,3%	585,9	-5,1%	-9,2%	+3,2%	+5,2%	-6,5%
Chemicals (Capped) - SS	-16,5%	1 296,1	+6,7%	-2,1%	-1,8%	+10,6%	+13,6%
Construction & Materials (Capped)	-21,1%	665,5	+15,0%	+1,0%	-2,1%	+14,8%	+30,6%
Financial Services (Capped) - SS	-25,2%	714,5	+6,3%	-0,4%	+4,6%	+14,5%	+26,8%
Food & Beverage (Capped) - SS	-14,3%	723,2	+6,9%	-3,8%	-7,2%	+1,6%	-3,0%
Health Care (Capped) - SS	-7,9%	1 061,1	+3,4%	+2,2%	+0,8%	+0,0%	+6,4%
Industrial Goods & Services (Capped)	-20,1%	774,2	+12,2%	+3,1%	-6,7%	+12,6%	+21,6%
Insurance (Capped) - SS	-1,0%	346,8	+0,9%	+0,5%	+1,2%	+6,0%	+8,8%
Media (Capped) - SS	-12,3%	406,5	+12,2%	-2,1%	+2,7%	+10,2%	+24,3%
Oil & Gas (Capped) - SS	+24,4%	356,2	-2,2%	-2,2%	+10,0%	-1,7%	+3,4%
Personal & Household Goods (Capped)	-12,9%	1 015,2	+14,3%	+0,1%	-10,2%	+3,0%	+5,7%
Cap - Price (EUR) / Real Estate (Capped)	-40,1%	131,9	-5,4%	-6,0%	+5,2%	+21,6%	+13,8%
Retail (Capped) - SS	-32,6%	403,1	+21,7%	+3,3%	-2,1%	+9,3%	+34,4%
Technology (Capped) - SS	-28,4%	760,7	+20,6%	+3,9%	-10,1%	+16,9%	+31,7%
Telecommunications (Capped) - SS	-17,7%	196,6	+14,4%	-9,0%	-1,8%	+1,6%	+3,8%
Travel & Leisure (Capped) - SS	-15,1%	240,4	+19,9%	+5,2%	-11,8%	+9,3%	+21,7%
Utilities (Capped) - SS	-11,1%	392,7	+6,8%	+1,6%	-8,8%	+10,3%	+9,1%

Source : FactSet



TOP 10 2023 par indice

NASDAQ – 100 Index

Sociétés du NASDAQ-100 Index			Sociétés du NASDAQ-100 Index		
	Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023		Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023
1 NVIDIA Corporation	1 221 213	+238,9%	Moderna, Inc.	37 890	-44,6%
2 Meta Platform s Inc. Class A	910 031	+194,1%	Illum ina, Inc.	22 000	-31,1%
Crow dStrike Holdings, Inc. Class A	61 308	+142,5%	Walgreens Boots Alliance, Inc.	22 551	-30,1%
Advanced M icro Devices, Inc.	238 067	+127,6%	Exelon Corporation	35 721	-17,0%
Pab Alto Netw orks, Inc.	92 504	+111,3%	Am erican Electric Pow er Com pany, Inc.	42 692	-14,5%
M ongoDB, Inc. Class A	29 421	+107,7%	PayPalHoldings, Inc.	66 323	-13,8%
DoorDash, Inc. Class A	39 396	+102,6%	XcelEnergy Inc.	34 153	-11,7%
8 Tesla, Inc.	789 918	+101,7%	Kraft Heinz Com pany	45 374	-9,2%
Broadcom Inc.	462 128	+99,6%	Keurig Dr Pepper Inc.	46 592	-6,6%
Zscaler, Inc.	32 860	+98,0%	Biogen Inc.	37 496	-6,6%
15 Am azon.com , Inc.	1 569 540	+80,9%			
34 Alphabet Inc. Class A	1 751 852	+58,3%			
35 M icrosoft Corporation	2 794 353	+56,8%			
41 Apple Inc.	2 993 853	+48,2%			

STOXX Europe 600

Sociétés du STOXX Europe 600	Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023	Sociétés du STOXX Europe 600	Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023
Rolls-Royce Holdings plc	25 225	+221,6%	Worldline SA	4 424	-57,1%
BE Semiconductor Industries N.V.	10 527	+141,2%	Alstom SA	4 681	-46,6%
Marks and Spencer Group plc	5 372	+120,9%	Delivery Hero SE	6 720	-44,1%
TAG Immobilien AG	2 315	+118,3%	Embracer Group AB Class B	36 641	-42,2%
ASM International N.V.	23 117	+99,4%	Orsted	157 291	-40,7%
Pandora A/S	77 358	+91,2%	Teleperformance SA	7 798	-40,7%
HOCHTIEF Aktiengesellschaft	7 544	+90,4%	Anglo American plc	23 903	-39,1%
Melrose Industries PLC	7 668	+89,8%	St. James's Place Plc	3 725	-37,6%
Santander Bank Polska SA	50 052	+88,8%	Indivior PLC	1 635	-36,0%
Banco Comercial Portugues S.A.	4 147	+87,4%	Zalando SE	5 560	-35,2%

STOXX Europe 50

Sociétés du STOXX Europe 50	Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023	Sociétés du STOXX Europe 50	Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023
UBS Group AG	84 388	+51,7%	Bayer AG	33 039	-30,4%
Novo Nordisk A/S Class B	3 106 405	+48,8%	British American Tobacco p.Lc.	51 188	-30,0%
SAP SE	163 150	+44,7%	Diageo plc	64 089	-21,8%
Schneider Electric SE	101 636	+39,1%	Roche Holding Ltd Dividend Right Cert.	195 270	-15,8%
Safra SA	66 595	+36,4%	Glencore plc	58 525	-9,7%
RELX PLC	58 757	+35,9%	Unilever PLC	95 570	-9,1%
ASML Holding NV	268 992	+35,3%	Nestle S.A.	252 366	-9,0%
L'Oréal S.A.	241 532	+35,1%	Prosus N.V. Class N	70 238	-8,7%
Banco Santander, S.A.	60 246	+34,9%	Reckitt Benckiser Group plc	38 889	-5,8%
Enel SpA	68 382	+33,8%	AstraZeneca PLC	164 290	-5,5%

CAC 40

Sociétés du France CAC 40	Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023	Sociétés du France CAC 40	Capi 31/12/2023	Perform ance YTD 2023
Stellantis N.V.	65 889	+59,3%	Alstom SA	4 681	-46,6%
Com pagnie de Saint-Gobain SA	33 959	+46,0%	Teleperform ance SA	7 798	-40,7%
Publicis Groupe SA	21 042	+41,4%	Kering SA	48 796	-16,1%
Schneider Electric SE	101 636	+39,1%	Pernod Ricard SA	40 620	-13,1%
Unibail-Rodam co-Westfield SE Stapled :	9 305	+37,6%	Eurofins Scientific SE	11 335	-12,0%
STM icroelectronics NV	41 231	+37,1%	Sano fi	112 334	-0,1%
Safran SA	66 595	+36,4%	Societe Generale S.A. Class A	19 217	+2,3%
L'Oréal SA.	241 532	+35,1%	ArcelorM ittalsA	21 548	+4,5%
Air Liquide SA	91 931	+33,0%	TotalEnergies SE	147 587	+5,0%
Hem es International SCA	200 590	+32,8%	Carrefour SA	11 900	+5,9%

Balance des risques : rééquilibrage en cours (1/1)

ECONOMIE en positif	en négatif
<p>Ménages : gain de pouvoir d'achat Salaire réel : retour en territoire positif (baisse du cout de l'énergie, recul de l'inflation, hausse des salaires)</p> <p>Marché du travail : hausse modérée du chômage USA : baisse des déséquilibres UE : quelques signes de fragilisation (travail temporaire, agences de recrutement)</p> <p>Inflation : recul généralisé Retour progressif vers la cible USA : +3%/novembre 2023 vs 6% en janvier 2023 UE: 2,9%/décembre 2023 vs 8,6% en janvier 2023</p> <p>Des signes d'amélioration dans l'industrie Inflexion positive du PMI Monde Destockage proche de son terme (UE) Restockage possible au S2 2024</p>	<p>Plus grande vulnérabilité du consommateur américain (resserement des conditions de crédit, baisse du taux d'épargne, remboursement des prêts étudiants depuis l'automne)</p> <p>Salaire : pic de hausse en 2023 mais vigilance des Banques centrales UE: négociations salariales attendues dans de nombreux secteurs/pays (Allemagne, Italie)</p> <p>Faiblesse du climat des affaires Faiblesse de la construction mais début d'amélioration du secteur immobilier aux USA</p> <p>Chine : des défis à relever Ralentissement structurel, crise immobilière, démographie Ralentissement conjoncturel (morosité du commerce mondial)</p> <p>Risques politiques et géopolitiques Elections Taiwan (janvier), élections européennes (printemps), élections US (novembre) Conflits : Russie/Ukraine, Proche-Orient, Tensions Chine/Taiwan Hausse du protectionisme</p>
<p>ENTREPRISES</p>	<p>S1 2024 : attention aux déceptions possibles Effet base défavorable Ralentissement de la croissance Hausse des coûts (salaire, transport, dette)</p>
<p>POLITIQUES MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES</p> <p>Politiques Monétaires : le taux pivot est atteint La phase de resserement monétaire est fini 2024 sera la phase de l'assouplissement. Quand? A quel rythme? i/ des banques centrales plutôt conservatrices, ii/ des marchés assez agressifs</p>	<p>Effets différés du choc monétaire USA : des conditions financières qui commencent à s'assouplir UE : des conditions financières, toujours très restrictives, des capacités d'emprunt entravées avec un impact fort sur le secteur immobilier</p> <p>Politiques budgétaires : moindre soutien aux économies USA : déficit budgétaire UE : réforme des règles budgétaires de l'UE. Période d'ajustement de 4 ans pour se recalculer sur les objectifs : Déficit public < 3% du PIB, Dette publique à 60% du PIB</p>

Croissance mondiale : un scénario consensuel idéal, celui d'un atterrissage en douceur en 2024 (1/2)

Début 2023, le sentiment général était que les rythmes de croissance allaient continuer à s'affaiblir. La croissance de l'économie mondiale était attendue entre +2,2% (OCDE) et +2,7% (FMI), assortie de commentaires négatifs.

La réalité sera très différente avec une croissance mondiale beaucoup plus robuste que prévu, autour de +3%.

- Par pays, **la vigueur de l'économie US sera la très bonne surprise de 2023.** Il y a un an, le consensus prévoyait une stagnation du PIB réel (+0.3% en moyenne en 2023 après +1.9% en 2022), avec un risque de récession. Elle devrait ressortir autour de +2,4% (OCDE), alimentée par l'accélération des dépenses de consommation et une grande vigueur du marché du travail.

- **La zone euro évitera la récession redoutée au moment de la crise énergétique**, à l'exception de l'Allemagne. En revanche la croissance sera proche de la stagnation, attendue à +0,6% par l'OCDE, avec une fin d'année très affaiblie par l'inflation et un assèchement du crédit.

- **La Chine** dont on pouvait espérer qu'elle profite de la levée des restrictions sanitaires **sera la grande déception de l'année 2023**, avec un éphémère rebond au T1, une demande médiocre et un objectif de +5% de croissance qui sera tout juste atteint.

Pour 2024, le scénario consensuel est celui d'un atterrissage en douceur. La macroéconomie se dégrade partout mais des facteurs de soutien devraient se mettre en place : **des salaires réels positifs** qui vont soutenir la demande des ménages, **un desserrement progressif des conditions financières, une reprise de la demande dans l'industrie** après la phase de destockage.

Dans son dernier rapport, le FMI (octobre) affichait une prévision de croissance mondiale à +2.9%, l'OCDE (novembre) à +2.7%, la Banque Mondiale à +2,4% (janvier 2024) avec, par pays :
1/ un net **freinage de l'activité aux USA**, attendue autour de +1,5% en 2024 (+1,4% pour la Fed), qui s'amorcerait au T4 2023 (+2,5% au T4 selon le GDP Now de la Fed d'Atlanta, après +4,9% enregistré/T3), **dans un contexte qui deviendrait moins favorable au consommateur** (fin des aides budgétaires, baisse de l'excès d'épargne, remboursement des prêts étudiants).

2/ un tout **début de rebond en zone euro**, alimenté par la désinflation, une remontée en territoire positif des salaires réels des consommateurs et un arrêt de la dégradation dans l'industrie (fin du déstockage), **mais une croissance fragile** qui restera sous son potentiel (attendue à +0,9% par l'OCDE, +0,7% par la Banque Mondiale, +0,8% par la BCE) et **à ce stade proche du seuil d'entrée en récession, très affaiblie** par la faiblesse du climat des affaires, la faiblesse de la consommation et une stagnation de la production de crédit.

3/ une **croissance toujours contrainte en Chine, attendue < 5%** (4,2% pour le FMI, 4,5% pour la Banque Mondiale), coiffée par de lourds handicaps structurels (crise immobilière, démographie, endettement des administrations locales) et une faiblesse de la demande, sans vraie volonté de relance massive par les autorités publiques.

Du côté du climat des affaires, la tendance est à une stabilisation sur un bas niveau.

- Le PMI Composite Monde a passé son point bas mais finit l'année à un niveau médiocre (51). La tendance reste négative dans le secteur Manufacturier et se tasse dans les Services.

- Aux USA, la confiance du secteur manufacturier se maintient en zone de contraction. Le sentiment est meilleur dans les services mais la tendance s'affaiblit depuis quelques mois.

- En zone euro et en Chine l'activité reste faible dans le secteur Manufacturier (raréfaction du crédit, incertitude énergétique en zone euro, crise immobilière en Chine) et s'affaiblit dans les Services. Contrairement aux USA, les ménages européens et chinois privilégient l'épargne à la consommation.

L'économie globale a remarquablement résistée au choc monétaire en 2023.

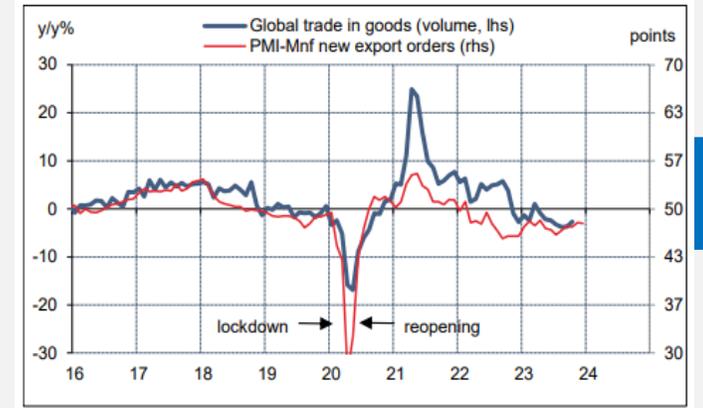
La tendance actuelle est à la modération, sans signal d'une accélération imminente, ni à l'inverse de récession : **la question étant de savoir si la croissance peut se maintenir sur une trajectoire d'atterrissage en douceur associée à une hausse modérée du chômage**, qui reste l'hypothèse centrale du marché.

Croissance mondiale : un scénario consensuel idéal, celui d'un atterrissage en douceur en 2024 (2/2)

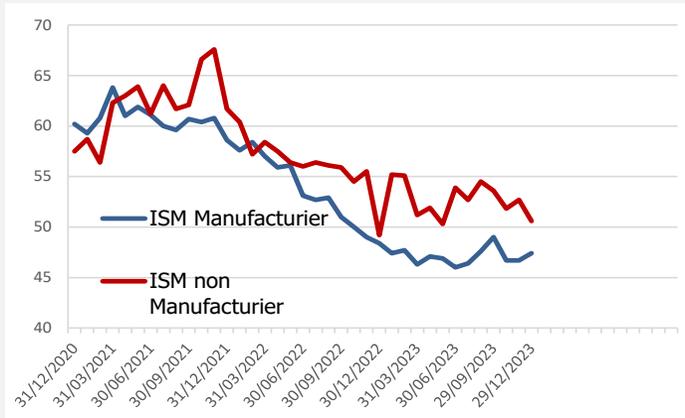
Banque Mondiale- Estimations janvier 2024

	2021	2022	2023e	2024f	2025f
Monde	6,2	3,0	2,6	2,4	2,7
Économies avancées	5,5	2,5	1,5	1,2	1,6
États-Unis	5,8	1,9	2,5	1,6	1,7
Zone euro	5,9	3,4	0,4	0,7	1,6
Japon	2,6	1,0	1,8	0,9	0,8
Économies de marché émergentes et en développement (EMI)	7,0	3,7	4,0	3,9	4,0
Asie de l'Est et Pacifique	7,5	3,4	5,1	4,5	4,4
Chine	8,4	3,0	5,2	4,5	4,3
Volume des échanges mondiaux⁴	11,1	5,6	0,2	2,3	3,1

Commerce Mondial (Thomson Reuters, Odoo BHF)



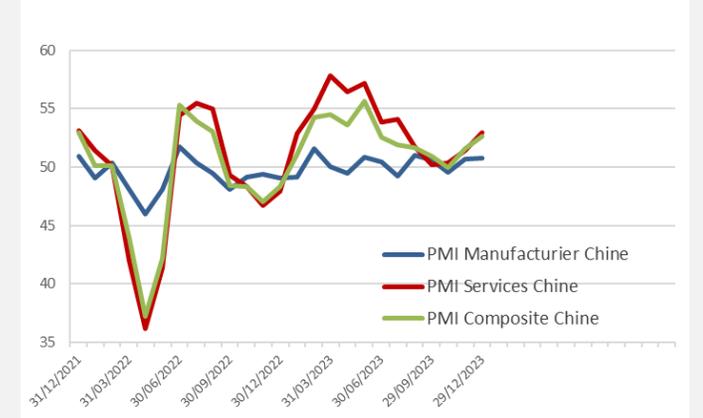
USA : ISM



PMI : UE (Markit Economics)



PMI Caixin (Markit Economics)



Des sujets clés pour 2024 (1/3)

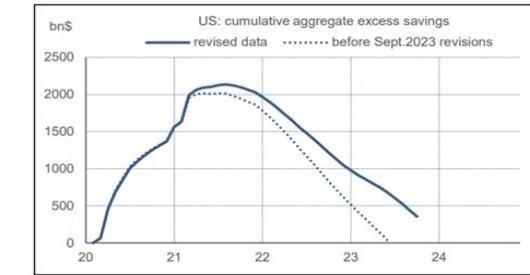
La consommation des ménages

Aux USA, les dépenses de consommation ont surpris par leur dynamisme en 2023, malgré une politique monétaire qualifiée de restrictive.

- Parmi les éléments d'explication : 1/ des facteurs techniques de rattrapage post covid, notamment sur la consommation de Loisirs, 2/ la consommation d'une grande partie de l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire (chute du taux d'épargne, sous les 3%), 3/ un marché du travail solide et des entreprises hésitant à licencier.
- Le moral des ménages (indice du Conference Board) est plutôt rassurant et s'est nettement repris en décembre, même si le coût de la vie reste la préoccupation majeure du consommateur.
- **Les sources de vulnérabilité : 1/ le marché du travail** : l'emploi continue d'apporter un soutien fort au revenu disponible (216k créations de postes en décembre, un taux de chômage à 3,7%, des hausses de salaire à +4,1% en rythme annuel). **Il n'est pas question d'un ajustement brutal des effectifs** : le taux de chômage cible de la Fed est à 4,1% en fin d'année. **Mais le marché du travail va rester une question centrale en 2024.** 2/ **un ralentissement du crédit**. Sur le marché immobilier, la hausse des taux hypothécaire a déjà fait pression sur les ménages. Le risque se concentre désormais sur les crédits à la consommation qui ralentissent alors que le taux d'endettement des ménages est élevé.

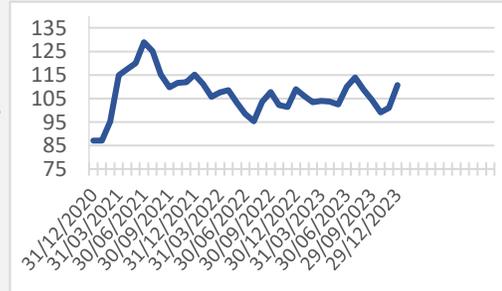
Sur la base des chiffres d'octobre et novembre, le modèle Nowcast de la Fed d'Atlanta estime que **la consommation réelle se tasserait à 2.9% t/t en rythme annualisé au T4 après 3.1% au T3 pour un PIB réel attendu en hausse de +2.5% au T4 après +4.9% au T3. Pour le consensus, solidité du marché de l'emploi et hausse des salaires réels devraient amortir le freinage de la demande des ménages en 2024. C'est ce qu'indiquent les derniers indicateurs mais la marge de manœuvre s'affaiblie.**

Taux d'épargne des ménages (Fed San Francisco, ODDO BHF)

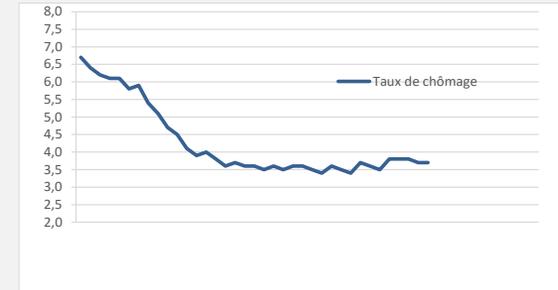


Sources : Fed of San Francisco, ODDO BHF Securities

Confiance des consommateurs (Conference Board)



Marché du travail (US Department of Labor)

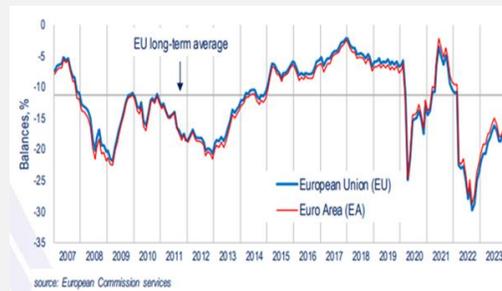


- **En Europe, la situation des ménages est différente** : ils ont réduit leurs achats avec la hausse de l'inflation et augmenté leur taux d'épargne. L'excès d'épargne accumulé pendant la crise sanitaire n'a pas été consommé. Mais la hausse des taux d'intérêt a alourdi la charge d'intérêt pour les ménages européens.
- Le taux de chômage est orienté à la hausse dans une majorité des pays, mais à un rythme lent. Le niveau moyen reste encore historiquement bas, à +6.4% en décembre.
- La confiance des ménages est en hausse (estimation flash de décembre), tout en restant à un niveau bas. **La « forte inflation » reste le principal motif de l'épargne**, devant la situation économique et géopolitique actuelle. La hausse des prix, alimentaires en particulier, continue d'exercer une pression forte sur le pouvoir d'achat du consommateur. Les ventes au détail restent faibles.
- **Les salaires réels sont repassés en territoire positifs depuis l'été dernier. Ils devraient progressivement aider à soutenir la consommation (attendue stable/T4), surtout si la fin de la crise énergétique se confirme.** C'est l'hypothèse du marché.

