



## Une année 2025 sous haute tension politique

■ PERFORMANCE DES INDICES	2 - 10
■ BALANCE DES RISQUES	11
■ L'ÉCONOMIE EN BREF	12-20
■ RESULTATS D'ENTREPRISES	21- 26
■ VALORISATION DES MARCHÉS	27- 33
■ MARCHÉ OBLIGATAIRE	34 - 40
■ ANALYSE GRAPHIQUE	41
■ STATISTIQUES SBF1 20	42 - 46



**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.

# Les indices internationaux au 31/12/2024

Une belle année boursière, sauf pour le CAC40

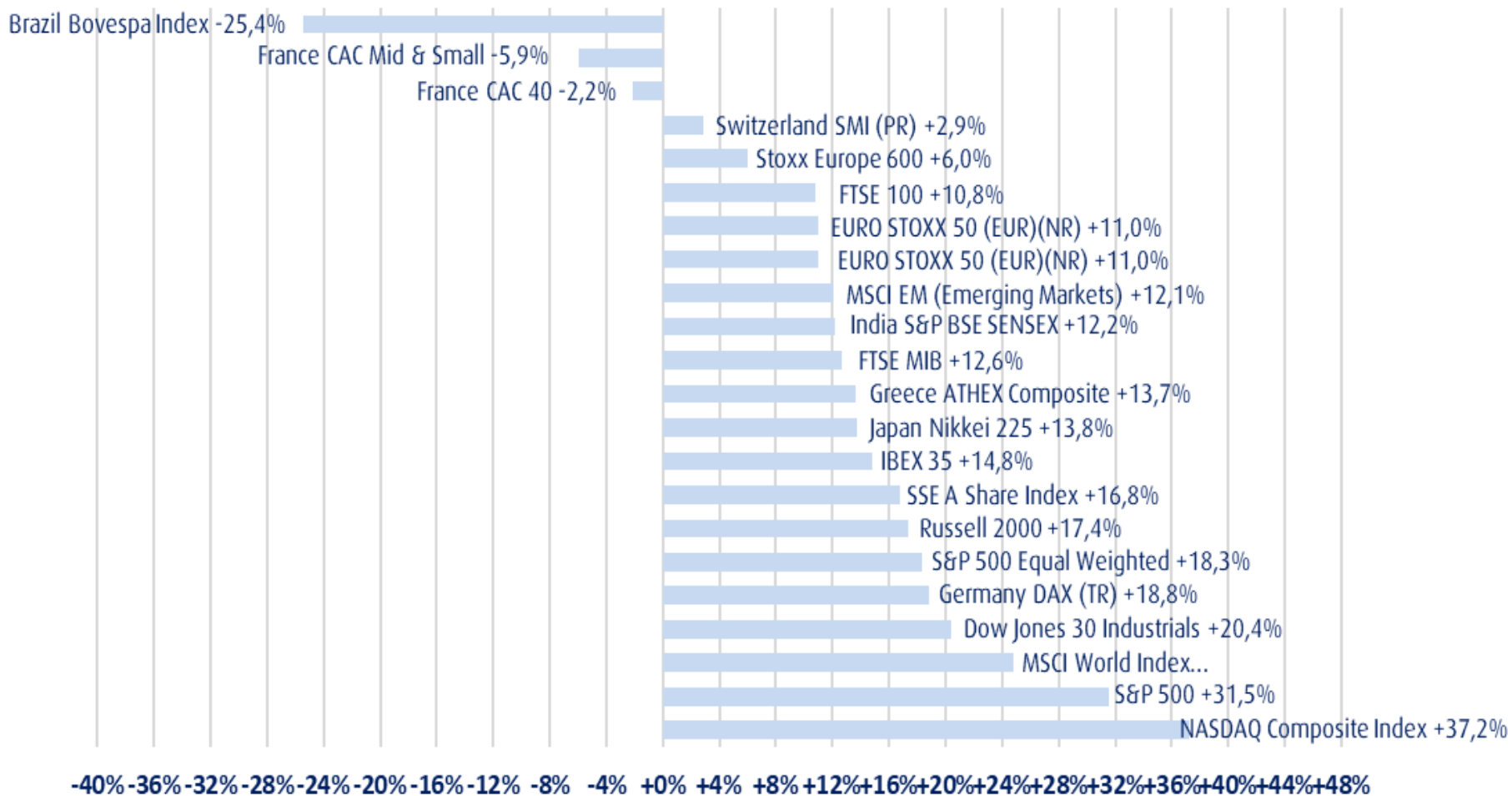
On abordait 2024 avec prudence après un exceptionnel rallye boursier fin 2023. 2024 sera une nouvelle très belle année boursière, à l'exception du CAC 40 qui cède -2.1%.

- Le MSCI Monde progresse de +19,3% en devises et +24,8% en euro, tiré par l'euphorie du marché US et la thématique de l'IA.
- Aux USA, les marchés accumulent les records avec plus de +50% de hausse en 2 ans. Les progressions s'étalonnent entre +17,4% pour le Russel 2000 et +37,2% pour le Nasdaq, portés par l'essor de l'IA, les perspectives de dérégulation et les promesses du président Trump.
- En Asie, le Nikkei progresse de +19,2% en devises et +13,8% en euro porté par un yen affaibli, quand l'indice chinois SSE A Share Index renoue avec la hausse, en progression de +16,8% sur l'année.
- La situation est différente en Europe qui pâtit de l'incertitude politique mais préserve une performance positive avec un Stoxx 600 en hausse de +6% sur l'année, un Euro Stoxx 50 en hausse de +11% et d'importants écarts entre indices : DAX allemand en hausse de +18,8%, IBEX en hausse de +14,8%, Milan en progression de +12,6% vs un CAC 40 en retrait de -2,2%...
- En France, le choc politique a entraîné les indices à la baisse avec pour premières victimes les petites et moyennes capitalisations qui sous performent encore largement les grands indices, pour la 5<sup>ème</sup> année consécutive : le CAC40 recule de -2,2% quand le CAC Mid et Small abandonne -5,9%.
- L'intérêt pour les cryptomonnaies progresse chez les Européens, de plus en plus nombreux à en détenir, le plus souvent pour des motifs d'investissement, selon une étude de la BCE. La proportion d'Européens possédant des cryptomonnaies telles le bitcoin ou l'Ether a plus que doublé entre 2022 et 2024, pour passer de 4% à 9%. Parmi les 20 pays de la zone euro, 13 affichent des taux de possession supérieurs à 10%.

Indices Internationaux	Performance 2023	Cours au 31-déc.-24	Performance (monnaie locale)					Performance (euro)				
	monnaie locale		1T-2024	2T-2024	3T-2024	4T-2024	YTD 2024	1T-2024	2T-2024	3T-2024	4T-2024	YTD 2024
<b>EUROPE</b>												
Stoxx Europe 600	+12,7%	507,6	+7,0%	-0,2%	+2,2%	-2,9%	+6,0%	+7,0%	-0,2%	+2,2%	-2,9%	+6,0%
EURO STOXX 50 (EUR)(NR)	+22,2%	11 656,3	+12,8%	-2,1%	+2,4%	-1,8%	+11,0%	+12,8%	-2,1%	+2,4%	-1,8%	+11,0%
France CAC 40 (div. réinvestis)	+16,5%	7 380,7	+8,8%	-8,9%	+2,1%	-3,3%	-2,2%	+8,8%	-8,9%	+2,1%	-3,3%	-2,2%
France CAC 40	+16,5%	7 380,7	+8,8%	-8,9%	+2,1%	-3,3%	-2,2%	+8,8%	-8,9%	+2,1%	-3,3%	-2,2%
France SBF 120	+15,3%	5 591,7	+8,2%	-8,9%	+2,3%	-3,3%	-2,5%	+8,2%	-8,9%	+2,3%	-3,3%	-2,5%
France CAC Mid & Small	+1,4%	12 751,0	+6,0%	-9,3%	+2,4%	-4,4%	-5,9%	+6,0%	-9,3%	+2,4%	-4,4%	-5,9%
Germany DAX (TR)	+20,3%	19 909,1	+10,4%	-1,4%	+6,0%	+3,0%	+18,8%	+10,4%	-1,4%	+6,0%	+3,0%	+18,8%
FTSE 100	+3,8%	8 173,0	+2,8%	+2,7%	+0,9%	-0,8%	+5,7%	+4,2%	+3,5%	+2,8%	-0,1%	+10,8%
IBEX 35	+22,8%	11 595,0	+9,6%	-1,2%	+8,5%	-2,4%	+14,8%	+9,6%	-1,2%	+8,5%	-2,4%	+14,8%
Switzerland SMI (PR)	+3,8%	11 600,9	+5,3%	+2,2%	+1,5%	-4,7%	+4,2%	+0,7%	+3,3%	+3,8%	-4,6%	+2,9%
FTSE MIB	+28,0%	34 186,2	+14,5%	-4,6%	+2,9%	+0,2%	+12,6%	+14,5%	-4,6%	+2,9%	+0,2%	+12,6%
Greece ATHEX Composite	+39,1%	1 469,7	+10,0%	-1,3%	+3,4%	+1,2%	+13,7%	+10,0%	-1,3%	+3,4%	+1,2%	+13,7%
<b>US</b>												
S&P 500	+24,2%	5 881,6	+10,2%	+3,9%	+5,5%	+2,1%	+23,3%	+12,7%	+4,7%	+1,3%	+10,0%	+31,5%
NASDAQ Composite Index	+43,4%	19 310,8	+9,1%	+8,3%	+2,6%	+6,2%	+28,6%	+11,6%	+9,1%	-1,5%	+14,4%	+37,2%
Dow Jones 30 Industrials	+13,7%	42 544,2	+5,6%	-1,7%	+8,2%	+0,5%	+12,9%	+8,0%	-1,0%	+3,9%	+8,3%	+20,4%
Russell 2000	+15,1%	2 230,2	+4,8%	-3,6%	+8,9%	+0,0%	+10,0%	+7,2%	-2,9%	+4,6%	+7,8%	+17,4%
S&P 500 Equal Weighted	+11,6%	7 100,8	+7,4%	-3,1%	+9,1%	-2,3%	+10,9%	+9,8%	-2,3%	+4,8%	+5,3%	+18,3%
<b>ASIE</b>												
Japan Nikkei 225	+28,2%	39 894,5	+20,6%	-1,9%	-4,2%	+5,2%	+19,2%	+14,9%	-7,0%	+3,5%	+2,9%	+13,8%
SSE A Share Index	-3,7%	3 513,4	+2,2%	-2,4%	+12,4%	+0,5%	+12,6%	+2,6%	-2,2%	+11,8%	+4,1%	+16,8%
India S&P BSE SENSEX	+18,7%	78 139,0	+2,0%	+7,3%	+6,7%	-7,3%	+8,2%	+4,0%	+8,2%	+1,9%	-2,2%	+12,2%
<b>AMERIQUE LATINE</b>												
Brazil Bovespa Index	+22,3%	120 283,4	-4,5%	-3,3%	+6,4%	-8,7%	-10,4%	-5,1%	-12,2%	+4,2%	-14,2%	-25,4%
<b>MSCI</b>												
MSCI World Index	+21,1%	2 938,1	+9,6%	+2,6%	+4,3%	+1,7%	+19,3%	+10,9%	+3,0%	+1,8%	+7,3%	+24,8%
MSCI EM (Emerging Markets)	+7,1%	68 031,1	+3,7%	+5,6%	+5,7%	-4,6%	+10,5%	+3,9%	+5,2%	+3,5%	-1,0%	+12,1%
<b>Changes</b>												
Euro/\$	+3,5%	1,0	-2,2%	-0,8%	+4,1%	-7,2%	-6,3%	-0,0%	+0,0%	+0,0%	+0,0%	-0,0%
Euro/Rouble	+26,8%	113,6	+1,2%	-7,5%	+12,4%	+9,3%	+15,1%	+3,6%	-6,8%	+8,0%	+17,9%	+22,8%
Bitcoin (CME) Continuous	+157,5%	94 120,0	+68,4%	-14,7%	+4,5%	+47,7%	+121,5%	+72,2%	-14,0%	+0,3%	+59,1%	+136,3%
<b>Matières premières</b>												
Gold (NYM \$/ozt) Continuous	+7,2%	2 641,0	+6,0%	+3,5%	+11,4%	-1,6%	+20,3%	+8,4%	+4,3%	+7,0%	+6,1%	+28,3%
Gold NYMEX Near Term (\$/ozt)	+13,3%	2 629,2	+7,5%	+5,0%	+13,2%	-0,3%	+27,5%	+10,0%	+5,8%	+8,8%	+7,5%	+36,0%
Brent		77,0					-10,3%					
Prix de l'Electricité	-61,6%	69,9	-16,3%	-3,2%	-4,2%	-2,4%	-24,2%	-14,3%	-2,4%	-8,0%	+5,2%	-19,1%
Prix du Gaz	-60,3%	47,5	-12,5%	+22,9%	+13,5%	+23,4%	+50,7%	-10,5%	+23,9%	+9,0%	+33,0%	+60,8%

Source : FactSet

## Performances des principaux indices dp le 1/1/24 (euro)



# Les indices sectoriels DJ Stoxx 600 au 31/12/24

## 2024 : surperformance de la Value sur la Croissance

Au S1 2024, les secteurs de Croissance ont surperformé la Value avec :

- des banques centrales qui se sont montrées plus restrictives que le marché ne l'attendait,
- un retour marqué sur la Technologie.

Au S2, le biais est devenu plus Défensif avec une surperformance de la Value/Rendement et une forte baisse des valeurs de croissance :

- vente du secteur de la technologie
- résilience de la Value et du secteur bancaire en particulier

Sur l'année, le biais Value/Rendement a surperformé la Croissance mais pas de manière linéaire.