Taux d'épargne des ménages

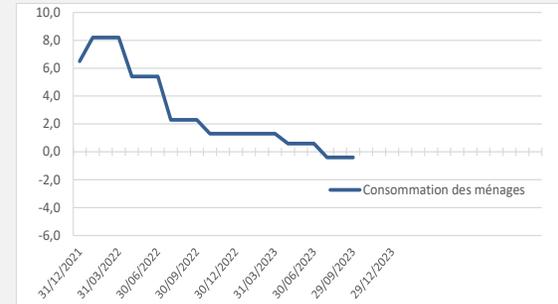


Confiance des consommateurs (Commission Européenne)



source: European Commission services

Consommation des ménages (Eurostat)



La Chine : quelle croissance en 2024 ?

- Une reprise modérée dans l'industrie et les services

Les indices PMI de décembre témoignent toujours de la fragilité de l'amélioration de l'activité en Chine avec : 1/ un PMI officiel Manufacturier à 49 après 49,4 en novembre, un PMI des Services à 50,4 après 50,2 en novembre, 2/ un PMI Caixin Manufacturier à 50,8 après 50,7 en novembre, un PMI Caixin des Services à 52,9 après 51,6 en novembre. Le rebond des carnets de commandes domestiques reste modeste, toujours pénalisé par un déficit de confiance des ménages et des entreprises. Les nouvelles commandes à l'export se maintiennent en territoire négatif.

- Un secteur immobilier sous pression, sans perspective d'amélioration à CT

Depuis le coup d'arrêt porté en 2020 à la bulle immobilière pour réduire l'endettement croissant des promoteurs (difficultés des groupes immobiliers et promoteurs Country Garden, Sino Ocean, EverGrande...), les dépenses de construction se sont contractées avec un impact fort sur la situation des ménages, les recettes des provinces et collectivités locales, et l'activité économique en général. Sans restructuration radicale, la crise de l'immobilier est appelée à se prolonger.

- Une baisse des investissements directs en Chine

Confrontés à des perspectives économiques incertaines en Chine, les investissements directs étrangers (IDE) en Chine sont devenus négatifs pour la première fois depuis 1998. Le désinvestissement des entités étrangères a été supérieur au capital nouvellement investi dans le pays. La hausse des comportements protectionnistes (volonté de nombreux pays de renforcer la sécurité de leurs approvisionnements) et le renforcement du contrôle du pouvoir central sur le secteur privé (enquête antidumping en cours sur les spiritueux et le cognac de l'UE) sont de nature à amplifier le phénomène.

- Des tensions toujours fortes entre la Chine et Taïwan

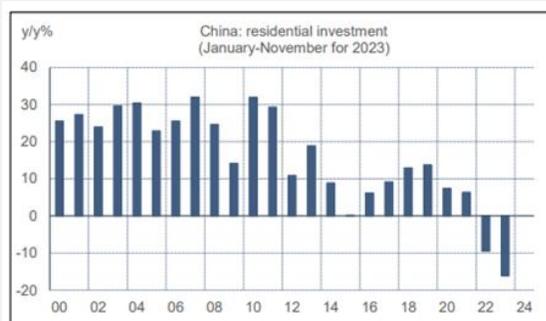
La Chine a revendiqué comme chaque année Taïwan comme faisant partie de son territoire. Dans le même temps, le Parti démocrate progressiste taïwanais (DDP) au pouvoir depuis 2016 et favorable à l'autonomie du pays vient de remporter les élections présidentielles avec des propos plutôt rassurants et l'engagement de poursuivre les échanges et la coopération avec la Chine.

- Un plan de soutien centré sur l'investissement productif

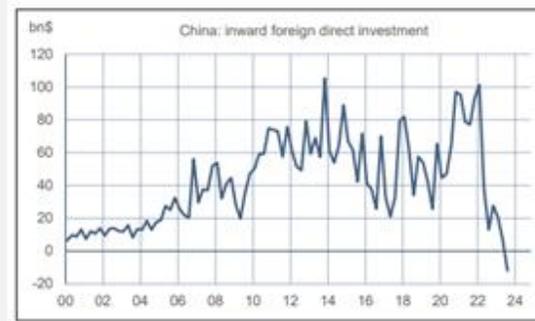
Les autorités monétaires chinoises ont décidé de renforcer leurs mesures de soutien à l'économie, en renforçant notamment les volumes de prêts accordés aux secteurs de haute technologie (semi-conducteur, véhicules électriques...) et au secteur manufacturier. Mais sans vraie volonté de relance et en ne ciblant que très partiellement le secteur de la construction.

Au T4 2023, la croissance du PIB réel est attendue à 1% t/t (après +1.3% au T3), ce qui devrait permettre d'atteindre la cible officielle de 5% sur l'année. **Les anticipations pour 2024 se calent dans une fourchette de +4% à +5%, toujours bridée par la crise immobilière**, sans vrais relais de croissance, tant du côté de la consommation (baisse de la confiance des agents privés, priorité à l'épargne) que de la demande étrangère.

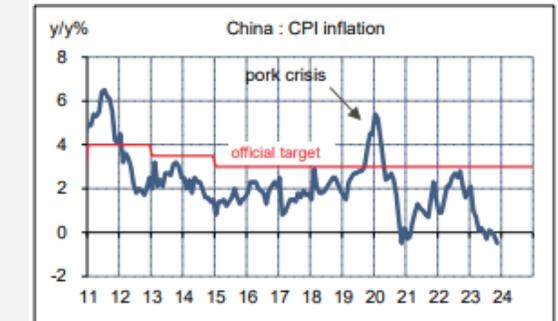
Investissement résidentiel



Investissements directs étrangers en en Chine



Inflation des prix à la consommation



Choc monétaire : diffusion à l'économie réelle

Pendant 2 ans, la politique monétaire a été durcie dans des proportions sans précédent. Elle a renchéri le coût du crédit mais ses effets continuent à se transmettre à l'économie réelle, avec un impact maximal à attendre d'ici mi 2024, soit 3 à 4 trimestres après la fin des hausses de taux. La politique monétaire va rester restrictive en 2024.

- **Des coûts de financements plus élevés pour les entreprises** : la charge de la dette des entreprises a augmenté, sans pour autant faire augmenter le taux de défaut. Elle va continuer à augmenter avec l'impact le plus lourd à prévoir pour les petites entreprises, les « plus vulnérables » selon la BRI.

- **Un frein à l'investissement** : en pesant sur les coûts, la hausse des taux incite les entreprises à réduire leur endettement à court et moyen terme. Elle pèsera sur les décisions d'investissement en 2024.

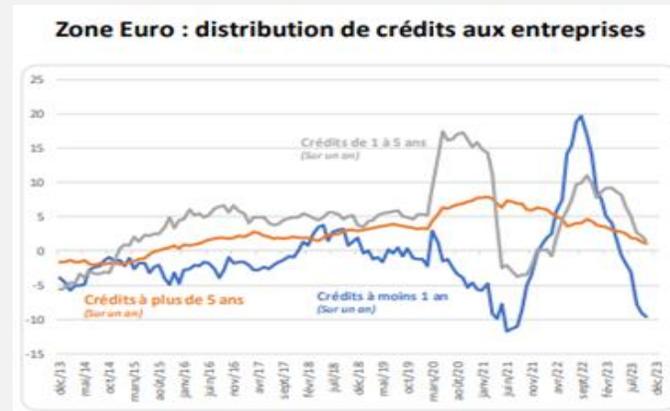
- **Une baisse de la distribution de crédit** : aux USA, après la hausse des taux hypothécaire qui a déjà fait pression sur les ménages les moins aisés, le risque se concentre sur les crédits à la consommation alors que le taux d'endettement des ménages est historiquement élevé et que les dernières statistiques ont traduit un net ralentissement de la distribution de crédit (5,2Md\$ en octobre après 12,2Md\$ en septembre). De même en zone euro, les données de crédit se sont nettement dégradées en 2023, plus encore sur le crédit court terme (baisse des stocks).

Les effets du resserrement vont peser sur les conditions d'accès au crédit et les décisions d'investissement en 2024. Un desserrement des conditions financières sera nécessaire pour stabiliser la croissance.

Encours de crédit dans les banques commerciales, USA/UE (Fed, BCE, auel bgc)



Distribution de crédit aux entreprises (BCE, auel bgc)



La dette des Etats

- La dette publique est en générale plus élevée qu'avant la pandémie.

- Les charges d'intérêts de la dette des administrations publiques vont s'alourdir en 2024-25, à mesure que des titres d'emprunt à faible rendement arriveront à échéance et seront remplacés par de nouvelles émissions à rendement plus élevé.

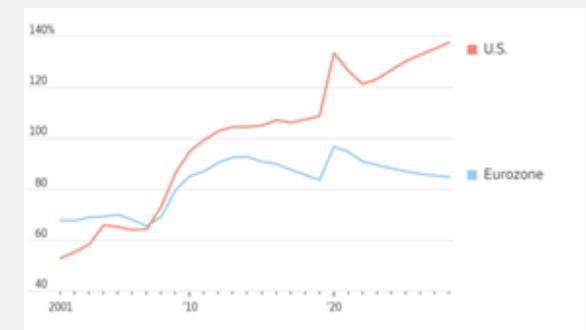
- **Avec la hausse du coût de la dette, les flexibilités budgétaires vont reculer.** Les politiques de soutien budgétaire seront moins généreuses.

1/ **Aux USA**, après un assouplissement sensible en 2023, l'orientation de **la politique budgétaire va devenir restrictive en 2024** (déficit budgétaire attendu à 7% du PIB).

2/ **En zone euro**, le soutien budgétaire sera plus modéré en 2024-25, concentré sur les mesures d'aide énergétique.

Dans l'ensemble, les politiques budgétaires ne seront plus expansionnistes comme elles l'ont été ces dernières années.

Dette des Etats en % du PIB (auel bgc)



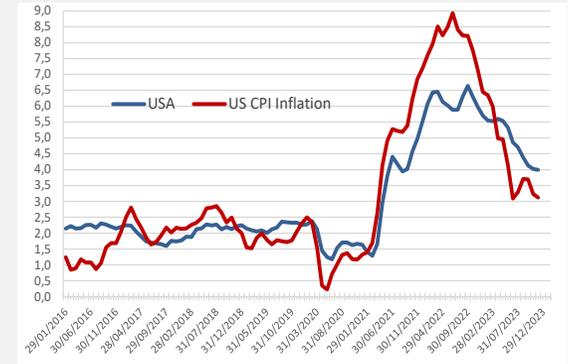
2023 : un recul plus rapide qu'anticipé de l'inflation

- **Début 2023, l'inflation était attendue plus basse qu'en 2022**, pour des raisons tenant à la normalisation des chaînes logistiques, au ralentissement de la demande mondiale, à la baisse des prix des matières premières dont énergétiques.
- **Elle a baissé plus rapidement que prévu, avec un mouvement de désinflation qui s'est accéléré fin 2023.** La désinflation est désormais **bien engagée dans les Biens et la Construction. Elle est plus lente dans les Services**, plus directement liée aux conditions de travail.
- Aux USA, l'inflation totale a terminé l'année à +3,4% en 2023 (+3,9% hors énergie et alimentation), après +6.3% en janvier dernier.
- En zone euro, l'inflation est remonté légèrement en décembre à +2,9% (+3,4% hors énergie et alimentation), mais après +8,6% en janvier.

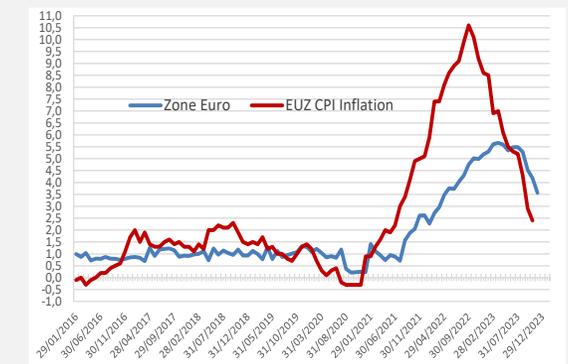
2024 : la cible des +2% pour objectif

- **En 2024, la tendance à la déflation va se poursuivre mais de façon plus progressive** pour des raisons liées à la dissipation des effets de base positifs sur l'énergie, aux négociations salariales, à la moindre productivité en Europe, aux craintes sur l'approvisionnement mondiale et à la remontée des prix du fret maritime suite aux attaques Houthis en mer Rouge (12% du commerce mondial et un tiers de celui des containers transiteraient par le canal de Suez).
- **La vigilance est encore forte autour des coûts du travail** : la question étant de savoir s'ils vont se modérer au cours des prochains trimestres et dans quelle mesure ils seront absorbés par la productivité. A ce stade, les données sont plutôt rassurantes : aux Etats-Unis, les hausses de salaires indiquent de premiers signes de modération. En Europe, le marché du travail est plus tendu que la normale, mais moins qu'aux Etats-Unis.
- Le retour des **tensions sur les chaînes d'approvisionnement devient un nouveau sujet de vigilance.** Maersk, entreprise danoise de transport annonce détourner sa flotte de la mer Rouge. CMA CGM a déjà doublé le prix de ses containers entre l'Asie et la Méditerranée. Les prix du fret vont augmenter.
- Aux USA, les dernières prévisions de la Fed indiquent une inflation à +2,4% (PCE et PCE Core) pour 2024. En zone Euro, la BCE attend une inflation moyenne à +2,1% pour 2024 et +2,3% en sous-jacent. **Les effets sont attendus positifs sur les salaires réels et le pouvoir d'achat des ménages.**
- Reste un écart à combler mais **la trajectoire d'inflation évolue dans le bon sens.**

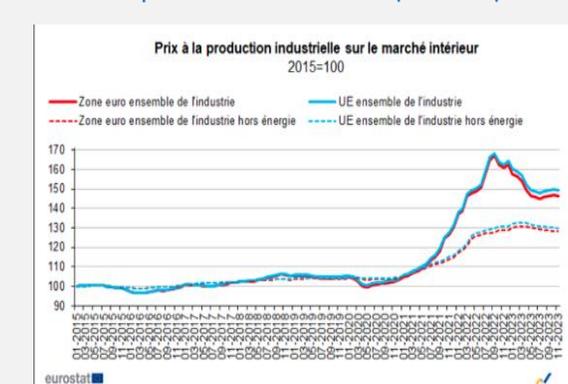
Inflation US (US Department of Labor)



Inflation zone euro (Eurostat)



Prix à la production zone euro (Eurostat)



Matières premières : recul généralisé en 2023 (1 / 2)

Chute du prix des matières premières

- La chute des prix des matières premières industrielles (cuivre, zinc, aluminium...) entamée fin mars 2022, en réaction au ralentissement de la production chinoise et aux craintes de récession s'est prolongée en 2023. Elle a été un élément de désinflation, en soulageant les prix à la production (Zone euro : -8,8% sur 1 an en novembre).

Baisse des prix du pétrole malgré la situation au Moyen-Orient

- Sur le marché du pétrole, les tensions en mer Rouge ont soutenu les cours du pétrole en fin d'année.
- Pour autant, malgré des baisses de production de brut décidées par l'OPEP+, le baril de Brent clôture l'année en baisse, à 77\$/b (vs 85,9\$/b l'année précédente), le WTI à 71,6\$/b vs 80,2\$.
- La demande ralentit avec le ralentissement de la croissance mondiale, quand dans le même temps la production de pétrole US atteint des niveaux record.
- Les 80\$ restent l'objectif et le prix plancher que tient à préserver l'OPEP.
- Les cours du pétrole restent un enjeu important pour 2024 dans un contexte géopolitique particulièrement tendu du fait des tensions au Moyen-Orient.

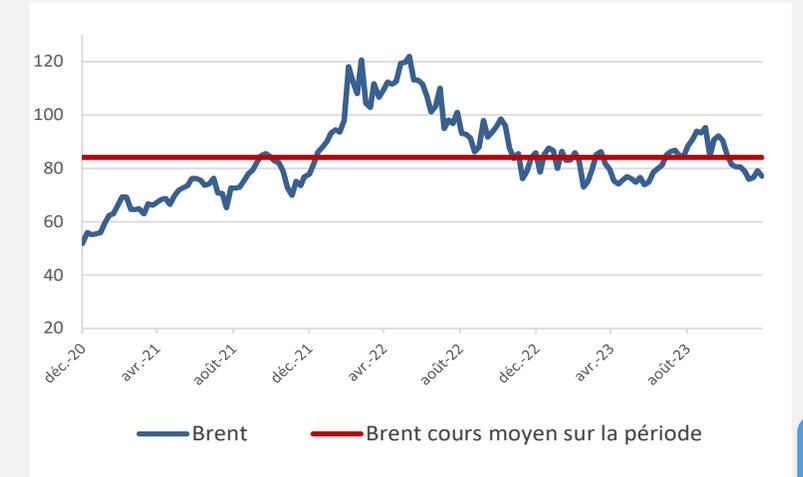
Baisse des prix du gaz

- Les prix du gaz ont retrouvé leur niveau d'avant-guerre en Ukraine.
- Le taux de remplissage des stocks de gaz en Europe à l'entrée dans l'hiver était élevé. La réduction volontaire de la consommation de gaz se poursuit (-20% vs 2019-2021), dans l'industrie comme chez les ménages. L'offre de GNL est importante et les exportations norvégiennes accélèrent.

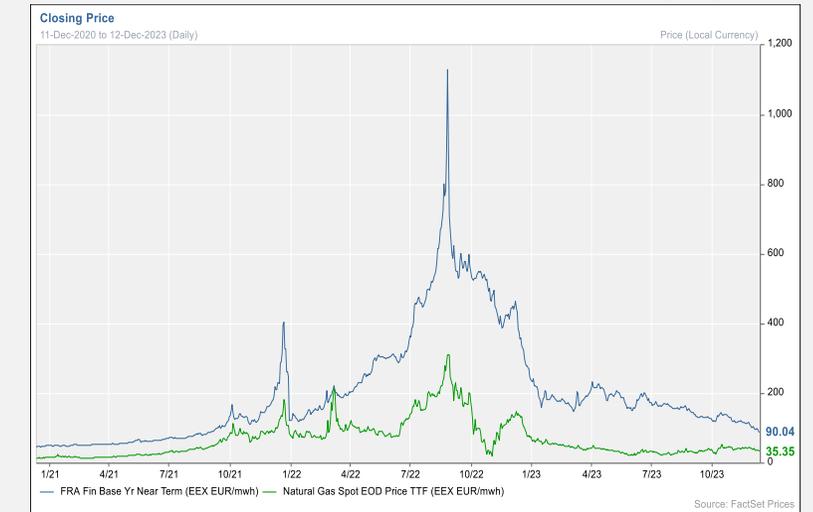
A surveiller en 2024

- Les prix de l'énergie et des matières premières se sont affaiblis en 2023. Ils ont soulagé les prix à la production et contribué à la modération de l'inflation en 2023.
- Ils restent une source de vigilance en 2024, en particulier les prix du pétrole.

Prix du baril de Brent (Factset au 31/12/2023)



Prix du gaz et de l'électricité en Europe (Factset au 31/12/2023)



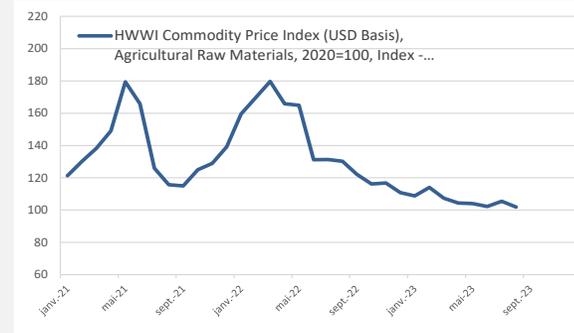
Prix de l'électricité en France à 1 mois (courbe bleue)

Prix du gaz spot TTF à 1 mois (vert)

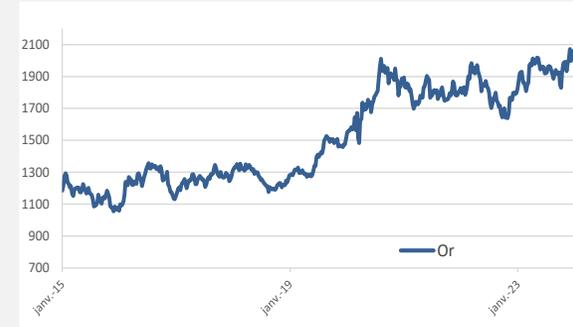
Matières premières industrielles (Hamburg Institute)



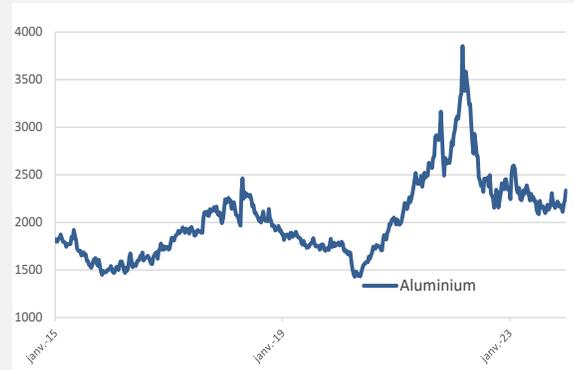
Matières premières agricoles (commodity price index) - 31/12/2023



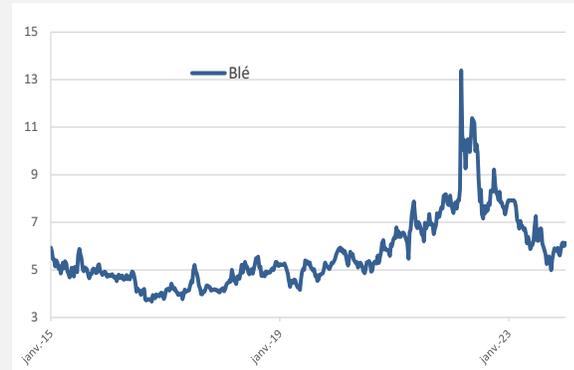
Or (Gold Nymex \$/ozt)- 31/12/2023



Aluminium (LME \$/MT) – 31/12/2023



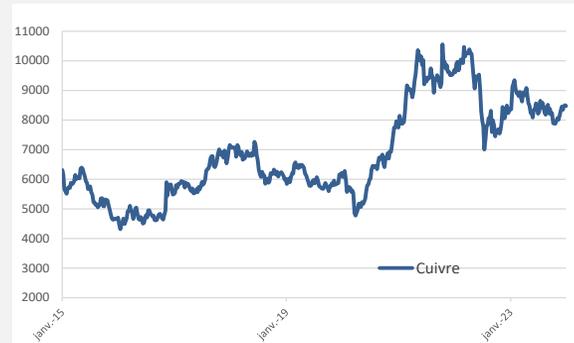
Blé (Chicago \$/bu) - 31/12/2023



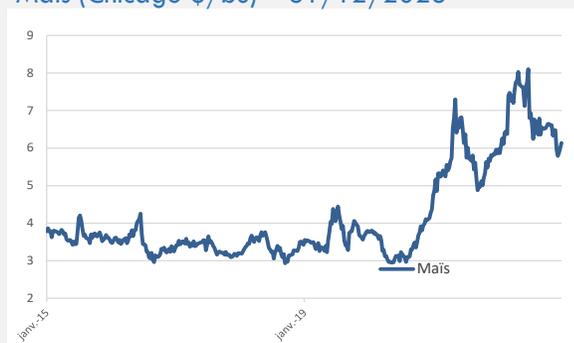
Argent (LBMA Silver price \$/ozt)- 31/12/2023



Cuivre (LME \$/MT) – 31/12/2023



Maïs (Chicago \$/bu) – 31/12/2023



Changes : raffermissement de l'euro

Fermeté du dollar index : le dollar est resté ferme en 2023, avec un point haut dans l'été (résilience de la croissance US) qui s'est corrigé par la suite avec le ralentissement de l'inflation. La tendance serait plutôt baissière en 2024 dans un contexte de ralentissement de la croissance et d'assouplissement de la politique monétaire de la Fed; sauf regain d'aversion pour le risque ou ajustement de la stratégie monétaire de la Fed.

Raffermissement de l'Euro : en zone euro, la devise, très affaiblie en 2022, s'est nettement raffermie en 2023 avec la réduction du risque énergétique et le durcissement du discours de la BCE. Le rattrapage est modéré par rapport à un dollar toujours fort (+2,4% en moyenne/1an), plus spectaculaire par rapport à certaines devises dont le Yen (+6,9% en moyenne /1an) et le Yuan (+8%/1an). La hausse pourrait se poursuivre en 2024 en raison d'un différentiel de rendement plutôt favorable à la devise européenne.

Le Yen sous pression : le Yen ressort en forte baisse sur l'année, pénalisé par une politique monétaire ultra-accommodante, à contre-courant des autres banques centrales. Si la BoJ se veut toujours prudente, la possibilité d'une normalisation de la politique monétaire, si elle se confirmait en 2024, serait un facteur de soutien à la devise.

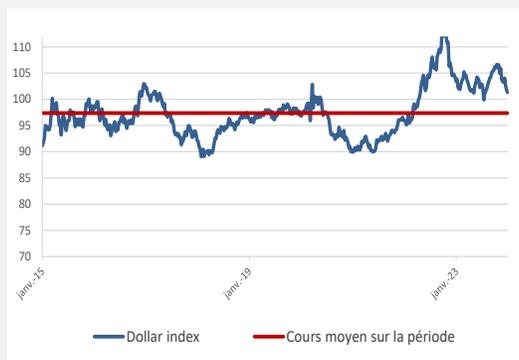
A ce stade, **le consensus est à une poursuite du raffermissement de l'euro en 2024** (taux + redémarrage de la croissance). **Les effets changes resteraient alors négatifs pour les sociétés exportatrices en Europe (S1 2024).**

Le risque de volatilité est néanmoins élevé, avec de lourds enjeux politiques et géopolitiques à la clé.

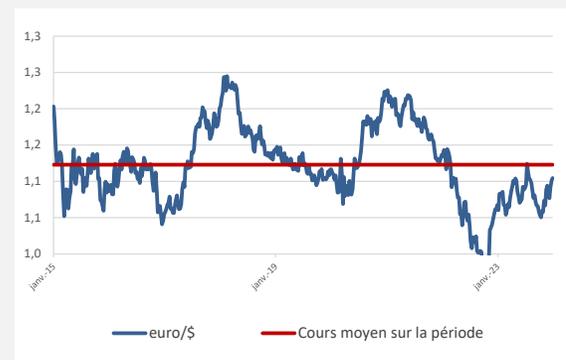
Parités de change au 31/12/2022

Date début	01/01/2022	30/06/2022	Cours au	01/01/2023	30/06/2023	Cours au
Date fin	30/06/2022	31/12/2022	31/12/2022	30/06/2023	31/12/2023	31/12/2023
	Moyenne S1	Moyenne S2	31/12/2022	Moyenne S1	Moyenne S2	31/12/2023
U.S. Dollar per Euro	1,09	1,01	1,07	1,08	1,08	1,10
	-9,3%	-12,6%	-6,2%	-1,2%	6,7%	3,5%
Japanese Yen per Euro	134,31	141,70	140,82	145,77	158,13	155,73
	3,4%	9,1%	7,5%	8,5%	11,6%	10,6%
Swiss Franc per Euro	1,03	0,98	0,99	0,99	0,96	0,93
	-5,7%	-10,6%	-4,7%	-4,5%	-2,1%	-5,8%
Brazilian Real per Euro	5,56	5,33	5,63	5,48	5,32	5,37
	-14,3%	-15,1%	-11,0%	-1,3%	-0,1%	-4,8%
Russian Rouble per Euro	85,80	62,69	77,91	83,67	101,30	98,76
	-4,2%	-30,0%	-8,7%	-2,5%	61,6%	26,8%
China Renminbi per Euro	7,08	7,08	7,42	7,49	7,83	7,83
	-9,2%	-5,2%	2,4%	5,8%	10,6%	5,6%
Canadian Dollar per Euro	1,39	1,35	1,45	1,46	1,46	1,46
	-7,5%	-7,7%	0,7%	4,8%	8,2%	0,7%

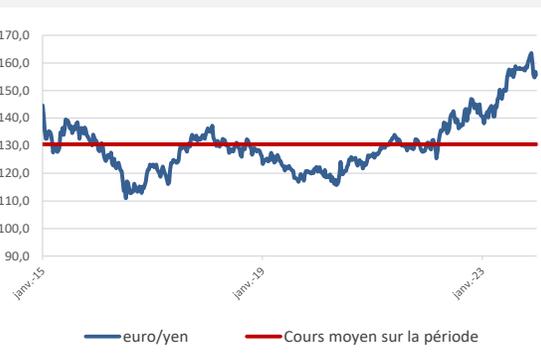
Dollar Index - 31/12/2023



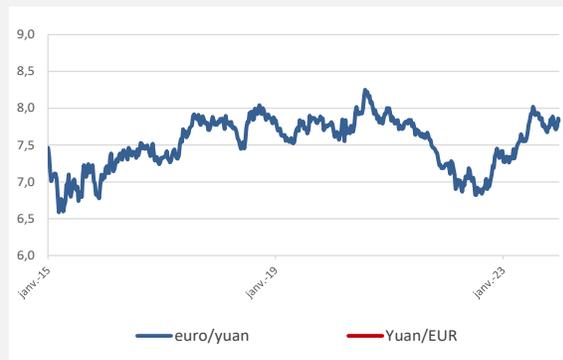
Euro/dollar- 31/12/2023



Euro/Yen- 31/12/2023



Euro/Yuan - 31/12/2022



(1/6)

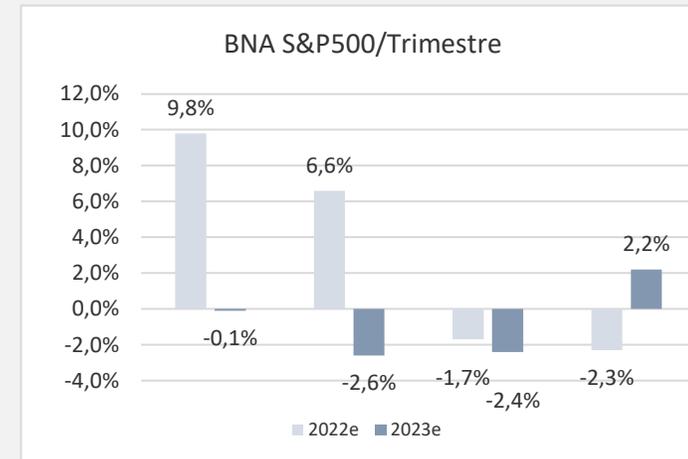


S&P 500 : une consolidation des résultats en 2023

Aux USA, le cycle de révision baissière des résultats entamé en juillet 2022 s'est prolongé. Attendus en hausse de +4,9% en début d'année, les résultats devraient néanmoins terminer l'année positifs et sur des plus hauts historiques, en hausse de +1,8%.

- La performance ressort solide, un peu supérieure à l'Europe, avec 3 trimestres de baisse et un rebond désormais attendu modeste au T4 (+2,2% vs +10,7% début 2023).
- En revanche les performances sectorielles ressortent contrastées avec :
 - ☺ de bonnes surprises pour les secteurs des Services et la Communication,
 - ☺ un secteur de la Technologie qui a tenu ses engagements et a largement tiré profit des résultats spectaculaires de Nvidia et des premiers développements dans l'IA.
 - ☹ les révisions en baisse les plus sévères pour l'Energie et les Matières Premières, en phase de normalisation après un exercice 2022 exceptionnel, et la Santé.

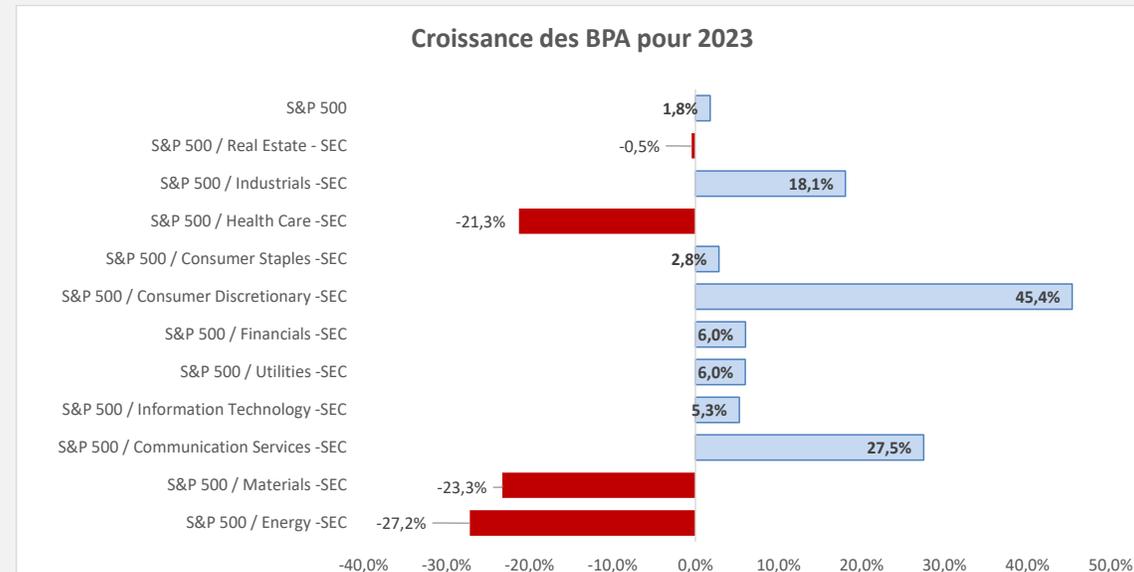
S&P500 - BNA 2023/trimestre (Factset au 31/12/2023)



S&P500- BNA Révisions sur un an (Factset)

Nom série	Revisions BNA	2023	2024
S&P 500	Révisions 1 an	-4,4%	-3,2%
S&P 500 / Consumer Discretionary	Révisions 1 an	4,7%	-4,0%
S&P 500 / Consumer Staples -SEC	Révisions 1 an	-1,4%	-4,0%
S&P 500 / Energy -SEC	Révisions 1 an	-16,0%	-3,4%
S&P 500 / Financials -SEC	Révisions 1 an	-8,5%	-11,6%
S&P 500 / Health Care -SEC	Révisions 1 an	-17,3%	-9,1%
S&P 500 / Industrials -SEC	Révisions 1 an	-2,8%	-4,6%
S&P 500 / Information Technology	Révisions 1 an	0,9%	3,3%
S&P 500 / Materials -SEC	Révisions 1 an	-13,1%	-13,7%
S&P 500 / Communication Services	Révisions 1 an	9,3%	9,0%
S&P 500 / Utilities -SEC	Révisions 1 an	-1,7%	-1,5%

S&P500 - BNA 2023/secteurs (Factset au 31/12/2023)



(2/6)



Retour à une dynamique de croissance soutenue en 2024

2024 débute avec l'idée :

1/ d'un redémarrage de la croissance de l'activité et des résultats (BNA 2024 attendus à +11,7%),

2/ des performances plus homogènes entre secteurs.

- Le comportement de consommation des ménages sera une clé de lecture importante. La publication de Nike pour le T2 (déception) est venue rappeler l'exigence du consommateur et l'importance de l'innovation,

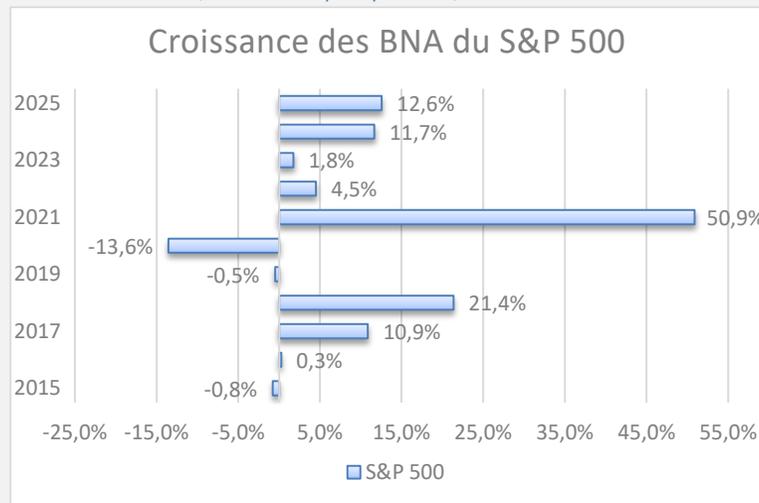
- La performance des groupes de la Tech également, du fait de leur pondération dans les indices.

Début des publications du T4 : le 12/01 avec les financières (JP Morgan, BoA, Citigroup, Wells Fargo...)

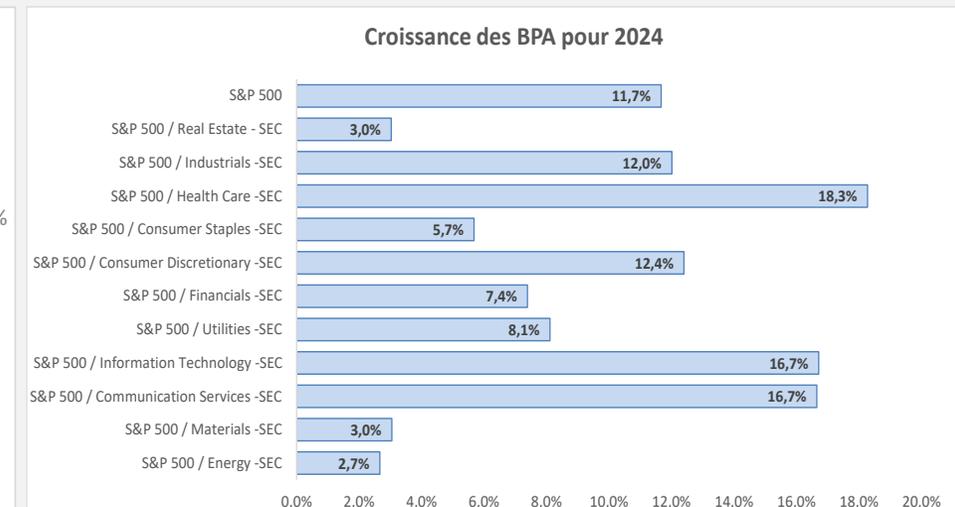
S&P 500 : Performance par secteur – (Factset 31/12/2023)

	Market Cap	PER		EPS Growth		Net Div Yield 2022	Croissance CA		Marge opérationnelle		Marge nette		Price to Book 2022
		2024	2023	2024	2023		2024	2023	2024	2023	2024	2023	
S&P 500	100,00%	19,3x	21,6x	11,6%	1,6%	1,65%	5,2%	2,3%	17,16	16,27	12,46	11,91	4,39
S&P 500 / Consumer Discretionary -S	10,6%	25,1x	28,2x	12,5%	45,4%	0,80%	6,8%	7,8%	11,27	10,66	8,42	8,05	9,12
S&P 500 / Consumer Staples -SEC	6,3%	19,3x	20,4x	5,6%	2,9%	2,50%	2,8%	4,4%	8,75	8,54	6,37	6,26	5,51
S&P 500 / Energy -SEC	4,0%	11,4x	11,3x	-0,7%	-27,5%	3,41%	0,5%	-14,8%	15,85	16,22	11,05	10,96	2,14
S&P 500 / Financials -SEC	13,2%	14,5x	15,8x	8,5%	5,2%	1,86%	5,7%	5,9%	29,91	29,27	18,72	19,62	1,93
S&P 500 / Health Care -SEC	13,1%	18,5x	21,9x	18,3%	-21,3%	1,65%	6,2%	4,6%	11,36	10,29	8,70	7,89	4,94
S&P 500 / Industrials -SEC	8,8%	19,6x	21,9x	11,9%	18,1%	1,63%	5,1%	4,4%	14,61	13,93	10,51	9,93	5,69
S&P 500 / Information Technology -S	28,1%	25,5x	29,7x	16,7%	5,3%	1,06%	9,1%	2,1%	31,29	29,36	25,20	23,72	10,97
S&P 500 / Materials -SEC	2,4%	19,1x	19,7x	3,3%	-23,3%	2,18%	1,6%	-9,0%	15,60	14,81	10,63	10,47	2,97
S&P 500 / Communication Services -	8,6%	17,1x	20,0x	16,6%	27,4%	0,97%	6,2%	3,9%	23,28	21,34	16,76	15,09	3,78
S&P 500 / Utilities -SEC	2,4%	16,1x	17,4x	8,1%	6,0%	3,21%	2,8%	2,1%	22,08	20,69	13,43	12,74	1,90

BNA S&P 500 (Factset 31/12/2023)



BNA 2024 par secteurs (Factset 31/12/2023)





Stoxx 600 : un choc d'inflation positif pour les profits d'entreprises en 2023

En Europe, les résultats qui étaient attendus en légère progression (+0,6%) début 2023 devaient terminer l'année sur une baisse contenue de -1,1% avec :

- **De bons S1**, en avance sur les budgets, **soutenus par des effets de rationalisation et un fort pricing power**,
- **Un début de freinage au T2 qui s'est confirmé au T3**, associé à un ralentissement des volumes, plus de pressions sur les coûts, des effets changes négatifs et des discours d'entreprises plus prudents.
- Des T4 attendus en baisse, dans le prolongement des T3.
- **Des marges qui devraient se stabiliser sur des plus hauts historiques. Les entreprises sont sorties gagnantes de la phase inflationniste** qui leur a permis de reconstituer leurs marges dans un premier temps, de masquer le ralentissement des volumes dans un 2^{ème} temps.

A niveau sectoriel, la phase d'ajustement post covid s'est poursuivie avec :

- Des révisions à la hausse pour les secteurs de l'Hôtellerie/Loisirs, l'Automobile et la Banque.
- De sévères révisions en baisse pour l'Energie, les Matières Premières, la Chimie et les Opérateurs Télécoms.