### T1 2024

TOP 3 : Automobile, Banque, Technologie

Plus fortes baisses : Matières Premières, Utilities, Immobilier

### T2 2024

TOP 3 : Santé, Matières Premières, Technologie

Plus fortes baisses : Automobile, Voyage/Loisirs, Chimie

### T3 2024

TOP 3 : Retail, Immobilier, Utilities

Plus fortes baisses : Pétrole, Automobile, Technologie

### T4 2024

TOP 3 : Loisirs, Banque, Médias

Plus fortes baisses : Immobilier, Chimie, Matières Premières

### Classement annuel

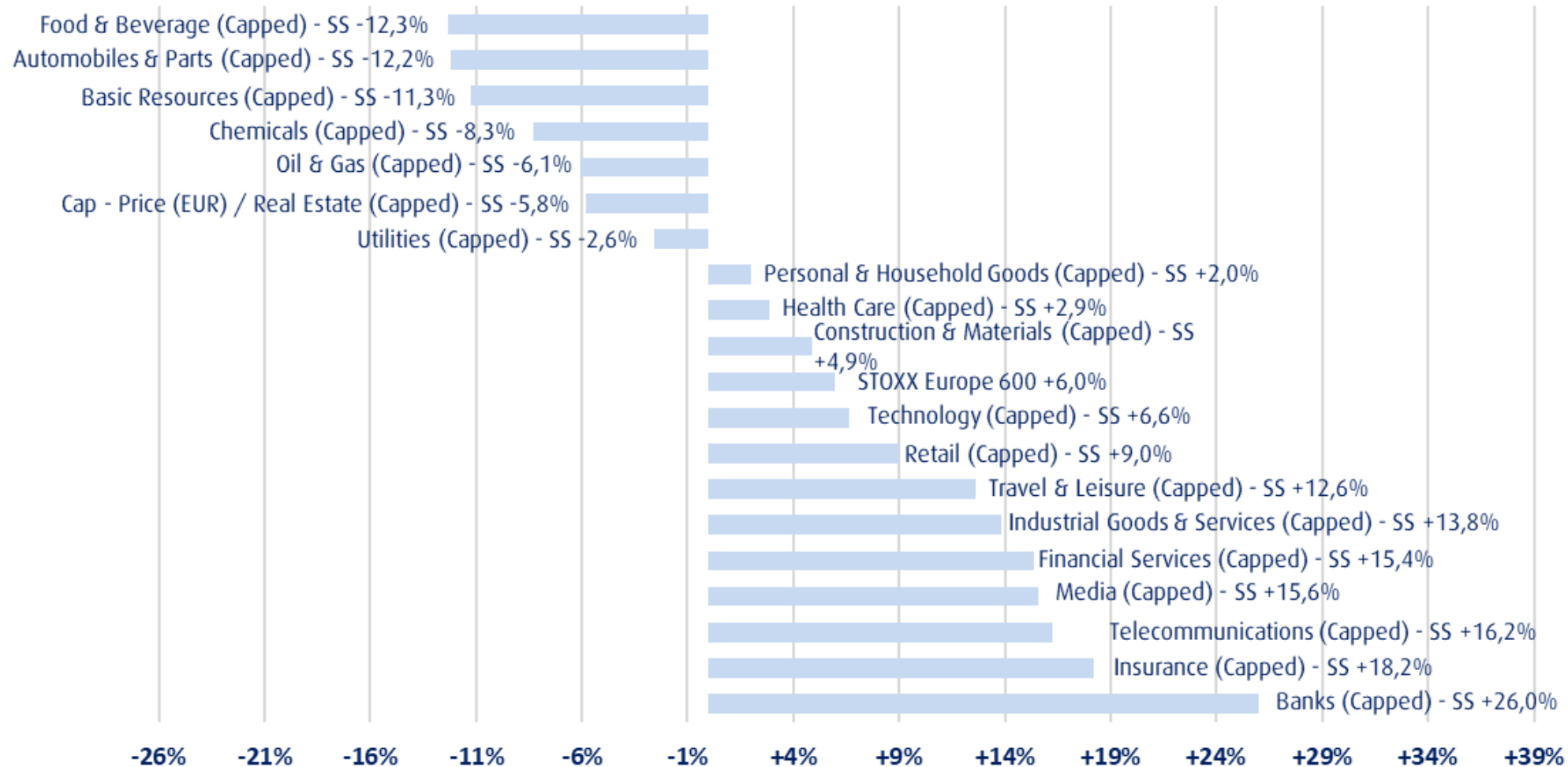
TOP 3 : Banque, Assurance, Télécoms

Plus fortes baisses : Alimentation/Boisson, Automobile, Matières Premières.

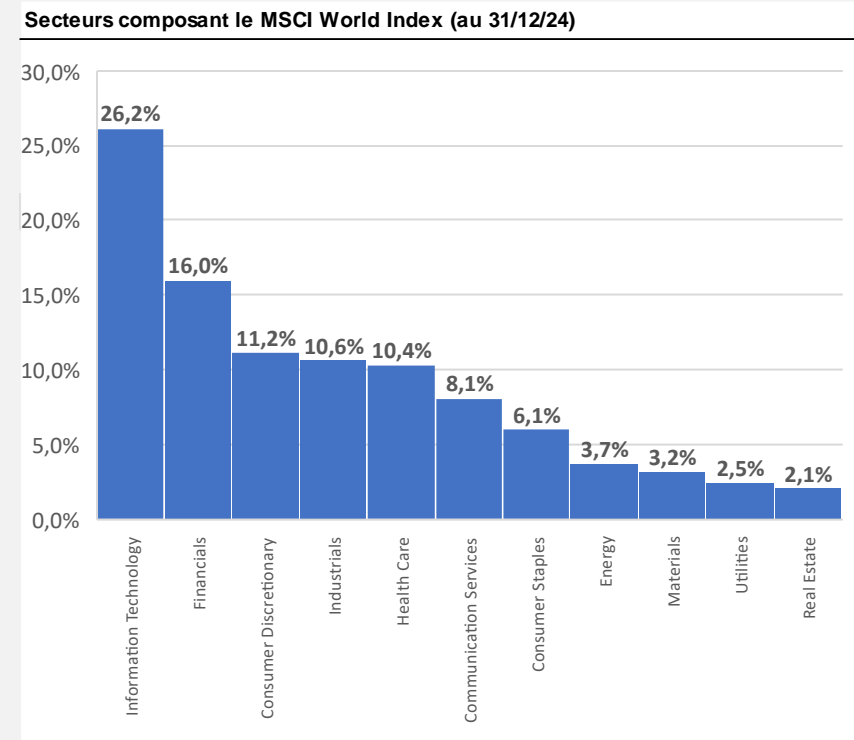
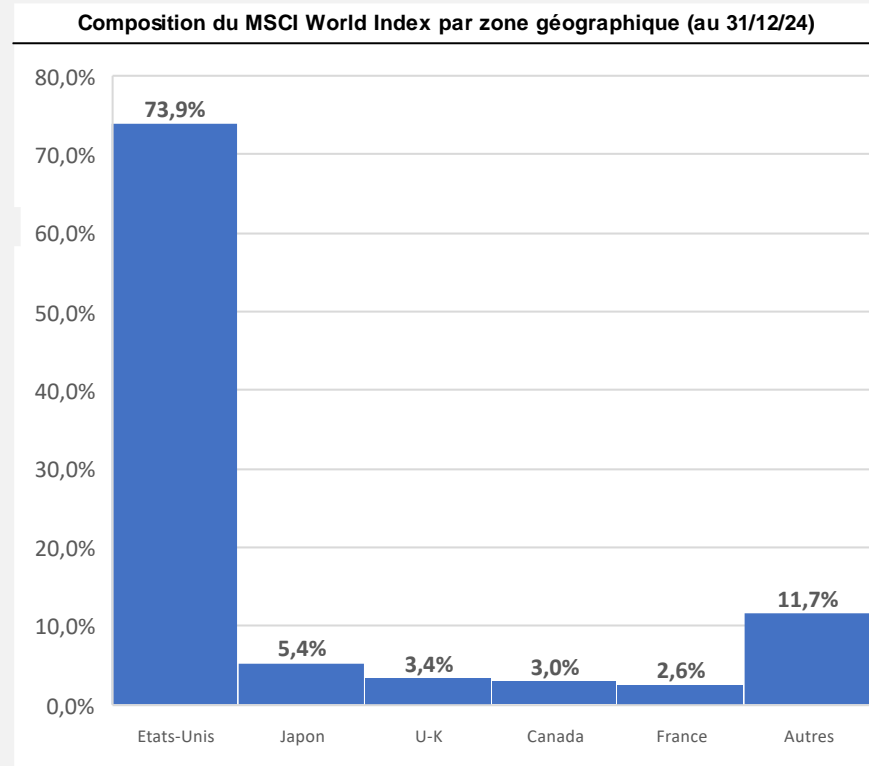
Sectoriels	Performance 2023 monnaie locale	Cours au 31-déc.-24	Performance (monnaie locale)				YTD 2024
			1T-2024	2T-2024	3T-2024	4T-2024	
STOXX Europe 600	+12,7%	507,6	+7,0%	-0,2%	+2,2%	-2,9%	+6,0%
Automobiles & Parts (Capped)	+19,1%	551,5	+15,4%	-13,6%	-8,7%	-3,4%	-12,2%
Banks (Capped) - SS	+20,3%	212,8	+12,6%	+2,3%	+4,5%	+4,7%	+26,0%
Basic Resources (Capped) - SS	-6,5%	519,8	-5,9%	+5,9%	-0,7%	-10,3%	-11,3%
Chemicals (Capped) - SS	+13,6%	1 188,4	+4,3%	-7,4%	+7,0%	-11,3%	-8,3%
Construction & Materials (Capped)	+30,6%	697,9	+7,1%	-6,6%	+8,4%	-3,3%	+4,9%
Financial Services (Capped) - SS	+26,8%	824,4	+5,4%	-0,1%	+7,3%	+2,1%	+15,4%
Food & Beverage (Capped) - SS	-3,0%	634,0	-0,9%	-4,6%	+3,0%	-10,0%	-12,3%
Health Care (Capped) - SS	+6,4%	1 091,5	+7,1%	+6,1%	-0,4%	-9,1%	+2,9%
Industrial Goods & Services (Capped)	+21,6%	880,9	+10,8%	-1,9%	+5,1%	-0,4%	+13,8%
Insurance (Capped) - SS	+8,8%	409,9	+10,9%	-2,6%	+8,0%	+1,3%	+18,2%
Media (Capped) - SS	+24,3%	469,8	+11,7%	+2,4%	-1,7%	+2,8%	+15,6%
Oil & Gas (Capped) - SS	+3,4%	334,6	+2,1%	+1,2%	-9,0%	-0,1%	-6,1%
Personal & Household Goods	+5,7%	1 035,6	+6,0%	-3,6%	+3,0%	-3,1%	+2,0%
Cap - Price (EUR) / Real Estate	+13,8%	124,3	-3,4%	-2,0%	+12,5%	-11,5%	-5,8%
Retail (Capped) - SS	+34,4%	439,4	+10,8%	-5,2%	+13,0%	-8,2%	+9,0%
Technology (Capped) - SS	+31,7%	811,0	+12,6%	+3,9%	-7,1%	-1,8%	+6,6%
Telecommunications (Capped)	+3,8%	228,6	+2,3%	+2,0%	+11,3%	+0,1%	+16,2%
Travel & Leisure (Capped) - SS	+21,7%	270,7	+8,9%	-10,8%	+7,3%	+8,0%	+12,6%
Utilities (Capped) - SS	+9,1%	382,6	-5,4%	-0,7%	+11,8%	-7,2%	-2,6%

Source : FactSet

## Performances du STOXX 600 et de ses composants depuis le 1/1/24



# MSCI Monde : écrasante domination de la Tech américaine - 25% de la CB du MSCI Monde

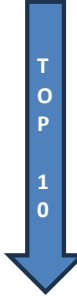


**TOP 10 des valeurs composant le MSCI World Index (au 31/12/24)**

Company	Sector	Country	Weight
APPLE	Info. Tech.	USA	5,5%
NVIDIA	Info. Tech.	USA	4,7%
MICROSOFT CORP	Info. Tech.	USA	4,3%
AMAZON.COM	Conso Discr	USA	3,0%
META PLATFORMS A	Communication services	USA	1,8%
TESLA	Conso Discr	USA	1,7%
ALPHABET A	Communication services	USA	1,6%
BROADCOM	Info. Tech.	USA	1,5%
ALPHABET C	Communication services	USA	1,4%
JPMORGAN CHASE & CO	Financials	USA	1,0%
			<b>26,3%</b>

# TOP 10 2024 par indice

## NASDAQ – 100 Index

Classement des performances		Sociétés du NASDAQ-100 Index	Capi		Performance			
BATMMAN	7 Magnifiques		31/12/2024	YTD 2024	Sociétés du NASDAQ-100 Index	31/12/2024	YTD 2024	
<b>4</b>	<b>4</b>		AppLovin Corp. Class A	108 639	+712,6%	Intel Corporation	86 395	-60,1%
			MicroStrategy Incorporated Class A	58 689	+358,5%	MongoDB, Inc. Class A	17 320	-43,1%
			Palantir Technologies Inc. Class A	171 666	+340,5%	Biogen Inc.	22 280	-40,9%
			NVIDIA Corporation	3 291 179	+171,2%	DexCom, Inc.	30 377	-37,3%
			Axon Enterprise Inc	45 218	+130,1%	Microchip Technology Incorporated	30 798	-36,4%
			Broadcom Inc.	1 086 402	+107,7%	PDD Holdings Inc. Sponsored ADR Class	134 697	-33,7%
			Constellation Energy Corporation	69 968	+91,4%	GlobalFoundries Inc.	23 753	-29,2%
			Marvell Technology, Inc.	95 561	+83,1%	IDEXX Laboratories, Inc.	33 917	-25,5%
			Netflix, Inc.	381 002	+83,1%	Adobe Inc.	197 883	-25,5%
			DoorDash, Inc. Class A	69 643	+69,6%	lululemon athletica inc.	46 716	-25,2%
<b>11</b>	<b>11</b>	Meta Platforms Inc Class A	1 477 827	+65,4%				
<b>14</b>	<b>14</b>	Tesla, Inc.	1 295 115	+62,5%				
<b>17</b>	<b>17</b>	Amazon.com, Inc.	2 306 008	+44,4%				
<b>22</b>	<b>22</b>	Alphabet Inc. Class A	2 321 575	+35,5%				
<b>25</b>	<b>25</b>	Apple Inc.	3 785 546	+30,1%				
<b>42</b>	<b>42</b>	Microsoft Corporation	3 134 274	+12,1%				

Les désormais BATMMAN, ex 7 Magnifiques, recouvrent 8 valeurs :  
Broadcom, Apple, Tesla, Microsoft, Meta, Amazon, Alphabet, Nvidia



## STOXX Europe 600

Sociétés du STOXX Europe 600	Capi 31/12/2024	Performance YTD 2024	Sociétés du STOXX Europe 600	Capi 31/12/2024	Performance YTD 2024
Siemens Energy AG	39 810	+319,8%	Neste Corporation	9 315	-62,4%
Kongsberg Gruppen ASA	225 158	+175,0%	Ocado Group PLC	2 473	-60,1%
UCB S.A.	36 464	+143,6%	Umicore SA	2 394	-60,0%
UNIPOL ASSICURAZIONI SPA	8 629	+133,0%	Vestas Wind Systems A/S	98 980	-54,2%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	8 573	+123,4%	Carl Zeiss Meditec AG	3 985	-53,9%
Rheinmetall AG	26 684	+114,1%	STMicroelectronics NV	21 646	-46,9%
BPER Banca S.p.A.	8 707	+102,7%	Soitec SA	3 109	-46,1%
Financiere de Tubize S.A.	6 330	+98,3%	Adecco Group AG	3 766	-45,8%
International Consolidated Airlines Grou	14 840	+94,8%	EDP Renovaveis SA	10 437	-45,8%
Zealand Pharma A/S	50 548	+91,7%	SSAB AB Class B	43 761	-43,0%