Secteurs Cycliques	Révision prévisions résultats 2023 depuis 3 mois	Révision prévisions résultats 2023 depuis 1 an
Automobile	1,8%	23,4%
Matières premières	-8,1%	-23,9%
Chimie	-8,3%	-32,7%
Construction & Matériau	1,3%	11,3%
Industries & Services	-1,3%	1,0%
Technologie	1,1%	5,3%
Hôtellerie	3,5%	43,0%
Média	1,5%	2,8%

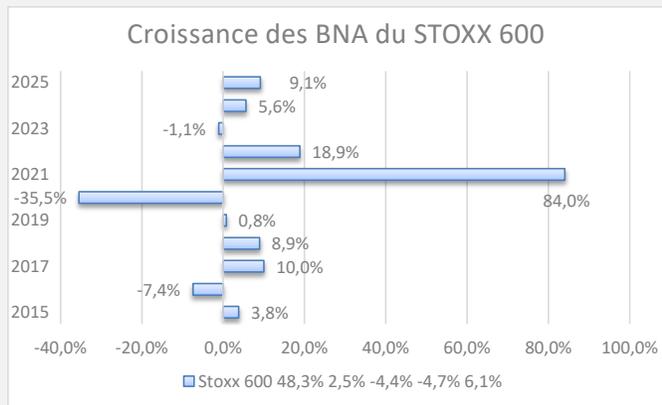
Secteurs Défensifs	Révision prévisions résultats 2023 depuis 3 mois	Révision prévisions résultats 2023 depuis 1 an
Agroalimentaire	-1,9%	-7,1%
Biens de consommation	-2,6%	-7,6%
Distribution	1,2%	6,9%
Santé	-1,2%	-4,4%

Pétrole	Révision prévisions résultats 2023 depuis 3 mois	Révision prévisions résultats 2023 depuis 1 an
Pétrole	-2,8%	-23,2%

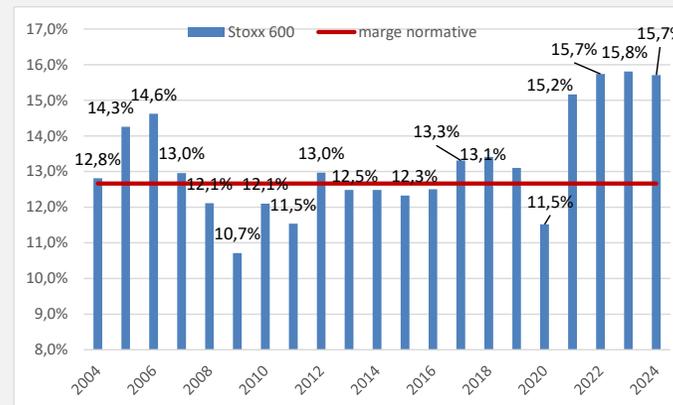
Rendement	Révision prévisions résultats 2023 depuis 3 mois	Révision prévisions résultats 2023 depuis 1 an
Immobilier	-0,6%	-3,7%
Opérateurs Télécom	-12,5%	-23,6%
Services aux Collectivités	-6,0%	3,6%

Finance	Révision prévisions résultats 2023 depuis 3 mois	Révision prévisions résultats 2023 depuis 1 an
Banques	1,3%	27,4%
Services Financiers	-0,5%	-2,3%
Assurances	-2,2%	-7,8%

BNA Stoxx 600 (Factset au 31/12/2023)



Stoxx 600, Marge opérationnelle (Factset)



(4/6)



2024 : en territoire incertain mais le consensus tient bon

La question se pose désormais de l'atterrissage des résultats pour 2024.

☺ **Des leviers existent ou vont progressivement se mettre en place** : 1/des gains d'efficacité liés à la mondialisation ou à la transformation digitale (IA), 2/la désinflation et le retour en positif des salaires réels qui vont soutenir la consommation des ménages, 3/ une baisse des taux d'intérêt, 4/ la fin du destockage voire un début de restockage dans l'industrie, 5/ des aides d'Etat, moins généreuses mais plus ciblées (transition énergétique).

☹ **A court terme néanmoins, les effets adverses seront plus nombreux** : 1/des effets base défavorables, amplifiés par le ralentissement de la demande aux USA (Biens de consommation, Boissons), ii/une modération de la demande chinoise, iii/des pressions sur les coûts (salaires, transport maritime, énergie), iv/des effets changes négatifs.

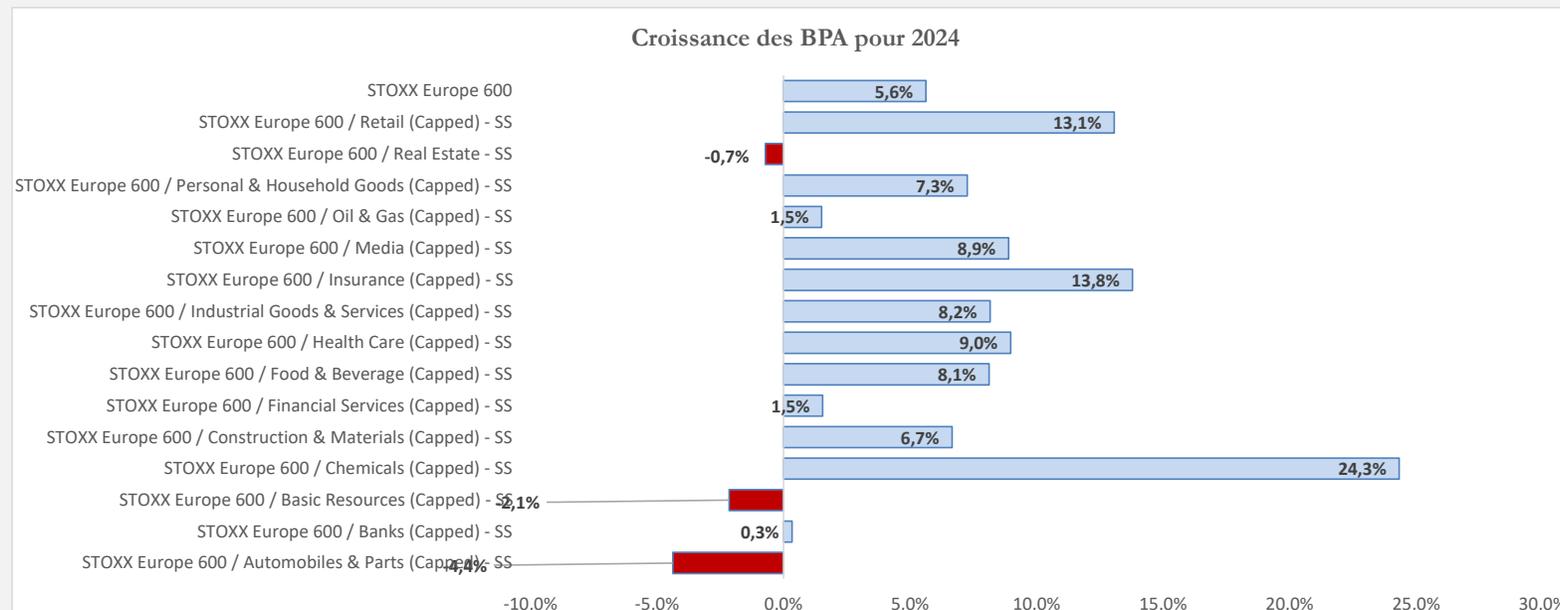
Le consensus reste offensif en maintenant l'objectif d'une croissance de +5,7% des BNA en 2024.

Les carnets de commandes sont encore élevés et assurent une forme de visibilité sur la production de l'année à venir. **Mais la marge de sécurité est faible en cas de choc** (taux, dégradation de la croissance, tensions géopolitiques).

La capacité d'expansion des marges a désormais passé son pic.

Début des publications du T4 : le 15/01. Les discours des entreprises donneront le ton.

Stoxx 600 - BNA 2024 par secteurs (Factset 31/12/2023)





(5/6)

Stoxx 600 : (Factset au 31/12/2023)

	Market Cap	PER		EPS Growth		Net Div Yield 2022	Croissance CA		Marge opérationnelle		Marge nette		Price to Book 2022
		2024	2023	2024	2023		2024	2023	2024	2023	2024	2023	
STOXX Europe 600	100,00%	13,0x	13,7x	5,6%	-1,1%	3,3%	2,4%	0,1%	15,69	15,81	9,85	9,71	1,83
STOXX Europe 600 / Automobiles & Parts (Capped)	2,49%	6,1x	5,9x	-4,4%	2,0%	4,8%	1,6%	10,9%	9,52	10,41	7,04	7,56	0,81
STOXX Europe 600 / Banks (Capped) - SS	8,70%	6,6x	6,6x	0,3%	36,8%	5,0%	1,1%	12,3%	47,74	48,27	26,72	27,38	0,69
STOXX Europe 600 / Basic Resources (Capped)	2,32%	11,0x	10,7x	-2,1%	-47,1%	5,8%	-1,7%	-11,2%	10,02	9,66	6,09	5,98	1,10
STOXX Europe 600 / Chemicals (Capped) - SS	2,53%	18,7x	23,2x	24,3%	-46,6%	4,0%	3,6%	-16,7%	9,42	8,22	6,22	5,00	1,99
STOXX Europe 600 / Construction & Materials (Capped)	3,95%	14,5x	15,5x	6,7%	3,7%	3,0%	3,6%	7,3%	9,80	9,62	6,14	5,91	2,04
STOXX Europe 600 / Food & Beverage (Capped)	4,73%	18,1x	19,5x	8,1%	-0,9%	2,3%	3,5%	8,1%	17,16	16,70	11,02	11,04	2,74
STOXX Europe 600 / Health Care (Capped) - SS	14,81%	17,6x	19,2x	9,0%	3,2%	2,4%	9,5%	-0,8%	23,90	24,05	17,15	16,93	3,36
STOXX Europe 600 / Industrial Goods & Services (Capped)	13,33%	17,5x	18,9x	8,2%	-3,6%	2,6%	3,3%	-0,1%	11,04	10,82	7,40	7,08	3,20
STOXX Europe 600 / Insurance (Capped) - SS	5,25%	9,7x	11,1x	13,8%	31,4%	5,1%	4,6%	-3,7%	10,85	10,49	7,44	6,82	1,64
STOXX Europe 600 / Media (Capped) - SS	1,50%	18,9x	20,6x	8,9%	11,1%	2,4%	4,2%	5,3%	19,42	18,22	13,13	12,49	3,09
STOXX Europe 600 / Oil & Gas (Capped) - SS	4,55%	7,7x	7,8x	1,5%	-34,4%	5,0%	-0,6%	-15,1%	14,89	15,48	7,91	8,07	1,33
STOXX Europe 600 / Personal & Household Goods (Capped)	8,66%	19,2x	20,6x	7,3%	1,7%	2,3%	5,0%	3,4%	21,56	21,30	14,92	14,58	3,19
STOXX Europe 600 / Real Estate - SS	1,41%	15,2x	15,1x	-0,7%	-3,5%	4,2%	3,6%	10,1%	76,96	77,39	35,59	-14,91	0,88
STOXX Europe 600 / Retail (Capped) - SS	0,88%	17,1x	19,3x	13,1%	11,3%	3,5%	5,3%	11,4%	11,32	10,69	8,05	7,48	3,21
STOXX Europe 600 / Technology (Capped) - SS	6,67%	22,2x	24,6x	10,6%	26,3%	1,1%	5,1%	5,8%	21,42	21,01	19,17	18,21	5,36
STOXX Europe 600 / Telecommunications (Capped)	2,51%	13,0x	16,3x	25,3%	-16,7%	4,5%	1,4%	-1,4%	15,90	14,79	7,17	6,20	1,12
STOXX Europe 600 / Travel & Leisure (Capped)	1,22%	12,5x	13,5x	7,9%	91,0%	1,2%	7,6%	16,4%	10,83	10,62	7,29	7,31	3,63
STOXX Europe 600 / Utilities (Capped) - SS	4,00%	13,1x	13,7x	4,8%	-4,1%	4,94%	-4,7%	8,8%	12,18	11,15	6,38	5,09	1,70

Télécoms, Chimie sont attendus en net rebond après un exercice 2023 difficile.

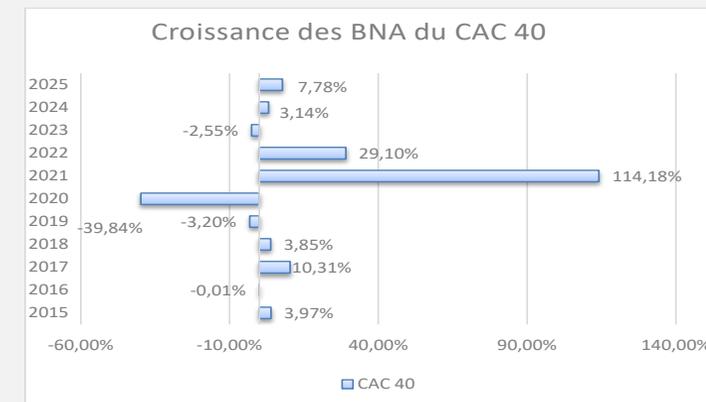
Entreprises : S1 2024, attention aux possibles déceptions

(6/6)

CAC40 au 31/12/2023

	Market Cap	PER		EPS Growth		Net Div Yield 2022	Croissance CA		Marge opérationnelle		Marge nette		Price to Book 2022
		2024	2023	2024	2023		2024	2023	2024	2023	2024	2023	
Cac 40	100,00%	13,4x	13,8x	3,1%	-2,5%	2,90%	2,6%	1,1%	14,8	14,8	9,9	9,8	2,1
Bouygues SA	13603,25	9,7x	12,1x	24,5%	11,5%	6,42%	2,0%	2,0%	4,5	4,0	2,4	2,0	0,9
Air Liquide SA	89681,87	24,5x	26,5x	7,8%	6,6%	2,23%	3,9%	-7,2%	18,8	18,3	12,6	12,1	2,9
Airbus SE	113130,55	21,1x	25,6x	21,4%	3,9%	1,6%	11,1%	9,5%	10,2	9,3	7,5	7,0	6,8
Veolia Environnement SA	21029,68	13,4x	15,7x	17,2%	13,2%	4,67%	2,7%	6,4%	7,4	7,1	3,3	2,9	1,9
L'Oreal S.A.	235546,59	33,2x	36,2x	9,0%	7,8%	1,80%	7,5%	8,5%	20,0	19,7	15,9	15,7	6,6
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	341744,35	20,6x	21,6x	5,2%	12,3%	1,8%	6,4%	8,5%	26,4	26,3	18,2	18,4	6,2
Safran SA	69122,21	24,5x	30,3x	23,7%	101,1%	1,15%	14,2%	22,3%	14,8	13,6	10,4	10,0	4,8
Thales SA	28840,83	16,3x	17,4x	6,7%	8,4%	2,46%	9,3%	3,4%	12,2	11,6	8,0	8,4	3,5
Capgemini SE	31846,20	15,4x	16,4x	6,4%	-2,5%	2,08%	3,3%	2,3%	13,4	13,1	9,1	8,8	2,8
Publicis Groupe SA	21611,42	11,9x	12,4x	4,3%	8,0%	4,9%	3,8%	4,2%	17,5	18,0	11,9	11,5	1,6
Cie Generale des Etablissements Michelin SA	22621,22	9,3x	9,8x	4,6%	15,0%	4,8%	2,1%	0,0%	12,3	11,7	8,0	7,7	1,1
Pernod Ricard SA	37974,09	17,1x	16,4x	-4,0%	11,4%	2,35%	0,2%	13,4%	27,1	27,4	18,2	18,6	3,3
Renault SA	10682,97	2,7x	2,6x	-3,1%	127,3%	0,80%	4,3%	15,0%	6,6	7,2	6,2	6,6	0,3
VINCI SA	67870,19	13,0x	13,9x	6,5%	10,3%	4,29%	3,8%	9,9%	12,2	12,0	7,1	7,0	2,0
Schneider Electric SE	99628	20,6x	22,6x	9,5%	8,0%	2,41%	5,0%	5,4%	17,3	17,0	12,0	11,6	2,9
Vivendi SE	10215	12,6x	15,0x	19,3%	98,7%	2,80%	21,3%	2,6%	8,5	8,4	6,6	6,9	0,5
TotalEnergies SE	145025	6,8x	6,5x	-4,4%	-29,1%	4,79%	-1,9%	-11,0%	14,8	15,9	9,5	10,2	1,4
Orange SA	28010	9,1x	9,6x	5,3%	18,5%	7,54%	0,9%	1,4%	13,5	12,9	6,9	6,6	0,9
Hermes International SCA	192791	43,8x	47,9x	9,4%	19,9%	0,90%	10,7%	15,1%	40,9	41,3	29,8	30,2	12,1
Alstom SA	4575	5,8x	8,5x	47,3%	-0,7%	1,00%	5,2%	4,3%	6,7	5,8	4,3	3,1	1,1
Dassault Systemes SA	56458	32,5x	35,3x	8,7%	6,4%	0,6%	8,8%	5,3%	33,2	32,5	26,9	26,5	6,0
Kering SA	47394	14,3x	14,8x	3,1%	-15,4%	2,9%	4,4%	-3,8%	24,7	25,1	16,1	16,2	4,2
Carrefour SA	11794	8,3x	10,1x	22,7%	-0,5%	3,58%	4,0%	6,4%	3,0	2,7	1,5	1,3	1,0
Sanofi	120395	11,9x	11,6x	-1,8%	-1,2%	3,96%	4,8%	-0,7%	26,6	27,8	21,1	22,5	1,5
STMicroelectronics NV	37060	11,3x	10,3x	-8,9%	1,8%	0,3%	6,8%	6,8%	24,4	26,7	21,1	23,3	2,5
Societe Generale S.A. Class A	19874	5,1x	6,8x	32,6%	-40,8%	7,24%	6,3%	-9,1%	32,7	28,6	14,5	10,6	0,3
Eurofins Scientific SE	11170	19,0x	22,6x	19,0%	-26,0%	1,49%	7,5%	-2,9%	13,0	11,9	7,7	6,7	3,1
Danone SA	41344	17,1x	17,7x	3,8%	0,3%	4,06%	0,4%	0,8%	12,8	12,3	7,9	7,0	1,8
Teleperformance SA	8244	8,2x	9,4x	14,6%	26,8%	1,73%	19,6%	3,6%	13,6	13,6	9,3	9,4	3,6
AXA SA	67277	8,2x	8,8x	8,3%	8,5%	6,52%	4,2%	0,0%	8,4	8,2	7,6	7,4	1,5
EssilorLuxottica SA	83442	24,4x	27,0x	10,5%	40,7%	1,91%	5,7%	3,9%	17,9	17,1	11,5	10,7	2,0
Credit Agricole SA	40656	7,3x	7,3x	-1,2%	8,8%	10,68%	2,4%	6,3%	43,9	44,2	21,8	23,4	0,5
BNP Paribas S.A. Class A	71867	6,7x	7,4x	10,7%	7,9%	7,32%	4,5%	-7,4%	38,1	34,9	22,1	23,6	0,6
Compagnie de Saint-Gobain SA	32726	9,9x	10,4x	5,4%	-6,4%	4,38%	0,2%	-6,0%	10,5	10,6	6,6	6,2	1,0
Legrand SA	23657	19,3x	19,1x	-1,3%	6,9%	2,54%	1,4%	1,6%	20,1	20,5	13,6	13,9	3,0
ENGIE SA.	40304	9,0x	7,4x	-17,9%	2,6%	10,5%	-8,0%	3,7%	10,0	10,4	4,9	0,9	1,1
ArcelorMittal SA	21137	6,3x	5,4x	-14,8%	-51,4%	1,65%	-3,9%	-14,2%	7,1	7,1	5,5	6,1	0,4
Edenred SA	13632	22,8x	27,4x	20,2%	22,9%	1,97%	15,1%	24,1%	36,6	35,8	20,6	19,4	#N/A
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Secs Cor	9132	7,2x	7,0x	-3,7%	2,6%	0,00%	0,2%	40,7%	82,7	81,6	54,0	54,0	0,4
Stellantis N.V.	64632	3,8x	3,5x	-8,9%	11,9%	10,10%	0,8%	6,2%	11,35	12,58	8,69	9,74	0,6

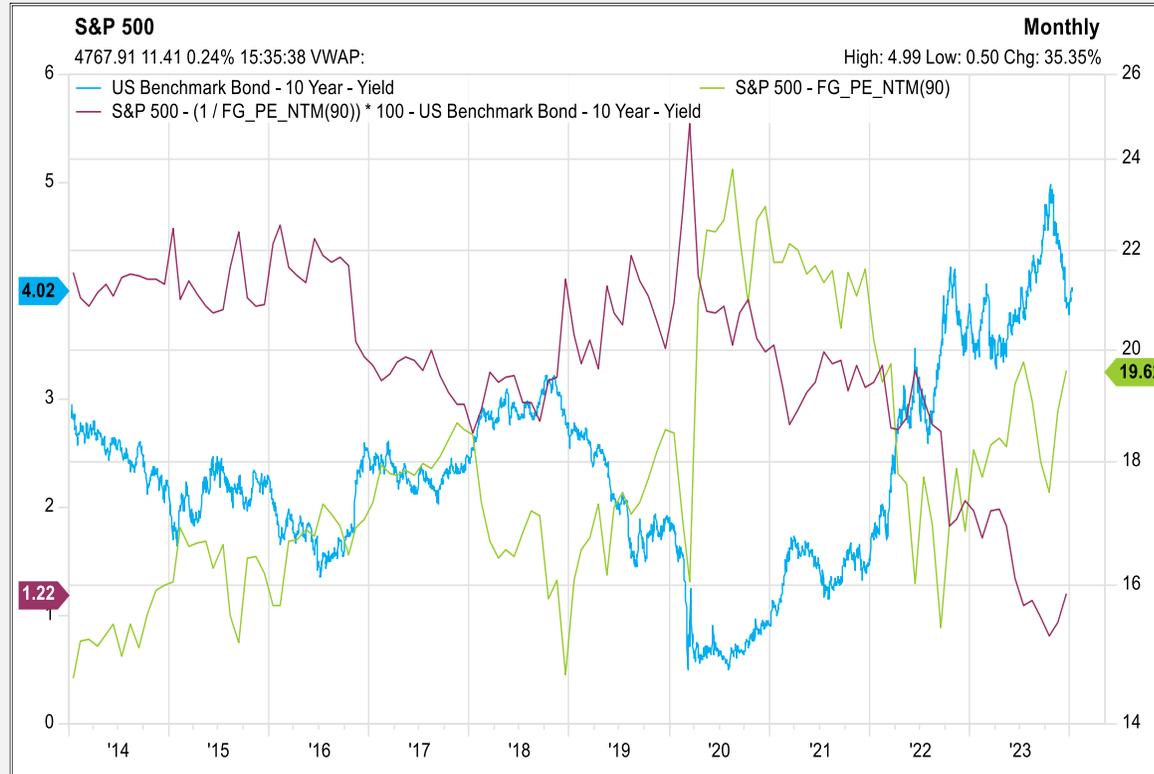
CAC40 au 31/12/2023 (Factset)



- Début 2023, le consensus était prudent et attendait un recul de -5,2% des résultats.
- Ce sera mieux, avec un recul limité des résultats (-2,5%), quelques déceptions (Wordline, Alstom, Teleperformance, Kering, Sanofi), mais surtout **des résultats en progrès et sur des plus hauts historiques pour un grand nombre d'entreprises**, portés par les restructurations engagées pendant la crise covid et les hausses de prix passées.
- 2024 se place sur un objectif de croissance de +3,4%.



S&P 500 au 10/01/2024 (Factset)

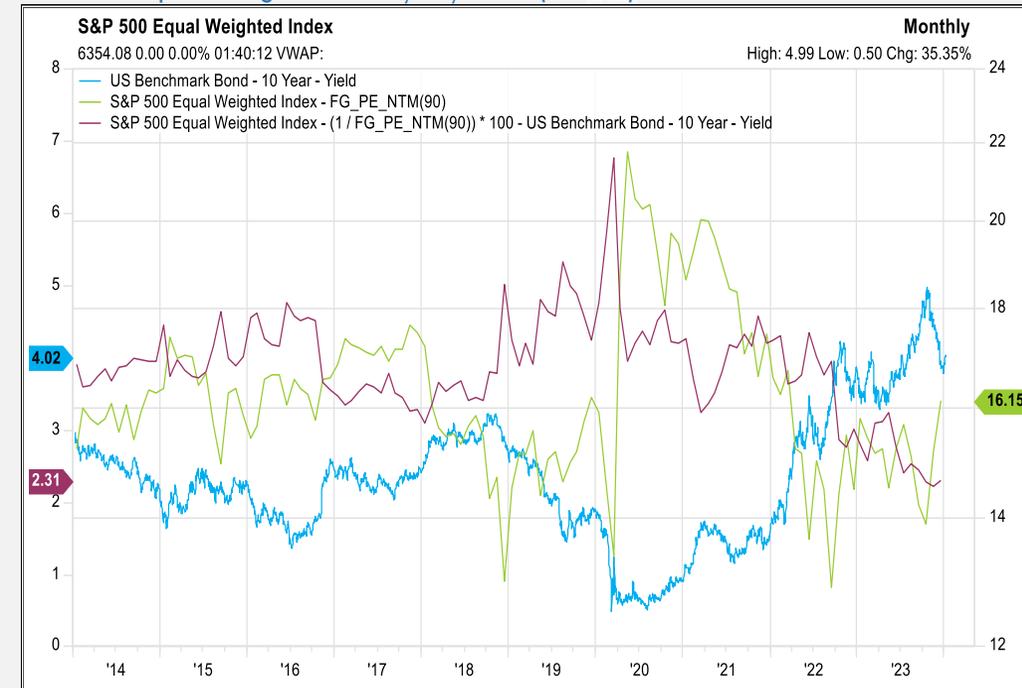


*Prime de risque : calculée comme $(1/PE_{12\text{mois}} - T_x \text{ 10 ans})$
 10 ans US à 4,02% au 10/01/2024 (3,88% au 31/12/2023 vs +3,87% au 31/12/2022)

Aux USA, l'officialisation en fin d'année de la fin du cycle de resserrement monétaire, a été largement salué par les marchés.

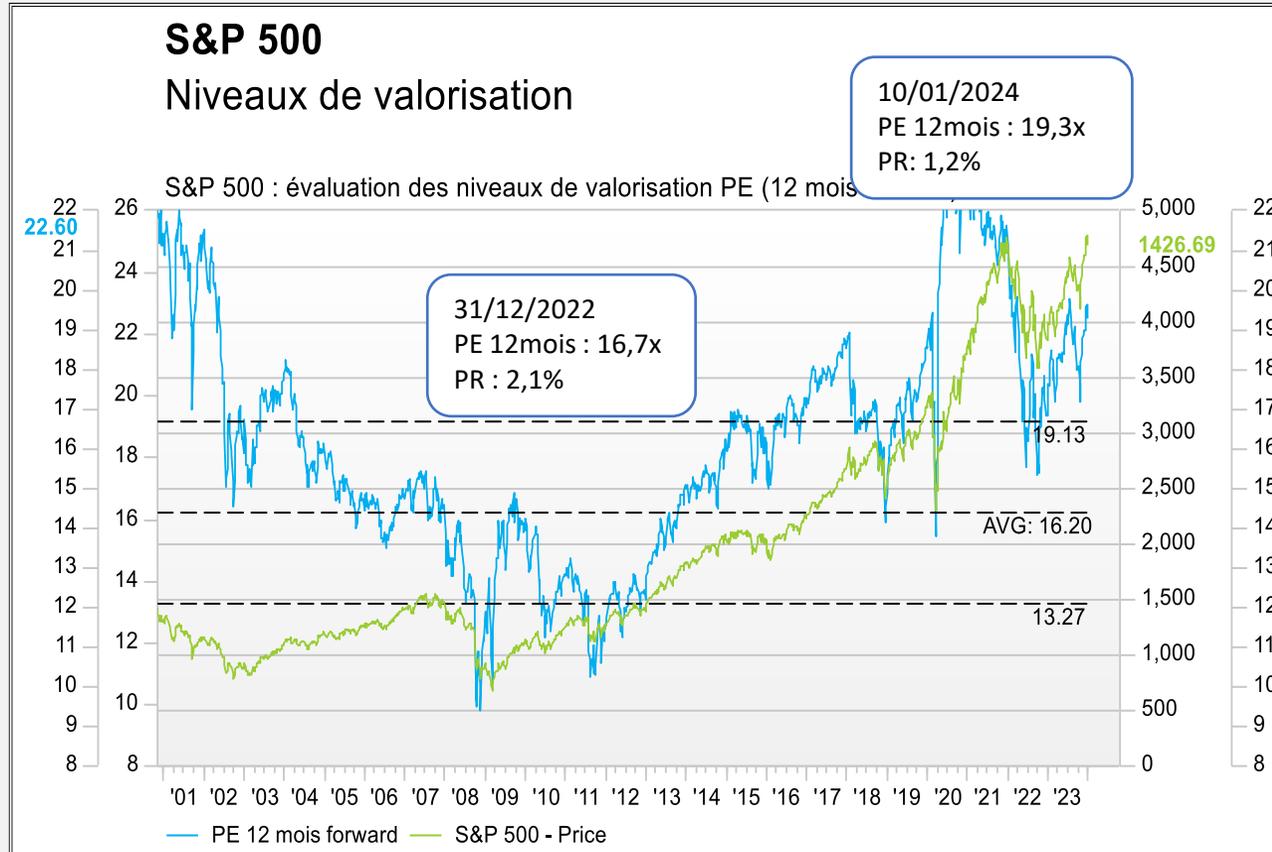
- **Le PE 12 mois termine l'année à 19,6x** (vs 16,7x au 31/12/2022), largement amplifié par les records inscrits par les tenors de la Tech.
- **La Prime de risque inscrit de nouveaux plus bas, à 1,22%** vs +2,1% au 31/12/2022.
- **Le PER Equal Weighted (équipondéré) ressort à 16,1x**, plus en phase avec sa moyenne historique.
- Sur un an, le taux 10 ans US est à peu près stable, à +3,88% au 31/12/2023 vs +3,87% au 31/12/2022.

S&P 500 Equal Weighted au 10/01/2024 (Factset)





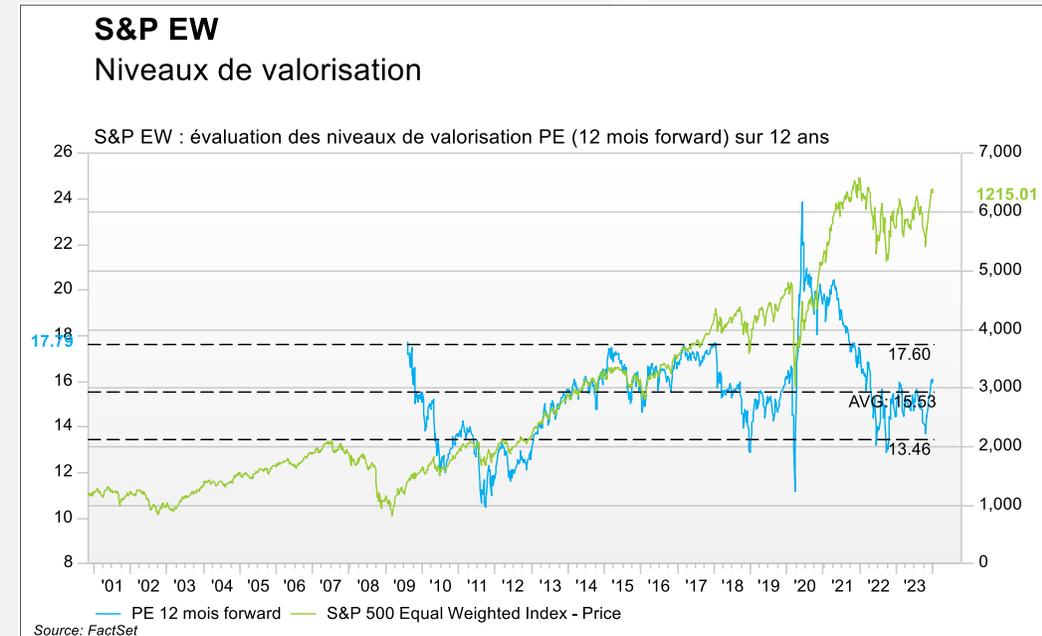
S&P 500 au 10/01/2024 (Factset) :



S&P 500 – Multiples au 10/01/2024 (Factset)

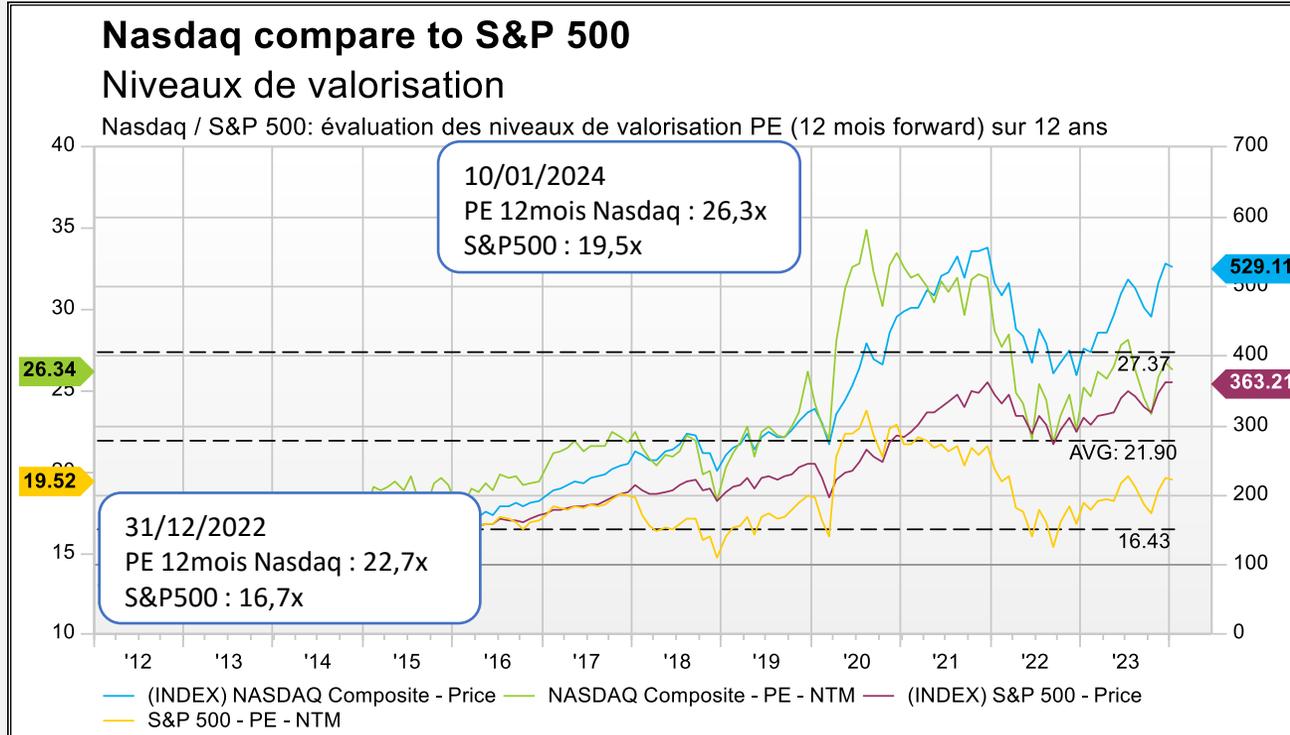
Valuation	2023	2024	2025
PE	21,9x	19,6x	17,3x
EV/EBIT	19,8x	17,7x	16,0x
EV/EBITDA	14,7x	13,4x	12,2x
EV/SALES	3,1x	3,0x	2,8x
PS	2,6x	2,5x	2,4x
PB	4,4x	4,0x	3,6x

S&P 500 Equal Weighted (Factset au 10/01/2024)



Valorisations : rythmées par les taux (3/7)

Evolution comparée S&P 500/Nasdaq au 10/01/2024 (Factset)



Les « 7 magnifiques » - Performance sur 1 an (cours au 29/12/2023)

Nvidia : +236%, Meta : +193%, Tesla : +102%, Amazon : +81%, Alphabet : +58%, Microsoft : +57%, Apple : +45%

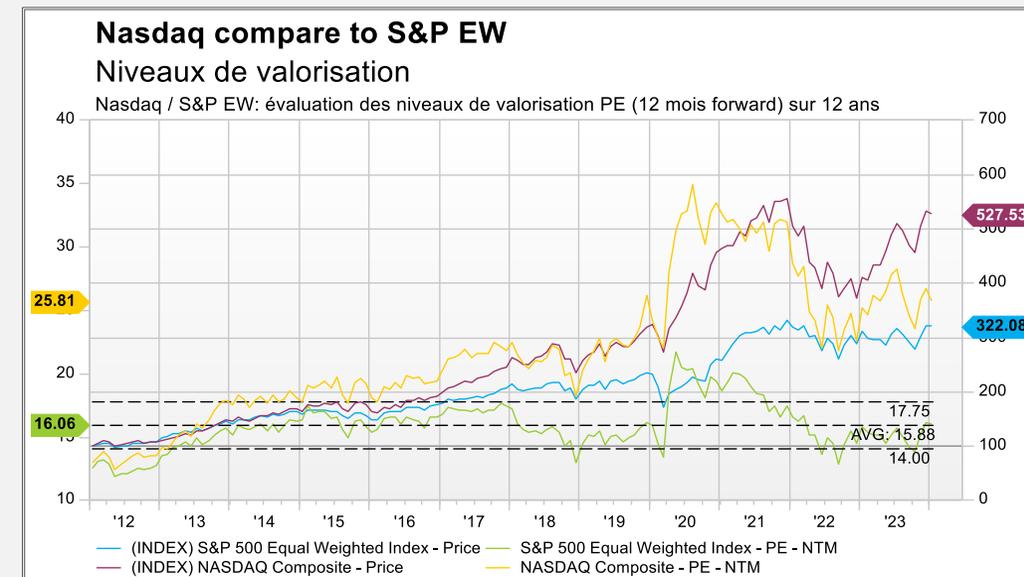
S&P 500 : +24,2% (en \$)

S&P 500 hors « 7 Magnifiques » : +10,9% (en \$)

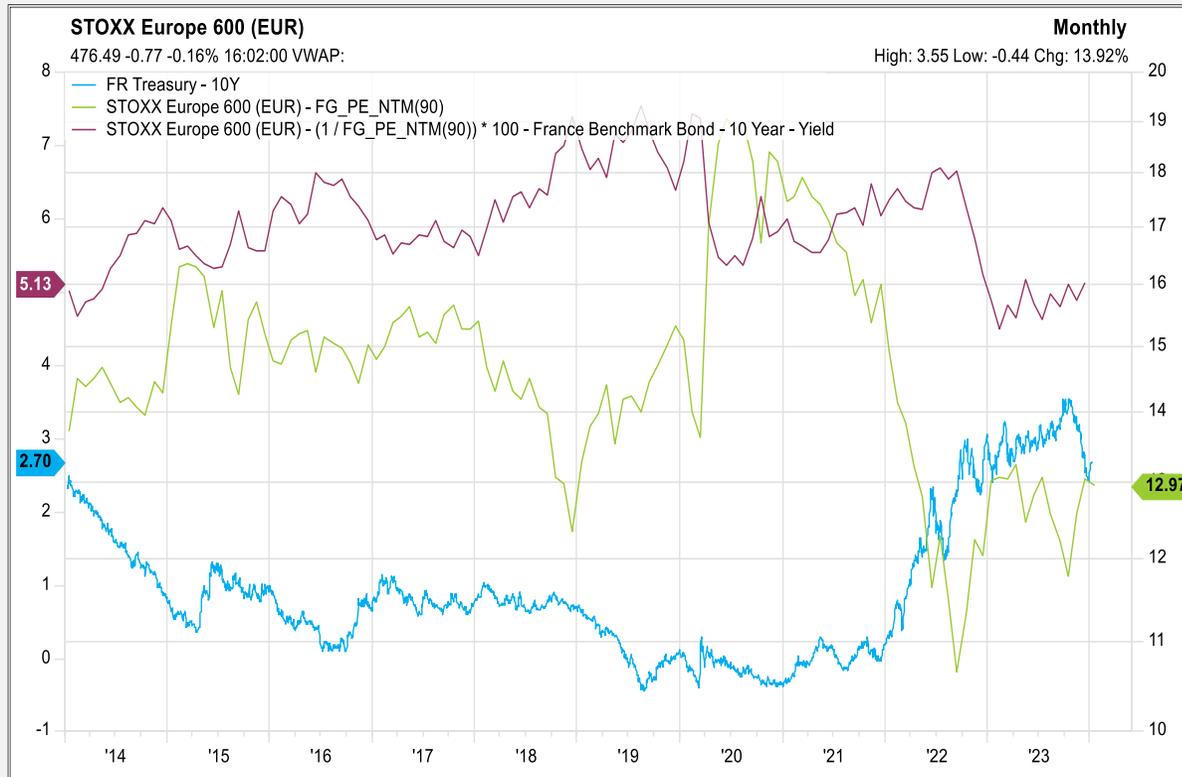
- Des géants de la Technologie incontournables dans la performance des indices américains : >11 500Md\$ de CB, près de 30% du S&P 500.

- Un ADN commun : une forte capacité d'innovation, des milliards de \$ en trésorerie.

Evolution comparée S&P 500 EW/Nasdaq au 10/01/2024 (Factset)



Stoxx 600 au 10/01/2024 (Factset)



*Prime de risque : calculée comme $(1/PE_{12\text{mois}} - T_x 10 \text{ ans})$

OAT 10 ans : +2,70% au 10/01/2024, +2,55% au 31/12/2023 vs +3,07% au 31/12/2022

Bund All : +2,02% au 31/12/2023 vs +2,53% au 31/12/2022

En Europe, la détente des taux longs a également soutenu les multiples boursiers.

- **Hausse des multiples** : le PE 12 mois remonte à 13x (vs 12,3x au 31/12/2022) mais se maintient sur sa moyenne de LT.
- **Stabilité de la Prime de risque**, à 5,13% vs 5,15%
- **Détente des taux longs** : l'OAT Français revient à 2,55% au 31/12/2023 après +3,07% au 31/12/2022. Le Bund termine l'année à +2,02% vs +2,53% au 31/12/2022.

Début 2024 est plus compliqué avec : 1/un recalage des anticipations quant à l'assouplissement monétaire et une remontée des taux d'intérêt depuis ses points bas de fin d'année, 2/ des incertitudes sur les rythmes de croissance, 3/ de lourds enjeux géopolitiques et politiques.

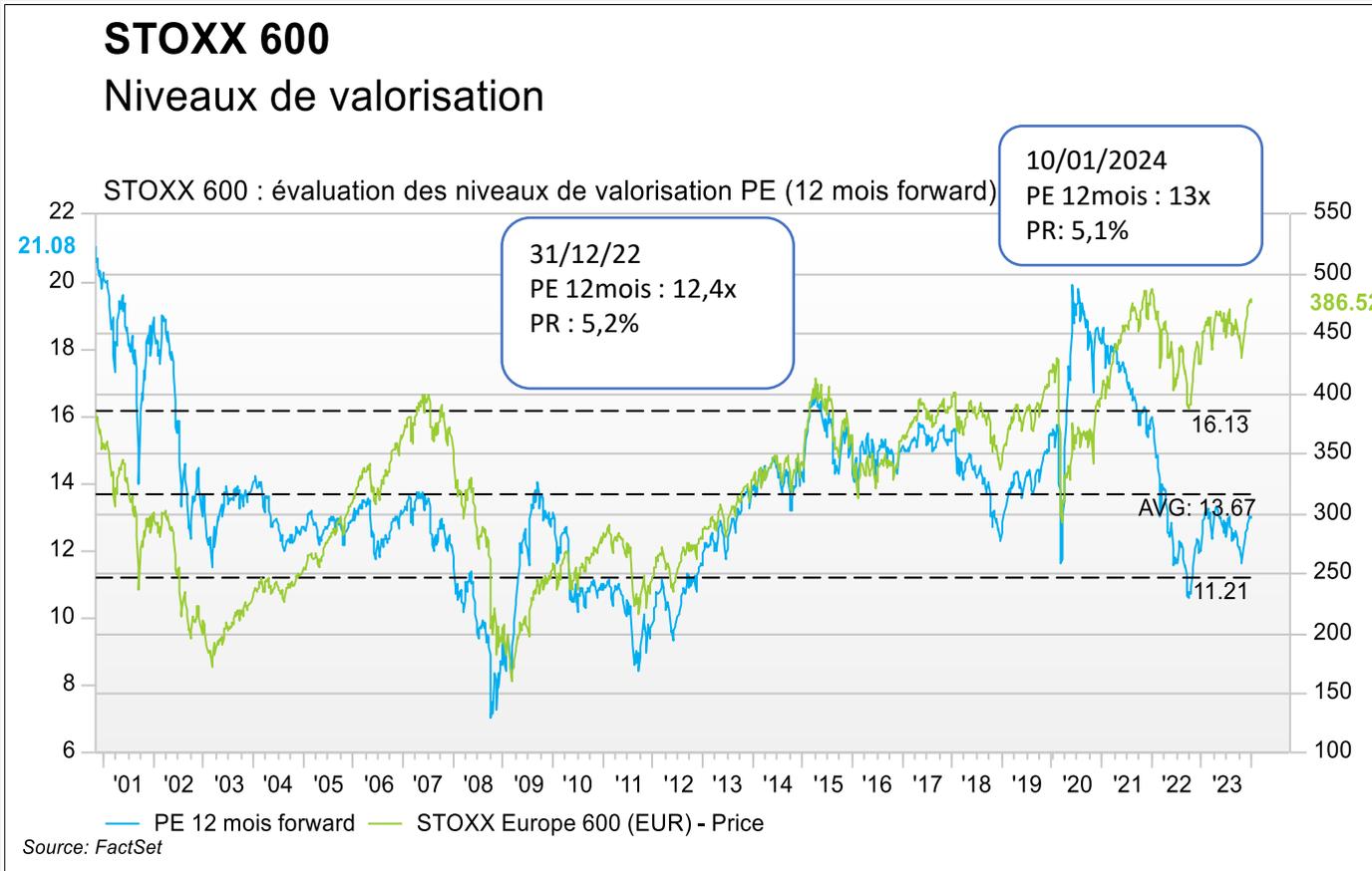
Le biais devient plus Défensif après la phase d'euphorie en fin d'année.