## STOXX Europe 50

Sociétés du STOXX Europe 50	Capi 31/12/2024	Performance YTD 2024	Sociétés du STOXX Europe 50	Capi 31/12/2024	Performance YTD 2024
SAP SE	271 696	+69,4%	Glencore plc	42 963	-25,1%
UniCredit S.p.A.	62 796	+56,8%	L'Oreal S.A.	182 796	-24,1%
Intesa Sanpaolo S.p.A.	70 526	+46,1%	Nestle S.A.	192 539	-23,2%
Prosus N.V. Class N	95 438	+42,1%	Rio Tinto plc	76 427	-19,2%
Safran SA	89 162	+33,0%	Anheuser-Busch InBev SA/NV	95 148	-17,4%
Deutsche Telekom AG	143 832	+32,8%	BP p.l.c.	63 492	-15,7%
Schneider Electric SE	134 815	+32,5%	Mercedes-Benz Group AG	56 002	-14,0%
ABB Ltd.	90 485	+31,6%	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	317 461	-13,4%
Munchener Ruckversicherungs-Gesellsct	64 842	+29,9%	TotalEnergies SE	121 713	-13,4%
EssilorLuxottica SA	107 333	+29,7%	BASF SE	37 896	-13,0%

## CAC 40

Sociétés du France CAC 40	Capi 31/12/2024	Performance YTD 2024	Sociétés du France CAC 40	Capi 31/12/2024	Performance YTD 2024
Accor SA	11 460	+36,0%	STMicroelectronics NV	21 885	-46,3%
Safran SA	89 162	+33,0%	Edenred SA	7 796	-41,4%
Schneider Electric SE	134 815	+32,5%	Kering SA	29 206	-40,3%
EssilorLuxottica SA	107 333	+29,7%	Stellantis N.V.	37 194	-40,2%
Compagnie de Saint-Gobain SA	42 812	+28,6%	Teleperformance SE	4 951	-37,1%
Bureau Veritas SA	13 145	+28,3%	Pernod Ricard SA	27 392	-31,8%
Renault SA	13 593	+27,5%	Dassault Systemes SE	43 997	-24,3%
Publicis Groupe SA	25 852	+22,6%	L'Oreal S.A.	182 796	-24,1%
Hermes International SCA	243 184	+21,0%	Carrefour SA	9 105	-17,1%
AXA SA	76 448	+16,4%	Eurofins Scientific SE	9 436	-16,4%

<p><b>ECONOMIE</b> 😊</p> <p><b>Chômage : à un point bas</b>                  USA : marché du travail solide (chômage à 4,1%/décembre)                  UE : un point bas de plusieurs décennies (6,3%/novembre)</p> <p><b>Inflation : retour progressif vers la cible</b>                  UE : +2,4% en décembre, +2,7% en sous-jacent                  USA: +2,4% et +2,8% en sous-jacent en novembre</p> <p><b>Ménages : gain de pouvoir d'achat</b>                  Salaire réel : maintien en territoire positif</p> <p>Allemagne (élection du 23 février) : peut être une surprise positive?                  Gains salariaux                  Assouplissement des conditions de crédit</p> <p><b>USA : America first</b>                  Hausse du potentiel de croissance à 3%                  Déreglementation                  Baisse d'impôts</p> <p>Politique monétaire et mesures de soutien à la consommation : une surprise positive?</p> <p><b>Risques géopolitiques : un monde plus sûr ...</b>                  Négociation entre Kiev et Moscou ?</p>	<p>☹️</p> <p>Politique migratoire de D.Trump                  Quelques signes de prudence</p> <p>Résilience de l'inflation dans le services                  Un programme économique de D.Trump potentiellement inflationniste</p> <p>Plus grande vulnérabilité du consommateur américain (baisse du taux d'épargne)                  Déficit de confiance et attentisme en Europe</p> <p><b>Faiblesse de l'Europe</b>                  Faiblesse de l'industrie, fragilité de la France et de l'Allemagne                  Hausse du protectionnisme</p> <p>Hausse du déficit budgétaire (si prolongation des baisses d'impôts)                  Baisse des flux migratoires : destabilisation du marché du travail                  hausse des droits de douane : baisse du volume des échanges (forte exposition de la Chine et de l'Allemagne)</p> <p><b>Chine : des défis à relever</b>                  Ralentissement structurel, crise immobilière, démographie                  Intensification des restrictions commerciales en provenances des USA</p> <p><b>ou plus dur ?</b>                  Conflits en Russie/Ukraine, Proche-Orient, Tensions Chine/Taiwan                  Déclaration de politique internationale provocatrice de D.Trump : intérêt pour l'acquisition du Canada, du Groenland danois et du canal de Panama</p>
<p><b>ENTREPRISES</b></p> <p>Effets techniques positifs : effet base, change, stabilisation du cout des intrants                  Désinflation, baisse du coût du crédit                  Facteur fiscal et confiance pour les activités US</p>	<p><b>Avantage aux entreprises US</b>                  Instabilité politique en France et en Allemagne                  Hausse du protectionnisme</p>
<p><b>POLITIQUES MONÉTAIRES ET BUDGETAIRES</b></p> <p><b>Politiques Monétaires : biais baissier</b>                  Fed : des conditions encore légèrement restrictives et un biais baissier ...                  BCE : une politique encore restrictive et un biais baissier ...</p>	<p>A quel rythme?                  ... de la prudence; beaucoup dépendra de la politique expansionniste de D.Trump                  ... pas d'engagement formel sur une trajectoire de taux</p> <p><b>Politiques budgétaires : moins de soutien aux économies</b>                  USA : déficit budgétaire                  UE : réforme des règles budgétaires de l'UE (cible des 3% de déficit), incertitude politique peu propice à des actions et plans d'investissement coordonnés en Europe</p>

(1/2)

Début 2024, le scénario consensuel était celui d'un atterrissage en douceur et d'une prévision de croissance mondiale un peu inférieure à +3% : i/soft landing de l'économie US qui devait passer d'un taux de croissance annuel de +2.5% à +1.5%, ii/ début de rebond en zone euro et croissance attendue un peu < à +1%, iii/croissance toujours contrainte en Chine attendue < à 5%.

**La croissance mondiale devrait être un peu meilleure, au-delà des +3% en 2024, marquée par la vigueur inattendue de l'économie US :**

- **Large surperformance de l'économie américaine et croissance de près du double de ce qui était attendue**, autour de +2,8% pour l'OCDE, +2,5% pour la Fed. La révision tient avant tout à la solidité des dépenses de consommation, à la robustesse des conditions d'emploi et aux plans d'investissements déployés par le gouvernement (Inflation Reduction Act).
- **Déception en zone euro** où la très légère accélération, +0,8% pour l'OCDE, +0,7% pour la BCE, n'est due qu'au seul dynamisme des exportations alors que la demande intérieure tarde à se redresser. L'Allemagne est en difficulté, la France également malgré les effets positifs mais transitoires des Jeux Olympiques. Les pays d'Europe du Sud ont surperformé.
- **Déception en Chine** qui devrait tout juste tenir son objectif de +5% et où les espoirs de reprise post covid ne se sont pas matérialisés, toujours largement pénalisée par la crise immobilière et la faiblesse de la consommation des ménages.

**Pour 2025, le scénario consensuel est celui d'une croissance mondiale en légère accélération, hétérogène et largement dépendante des USA.** Dans son dernier rapport, le FMI (octobre) affichait une **prévision de croissance mondiale** à +3,2% pour 2025, l'OCDE à +3,3% (décembre), avec des USA toujours nettement plus dynamiques (+2,4% pour l'OCDE/+2,1% pour la Fed) que l'Europe (+1,3% pour l'OCDE, +1,1% pour la BCE). De son côté le consensus a eu tendance à relever ses prévisions de croissance pour les US et abaisser celles de l'Europe ces dernières semaines.

1/ **Aux USA, Donald Trump prendra ses fonctions le 20 janvier. Plusieurs enquêtes récentes ont montré de l'optimisme** en réponse aux promesses de déréglementation et de baisses d'impôt. Mais d'autres aspects interrogent et pourraient avoir des effets négatifs sur la croissance et l'inflation : i/baisse des dépenses fédérales qui, massives et rapides, auraient un impact défavorable sur la croissance, ii/politique migratoire qui, appliquée strictement, pourrait se traduire par la perte de plusieurs points de PIB, iii/ guerre tarifaire et hausse des droits de douane qui feraient pression sur le commerce mondial.

2/ **En Europe** à l'inverse, les facteurs baissiers l'emportent même si gains salariaux et baisse des taux devrait soutenir la consommation : i/ au plan domestique, incertitude politique et défis structurels rencontrés en France (crise budgétaire), crise industrielle en Allemagne, ii/ à l'international, menace d'une guerre tarifaire avec les USA et vive concurrence chinoise.

3/ **En Chine, l'activité reste lourdement handicapée par la crise immobilière et la faiblesse de la demande intérieure.** Et elle va devoir relever le défi de la guerre commerciale dont elle combattra les conséquences avec un mix de détente de la politique monétaire et de mesures de soutien à la consommation.

**Du côté du climat des affaires, la tendance est à l'amélioration sur la fin 2024** (PMI composite Monde à 52,6 en décembre) mais avec des **disparités régionales et sectorielles importantes.**

- **Aux USA, le climat des affaires** a rebondi après l'élection de Trump et **continue de surprendre par sa résilience comme l'ont confirmé l'ISM des Services** de décembre (54,1) qui a largement compensé la faiblesse du secteur manufacturier (49,3) et les très solides données de l'emploi pour décembre (256k créations de postes vs 160k attendu, un chômage à 4,1% vs 4,2% en novembre et une croissance des salaires en léger ralentissement à 3,9% sur 1 an)).
- **Le climat des affaires a rebondi en Chine après l'annonce des plans de soutien**, avec un PMI officiel Manufacturier juste au dessus du seuil d'expansion à 50,1 en décembre et un PMI des Services à 52.
- **L'humeur est différente en zone euro qui reste en contraction** (PMI Composite à 49,6 en décembre) avec des Services en croissance modeste (51,6) et un fort déclin du secteur manufacturier (45,1), largement pénalisés par une grande faiblesse en France (PMI Composite à 47,5/décembre) et en Allemagne (PMI Composite à 48).

**En 2024, le grand gagnant a été les USA avec un constat : le renforcement des USA comme première puissance économique mondiale face à un challenger chinois qui se laisse distancer.**

**2025 démarre** sur un sentiment partagé et **beaucoup d'incertitudes** touchant à l'économie, à la politique, aux décisions monétaires et fiscales, aux relations internationales et aux conflits en cours.

**Beaucoup dépendra de la politique conduite par la nouvelle administration Trump.**

# Croissance mondiale : les USA en pole position pour 2025 ?

(2/2)

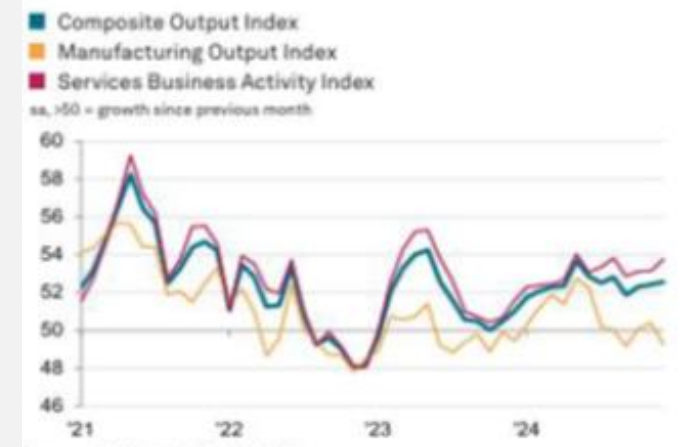
OCDE- Décembre 2024

	Moyenne 2013-2019	2023	2024	2025	2026	2024 T4	2025 T4	2026 T4
		Pourcentage						
<b>Croissance du PIB en volume<sup>1</sup></b>								
Monde <sup>2</sup>	3.4	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2
G20 <sup>2</sup>	3.5	3.6	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2	3.1
OCDE <sup>2</sup>	2.3	1.8	1.7	1.9	1.9	1.8	2.0	1.8
États-Unis	2.5	2.9	2.8	2.4	2.1	2.5	2.2	2.0
Zone euro	1.9	0.5	0.8	1.3	1.5	1.1	1.4	1.5
Japon	0.8	1.7	-0.3	1.5	0.6	0.6	1.3	0.3
Non-OCDE <sup>2</sup>	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.5	4.3	4.3
Chine	6.8	5.2	4.9	4.7	4.4	4.7	4.6	4.3
Inde <sup>3</sup>	6.8	8.2	6.8	6.9	6.8			
Brésil	-0.4	2.9	3.2	2.3	1.9			
<b>Taux de chômage dans l'OCDE<sup>4</sup></b>	6.5	4.8	4.9	4.9	4.8	4.9	4.9	4.8
<b>Inflation<sup>1</sup></b>								
G20 <sup>2,5</sup>	3.0	6.1	5.4	3.5	2.9	4.4	3.1	2.8
OCDE <sup>6</sup>	1.7	7.1	5.4	3.8	3.0	4.7	3.3	2.7
États-Unis <sup>7</sup>	1.3	3.8	2.5	2.1	2.0	2.5	2.1	2.0
Zone euro <sup>8</sup>	0.9	5.4	2.4	2.1	2.0	2.3	2.0	2.0
Japon <sup>9</sup>	0.9	3.3	2.6	1.9	2.1	2.3	1.7	2.1
<b>Solde des administrations publiques dans l'OCDE<sup>10</sup></b>	-3.1	-4.8	-4.8	-4.6	-4.4			
<b>Croissance du commerce mondial en volume<sup>1</sup></b>	3.4	1.0	3.5	3.6	3.5	4.1	3.4	3.5

PMI JP Morgan Global Composite – Décembre 2024  
 Une activité des services dynamique (PMI à 53,8) mais un retour en contraction de l'activité manufacturière (PMI à 49,6)



Source: J.P.Morgan, S&P Global PMI, S&P Global Market Intelligence.



Sources: J.P.Morgan, S&P Global PMI.

# Des sujets clés pour 2025 (1 / 4 )

## USA : Prise de fonction de Donald Trump (20 février 2025)

Objectifs D Trump	3 - 3 - 3 Baisse du déficit du budget fédéral à 3% du PIB en 2028 Relèvement du potentiel de croissance à 3% Hausse de la production de pétrole de 3Mb/j	
Feuille de route	Proposition	Impact
<b>Mesures protectionnistes</b>	Monde: taxe de 10% à 20% sur tous les produits Chine : 60% Mexique et Canada : 25% Europe : rencontre informelle le 3 février	Inflation ☹️ Croissance ☹️
<b>Immigration</b>	Fermeture des frontières Expulsion de millions d'immigrés en situation irrégulière	Inflation ☹️ Croissance ☹️
Fiscalité	Baisse de la fiscalité sur les ménages et les entreprises IS à 20% vs 21% et 15% sur les productions locales	Croissance 😊
Déreglementation		Croissance 😊
Deficit public	Coupe dans les dépenses discrétionnaires (2000Md\$)	Déficit public, taux d'intérêt 😊 Croissance ☹️
Géopolitique	Sortie de l'OTAN Accord de paix entre Kiev et Moscou Intervention dans le conflit au Moyen Orient Fermeté face à l'Iran	

Une ambition clairement affichée: « Make America Great Again » mais un agenda encore flou et plusieurs points à négocier

- **Lutte contre l'immigration clandestine** : des débats sont en cours, une position moins radicale serait envisagée : la mise en place de visas de travail H-1b qui permettrait aux entreprises de faire venir de la main-d'œuvre qualifiée de l'étranger. Appliquée strictement, la future politique migratoire pourrait en revanche relancer les difficultés de recrutements, nourrir l'inflation salariale et peser sur la croissance.