Comme chaque année, les scénarios sont très partagés avec :

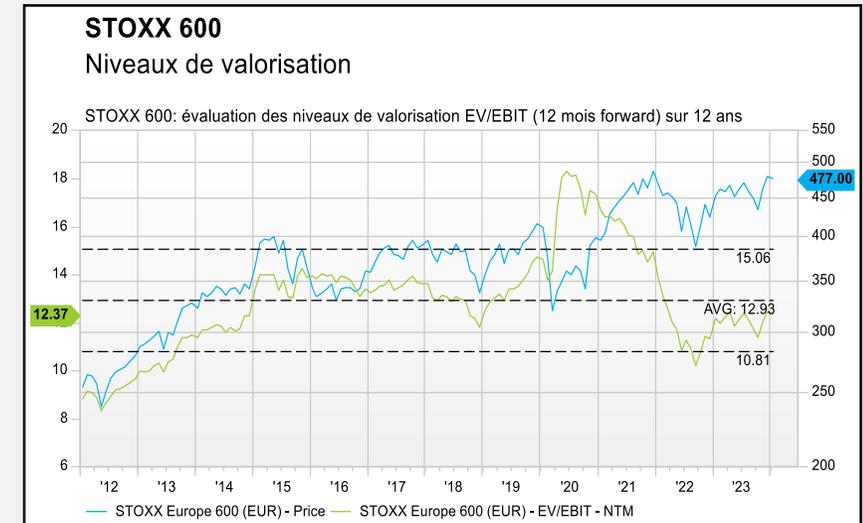
- ⊕ Beaucoup de bonnes nouvelles déjà intégrées au cours du rallye de fin d'année,
- ⊕ de possibles déceptions sur les résultats d'entreprises (S1 2024),
- ⊕ de l'incertitude autour des scénarios de baisse de taux directeurs :
 - 2 questions clés : « quand et à quel rythme »,
 - 2 scénarios qui s'opposent : i/ « trop tôt, trop vite » avec un risque de retour de l'inflation, ii/ « trop tardive, trop faible » avec un risque de ralentissement marqué de la croissance.
- ⊕ Des écarts de valorisation importants qui laissent de l'espace au stock-picking : Big vs Mid et Small capitalisations, au sein d'un même secteur (Santé, Equipement, Luxe...).
- ⊕ Des multiples et des valorisations en capacité de s'apprécier si les taux d'actualisation baissent.

Valorisations : rythmées par les taux (5/7)

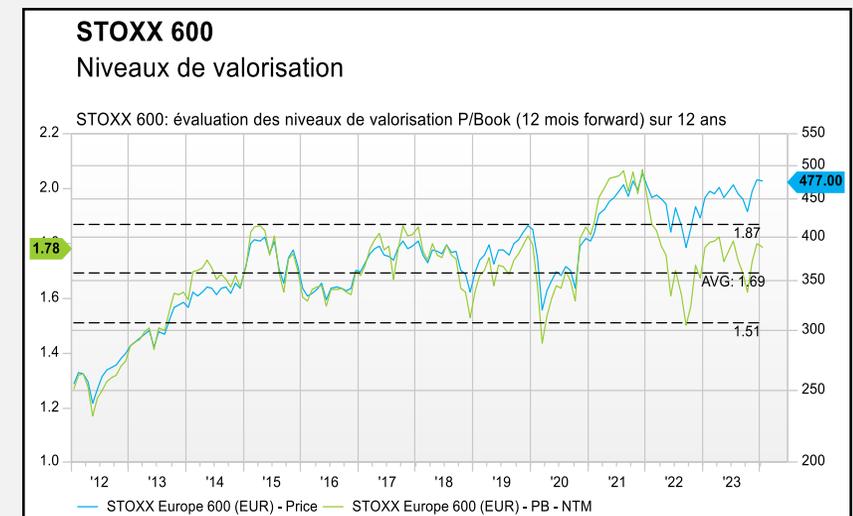
Stoxx 600 au 10/01/2024 (Factset)



VE/Ebit au 10/01/2024 (Factset)

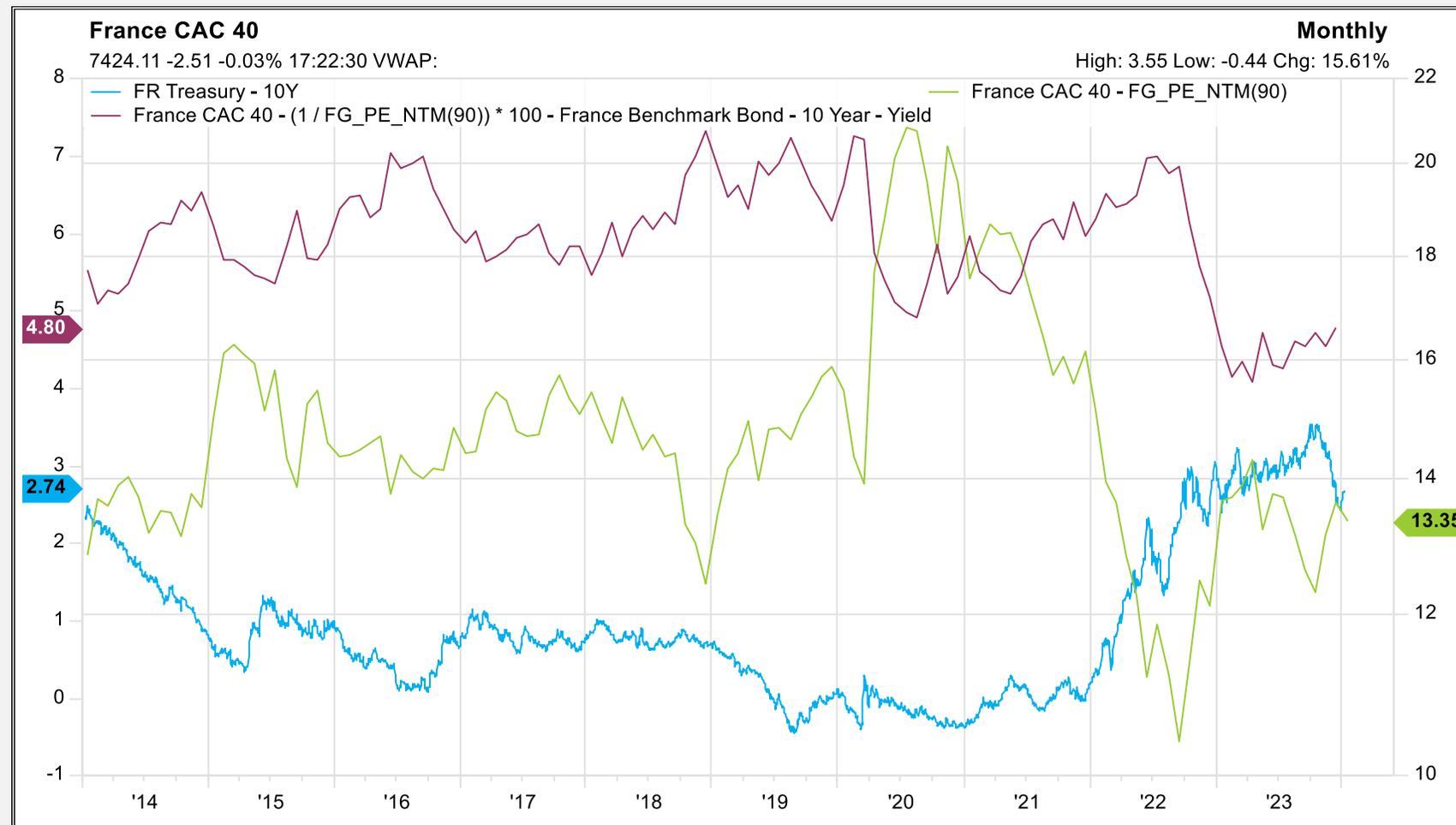


P/Book (Factset au 10/01/2024)





CAC 40 au 10/01/2024 (Factset)

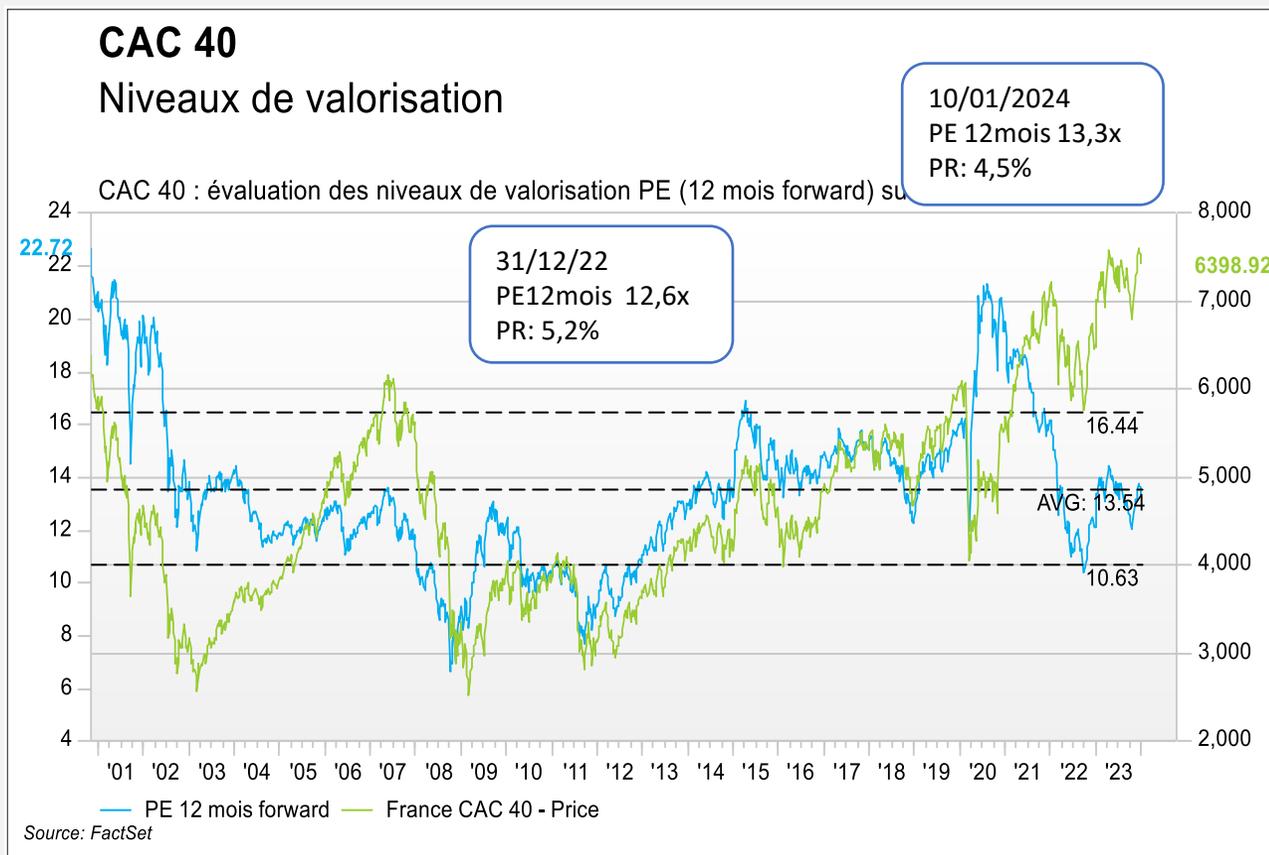


- **Le PE 12 mois remonte à 13,3x** (vs 12,6x au 31/12/2022) en se maintenant dans son canal de LT.
- **La Prime de risque se tasse à +4,8%** (vs 5,20%), en anticipation de futures baisses de taux.
- l'OAT Français revient à +2,70% au 10/01/2024 après +3,07% au 31/12/2022.

*Prime de risque : calculée comme $(1/PE_{12\text{mois}} - Tx_{10\text{ans}})$

OAT 10 ans : +2,53% au 31/12/2023 vs +3,07% au 31/12/2022

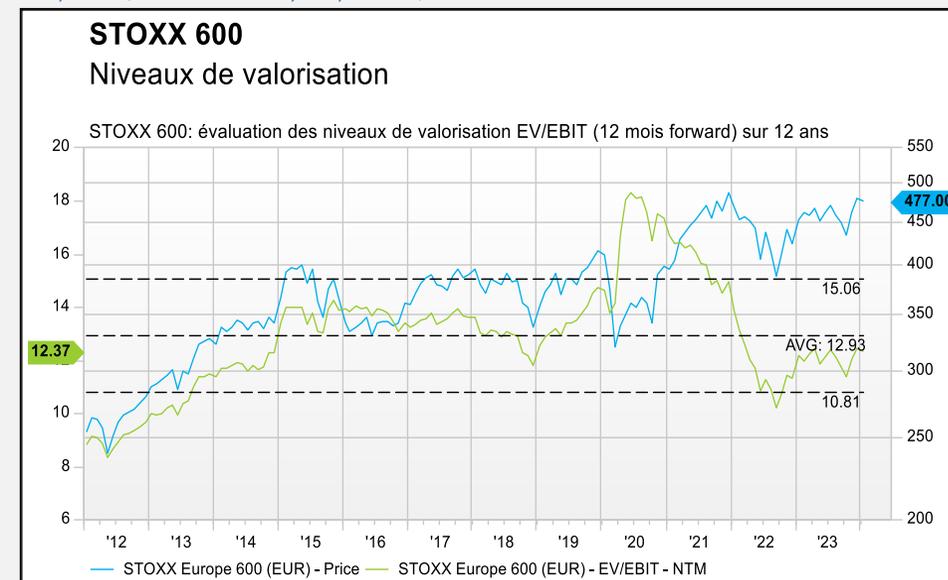
CAC 40 au 10/01/2024 (Factset)



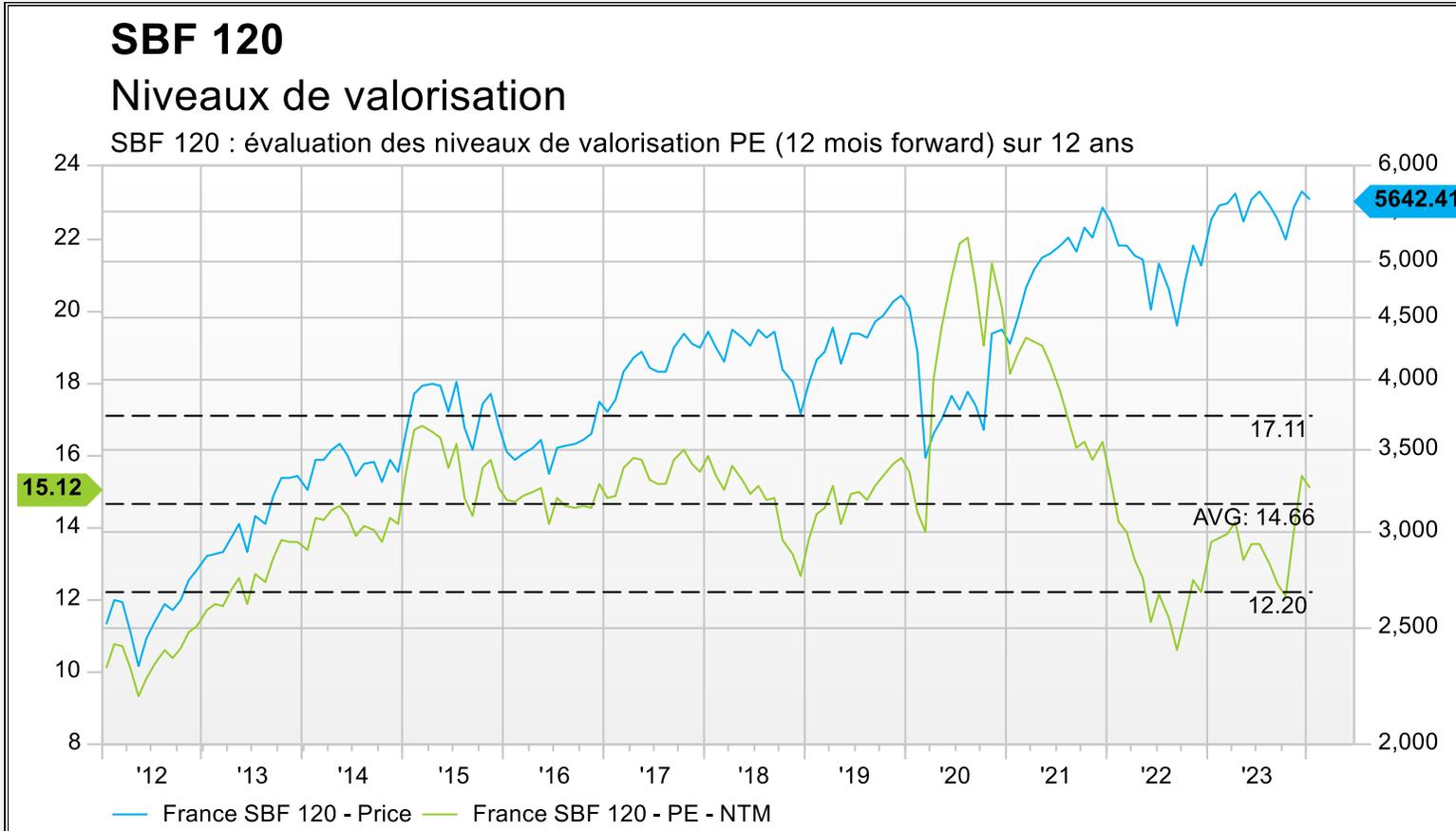
CAC 40- Multiple au 10/01/2024 (Factset)

Valuation	2023	2024	2025
PE	13,80x	13,38x	12,41x
EV/EBIT	12,05x	11,90x	11,24x
EV/EBITDA	8,79x	8,67x	8,22x
EV/SALES	1,69x	1,65x	1,59x
PS	1,38x	1,35x	1,30x
PB	2,00x	1,85x	1,71x

VE/Ebit (Factset au 10/01/2024)



SBF 120 au 10/01/2024 (Factset)



Banques Centrales : « soigner » la sortie du cycle de hausse, défi pour 2024 (1/6)

ENVIRONNEMENT MACRO ET BANQUES CENTRALES +

FED : tonalité très « dovish » pour conclure 2023

2023 s'achève sur un autosatisfecit de la FED qui, forte des bons résultats obtenus sur l'inflation, officialise la fin du cycle de resserrement monétaire entamé en mars 2022. **Après avoir remonté ses taux directeurs de 525 points de bases en un temps record, l'heure est à la décrue en 2024.**

Si les taux directeurs ont été confirmés à 5.25/5.50% lors de la dernière réunion de l'année, les membres du comité de politiques monétaires tablent désormais sur une baisse de 75pb des FED Funds à horizon fin 2024, soit 4.625%.

Sans surprise et comme à son habitude, le marché est plus agressif dans ses anticipations et vise 150pb de réduction (6 baisses) avec une 1ère baisse le 22 mars prochain.

Alors que la prudence était jusqu'à présent de mise, **la tonalité « dovish » du discours de J. Powell a passablement surpris...** en particulier l'absence d'inquiétude vis-à-vis du fort assouplissement des conditions de financement.

Les nouvelles prévisions économiques communiquées font état d'une **moindre croissance pour 2024** (+1.4% vs. +1.5% prévu en septembre dernier), d'une **décélération continue de l'inflation** (PCE core attendu à 2.4% vs. 2.6% en septembre), et d'un **taux de chômage à 4.1%** (stable vs. septembre).

La FED demeure bien « data dependent » et continuera d'orienter ses décisions en fonction de l'évolution de la conjoncture économique. A cet égard, les chiffres du CPI de décembre (3,4% en global et 3,9% hors alimentation et énergie vs. 3,1% et 4% en novembre), montrent que **la poursuite du processus de désinflation ne sera pas linéaire...**

Cependant, l'inflexion de la FED est bien réelle. **La question du calendrier des futures baisses de taux est désormais devenue centrale.** La séquence de stabilité des taux directeurs à leur niveau actuel pourrait être plus courte qu'initialement anticipé...

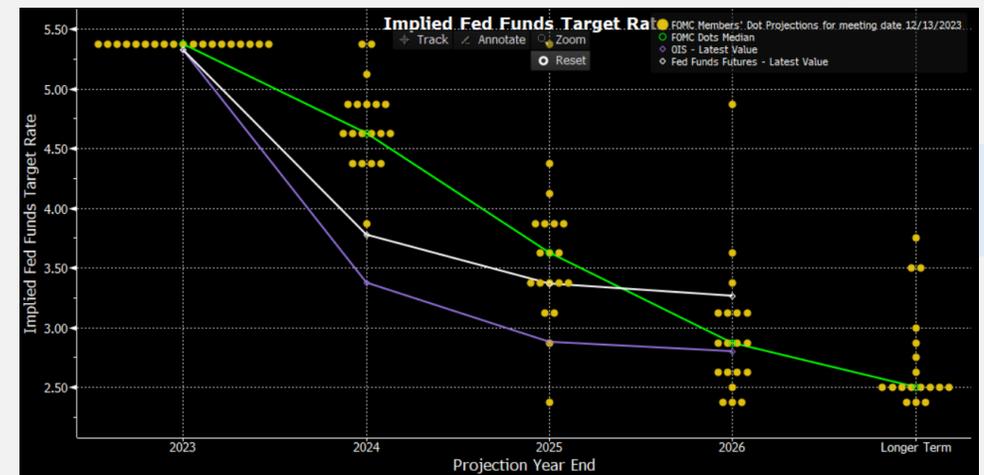
Pour notre part, nous tablons sur une 1ère baisse des FED funds en mai/juin 2024.