- **Droits de douane** : les droits de douane vont monter. Ce qui n'est pas connu, c'est l'ampleur de la hausse, sa date de mise en œuvre, son champ d'application, aussi bien par produits que par pays. Si le discours se veut offensif à ce stade, des marges de négociation existent avec des impacts macroéconomiques pouvant varier considérablement selon le schéma retenu.

Des droits de douane largement appliqués et un durcissement des conditions de concurrence se traduiraient en revanche par une hausse des produits importés et des coûts de production.

- **Politique budgétaire** : plus ou moins expansionniste

**Au plan domestique, les promesses faites par Trump durant la campagne sont inflationnistes, ce qui ne peut manquer d'influencer le débat de politique monétaire. Ailleurs dans le monde, les conditions de concurrence vont se durcir** avec des effets macroéconomiques qui pourraient varier considérablement selon le schéma retenu.

**L'impact global reste incertain**, plutôt positif à CT (fiscalité et dérèglementation en particulier), plus incertain à MT (droits de douane politique migratoire, déficit budgétaire), mais en tout état de cause **largement dépendant du calendrier de mise en œuvre et des mesures qui seront effectivement retenues.**

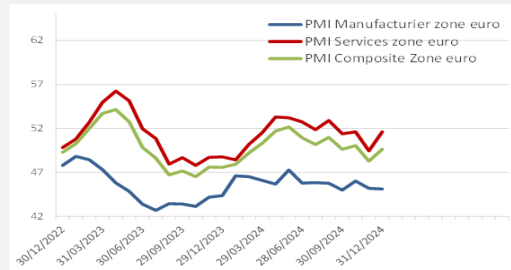
**Dans l'immédiat, la tendance est à la modération**, la croissance attendue en hausse de +2,6% en rythme annualisé au T4 selon l'indicateur GDP Now de la Fed d'Atlanta, après un peu plus de +3% au T3. Pour 2025, la FED retient une croissance à +2,1% après +2,5% estimé en 2024. L'OCDE est à +2,4% pour 2025 après +2,8% en 2024.



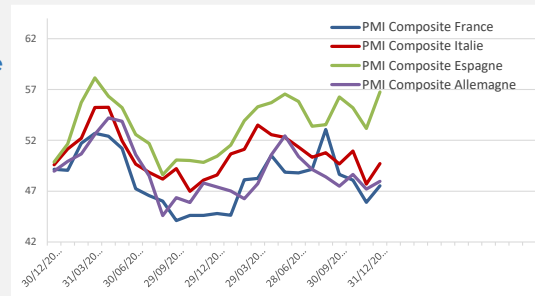
## Europe : des perspectives assombries par la politique

Après la guerre en Ukraine, la hausse des taux et le choc d'inflation, **c'est la politique qui assombrit l'horizon et ajoute de l'incertitude aux conditions d'activité : l'élection de Trump aux USA et le risque de guerre tarifaire** qui ne peut que renforcer la morosité ambiante, et **la fragilité du contexte politique en France et en Allemagne** - crise budgétaire doublée d'une crise de confiance pour le premier, crise industrielle et incertitude politique pour le second (élection en Allemagne en février).

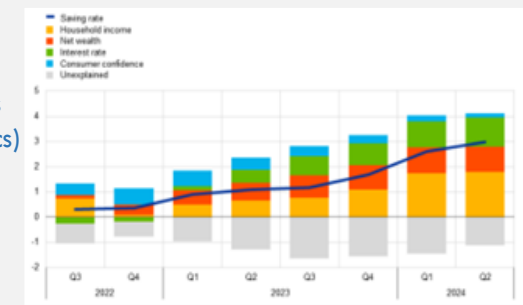
**Le climat des affaires reste bas, en zone de contraction à 49,6 pour le PMI Composite en décembre** (vs 48,3 en novembre), très largement pénalisé par le tandem franco-allemand, avec une activité des services en croissance modeste (51,6) et un fort déclin du secteur manufacturier (45,1). Les ventes au détail sont faibles (+0,1% en novembre), la confiance des ménages reste basse, associée à la volonté de continuer à épargner (15,7%/T2 2024 vs 12% à 13% avant covid selon une enquête BCE). Du côté de la **croissance, les prévisions ont été revues à la baisse** par rapport au mois de septembre dernier : soit **une économie de la Zone Euro attendue par la BCE en hausse de +1.1% en 2025 (vs +1,3%) après +0.7% en 2024.**



PMI décembre zone euro (Markit Economics)



PMI Composite/pays (Markit Economics)



Taux d'épargne des ménages (Eurostat, BCE)

## Allemagne : crise industrielle et fin de coalition gouvernementale

L'Allemagne est à l'arrêt, politiquement bloquée par une coalition gouvernementale trop fragile. Les ventes au détail reculent (-0,6% en rythme mensuel en novembre après -0,3% en octobre), le climat des affaires poursuit sa dégradation (PMI Composite à 48 en décembre), la contraction de l'activité manufacturière s'amplifie (PMI Manufacturier à 42,5/décembre), victime de la faiblesse de la demande chinoise, des coûts de l'énergie et du secteur automobile.

Suite au limogeage par Olaf Scholz de son ministre des Finances en fin d'année dernière, de nouvelles élections sont prévues le 23 février prochain. Les conservateurs sont en tête des sondages, avec un programme économique tourné vers la baisse des impôts pour les ménages et les entreprises, et une réorientation des dépenses sociales. Le véritable challenge reste celui de la suppression de la règle d'équilibre budgétaire qui permettrait de dégager d'importantes ressources financières.

**Avec une coalition forte au pouvoir, l'Allemagne pourrait lancer un plan de relance ambitieux pour son économie, et pour l'Europe.**

## France : crise budgétaire et crise de confiance

**L'incertitude fiscale et politique se prolonge, sans grand espoir de résolution durable à court terme.** Sans budget, le gouvernement démissionnaire de Michel Barnier a présenté une « loi spéciale » adoptée le 18 décembre qui autorise l'Etat à prélever les impôts et émettre de la dette pour financer l'Etat et la sécurité sociale. Le 13 décembre, le président a nommé un nouveau Premier ministre, François Bayrou qui devrait prononcer sa **déclaration de politique générale le 14 janvier** et présenter un nouveau projet de loi de finances. Le défi : ramener le déficit sous les 6% du PIB, « autour de 5% », sans plomber la croissance et sans trop augmenter les impôts, tout en évitant la censure des politiques ... Une nouvelle censure ne peut être exclue.

**Pendant ce temps l'économie française, soumise à une grande incertitude, s'affaiblit** graduellement : baisse des dépenses d'investissement, stagnation de l'emploi dans le secteur privé depuis le printemps, dégradation du climat des affaires (PMI Composite à 47,5 en décembre), nécessaire assainissement des finances publiques. Et il n'y a de levier à attendre ni de la demande extérieure, ni de la dépense publique.

Les dernières prévisions de la Banque de France et de l'INSEE sont d'une extrême prudence. La Banque de France décale de 2025 à 2026 le redressement de la demande intérieure. L'INSEE prolonge au S1 le faible rythme de croissance de 2024 (+0.2% t/t) tout en considérant le scénario de reprise étroitement conditionné au regain de confiance.

## La Chine : des vents contraires à affronter

### - Une reprise modérée dans l'industrie et les services

Les indices PMI de décembre ont rebondi, une dynamique alimentée par une amélioration de la confiance des chefs d'entreprise dans l'avenir: 1/ PMI officiel Manufacturier juste au dessus du seuil d'expansion à 50,1 vs 50,3 en novembre, PMI des Services à 52 vs 50,1 en novembre, activité dans la construction à 53,2 vs 49,7. De même le PMI Caixin Manufacturier termine l'année à 50,5, le PMI Caixin des Services à 52,9, le PMI Caixin Composite à 51,4. Le signal est plutôt favorable, traduisant les premiers effets des mesures de soutien annoncées jusqu'ici par les autorités.

### - Une demande domestique toujours atone

La crise immobilière en cours, le niveau d'endettement élevé, le déficit de confiance des ménages et la menace d'un nouvel épisode de guerre commerciale avec les USA sont autant de facteurs qui continuent de peser sur la demande domestique chinoise. L'inflation de décembre ralentit encore, à +0,1% en glissement annuel soit +0,2% sur l'ensemble de l'année, signe d'une demande domestique toujours atone.

### - Menace d'un durcissement de la concurrence : la Chine, première cible de Donald Trump

Le déficit commercial des USA s'est creusé pour atteindre 78,2 Mds \$ en novembre, son plus haut niveau depuis juin 2022. Il a peu varié avec la Chine (-25,4 Mds\$) mais il reste important.

Durant la campagne électorale des chiffres divers ont circulé, **jusqu'à +60% de droits de douane pour la Chine qui reste clairement la première cible de Donald Trump**. Mais la confrontation avec les USA s'étend bien au-delà du commerce et concerne également l'industrie, la technologie, la géopolitique. Assez modeste dans ses effets lors du premier mandat de Trump, la guerre tarifaire pourrait pénaliser durement l'économie chinoise si elle s'étendait plus largement.

### - Un soutien budgétaire et monétaire appelé à se renforcer

Dans le contexte d'un durcissement de la concurrence, les autorités chinoises auront pour objectif en 2025 de soutenir davantage leur économie. **Au-delà des premières mesures annoncées, Pékin confirme sa volonté de cibler davantage la consommation domestique** : hausse des pensions de retraites, hausse des subventions de l'assurance médicale et des investissements publics, subventions pour les biens numériques. Des aides spécifiques pour les ménages les plus pauvres seraient à l'étude en amont des vacances du Nouvel an chinois, une augmentation des salaires des fonctionnaires également. **La stabilisation du secteur immobilier est aussi une priorité pour 2025.**

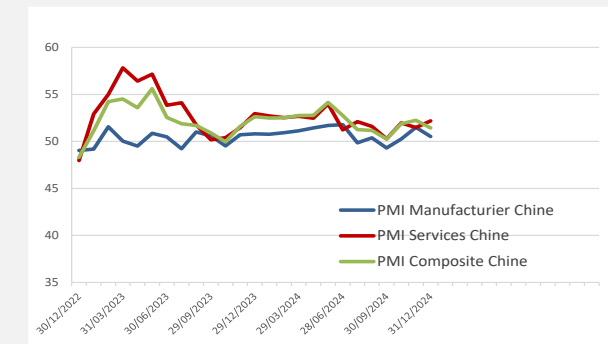
**La réunion annuelle de l'Assemblée du peuple en mars devrait compléter la feuille de route.**

Autre rendez-vous important de 2025 : le 5ème plenum du comité central du PCC en octobre qui sera l'occasion de fixer les bases du prochain plan quinquennal pour la période 2026-2030.

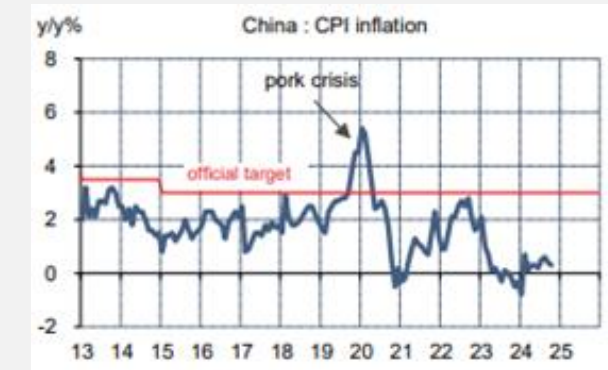
Relancer la demande domestique devient essentielle alors que la dynamique extérieure qui a permis de compenser en 2024 la faiblesse de la demande intérieure, pourrait s'avérer plus limitée dans un contexte de durcissement des conditions de concurrence.

**La croissance pour 2024 devrait finir autour de la cible officielle des +5%.** Les ambitions **pour 2025 devraient être dévoilées en mars, lors des sessions législatives annuelles. Le consensus se cale un peu au-delà des 4,5%** (+4,7% pour l'OCDE) dans l'attente d'un chiffre des mesures de relance.

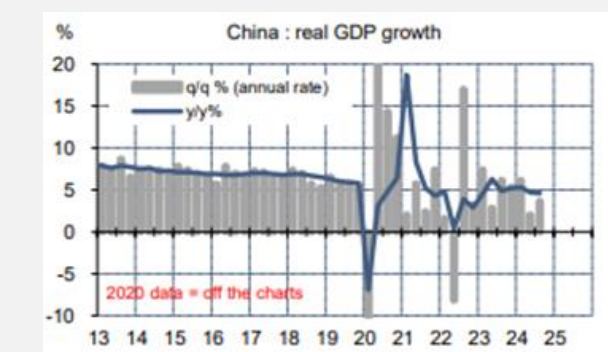
Confiance des Directeurs d'achat - PMI Caixin - Décembre 2024 (Markit Economics)



Inflation (Thomson Reuters, Oddo BHF)



Croissance du PIB réel (Thomson Reuters, Oddo BHF)





## L'inflation et les débats de politique monétaire

A l'échelle mondiale l'inflation a continué de ralentir en 2024. La baisse de l'inflation a été plus lente aux USA qu'en Europe. Dans les pays développés, l'inflation des prix des services est plus résiliente que celle des biens, mais elle se modère malgré tout.

### USA : sous étroite surveillance

- Aux USA, l'inflation totale sera un peu supérieure aux attentes, plus proche de +3% que de +2% fin 2024, à +2,4% et +2,8% en sous-jacent en novembre, vs +3,4% et +3,9% hors énergie et alimentation constaté fin 2023.
- Les anticipations d'inflation ont été revues à la hausse par la Fed en décembre pour 2024, 2025 et 2026. La pleine convergence vers la cible des +2% est par ailleurs décalée de 2026 à 2027, associée à des risques haussiers.
- La politique de Donald Trump visant à baisser les impôts, à fermer les frontières et élever des barrières tarifaires dans le monde est une source d'incertitude en mesure de créer de nouvelles tensions sur les prix et les salaires.
- Dans sa dernière communication du mois de décembre, la banque centrale reconnaît un mouvement de désinflation plus faible qu'anticipé et des mesures à venir de l'administration Trump susceptibles de relancer l'inflation, ce qui ne peut manquer d'influencer le débat de politique monétaire
- L'incertitude sur l'inflation est qualifiée de plus importante pour 2025.

### Europe : poursuite de la désinflation

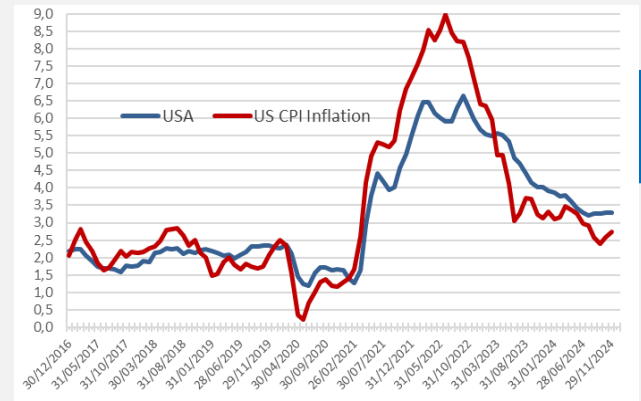
- En zone euro, l'inflation termine l'année au-delà des attentes à +2,4% en rythme annuel et +2,7% en sous-jacent en décembre (vs +2,9% et +3,4% fin 2023), pour des raisons tenant essentiellement à la fin des effets de base favorables sur les prix de l'énergie.
- La désinflation est bien engagée dans les Biens et la Construction. Elle est plus lente dans les Services (+4% en sous-jacent en décembre), plus directement liée aux salaires et aux conditions de travail. A ce stade, les effets de rattrapage des salaires se tassent progressivement (hausses négociées avec IG Metal pour 2025 et 2026 2x moindre qu'en 2024). Les entreprises ont perdu de leur pricing power et ne sont plus en capacité d'augmenter les prix au-delà des hausses de coûts.
- La menace des droits de douane est difficile à anticiper avec des effets opposés : hausse des prix mais baisse de la demande.
- Les prix de l'énergie sont également à surveiller.
- Dans ses discours les plus récents, Christine Lagarde insistait davantage sur les risques baissiers d'inflation que sur les risques haussiers en raison de la faiblesse de la demande intérieure. Selon le bureau de la BCE, l'inflation core devrait passer sous les +2% en 2026. Cela devrait permettre à la BCE de prolonger la baisse de ses taux et de contribuer à affermir le cycle du crédit.

La baisse des taux a mis plus de temps à se mettre en place qu'anticipé début 2024, parce que les banques centrales ont longtemps craint une remontée de l'inflation. C'est problématique pour l'Europe qui se débat avec une croissance anémique. Ca l'est moins pour les USA qui peuvent se prévaloir d'une économie vigoureuse.

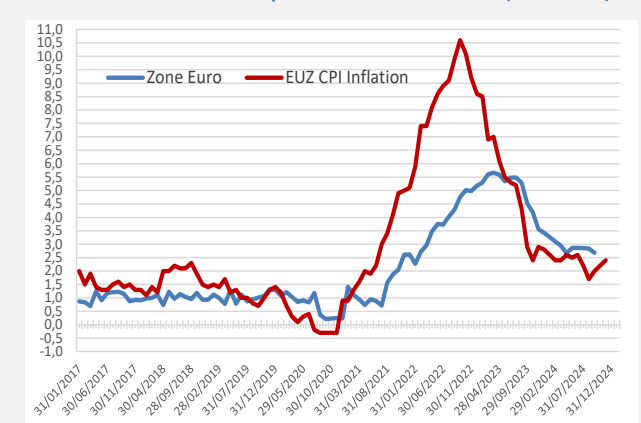
Comme chaque année, c'est la Fed qui donnera le « la » sur les marchés (cf partie Taux). Dans l'attente d'annonces concrètes de l'administration Trump, la politique monétaire de la Fed restera dépendante des statistiques de croissance, d'inflation et de l'emploi.

Prochaines réunions des Banques centrales : le 29/01 pour la Fed, le 30/01 pour la BCE.

Inflation core et sous-jacente - USA (US Department of Labor)



Inflation core et sous-jacente - zone euro (Eurostat)



# Matières premières : des prix mondiaux relativement sages (1/2)

## Plafonnement du prix des matières premières industrielles

- Les prix des matières premières industrielles (cuivre, zinc, aluminium...) ont remonté en 2024 tout en restant plafonnés par le ralentissement de la production chinoise et la faiblesse de l'activité industrielle dans le monde.

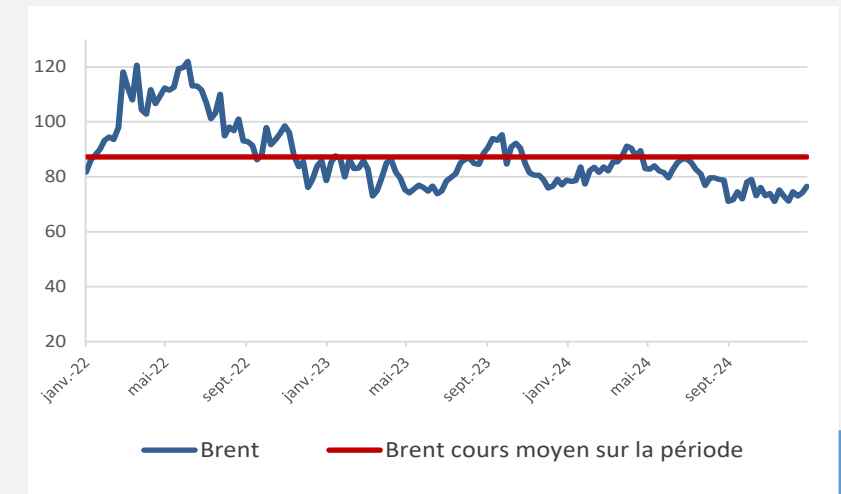
## Baisse des prix du pétrole malgré la situation au Moyen-Orient

- **Le baril de Brent clôture l'année en baisse de -10% à 77\$**, malgré la situation au Moyen-Orient et les baisses de production de brut décidées par l'OPEP+.
- **La demande ralentit**, même si les espoirs liés à la relance chinoise restent un soutien non négligeable.
- Un apaisement de la situation au Moyen Orient ou un accord entre Trump et Poutine sont à considérer comme des risques plutôt baissiers.

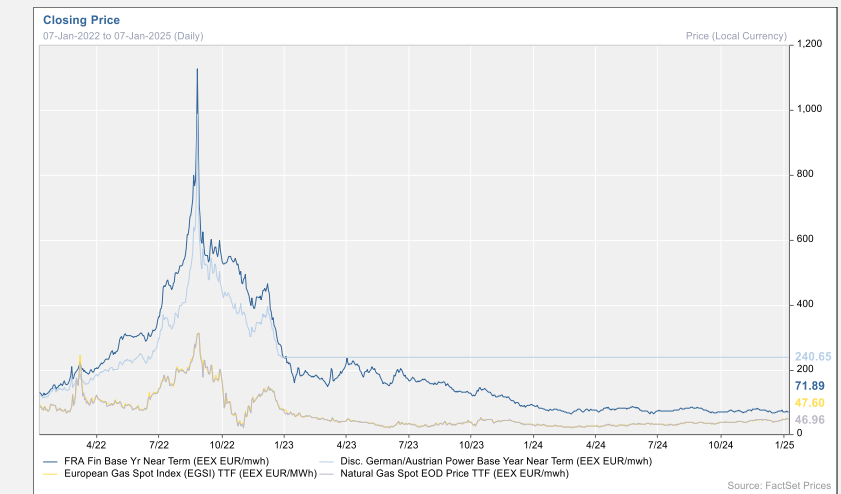
## Rebond des prix du gaz

- **Depuis le T2 2024 les prix du gaz ont nettement rebondi** à désormais 50€/MWh, ce qui tire également à la hausse les prix de l'électricité. En cause : une météo froide, des stocks assez bas et l'arrivée à expiration le 1/01/2025 d'un contrat de transit gazier de 5 ans avec Gazprom entre la Russie et l'Ukraine.
- La situation est disparate d'un pays à l'autre, moins problématique en France qu'en Allemagne ou en Italie.
- Elle **ravive les inquiétudes inflationnistes mais est à relativiser** alors que les approvisionnements ont été largement diversifiés pour la plupart des pays européens depuis 2022 (part de la Russie retombée à 20% au T3 2024 vs 40% en 2021) et que la demande industrielle reste déprimée en Europe. Une issue au conflit Russo- ukrainien serait également une source d'apaisement des prix du gaz, en améliorant sa disponibilité.
- **Les cours des matières premières se sont normalisés en 2024**, tout comme les prix du fret. Ils ont **contribué à soulager les prix à la production**.
- Si le risque d'une nouvelle crise énergétique est faible, **les conséquences sont plutôt à lire sur le processus de désinflation en zone euro** qui s'est interrompu en fin de l'année 2024.

Prix du baril de Brent (Factset au 31/12/2024)



Prix du gaz et de l'électricité en Europe (Factset au 31/12/2024)

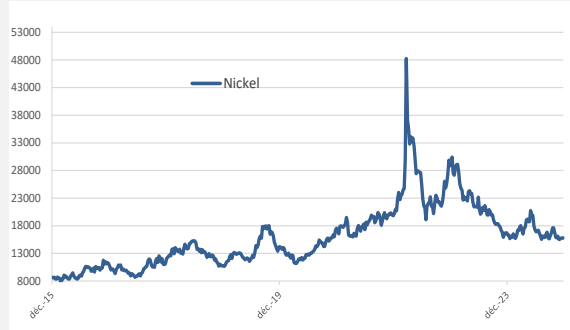


Prix du gaz en France à 1 mois (courbe bleue)

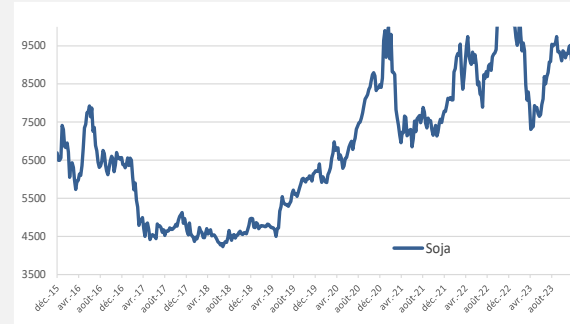
Prix du gaz spot TTF Europe (jaune)

## (2/2)

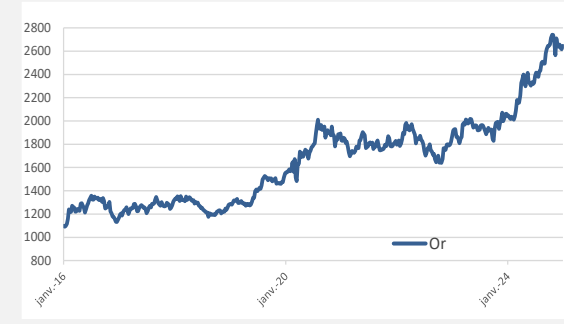
### Nickel - (LME \$/MT) - 31/12/2024



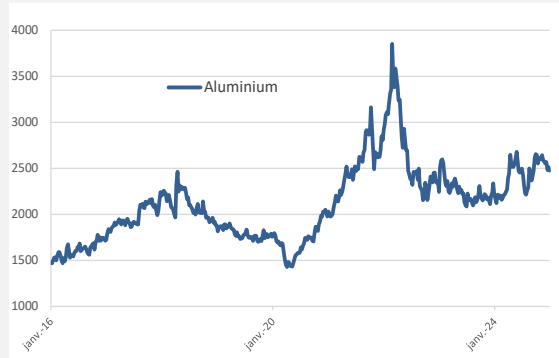
### Soja (SAF ZAR/MT) - 31/12/2024



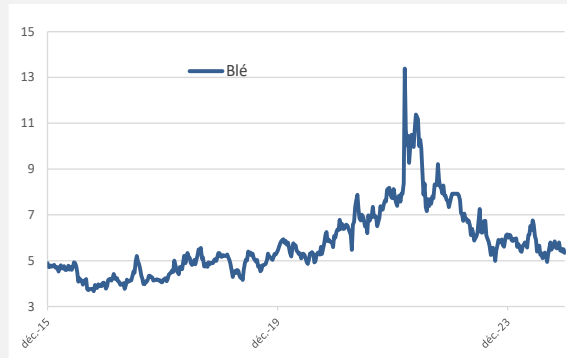
### Or (Gold Nymex \$/ozt)- 31/12/2024



### Aluminium (LME \$/MT) - 31/12/2024



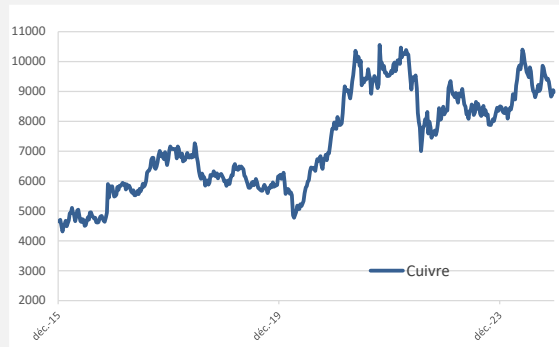
### Blé (Chicago \$/bu) - 31/12/2024



### Argent (LBMA Silver price \$/ozt)- 31/12/2024



### Cuivre (LME \$/MT) - 31/12/2024



## Trump (1 / 1)

**Fermeté du dollar** : après avoir chuté dans l'été du fait des craintes sur la croissance, le dollar index a fortement rebondi, encouragé par la victoire de D.Trump et la promesse d'une stimulation de l'économie. **Il devrait rester ferme en 2025, en perspective d'une hausse du risque géopolitique et d'une politique plus inflationniste qui contraindra la Fed dans sa politique d'assouplissement monétaire.**

**Affaiblissement de l'euro en fin d'année** : si la devise européenne s'est raffermie comme attendu début 2024 avec la réduction du risque énergétique et le durcissement du discours de la BCE, elle s'est affaiblie en fin d'année à 1,04€//\$ (et jusqu'à 1,027€//\$ début 2025), proche d'un plus bas de 2 ans face au dollar. Elle **devrait rester sous pression ces prochains trimestres, pénalisée par la faiblesse de la croissance, par la hausse de l'incertitude politique et géopolitique et la poursuite de l'assouplissement monétaire de la BCE.**

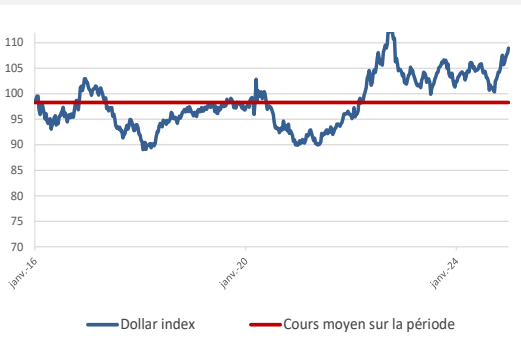
**Nouvel affaiblissement du Yen** : alors que le Yen a pu bénéficier de la hausse des taux directeurs en début d'année, il s'est **fortement déprécié depuis fin septembre suite aux résultats des élections US et à la prudence de la banque centrale** qui a préféré maintenir les taux inchangés lors de sa réunion de décembre. A plus LT néanmoins, le différentiel de politique monétaire avec la Fed et la BCE devrait contribuer à soutenir le yen.