Prévisions économiques de la FED (%) FOMC du 13/12/2023

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

Source : FOMC – Summary of Economic Projections

Taux directeurs anticipés par les membres de la FED (DOTS – 13/12/2023)



Source : Bloomberg

Banques Centrales : « soigner » la sortie du cycle de hausse, défi pour 2024 (2/7)

ENVIRONNEMENT MACRO ET BANQUES CENTRALES +

BCE : non, la BCE ne baissera pas la garde !

Pour sa dernière réunion de l'année, la BCE a décidé de maintenir ces taux directeurs inchangés à :

- 4.50% pour les opérations principales de refinancement
- 4.75% pour la facilité de prêt marginal
- 4% pour la facilité de dépôt.

Si le Conseil des gouverneurs prend acte du ralentissement sensible de l'inflation depuis son pic d'octobre 2022 à 10.6% (CPI de décembre à 2.9% et 3.4% hors énergie et alimentation), il estime toutefois que **la hausse des coûts du travail pèsera encore sur les prix avant de reculer progressivement en 2024 pour rejoindre la cible de 2% en 2025.**

A cet égard, **les prévisions d'inflation globale de l'Eurosystème sont revues à la baisse par rapport à celles de septembre.** L'inflation devrait ainsi reculer à 2,7 % en 2024, 2,1 % en 2025 et 1,9 % en 2026.

Hors énergie et alimentation, l'inflation s'établira, en moyenne, à 2,7 % en 2024, 2,3 % en 2025 et 2,1 % en 2026.

De son côté, **la croissance économique devrait rester modérée à court terme** avant de reprendre un peu de vigueur : +0.6% en 2023, +0,8 % en 2024 et +1,5 % en 2025 et en 2026.

Le contexte économique global est de nature à inciter la BCE à ne pas baisser trop tôt la garde. Pour le Conseil des gouverneurs, **l'objectif de stabilité des prix requiert le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel pour une durée « suffisamment longue ».**

L'orientation de la politique monétaire restera donc restrictive aussi longtemps que les données économiques le requerront et en premier lieu les perspectives d'inflation.

Concernant la gestion du bilan de la BCE, on note une 1ère inflexion visant à prendre de l'avance dans la réduction du portefeuille PEPP (programme d'achats d'urgence face à la pandémie). A ce titre, le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance dans le cadre du PEPP sera interrompu à la fin 1er semestre 2024 et non plus fin 2024. Le portefeuille du PEPP sera réduit de 7,5 milliards d'euros par mois dès le 2nd semestre 2024.

Prévisions économiques de la BCE (%) 14/12/2023

en %	2023		2024		2025		2026
	Déc-23	Sept-23	Déc-23	Sept-23	Déc-23	Sept-23	Déc-23
PIB	0.6	0.7	0.8	1.0	1.5	1.5	1.5
Inflation	5.4	5.6	2.7	3.2	2.1	2.1	1.9
Inflation core	5.0	5.1	2.7	2.9	2.3	2.2	2.1

Source : ECB - Eurosystem

Anticipations d'inflation 5ans/5ans ZE (blanc) et Etats-Unis (bleu)



Source : Bloomberg – Uzès Gestion

Taux : rallye spectaculaire fin 2023, baisse des taux « au coin de la rue » ? (3/6)

VALORISATIONS =

Noël avant l'heure sur les marchés de taux !

La vague d'optimisme enclenchée début novembre n'a cessé de gagner en intensité tout au long du dernier mois de l'année.

Les banques centrales ont largement contribué à l'euphorie ambiante..., en particulier la FED qui, forte des bons résultats obtenus sur l'inflation, a officialisé la fin de son cycle de resserrement monétaire. Alors que ses taux directeurs culminent encore à 5.25/5.50%, **2024 devrait sonner l'heure de la décrue.**

Anticipant un ralentissement mesuré de la croissance américaine en 2024, une décélération continue de l'inflation et une remontée progressive du taux de chômage, **la FED se pose ouvertement la question du calendrier de ses futures baisses de taux.** Sans surprise, cela a plu au marché.

En Zone Euro, la BCE n'entend pas baisser la garde et rappelle que l'objectif de stabilité des prix requiert le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel (taux de dépôt à 4%) pour une durée « suffisamment longue ».

Cependant, **les prévisions établies par les économistes de l'Eurosystème confirment que la trajectoire d'inflation évolue dans le bon sens**, de quoi rassurer les investisseurs qui anticipent déjà une 1ère baisse de taux au printemps prochain...

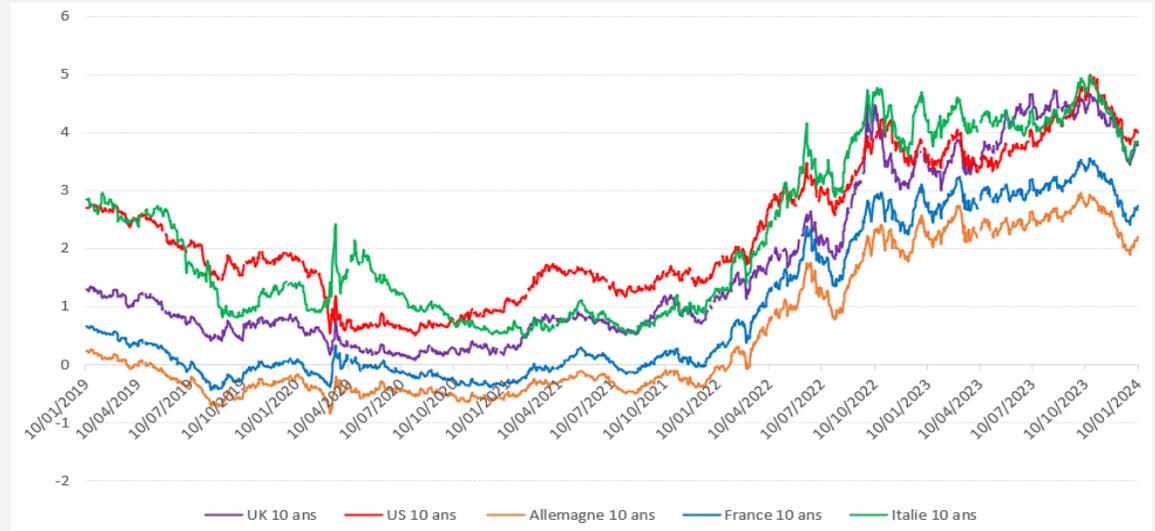
Dans un **contexte d'anticipations de baisse des taux et de croissance économique modérée de part et d'autre de l'Atlantique**, les rendements souverains se sont à nouveau sensiblement détendus impulsant un **mouvement de translation vers le bas des courbes de taux.**

La courbe américaine a ainsi conservé son inversion (pente 2/10 ans quasi stable à 37pb fin décembre) avec un 10 ans américain terminant l'année sous les 4% à 3.88% (-44pb) et un 2 ans à 4.25%(-43pb).

En Zone Euro, le Bund termine à 2.02%(-42pb), l'OAT à 2.55% (-47pb), le 10 ans italien à 3.68% (-54pb).

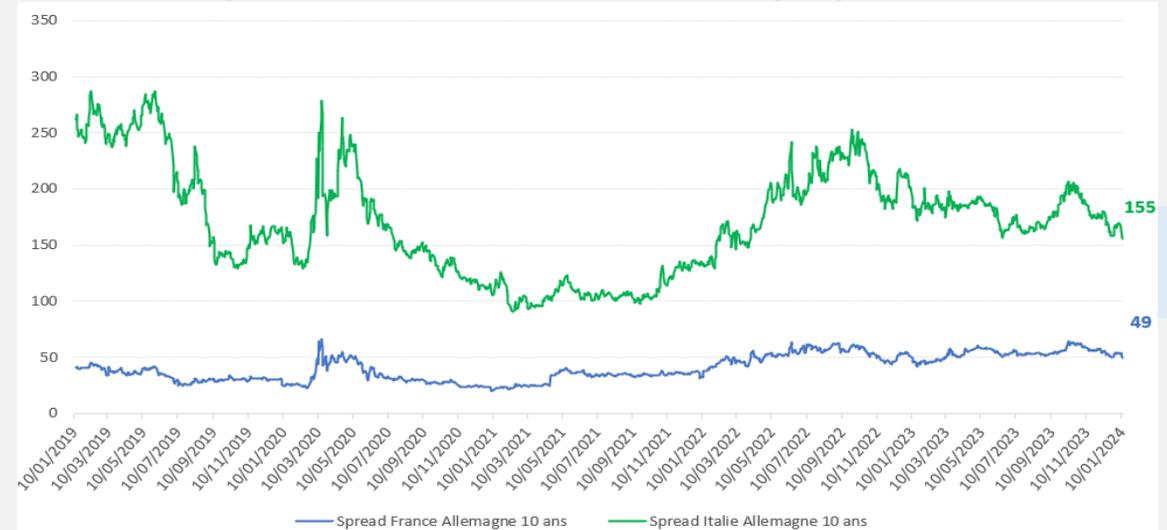
Les taux enregistrent une certaine fébrilité en ce début 2024. Les excès de fin 2023 se corrigent progressivement au gré des données macro et des ajustements d'anticipations de baisse des taux directeurs.

Rendement des taux souverains à 10 ans



Source : Bloomberg- Uzès Gestion

Evolution des spreads à 10 ans France, Italie vs. Allemagne, pb



Source : bloomberg, Uzès Gestion

VALORISATIONS =

Regain d'appétit pour le risque oblige, **les obligations d'entreprise signent une fin d'année remarquable** et voient leurs spreads de crédit se resserrer encore davantage et ce, sur l'ensemble des compartiments (émetteurs financiers et non-financiers).

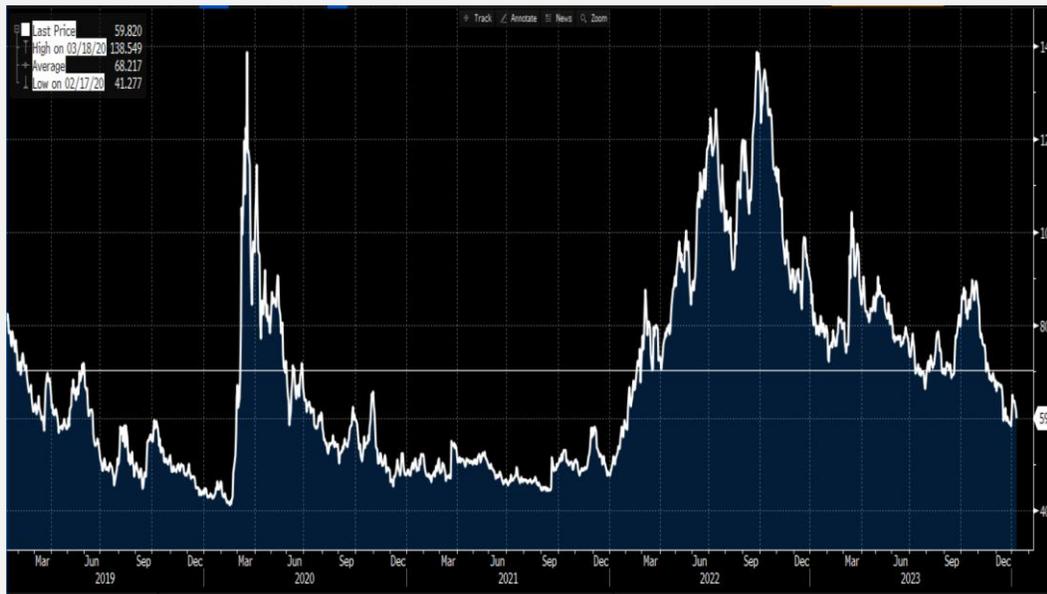
Les obligations Investment Grade et à Haut Rendement (notations BBB à BB) de **maturités courtes à moyennes demeurent notre cible d'investissement privilégiée. Les hybrides et subordonnées financières offrent également un couple rendement/risque attractif.**

Les placements monétaires conservent tout leur intérêt (rendement à 3 mois >4%). L'euribor 3 mois s'élève à 3,90% au 29/12/2023 vs. 3,96% fin novembre. Selon la configuration des courbes monétaires des différents émetteurs, nous allongeons nos expositions par anticipation des futures baisses de taux.

Evolution des indices de crédit à fin décembre vs. fin novembre 2023 :

- Sur le marché des obligations Investment Grade, l'iTraxx Main s'est resserré de 10pb à 58pb le 29/12/2023
- Sur le segment des obligations à haut rendement, l'iTraxx Xover s'est resserré de 61pb à 310pb le 29/12/2023
- Sur les obligations financières, les seniors se sont resserrés de 11pb à 67pb et les subordonnées de 20pb à 142pb

Spread iTraxx Main (IG)



Source : bloomberg

Spread iTraxx Xover (HY)



Source : bloomberg

FONDAMENTAUX =

Baisse sensible du nombre de défauts en novembre 2023 vs. septembre et octobre. A fin novembre, le **taux de défaut global calculé par Moody's s'élève à 4,5% sur 12 mois glissants** vs. 4,6% à fin octobre.

138 émetteurs ont fait défaut depuis le début de l'année dont : 95 en Amérique du Nord, 23 en Europe, 11 en Asie pacifique et 9 en Amérique latine. Les secteurs les plus impactés sont : les services, la construction et la santé/pharma. Les échanges de dettes distressed ont représenté 57% des cas défauts.

A horizon fin 2023, la prévision de **taux de défaut global s'élève à 4,6%** (5,3% aux Etats-Unis et **3,0% en Europe**), toujours supérieure à la moyenne historique de long terme (4,10%).

Trailing 12-month speculative-grade default rate baseline forecasts, by region

Region	12/31/2023	1/31/2024	2/29/2024	3/31/2024	4/30/2024	5/31/2024	6/30/2024	7/31/2024	8/31/2024	9/30/2024	10/31/2024	11/30/2024
Global	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%	3.8%
US	5.3%	5.5%	5.3%	5.3%	5.2%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%	4.2%	3.9%	4.1%
Europe	3.0%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	2.9%	3.0%	3.1%	2.9%	3.2%	3.4%

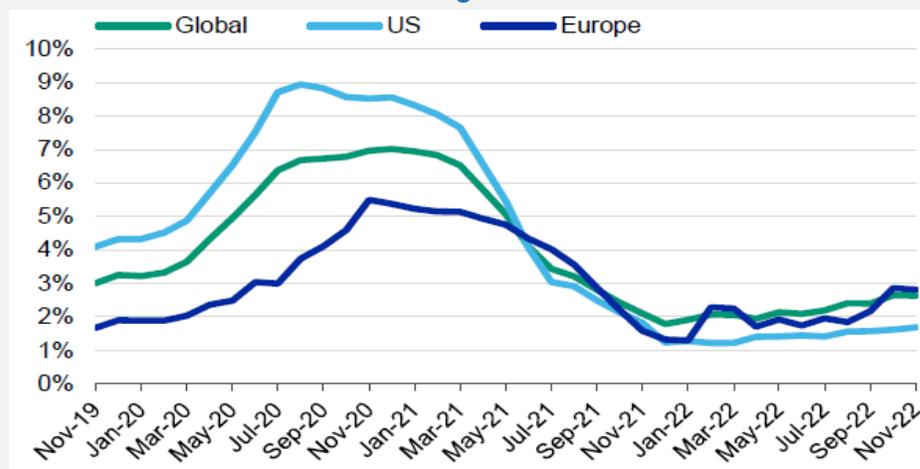
Source : Moody's Investors Service

Baisse du taux de défaut en octobre et novembre



Source : Moody's Investors Service

Evolution du taux de défaut High Yield



Source : Moody's Investors Service / incluant les émetteurs russes

Performances des marchés obligataires à fin décembre 2023 (6/6)

▪ Performances des indices obligataires à fin décembre 2023

	Total Return % 31/12/2022 29/12/2023	YTW% 29/12/2023	Duration 29/12/2023
EMPRUNTS D'ETATS ZONE EURO			
Merrill Lynch all mat	6,78	2,69	7,38
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES EURO			
Merrill Lynch Euro IG non-financial	8,16	3,43	4,96
Merrill Lynch Euro IG corp	8,02	3,54	4,51
Merrill Lynch Euro High Yield	12,01	6,3	2,78
Merrill Lynch Non-Financial Sub.	10,52	4,89	3,46
OBLIGATIONS FINANCIERES			
Merrill Lynch Contingent Cap	9,81	6,2	3,88
OBLIGATIONS USD			
Merrill Lynch 3-5 Yr US Treasury	4,35	3,93	3,73
Merrill Lynch US IG Corp	8,40	5,15	6,81
Merrill Lynch US cash pay High Yield	13,40	7,65	3,31

Source : bloomberg – Uzès Gestion

- **Best performer € 2023 : Euro High Yield : 12,01%.**
- **Worst performer € 2023 : Emprunts d'Etats ZE : 6,78%**

Alexandre Perricard



Thématique la plus sensible pour les investisseurs

Thématique la moins sensible pour les investisseurs

Croissance économique mondiale		Inflation - Taux		Géopolitique (Ukraine, Gaza, Taïwan...)		Economie Chine	
Atterrissage en douceur / récession légère	Récession profonde	Ralentissement de la hausse des prix sans baisse des prix	Stabilisation à des niveaux élevés	Poursuite des conflits sans extension	Regain de tensions en Ukraine, Proche-Orient et/ou nouveaux chocs géopolitiques (Taïwan)	Statu Quo	Regain de croissance
Avec une croissance plus forte aux US qu'en Europe		D'abord aux US puis en Europe	Désinflation des prix dans les biens compensés par des prix en hausse dans les Services, un marché de l'emploi encore sous tension, réouverture de l'économie chinoise, chocs au Proche-Orient provoquant nouvelle flambée de l'énergie, des MP et de l'alimentaire				
Faible sur les comptes des sociétés et sur les révisions de BNA avec néanmoins un S1 qui devrait être défavorable, impacté par un effet de base défavorable, suivi d'un rebond attendu au S2.	Très défavorable sur les BNA des entreprises avec à la clé de fortes révisions à la baisse des BNA (vs un consensus actuel à +5,7% sur la base STOX600 et à +3% sur le CAC)	Enclenchement du cycle de baisse des taux dès le 2T	Statu quo de la politique monétaire	Pétrole : stabilité attendue des cours du baril de pétrole autour de 80-95\$ le baril de Brent (après 84,8\$ en moyenne en 2023, en recul de -7%, accentué sur les 3 derniers mois) en raison 1/ d'une offre abondante que ne parvient pas à effacer l'OPEP et accentué par la hausse de la production des USA, 1er producteur mondial avec 16% p/m et 2/ les mauvais signaux économiques de la Chine, 3/ les perspectives d'un hiver doux.	Pétrole : inquiétudes autour d'une extension du conflit israélo-palestinien au M-O et notamment avec l'Iran (4 % de l'offre mondiale en 2022, malgré les sanctions américaines visant, depuis 2018, à empêcher ses exportations). Les USA pourraient être amenés à encadrer plus strictement l'application des sanctions contre Téhéran, voire à les durcir s'il est avéré que l'Iran a aidé à planifier les actes terroristes du Hamas. Dans le cas extrême d'une offensive israélienne, voire des USA, sur l'Iran, la production et s'ensuivrait un choc pétrolier comparable aux 70's, puis stagflation mondiale et effondrement des bourses.		Soutien des économies du reste du monde Tensions Inflationnistes Risque de resserrement monétaire
				Gaz : Si les effets de la guerre à Gaza restent légers sur le cours du pétrole, elles se ressentent davantage sur le marché du gaz (+12,5% après les attaques du Hamas vs +4% pour le pétrole). La raison : Israël est un producteur de gaz naturel. Il exporte une partie de sa production vers l'Égypte, qui dispose d'unités de liquéfaction, et qui est l'un des fournisseurs de l'Europe. Ainsi, les prix du gaz devraient se maintenir à un niveau élevé (2x à ce qu'ils étaient avant la crise énergétique).	Gaz : risque de forte hausse pour 2 raisons : 1/ Israël est un pays producteur et exportateur de gaz; 2/ le M-O contrôle environ 40% des réserves prouvées mondiales de gaz.		
(+) Secteurs de croissance / cycliques Luxe (Brunello Cucinelli, Hermes, Hugo Boss, Ferretti) Semiconducteurs (ASML, Soitec, STM) Auto (Renault, Stellantis, Daimler truck, Valeo, Delfingen, Autoliv, Pirelli) Aéronautique (Rheinmetall, Dassault aviation, Figeac) Loisirs-Hôtels (Accor, Compagnie des Alpes, Pierre & Vacances, voyageurs du monde,) Techno (Microsoft, Apple, Alphabet) Cybersecurity (Palo Alto, Check Point, Datadog) ESN/Logiciels (Sopra Steria, Sword, Salesforce, Amadeux IT) Media/marketing (TF1, Vivendi, GL Events)	(+) Valeurs Défensives Santé (AstraZeneca, Bayer, GSK, Novo Nordisk, Biomérieux) Food & HPC (Barry Calleaut, AAK, Colgate-Palmolive) Utilities (EDP, Sécché Environnement, Veolia) Telecom (Royal KPN, Orange)	(+) Secteurs de croissance / cycliques / endettés Techno (Microsoft, Apple, Alphabet) Semiconducteurs (ASML, Soitec, STM, ARM) Cybersecurity (Palo Alto, Check Point, Datadog) ESN/Logiciels (Sopra Steria, Sword, Salesforce, Amadeux IT) Immobilier (Vonovia, Carmila, LEG Immo, Icade) Construction (Buzzi Uni, Saint-Gobain, CRH, Manitou) Energies renouvelables (ERG SpA, La Française de l'Energie) Telecom (Royal KPN, Orange) Biotech	(+) Secteurs Défensifs / Energie / Banques Food & HPC (Barry Calleaut, AAK, Colgate-Palmolive) Santé (AstraZeneca, Bayer, GSK, Novo Nordisk, Biomérieux) Energie (Shell, Technip Energie, GTT, Vallourec, Rubis) Banques (BNP, Intesa Sanpaolo, JPMorgan)		(+) Valeurs de la Défense, des Energies, du transport Aéronautiques/ Défense (Rheinmetall, Dassault Aviation) Energies (Shell, Technip Energie, GTT, Vallourec, Rubis) Energies Renouvelables (ERG SpA, La Française de l'Energie) Transport maritime (AP Moller Maersk, Scorpio tankers, Nordic American Tankers, D'Amico International Shipping, Hapag Lloyd, Háfnia) Secteurs peu sensibles au prix des énergies (ESN, sociétés de services)		(+) Energie (Shell, Technip Energie, GTT, Vallourec, Rubis) Energies Renouvelables (ERG) Luxe (LVMH, Brunello Cucinelli, Hermes, Hugo Boss, Ferretti) Loisirs Hôtels (Accor, Intercontinental) Transports (International Consolidated Airlines, Lufthansa, Ryanair) MP (Acerinox, Tenaris, Rio Tinto) Aéronautique (Safran) Auto (Forvia, Michelin) Boissons (Pernod Ricard) Techno (Alibaba, Baidu) Matériaux de construction (Buzzi Uni, Saint-Gobain, CRH, Manitou) Biens de consommation (SEB) Semiconducteurs (ASML, Soitec, STM, ARM)
	(-) Secteurs cycliques (Auto, Biens de consommation, Matières premières, semiconducteurs) Distribution spécialisée Paiements Biens d'Equiptement	(-) Mines Pétrole Food & Boissons	(-) Techno, Valeurs à forte composante salariale dans les coûts (ESN, Logiciels, Services), Valeurs de croissance et /ou à fort endettement (Immobilier, Infrastructures, Services, Telecom, Utilities, Cliniques de soin) et/ou sensible à la hausse du coût du crédit (Immobilier, construction)		(-) industries électro-intensives (certains acteurs de la sidérurgie, Chimie, Semenciers, Ciment, Papier) Semiconducteurs		



Fini la fête et la complaisance. Le marché digère en ces premières séances de janvier les huit cents points gagnés en deux mois et l'inscription du record absolu à 7653 le 14 décembre. La consolidation attendue et nécessaire est en cours. Reste à savoir combien de temps elle va durer.