A ce stade, **le consensus est à un affaiblissement de l'euro en 2025** (taux + faiblesse de la croissance). **Les effets de changes, globalement négatifs en 2024, devraient redevenir positifs pour nos sociétés exportatrices en 2025.**

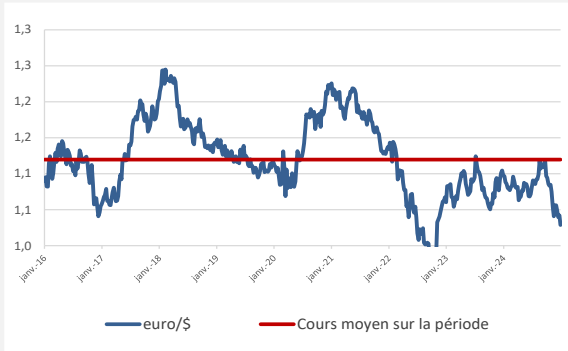
Parités de change au 31/12/2024

	01/01/2023	30/06/2023	Cours au	01/01/2024	30/06/2024	Cours au
	30/06/2023	31/12/2023	31/12/2023	30/06/2024	31/12/2024	31/12/2024
	Moyenne S1	Moyenne S2	31/12/2023	Moyenne S1	Moyenne S2	31/12/2024
EURUSD	1,08	<b>1,08</b>	1,10	1,08	<b>1,08</b>	1,04
	-1,2%	<b>6,7%</b>	3,5%	0,0%	<b>0,0%</b>	-6,3%
EURJPY	145,77	<b>158,13</b>	155,73	164,43	<b>163,30</b>	162,74
	8,5%	<b>11,6%</b>	10,6%	12,8%	<b>3,3%</b>	4,5%
EURCHF	0,99	<b>0,96</b>	0,93	0,96	<b>0,94</b>	0,94
	-4,5%	<b>-7,2%</b>	-5,8%	-2,5%	<b>-4,2%</b>	0,9%
EURBRL	5,48	<b>5,32</b>	5,37	5,49	<b>6,16</b>	6,40
	-1,3%	<b>-0,1%</b>	-4,8%	0,2%	<b>15,8%</b>	19,2%
EURrub	83,67	<b>101,30</b>	98,76	98,26	<b>102,48</b>	113,65
	-2,5%	<b>18,1%</b>	26,8%	17,4%	<b>22,5%</b>	15,1%
EURcny	7,49	<b>7,83</b>	7,83	7,80	<b>7,77</b>	7,56
	5,8%	<b>10,6%</b>	5,6%	4,1%	<b>-0,8%</b>	-3,5%
eurcad	1,46	<b>1,46</b>	1,46	1,47	<b>1,49</b>	1,49
	4,8%	<b>8,2%</b>	0,7%	0,8%	<b>2,3%</b>	2,2%

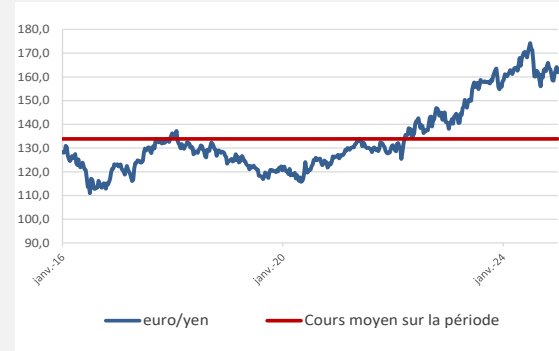
Dollar Index - 31/12/2024



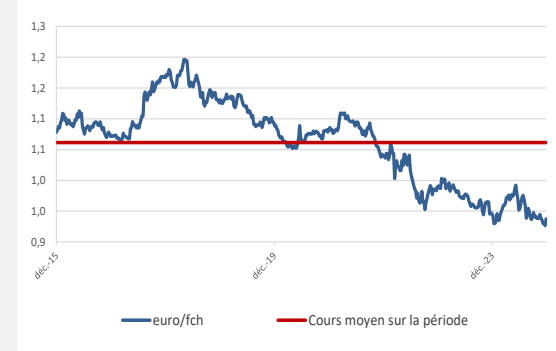
Euro/dollar- 31/12/2024



Euro/Yen- 31/12/2024



Euro/CHF - 31/12/2024



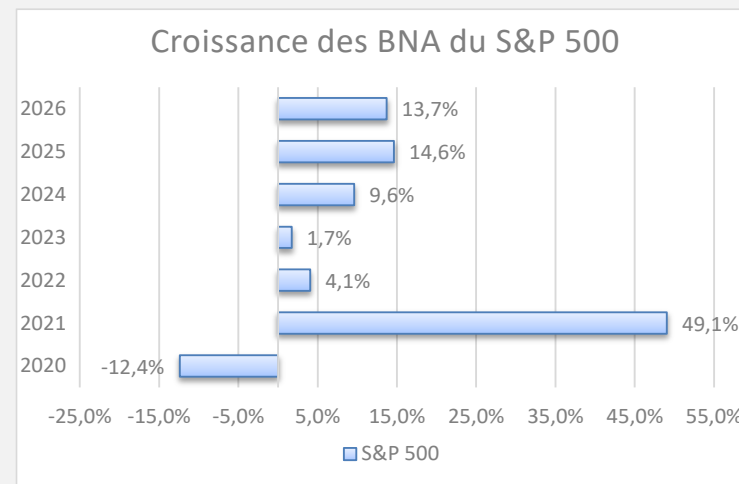


## S&P 500 : 2024, des BNA dopés par l'IA

Aux USA, les BNA 2024 ont nettement rebondi même s'ils sont un peu inférieurs aux attentes initiales, en hausse de +9,6% vs +11,7% attendu en début d'exercice.

- La performance ressort solide, très supérieure à l'Europe, associée à une spectaculaire hausse de la marge opérationnelle à 17% (+90pb).
- Les secteurs de la Technologie et de la consommation qui figuraient comme les principaux enjeux de l'année ont été au rendez-vous.
- Les performances sectorielles ressortent néanmoins contrastées avec :
  - ☺ de bonnes surprises pour les secteurs de la Communication, les Financières, la Consommation discrétionnaire,
  - ☺ un secteur de la Technologie qui a tenu ses engagements et a largement tiré profit des résultats spectaculaires de Nvidia.
  - ☹ les révisions en baisse les plus sévères pour l'Energie et les Matières Premières pour la 2<sup>ème</sup> année consécutive, pour la Santé et l'Industrie.

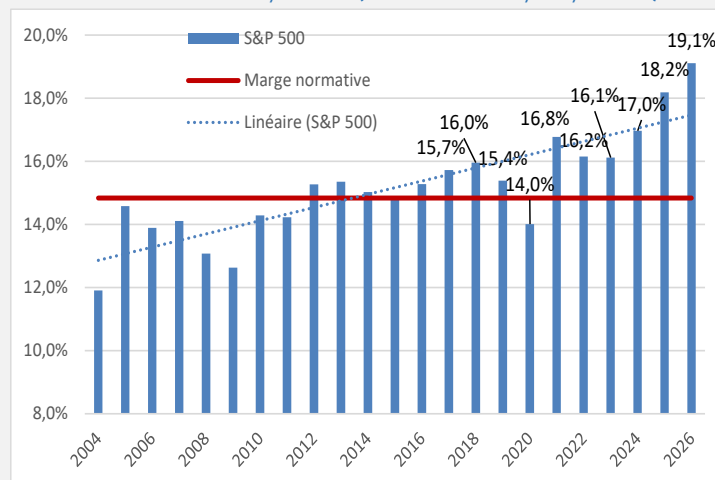
BNA S&P500 (Factset au 31/12/2024)



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

Nom série	2024	2025
S&P 500	-1,9%	0,0%
S&P 500 / Consumer Discretionary -	3,4%	-0,6%
S&P 500 / Consumer Staples -SEC	-4,3%	-6,9%
S&P 500 / Energy -SEC	-20,7%	-20,2%
S&P 500 / Financials -SEC	4,5%	1,8%
S&P 500 / Health Care -SEC	-0,1%	-0,1%
S&P 500 / Health Care -SEC	-10,4%	-3,5%
S&P 500 / Industrials -SEC	-10,1%	-6,1%
S&P 500 / Information Technology -	2,5%	8,2%
S&P 500 / Materials -SEC	-12,0%	-7,1%
S&P 500 / Communication Services	7,6%	9,2%
S&P 500 / Utilities -SEC	-0,4%	0,5%

S&P500 – MOP 2004/2024 (Factset au 31/12/2024)



Réforme fiscale: impact théorique sur le BNA (FU)

Taux IS *	Impact vs situation actuelle
20% pour tous	1%
15% pour les productions US*	4%
15% pour tous	8%

IS théorique actuel : 21%  
 \*\* par hypothèse 50% de la production aux USA



## 2025 : un effet Trump à anticiper ?

**2025 débute positivement**, soutenu par de puissants catalyseurs :

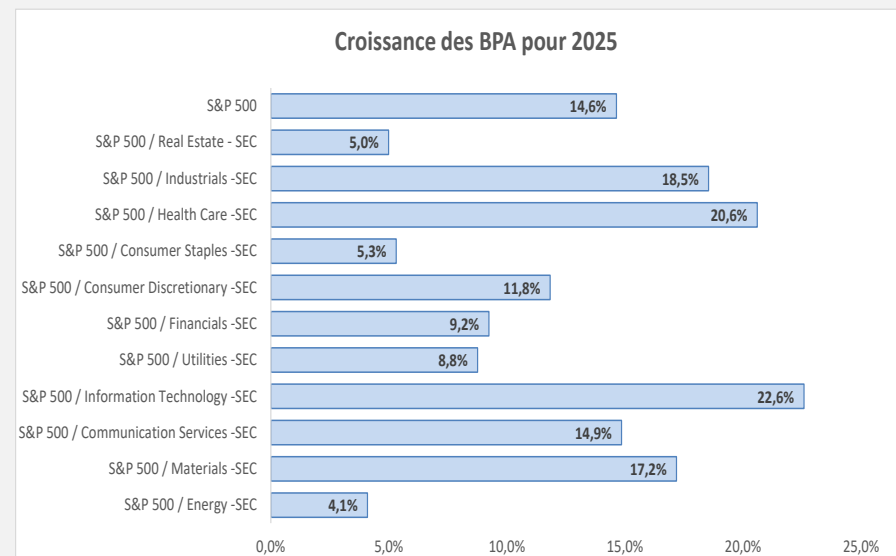
- 1/ des dépenses de consommation toujours bien orientées,
- 2/ une dynamique IA durablement porteuse,
- 3/ les effets positifs des réformes de Donald Trump dont la dérèglementation et la réforme fiscale, déjà assez largement intégrées mais à ne pas surestimer non plus (impact positif de +20pb sur la marge nette dans l'hypothèse d'un taux d'IS à 20% pour tous et jusqu'à +100pb dans l'hypothèse d'un taux à 15% pour tous).

Seront à surveiller :

- 1/ le calendrier et l'ampleur de la mise en place des réformes Trump : une politique migratoire dure et une stricte politique protectionniste joueraient négativement,
- 2/ la diffusion de l'IA et l'adoption par les entreprises des solutions augmentées par ces nouveaux outils,
- 3/ les performances du secteur de la Technologie du fait de leur pondération dans les indices.

Début des publications du T4 : le 15 janvier avec les financières (JP Morgan, Citigroup, Wells Fargo).

S&P500 - BNA 2025 par secteurs (Factset 31/12/2024)



S&P 500 : Performance par secteur – (Factset 31/12/2024)

	Market Cap	PER		EPS Growth			Net Div Yield	Var.CA			MOP			Marge nette			Price to Book
		2026	2025	2026	2025	2024		2023	2026	2025	2024	2026	2025	2024	2026	2025	
S&P 500	100,00%	19,0x	21,6x	<b>13,7%</b>	<b>14,6%</b>	11,5%	1,35%	6,2%	5,6%	5,0%	<b>19,11</b>	<b>18,19</b>	16,97	14,14	<b>13,39</b>	<b>12,40</b>	5,11
S&P 500 / Consumer Discretionary -SEC	11,1%	25,3x	29,2x	15,4%	11,8%	68,5%	0,64%	6,9%	5,7%	5,5%	13,15	12,39	11,90	10,08	9,43	9,02	10,12
S&P 500 / Consumer Staples -SEC	5,4%	19,5x	21,2x	8,8%	5,3%	3,6%	2,54%	4,0%	3,3%	2,2%	9,05	8,80	8,63	6,65	6,44	6,36	6,29
S&P 500 / Energy -SEC	3,2%	11,6x	13,9x	19,7%	4,1%	-40,2%	3,53%	3,4%	-1,6%	-1,6%	15,75	14,06	13,10	10,58	9,46	8,74	2,04
S&P 500 / Financials -SEC	13,6%	14,6x	16,4x	12,9%	9,2%	18,6%	1,69%	5,7%	5,5%	5,6%	32,42	31,36	31,30	20,86	20,17	20,48	2,27
S&P 500 / Health Care -SEC	10,2%	15,5x	17,1x	10,3%	20,6%	-16,7%	1,54%	6,1%	6,5%	8,6%	11,49	11,22	10,11	8,88	8,61	7,33	4,93
S&P 500 / Industrials -SEC	8,2%	19,0x	21,8x	14,6%	18,5%	18,6%	1,43%	6,4%	5,8%	1,4%	16,18	15,37	14,09	11,85	11,18	10,34	6,38
<b>S&amp;P 500 / Information Technology -SEC</b>	<b>32,5%</b>	<b>24,7x</b>	<b>28,9x</b>	<b>16,9%</b>	<b>22,6%</b>	<b>25,7%</b>	<b>0,69%</b>	<b>10,8%</b>	<b>12,5%</b>	<b>11,3%</b>	<b>35,09</b>	<b>33,70</b>	<b>31,71</b>	<b>28,59</b>	<b>27,41</b>	<b>25,23</b>	<b>13,17</b>
S&P 500 / Materials -SEC	1,9%	16,1x	18,3x	14,1%	17,2%	-30,2%	1,95%	4,7%	1,0%	2,2%	17,63	16,57	14,34	11,86	10,92	9,62	2,70
S&P 500 / Communication Services -SEC	9,6%	17,6x	19,9x	13,1%	14,9%	60,3%	0,66%	6,6%	6,5%	4,7%	26,56	25,57	22,66	19,89	19,06	17,20	5,10
S&P 500 / Utilities -SEC	2,3%	16,1x	17,3x	7,8%	8,8%	14,9%	3,51%	3,7%	5,6%	1,7%	25,38	23,99	22,66	15,17	14,45	13,94	2,19



## Stoxx 600 : un exercice 2024 de normalisation

**En Europe, les résultats** qui étaient attendus en progression de +5,6% début 2024 **devraient terminer l'année plus timidement, en hausse de +2,6%** avec :

- **Des S1 décevants** malgré un bon T1, un faible niveau de consommation et le sentiment d'une reprise plus lente qu'envisagée au départ,
- **Des T3 souvent plombés par le ralentissement de l'activité en Chine** et par un **contexte économique et politique incertain** qui ont incité les consommateurs et les entreprises à la prudence,
- **En France, un choc politique** qui a ouvert une période d'incertitude au niveau national, peu propice à la bonne marche des affaires,
- **Des T4 attendus un peu meilleurs qui devraient commencer à bénéficier de facteurs techniques plus favorables** : effet de base, déstockage qui devrait approcher de son terme et impacts changes qui profiteront de l'affaiblissement de l'euro en fin d'année.
- **Au final, le consensus attend une stabilité des marges autour de 15,6% en 2024**, en retrait de -40pb vs les plus hauts historiques de 2022, mais sur des niveaux toujours très supérieurs à leur niveau d'avant covid (13,2%).

- 😊 Momentum positif pour la Banque et les Services aux collectivités, également pour le secteur de l'hôtellerie et pour les Médias,
- ☹️ Révisions en baisse sévères pour le secteur de l'Automobile, l'Énergie, les Matières Premières, la Chimie, la Technologie, également pour les biens de consommation et la distribution.

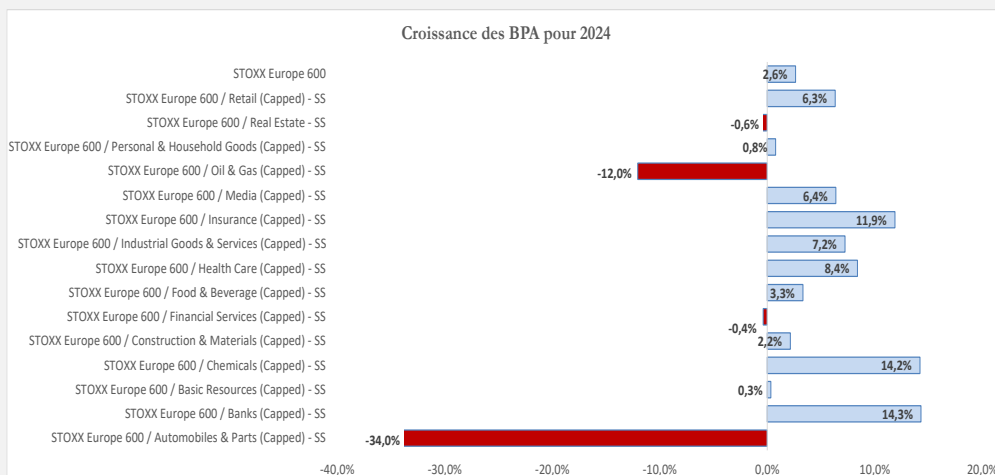
## Stoxx 600 - momentum BNA 2024 (Factset)

Secteurs Cycliques	Révision prévisions résultats 2024 depuis 1 an
Automobile	-30,4%
Matières premières	-16,0%
Chimie	-14,0%
Construction & Matériaux	-3,1%
Industries & Services	0,6%
Technologie	-15,5%
Hôtellerie	3,3%
Média	0,1%

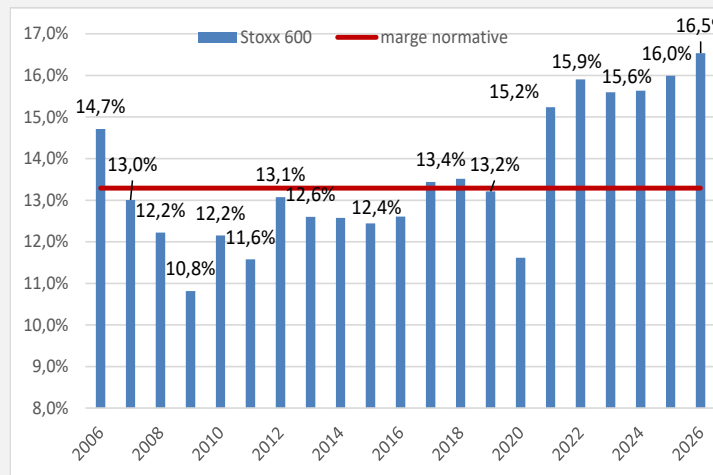
  

Secteurs Défensifs	Révision prévisions résultats 2024 depuis 1 an
Agroalimentaire	-5,3%
Biens de consommation	-8,5%
Distribution	-9,2%
Santé	-1,8%

## Stoxx 600 - BNA 2024/secteur (Factset au 31/12/2024)



## Stoxx 600 - Marge opérationnelle (Factset)



## Pétrole

Pétrole -15,5%

## Rendement

Immobilier -0,3%  
Opérateurs Télécom -6,1%  
Services aux Collectivités 7,1%

## Finance

Banques 12,3%  
Services Financiers -4,3%  
Assurances -3,7%



## 2025 : des facteurs techniques positifs en soutien des résultats

**2025 débute de façon incertaine** dans un contexte de grande fragilité de la reprise en Europe et de lourdes incertitudes politique et géopolitique. Les freins à la reprise sont encore nombreux.

- ☹ **Instabilité politique en France et en Allemagne** où l'activité reste déprimée,
- ☹ **Durcissement probable de la concurrence et renforcement des droits de douane**, même s'ils ne visent pas encore directement le marché européen.
- ☹ **Baisse du pricing power** et difficulté des entreprises à augmenter les prix au-delà des hausses de coûts.
- ? **La Chine nous semble un sujet de grande incertitude**, malgré l'espoir de nouvelles mesures de relance budgétaire et de soutien au pouvoir d'achat des ménages.

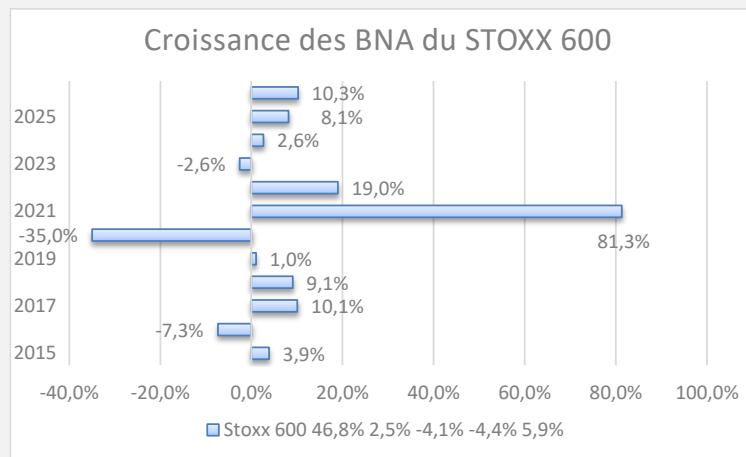
En parallèle, des leviers vont progressivement se mettre en place :

- ☺ **Des facteurs techniques** : effet base, fin du déstockage, stabilisation du coût des intrants (matières premières et énergie, fret, salaires), effet change,
- ☺ **La désinflation** et le maintien des salaires réels en territoire positif qui devrait soutenir la consommation des ménages,
- ☺ **La baisse des taux d'intérêt**,
- ☺ **Un environnement** qui devrait jouer positivement **pour les activités localisées aux USA** (Air Liquide, Schneider, EssilorLuxottica, Biomérieux, Sanofi...).

**Le consensus se veut positif** en retenant l'hypothèse d'une croissance de +8,1% des BNA et d'une amélioration de la MOP de +40pb en 2025. Nous voulons rester prudents, au moins au T1 et jusqu'à la publication des annuels et des premières guidances pour 2025 en février/mars.

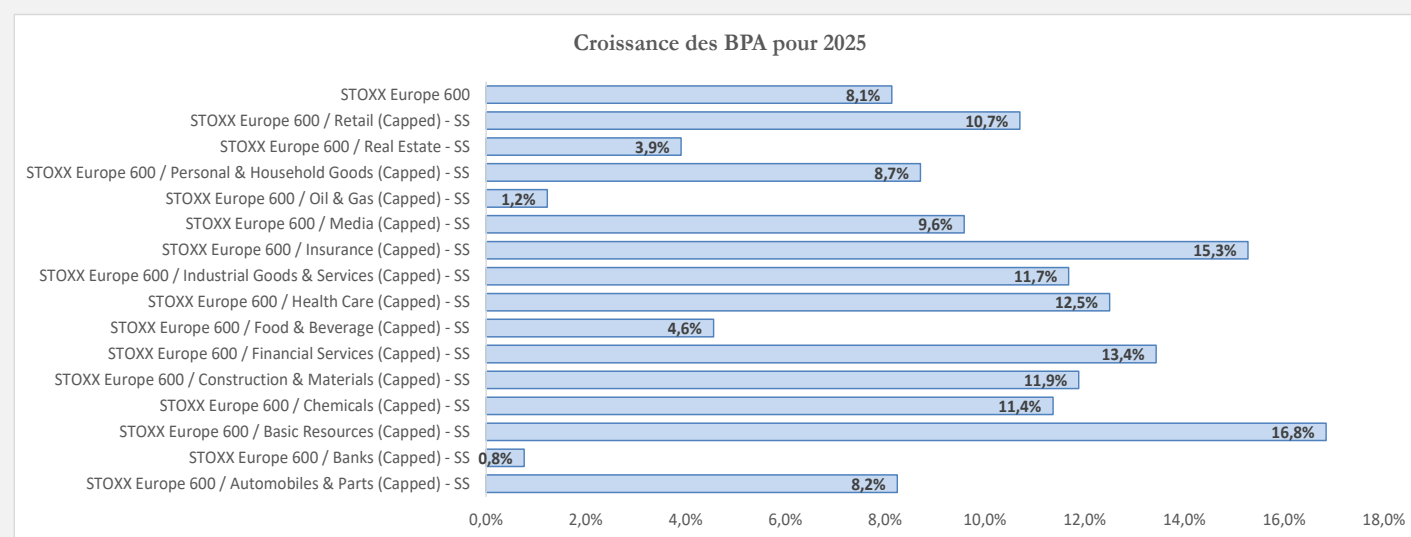
Début des publications du T4 : mi janvier

Stoxx 600 - BNA 2024/26 (Factset 31/12/2024)



- **BNA2024e : +2,6%** vs +5,6% attendu début 2024
- **BNA2025e : +8,1%** vs +9,1% attendu début 2024
- **BNA 2026e : +10,3%**

Stoxx 600 - BNA 2025 par secteurs (Factset 31/12/2024)







## Stoxx 600 : (Factset au 31/12/2024)

	Market Cap	PER			EPS Growth			Net Div Yield	Var.CA			MOP			Marge nette			Price to Book
		2026	2025	2024	2026	2025	2024	2023	2026	2025	2024	2026	2025	2024	2026	2025	2024	2023
STOXX Europe 600	100,00%	12,25	<b>13,5x</b>	<b>14,6x</b>	10,3%	<b>8,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,4%</b>	3,8%	<b>2,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>16,0</b>	<b>16,0</b>	<b>15,6</b>	10,6	<b>10,1</b>	<b>9,6</b>	<b>1,99</b>
STOXX Europe 600 / Automobiles & Parts (Capped) - SS	1,93%	6,4x	7,3x	8,0x	13,9%	8,2%	-35,0%	4,6%	3,1%	2,7%	-4,9%	8,3	7,9	7,6	6,2	5,7	5,4	0,56
STOXX Europe 600 / Banks (Capped) - SS	10,08%	6,8x	7,3x	7,3x	7,4%	0,8%	52,8%	7,0%	2,6%	0,5%	5,0%	48,0	47,7	48,7	27,3	26,9	27,6	0,83
STOXX Europe 600 / Basic Resources (Capped) - SS	1,99%	9,2x	10,2x	11,9x	10,4%	16,8%	-55,9%	5,6%	1,4%	-0,4%	4,0%	10,4	9,5	8,5	6,2	5,6	4,7	1,23
STOXX Europe 600 / Chemicals (Capped) - SS	2,09%	15,7x	18,0x	20,1x	14,9%	11,4%	-37,3%	2,9%	4,0%	3,8%	-3,3%	10,7	9,9	9,2	7,2	6,5	5,0	2,02
STOXX Europe 600 / Construction & Materials (Capped) - SS	3,52%	13,3x	14,4x	16,2x	8,9%	11,9%	7,9%	2,9%	3,8%	4,7%	4,5%	10,2	10,0	9,5	6,3	6,1	5,6	2,35
STOXX Europe 600 / Financial Services (Capped) - SS	4,39%	12,7x	14,3x	16,2x	12,6%	13,4%	31,8%	2,9%	4,0%	3,5%	14,4%	38,4	34,9	32,3	29,6	26,9	23,9	1,76
STOXX Europe 600 / Food & Beverage (Capped) - SS	4,32%	14,2x	15,6x	16,3x	9,7%	4,6%	3,3%	2,7%	4,2%	3,2%	1,2%	17,3	16,9	16,8	11,1	10,7	10,4	2,50
STOXX Europe 600 / Health Care (Capped) - SS	14,79%	14,3x	15,9x	17,9x	11,5%	12,5%	10,0%	2,3%	6,0%	6,6%	7,8%	26,6	25,6	24,6	19,6	18,5	17,0	3,98
STOXX Europe 600 / Industrial Goods & Services (Capped) - SS	14,47%	16,5x	18,5x	20,7x	12,5%	11,7%	4,9%	2,2%	6,7%	5,3%	3,8%	12,3	11,7	11,2	8,5	8,1	7,5	3,82
STOXX Europe 600 / Insurance (Capped) - SS	5,88%	9,8x	10,5x	12,1x	6,9%	15,3%	45,6%	5,2%	3,6%	4,2%	4,5%	11,2	11,0	10,5	7,6	7,5	6,7	1,86
STOXX Europe 600 / Media (Capped) - SS	1,55%	18,6x	20,4x	22,3x	9,7%	9,6%	14,1%	2,2%	5,0%	4,3%	13,8%	20,8	20,4	19,5	14,2	13,5	13,1	3,44
STOXX Europe 600 / Oil & Gas (Capped) - SS	3,99%	8,0x	8,7x	8,8x	9,0%	1,2%	-41,2%	5,7%	1,4%	-1,0%	-4,2%	13,6	13,6	13,9	7,0	6,9	7,1	1,19
STOXX Europe 600 / Personal & Household Goods (Capped) - SS	8,06%	18,4x	20,5x	22,2x	11,0%	8,7%	-1,9%	2,2%	5,9%	0,3%	6,1%	21,8	21,2	19,8	15,1	14,4	13,4	3,45
STOXX Europe 600 / Real Estate - SS	1,38%	13,5x	14,2x	14,7x	4,5%	3,9%	-6,5%	3,8%	4,8%	4,8%	10,2%	80,7	80,1	79,3	68,2	63,3	46,0	0,91
STOXX Europe 600 / Retail (Capped) - SS	0,74%	17,4x	19,1x	21,1x	10,0%	10,7%	14,7%	3,6%	5,8%	6,2%	3,7%	11,6	11,2	10,9	8,1	7,7	7,4	3,16
STOXX Europe 600 / Technology (Capped) - SS	5,87%	21,0x	25,4x	30,0x	20,6%	18,2%	19,0%	0,9%	10,0%	7,3%	-0,2%	22,4	20,7	19,1	21,8	19,8	17,8	5,16
STOXX Europe 600 / Telecommunications (Capped) - SS	2,67%	12,3x	13,7x	15,8x	11,1%	15,3%	-2,4%	5,0%	2,1%	2,1%	-3,6%	18,2	17,1	15,9	8,5	7,9	7,1	1,54
STOXX Europe 600 / Travel & Leisure (Capped) - SS	0,89%	9,4x	10,7x	12,3x	13,8%	15,7%	148,6%	2,1%	5,1%	5,0%	8,1%	11,1	10,6	9,9	7,8	7,2	6,6	3,18
STOXX Europe 600 / Utilities (Capped) - SS	3,81%	11,8x	12,2x	11,9x	3,4%	-2,4%	7,2%	5,46%	0,7%	-0,7%	-11,1%	14,5	14,0	14,1	7,8	7,5	7,8	1,69

### Secteurs à privilégier

Entreprises fortement implantées aux USA

Entreprises pouvant bénéficier des baisses de taux

Entreprises européennes exportatrices (faiblesse de l'euro et regain de compétitivité)