La première séance et la première semaine de l'année ont fini dans le rouge. Malgré un rebond le 8 janvier, le CAC40 reste calé à l'intérieur d'une zone de neutralité située entre 7400 et 7510. Ce n'est que le changement de borne qui permettra d'en savoir plus sur l'éventuelle réintégration de la dynamique haussière ou sur une plus longue temporisation.

Les vendeurs ont mollement la main. Une petite ETE (épaule-tête-épaule) a impulsé le premier repli avec un objectif rapidement atteint. Ils peuvent s'appuyer désormais sur Fibonacci et ses niveaux de retracement pour continuer à faire glisser l'indice jusqu'à 7214.

L'effet janvier pourrait ne pas avoir lieu en 2024. Le passage sous la moyenne mobile 20 et son retournement à la baisse plaide en ce sens. Et en l'absence de catalyseurs, les acheteurs pourraient accepter le défi de sobriété jusqu'à la fin du mois.

Olivier d'Angelin



© ProRealTime.com - Données temps réel

Performances

Sociétés	Perform ance	Cours au	Extrêmes 12m		Sociétés	Perform ance	Cours au	Extrêmes 12m	
	YTD	31-déc.-23	+ bas	+ haut		YTD	31-déc.-23	+ bas	+ haut
Vibac SA	+57,7%	359,5 €	228,0 €	361,0 €	Orpea SA	-95,7%	0,0 €	0,0 €	0,6 €
Solutions 30 SE	+56,3%	2,7 €	1,5 €	3,2 €	Clariane SE	-76,2%	2,4 €	2,1 €	10,8 €
X-FAB Silicon Foundries	+53,9%	10,2 €	6,6 €	11,5 €	Worldline SA	-57,1%	15,7 €	9,4 €	44,4 €
Accor SA	+48,2%	34,6 €	23,4 €	35,2 €	Alstom SA	-46,6%	12,2 €	10,7 €	28,3 €
Solvay SA	+47,6%	27,7 €	20,6 €	112,4 €	Teleperform ance SA	-40,7%	132,1 €	99,1 €	273,4 €
Compagnie de Saint-Gobain	+46,0%	66,7 €	45,7 €	66,7 €	ALD SA	-40,1%	6,4 €	6,1 €	13,0 €
Forvia SE	+44,5%	20,4 €	14,1 €	24,9 €	Eutelsat Com m unication:	-38,9%	4,3 €	3,7 €	7,2 €
SEB SA	+44,4%	113,0 €	78,3 €	113,8 €	Voltraia SA	-38,9%	10,4 €	7,7 €	18,1 €
Technip Energies NV	+44,2%	21,2 €	14,7 €	24,1 €	Nexity SA Class A	-35,3%	16,9 €	11,4 €	28,3 €
Rexel SA	+42,8%	24,8 €	18,4 €	25,2 €	Rem y Cointreau SA	-27,0%	115,0 €	103,4 €	179,1 €
Publicis Groupe SA	+41,4%	84,0 €	59,4 €	84,5 €	Valheva SE	-24,2%	4,7 €	4,2 €	7,6 €
Sopria Steria Group SA	+40,1%	197,8 €	141,2 €	207,2 €	Atos SE	-21,8%	7,1 €	4,6 €	15,3 €
Schneider Electric SE	+39,1%	181,8 €	130,7 €	181,9 €	Sartorius Stedim Biotech	-20,8%	239,5 €	162,0 €	353,0 €
Unibail-Rodam co-W estfield	+37,6%	66,9 €	42,4 €	68,6 €	Enac Darty SA	-20,2%	27,5 €	20,3 €	38,6 €
STM Impelectronics NV	+37,1%	45,2 €	33,0 €	50,5 €	Valeo SE	-16,7%	13,9 €	11,7 €	21,8 €

Potentiels

Sociétés	Cours au	Objectif	Potentiel	Sociétés	Cours au	Objectif	Potentiel
	31-déc.-23	Consensus			31-déc.-23	Consensus	
Orpea SA	0,0 €	0,0 €	+160,0%	Atos SE	7,1 €	6,3 €	-10,4%
Valheva SE	4,7 €	10,2 €	+116,1%	Unibail-Rodam co-W estfield SE Stapled S	66,9 €	60,3 €	-9,9%
Dechênebourg SA	5,1 €	10,9 €	+114,6%	Elior Group SA	2,9 €	2,7 €	-9,6%
Eutelsat Com m unications SA	4,3 €	8,4 €	+97,6%	Argan SA	85,2 €	77,1 €	-9,5%
Clariane SE	2,4 €	4,5 €	+88,2%	Lectra SA	31,3 €	29,5 €	-5,6%
ALD SA	6,4 €	11,1 €	+72,8%	L'Oréal SA	450,7 €	426,0 €	-5,5%
Eram et SA	71,5 €	120,8 €	+69,0%	Vibac SA	359,5 €	340,0 €	-5,4%
Alstom SA	12,2 €	20,1 €	+65,0%	Solvay SA	27,7 €	26,4 €	-4,7%
Rubis SCA	22,5 €	35,9 €	+59,4%	Eurifins Scientific SE	59,0 €	56,6 €	-4,1%
In erys SA	28,5 €	42,0 €	+47,5%	Aperam SA	32,9 €	31,6 €	-4,0%
CGG	0,6 €	0,9 €	+47,4%	Legrand SA	94,1 €	90,8 €	-3,6%
Vallois SA	14,0 €	20,2 €	+44,1%	Sartorius Stedim Biotech SA	239,5 €	231,4 €	-3,4%
Pernod Ricard SA	159,8 €	226,0 €	+41,5%	Schneider Electric SE	181,8 €	177,7 €	-2,2%
Teleperform ance SA	132,1 €	186,5 €	+41,2%	Cam ilia SA	15,6 €	15,4 €	-1,3%
Mersen SA	35,2 €	49,5 €	+40,7%	Dassault System es SA	44,2 €	43,8 €	-0,9%



PER

Sociétés	Cours au		PER		Sociétés	Cours au		PER	
	31-déc.-23	2023e	2023e	2024e		31-déc.-23	2023e	2024e	
Bolloré SE	5,7 €	234,9x	82,2x		Atos SE	7,1 €	5,4x	2,7x	
Neoen SA	30,3 €	55,0x	51,1x		Renault SA	36,9 €	2,7x	2,8x	
Sartorius Stedim Biotech SA	239,5 €	53,9x	48,0x		Air France-KLM SA	13,6 €	2,9x	3,0x	
Hem es International SCA	1 918,8 €	49,9x	45,2x		Derichebourg SA	5,1 €	5,7x	4,6x	
Volta SA	10,4 €	35,5x	45,1x		Société Générale S.A. Class A	24,0 €	6,4x	4,9x	
LDrealSA.	450,7 €	37,3x	34,2x		ALD SA	6,4 €	4,5x	4,9x	
Dassault System es SA	44,2 €	36,8x	33,8x		SCOR SE	26,5 €	5,6x	5,5x	
Getlink SE	16,6 €	29,7x	31,8x		Alstom SA	12,2 €	8,7x	6,0x	
SES-in agotag SA	135,8 €	48,2x	28,3x		Forvia SE	20,4 €	10,2x	6,0x	
Interparfums	50,4 €	29,5x	27,6x		Rubis SCA	22,5 €	7,3x	6,6x	
ID Logistics Group	306,0 €	33,3x	27,4x		Amebomital SA	25,7 €	5,6x	6,6x	
Lectra SA	31,3 €	28,7x	26,5x		Wendel SE	80,7 €	6,6x	6,6x	
Air Liquide SA	176,1 €	27,3x	25,2x		Television Francaise 1 SA	7,1 €	7,2x	6,7x	
Rem y Cointreau SA	115,0 €	28,1x	25,1x		Valbouc SA	14,0 €	6,5x	6,7x	
EssilorLuxottica SA	181,6 €	26,7x	24,1x		BNP Paribas S.A. Class A	62,6 €	7,4x	6,7x	

PEG

Sociétés	Cours au		PEG		Sociétés	Cours au		PEG	
	31-déc.-23	2023e	2023e	2024e		31-déc.-23	2023e	2024e	
Rexel SA	24,8 €	198,8x	200,8x		Atos SE	7,1 €	0,1x	0,1x	
Compagnie de Saint-Gobain SA	66,7 €	17,1x	16,2x		Forvia SE	20,4 €	0,1x	0,1x	
Television Francaise 1 SA	7,1 €	14,4x	13,3x		Valeo SE	13,9 €	0,2x	0,1x	
Alten SA	134,6 €	14,0x	12,2x		SCOR SE	26,5 €	0,2x	0,2x	
Ubisoft Entertainment SA	23,1 €	14,8x	11,9x		Société Générale S.A. Class A	24,0 €	0,2x	0,2x	
Rem y Cointreau SA	115,0 €	9,4x	8,4x		Alstom SA	12,2 €	0,4x	0,3x	
Mersen SA	35,2 €	6,8x	6,8x		AXA SA	29,5 €	0,4x	0,4x	
Kering SA	399,0 €	6,1x	5,9x		Camefour SA	16,6 €	0,5x	0,4x	
Danone SA	58,7 €	5,8x	5,6x		Vivendi SE	9,7 €	0,5x	0,4x	
Interparfums	50,4 €	5,6x	5,2x		Plastic Omnium SE	12,0 €	0,5x	0,4x	
Hem es International SCA	1 918,8 €	5,1x	4,6x		SES-in agotag SA	135,8 €	0,7x	0,4x	
Legrand SA	94,1 €	4,2x	4,2x		Verallia SAS	34,9 €	0,5x	0,5x	
Dassault System es SA	44,2 €	4,1x	3,7x		X-FAB Silicon Foundries SE	10,2 €	0,5x	0,5x	
Neoen SA	30,3 €	3,9x	3,7x		Gaztransport & Technigaz SA	119,9 €	0,8x	0,5x	
LDrealSA.	450,7 €	3,9x	3,6x		BNP Paribas S.A. Class A	62,6 €	0,6x	0,5x	



VE/CA

Sociétés	Cours au		VE/CA		Sociétés	Cours au		VE/CA	
	31-déc.-23	2023e	2023e	2024e		31-déc.-23	2023e	2023e	2024e
Gecina SA	110,1 €	22,5x	22,1x		Renault SA	36,9 €	0,1x	0,1x	
Covivio SA	0,0 €	20,3x	19,7x		Technip Energies NV	21,2 €	0,2x	0,1x	
Argan SA	0,0 €	20,8x	19,5x		Fnac Darty SA	27,5 €	0,2x	0,2x	
Eade SA	0,0 €	15,0x	14,4x		Carrefour SA	16,6 €	0,2x	0,2x	
Neoen SA	0,0 €	13,3x	12,8x		Plastic Omnium SE	12,0 €	0,3x	0,3x	
Hermès International SCA	0,0 €	14,4x	12,8x		Valéo SE	13,9 €	0,3x	0,3x	
Klepiene SA	0,0 €	12,9x	12,4x		Elibr Group SA	2,9 €	0,3x	0,3x	
Camilla SA	0,0 €	12,3x	12,4x		Atos SE	7,1 €	0,3x	0,3x	
Unibail-Rodam co-Westfield SE Stapled S	0,0 €	12,5x	11,5x		Solutions 30 SE	2,7 €	0,4x	0,3x	
Merilys SA	0,0 €	11,5x	10,9x		Air France-KLM SA	13,6 €	0,4x	0,3x	
Dassault Systemes SA	0,0 €	9,8x	8,8x		Bouygues SA	34,1 €	0,4x	0,3x	
Sartorius Stedim Biotech SA	0,0 €	9,2x	8,2x		Forvia SE	20,4 €	0,4x	0,4x	
Getlink SE	0,0 €	7,0x	7,7x		SCOR SE	26,5 €	0,4x	0,4x	
Gaztransport & Technigaz SA	0,0 €	10,2x	6,9x		Derivébourg SA	5,1 €	0,4x	0,4x	
Bunnent NV	0,0 €	7,0x	6,4x		Television Francaise 1 SA	7,1 €	0,5x	0,4x	

VE/EBITDA

Sociétés	Cours au		VE/EBITDA		Sociétés	Cours au		VE/EBITDA	
	31-déc.-23	2023e	2023e	2024e		31-déc.-23	2023e	2023e	2024e
AID SA	6,4 €	26,4x	30,2x		Renault SA	36,9 €	1,1x	0,6x	
Hermès International SCA	1 918,8 €	31,0x	27,7x		Technip Energies NV	21,2 €	1,8x	1,2x	
Sartorius Stedim Biotech SA	239,5 €	32,4x	27,4x		Television Francaise 1 SA	7,1 €	1,7x	1,5x	
Gecina SA	110,1 €	27,7x	27,3x		Air France-KLM SA	13,6 €	2,4x	2,3x	
Dassault Systemes SA	44,2 €	27,8x	24,3x		Valéo SE	13,9 €	2,8x	2,4x	
L'Oréal SA	450,7 €	24,8x	22,6x		Fnac Darty SA	27,5 €	2,8x	2,4x	
Covivio SA	48,7 €	23,1x	22,4x		CGG	0,6 €	3,2x	2,7x	
Argan SA	85,2 €	22,7x	21,2x		Atos SE	7,1 €	2,8x	2,8x	
Inteparfums	50,4 €	19,5x	18,5x		Forvia SE	20,4 €	3,3x	2,9x	
Eade SA	35,5 €	17,1x	17,8x		Benetton SA	12,5 €	2,6x	3,0x	
Bollore SE	5,7 €	17,1x	16,4x		Valbrouc SA	14,0 €	3,6x	3,3x	
Remy Cointreau SA	115,0 €	17,8x	16,1x		Metropole Television SA	12,9 €	3,4x	3,4x	
Neoen SA	30,3 €	16,2x	15,8x		Plastic Omnium SE	12,0 €	3,8x	3,4x	
Klepiene SA	24,7 €	15,7x	15,2x		Ubisoft Entertainment SA	23,1 €	4,0x	3,5x	
Camilla SA	15,6 €	14,8x	15,0x		TotalEnergies SE	61,6 €	3,5x	3,7x	



DN/EBITDA

Sociétés	Capitalisation		DN / EBITDA	Sociétés	Capitalisation		DN / EBITDA
	(M€)	2023e			(M€)	2023e	
AID SA	5 265	23,3x		Valveva SE	5 265	-18,1x	
Orpea SA	2 195	14,3x		Dassault Aviation SA	2 195	-13,2x	
Covivio SA	4 917	14,0x		Technip Energies NV	4 917	-5,6x	
Gecina SA	8 441	12,0x		Hermès International SCA	8 441	-1,7x	
Argan SA	1 966	11,1x		Aibus SE	1 966	-1,5x	
Unibail-Rodam co-Westfield SE Stapled Secs Cons of 1 S	9 305	10,6x		Gaztransport & Technigaz SA	9 305	-1,2x	
Trade SA	2 709	10,0x		Beneteau SA	2 709	-1,0x	
Klepierre SA	7 080	8,0x		Bolloré SE	7 080	-1,0x	
Mercialys SA	934	7,4x		Trigano SA	934	-0,9x	
Camilla SA	2 219	7,2x		Metropole Television SA	2 219	-0,8x	
Neoen SA	4 606	6,5x		Société BIC SA	4 606	-0,8x	
Clariane SE	257	6,4x		Alten SA	257	-0,7x	
Voltaia SA	1 368	6,4x		La Française des Jeux SA	1 368	-0,7x	
Sartorius Stedim Biotech SA	22 077	4,5x		Television Francaise 1 SA	22 077	-0,7x	
Aéroports de Paris ADP	11 598	4,0x		Vitbac SA	11 598	-0,5x	

Rendement

Sociétés	Cours au		Rendement		Sociétés	Cours au		Rendement	
	31-déc-23	2022	2022	2023e		31-déc-23	2022	2022	2023e
Trade SA	35,5 €	16,5%	16,5%	13,6%	OGG	0,6 €	0,0%	0,0%	0,0%
Coface SA	11,8 €	14,8%	14,8%	10,9%	Soltec SA	161,8 €	0,0%	0,0%	0,0%
AID SA	6,4 €	12,8%	12,8%	10,0%	Air France-KLM SA	13,6 €	0,0%	0,0%	0,0%
Mercialys SA	9,9 €	12,3%	12,3%	9,9%	Atos SE	7,1 €	0,0%	0,0%	0,0%
Metropole Television SA	12,9 €	10,1%	10,1%	9,8%	Ubisoft Entertainment SA	23,1 €	0,0%	0,0%	0,0%
ENGIE SA	15,9 €	9,7%	9,7%	9,0%	Orpea SA	0,0 €	0,0%	0,0%	0,0%
Solray SA	27,7 €	9,5%	9,5%	8,8%	Solutions 30 SE	2,7 €	0,0%	0,0%	0,0%
Rubis SCA	22,5 €	8,8%	8,8%	8,6%	Valveva SE	4,7 €	0,0%	0,0%	0,0%
SES SA FDR (Class A)	6,0 €	8,7%	8,7%	8,5%	Eutelsat Communications SA	4,3 €	0,0%	0,0%	0,0%
Clariane SE	2,4 €	8,4%	8,4%	7,7%	Workline SA	15,7 €	0,0%	0,0%	0,0%
Covivio SA	48,7 €	8,4%	8,4%	7,7%	ID Logistics Group	306,0 €	0,0%	0,0%	0,0%
Camilla SA	15,6 €	8,1%	8,1%	7,6%	X-FAB Silicon Foundries SE	10,2 €	0,0%	0,0%	0,0%
Nexity SA Class A	16,9 €	7,7%	7,7%	7,6%	SES-Imagotag SA	135,8 €	0,0%	0,1%	0,2%
Credit Agricole SA	12,9 €	7,3%	7,3%	7,3%	Voltaia SA	10,4 €	0,0%	0,0%	0,2%
BNP Paribas S.A. Class A	62,6 €	7,2%	7,2%	7,2%	Vallorec SA	14,0 €	0,0%	0,0%	0,2%



ROE

Sociétés	Capitalisation		Sociétés	Capitalisation	
	(M€)	ROE 2023e		(M€)	ROE 2023e
Gaztransport & Technigaz SA	4 446	55,2%	Orpea SA	2 195	-55,2%
Verallia SAS	4 263	39,6%	Solutions 30 SE	286	-5,0%
La Française des Jeux SA	6 272	37,0%	SES SA FDR (Class A)	2 285	-1,0%
Bureau Veritas SA	10 377	28,3%	Bolloré SE	16 689	0,3%
Aibus SE	110 490	27,8%	Valneva SE	656	0,3%
Hermès International SCA	202 567	26,9%	Clariane SE	257	0,5%
LVM H Moët Hennessy Louis Vuitton SE	368 303	24,7%	CGG	427	2,2%
STM imelectronics NV	41 198	24,6%	Voltralia SA	1 368	3,1%
Thales SA	28 158	22,2%	Neoen SA	4 606	3,1%
Valbouc SA	3 224	22,2%	Gecina SA	8 441	3,9%
L'Oréal SA	240 974	21,9%	Elibr Group SA	741	4,0%
Euzéo SA	5 466	21,9%	Vivendi SE	9 965	4,0%
Safin SA	68 131	20,9%	Apeyam SA	2 566	4,2%
Kering SA	49 245	20,8%	Eutelsat Communications SA	2 020	4,5%
Sodexo SA	14 689	20,7%	Atos SE	786	4,7%





13, rue d'Uzès 75002 PARIS – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12
9, rue Grenette 69289 LYON-CEDEX 02 - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83
37, rue d'Antibes 06400 CANNES - Tél. 04 97 06 66 40 - Fax. 04 93 68 83 80
4, place Jean Jaurès 42000 SAINT-ETIENNE – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12
Parc des Glaisins 5 avenue du Pré-Félin 74940 ANNECY-LE-VIEUX – Tél. 04 50 66 50 50 – Fax. 04 50 66 55 55
11, rue Jean Roisin – 59800 LILLE – Tél. 03 28 04 05 15

www.finuzes.fr