### Secteurs à risque

Entreprises fragilisées par le renforcement du protectionnisme

Entreprises exposées à la concurrence chinoise

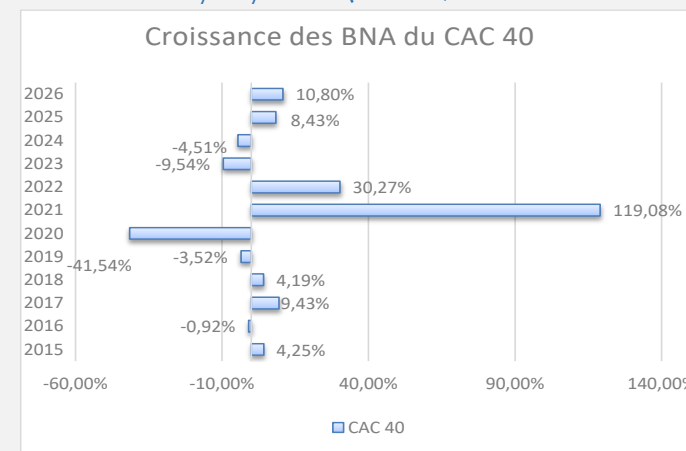
Entreprises sujettes au renforcement de la pression fiscale en France

Secteur Automobile

## CAC40 au 31/12/2024

	Market Cap	PER		EPS Growth		Net Div Yield	Var.CA			MOP			Marge nette			Price to Book
		2026	2025	2026	2025		2023	2026	2025	2024	2026	2025	2024	2026	2025	
Cac 40	100,00%	13,1x	14,5x	10,8%	8,4%	2,77%	3,8%	-0,7%		14,9	14,3	14,0	9,8	9,3	9,0	2,1
Bouygues SA	10940,50	7,6x	8,7x	14,2%	15,7%	5,57%	2,3%	2,0%	2,0%	4,6	4,3	4,1	2,4	2,1	1,8	1,0
Air Liquide SA	92093,57	20,9x	22,8x	8,9%	10,0%	1,82%	4,8%	5,1%	-1,9%	21,2	20,5	19,7	14,3	13,7	13,0	3,8
Airbus SE	125497,73	18,9x	22,9x	20,9%	36,0%	1,3%	11,0%	9,4%	5,1%	10,4	9,7	7,9	7,8	7,2	5,8	6,2
Veolia Environnement SA	20123,53	11,0x	12,0x	8,6%	10,1%	4,38%	5,1%	3,0%	0,8%	8,1	7,9	7,6	3,6	3,5	3,2	2,4
L'Oreal S.A.	179662,39	22,6x	24,9x	10,0%	8,3%	1,46%	5,8%	5,3%	5,2%	20,6	20,2	20,0	16,0	15,5	15,1	8,3
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	322470,21	20,3x	22,2x	9,5%	5,0%	1,8%	6,3%	4,5%	-2,4%	25,0	24,5	24,3	16,7	16,3	16,2	6,0
Safran SA	91462,28	21,9x	26,1x	19,0%	23,3%	1,38%	10,2%	14,8%	17,2%	16,4	15,7	15,2	12,0	11,1	10,6	5,7
Thales SA	28739,19	13,5x	15,3x	13,0%	13,9%	2,54%	6,4%	6,9%	9,2%	12,7	12,3	11,6	9,0	8,3	8,0	4,1
Cappemini SE	27484,13	12,2x	13,3x	8,8%	3,1%	1,80%	4,9%	1,4%	-2,2%	13,8	13,5	13,2	9,6	9,3	9,1	3,1
Publicis Groupe SA	25258,25	12,0x	12,7x	5,7%	6,8%	4,0%	4,5%	6,0%	7,1%	17,6	17,6	17,4	12,3	12,0	11,9	2,2
Cie Generale des Etablissements Michelin S	22365,05	8,0x	9,0x	12,4%	7,8%	4,2%	3,4%	2,8%	-4,0%	13,2	12,5	12,0	9,2	8,5	8,1	1,3
Pernod Ricard SA	27434,27	13,8x	14,4x	4,8%	-5,7%	2,32%	2,1%	-2,6%	-4,4%	27,0	26,4	26,4	17,0	16,6	26,9	2,0
Renault SA	13990,62	3,7x	4,1x	10,8%	31,9%	5,01%	3,3%	3,9%	2,7%	7,4	7,2	6,3	6,0	5,6	4,0	0,4
VINCI SA	58850,77	10,2x	11,2x	9,0%	10,1%	3,96%	3,0%	3,9%	3,6%	12,8	12,6	12,3	7,3	6,9	6,5	2,3
Schneider Electric SE	145664	23,6x	26,8x	13,6%	15,3%	1,93%	7,6%	8,6%	4,8%	18,9	18,2	17,4	13,2	12,6	11,4	3,8
TotalEnergies SE	131824	6,8x	7,0x	2,9%	1,9%	4,89%	-0,4%	-3,3%	0,3%	13,6	13,3	13,2	8,6	8,6	8,7	1,4
Orange SA	25579	7,5x	8,1x	8,9%	11,4%	6,99%	1,0%	0,9%	-8,6%	14,9	14,2	13,3	8,0	7,4	6,7	1,0
Hermes International SCA	249672	43,5x	49,7x	14,3%	12,2%	1,30%	10,9%	11,2%	11,0%	41,0	40,5	40,1	30,7	29,8	29,7	13,2
Dassault Systemes SE	46189	22,7x	24,9x	9,7%	6,9%	0,52%	8,2%	7,7%	4,3%	32,0	31,5	31,4	27,1	26,6	26,9	7,4
Kering SA	28615	14,7x	18,0x	22,5%	10,6%	3,51%	5,6%	1,8%	-12,4%	17,3	15,5	14,6	10,1	8,7	7,9	3,2
Carrefour SA	9366	5,6x	6,7x	19,7%	18,0%	5,3%	2,9%	3,7%	2,1%	3,2	3,0	2,8	1,7	1,5	1,4	1,0
Sanofi	121070	10,3x	11,3x	9,9%	11,7%	4,2%	5,8%	6,0%	5,2%	28,1	27,4	26,6	22,0	21,5	20,3	1,5
Accor SA	11328	16,4x	18,7x	14,2%	12,4%	3,41%	5,9%	5,3%	9,5%	16,3	15,5	14,7	11,2	10,7	10,3	2,2
STMicroelectronics NV	23305	11,8x	19,1x	61,7%	-16,8%	0,49%	13,2%	-2,8%	-20,1%	16,0	11,0	12,5	14,0	9,7	11,6	2,7
Societe Generale S.A. Class A	21645	4,5x	5,4x	20,0%	20,2%	3,75%	2,8%	-0,2%	6,0%	35,2	32,5	29,6	17,8	16,0	13,5	0,3
Eurofins Scientific SE	9707	12,2x	13,9x	13,7%	14,2%	0,85%	7,1%	7,4%	6,8%	14,4	13,8	13,2	8,7	8,0	7,2	2,8
Danone SA	44538	15,7x	17,0x	8,1%	7,0%	3,58%	3,7%	3,2%	-1,7%	13,7	13,4	13,0	8,8	8,5	8,3	2,3
Teleperformance SE	5038	4,5x	4,9x	8,2%	9,9%	2,92%	3,7%	3,5%	22,9%	13,7	13,2	12,5	9,9	9,5	9,0	1,9
AXA SA	76986	8,3x	8,6x	2,5%	12,9%	6,71%	2,9%	4,6%	6,6%	8,6	8,4	8,6	7,2	7,5	7,2	1,5
EssilorLuxottica SA	107423	26,9x	30,1x	11,9%	12,0%	2,18%	6,1%	6,9%	3,7%	18,5	17,7	16,9	12,5	11,8	11,1	2,1
Credit Agricole SA	40704	6,2x	6,5x	4,9%	-0,1%	8,17%	3,1%	2,6%	8,4%	45,0	44,6	44,6	23,8	23,2	24,0	0,6
BNP Paribas S.A. Class A	68301	5,3x	5,9x	10,1%	5,8%	7,35%	5,4%	5,0%	5,4%	40,1	39,0	38,1	23,5	23,0	23,3	0,7
Compagnie de Saint-Gobain SA	42569	11,3x	12,4x	9,8%	9,9%	3,15%	4,0%	4,6%	-2,8%	11,8	11,5	11,1	7,4	7,0	6,6	1,4
Legrand SA	25050	17,9x	19,2x	7,3%	8,2%	2,22%	6,0%	6,9%	1,3%	20,3	20,1	19,9	13,9	13,6	13,4	3,7
ENGIE S.A.	38283	9,4x	8,8x	-5,9%	-20,0%	8,98%	-4,6%	-4,9%	-3,5%	11,9	11,7	12,5	5,6	5,6	6,7	1,4
ArcelorMittal SA	18199	4,3x	5,4x	24,4%	36,9%	1,8%	3,4%	0,8%	-4,3%	7,7	6,9	6,3	5,7	4,9	3,7	0,4
Bureau Veritas SA	13099	17,0x	19,1x	11,9%	9,5%	3,63%	6,7%	6,7%	5,6%	16,5	16,0	15,6	10,8	10,2	10,0	5,4
Edenred SA	7358	11,4x	13,0x	14,3%	14,2%	2,03%	8,7%	7,7%	13,7%	36,4	36,2	36,3	19,9	19,0	17,9	#N/A
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Sec	10740	7,2x	7,6x	5,0%	-0,5%	3,74%	1,0%	1,2%	43,6%	78,0	79,7	84,2	52,9	52,5	53,4	0,6
Stellantis N.V.	37915	3,7x	4,4x	18,4%	15,0%	7,33%	4,3%	4,4%	-17,1%	7,4	6,47	5,91	5,7	5,03	4,71	0,8

## CAC40 au 31/12/2024 (Factset)



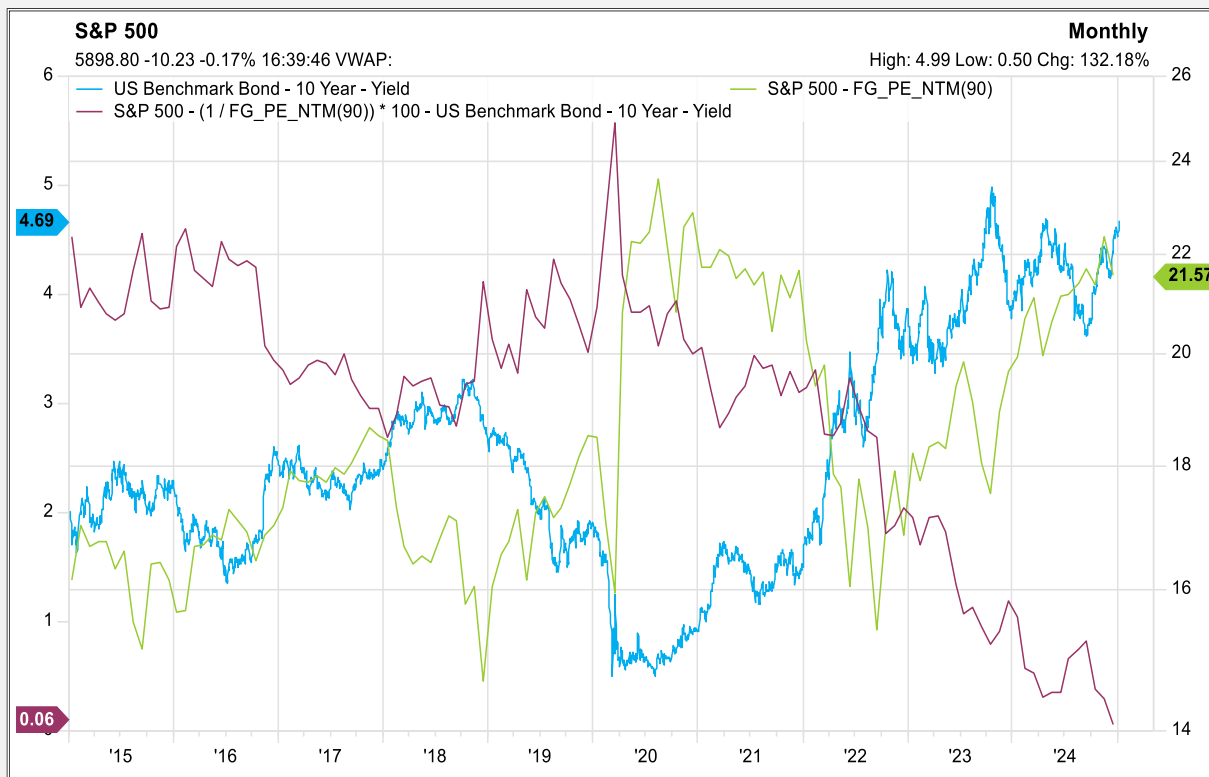
- **BNA2024e : -4,5%** vs +3,1% attendu début 2024
- **BNA2025e : +8,4%** vs +7,8% attendu début 2024
- **BNA 2026e : +10,8%**

Les entreprises françaises sous performant leurs homologues en Europe, pénalisées par :

- Un climat d'incertitude durable en France,
- Une forte dépendance à la consommation chinoise via le secteur du Luxe.



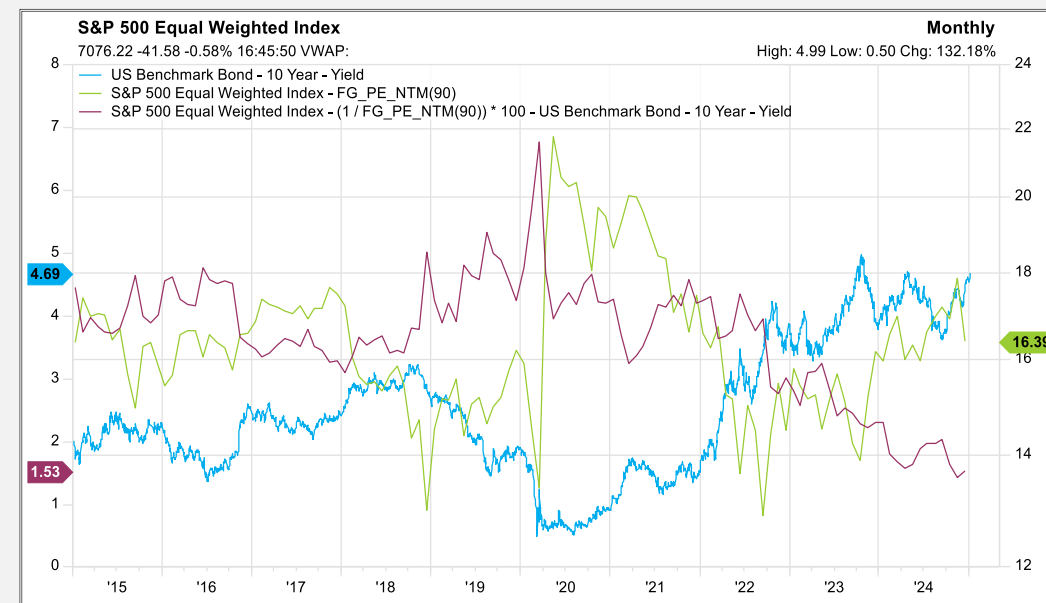
S&P 500 au 9/01/2025 (Factset)



\*Prime de risque : calculée comme  $(1/PE_{12\text{mois}} - T_x 10 \text{ ans})$   
10 ans US à 4,57% au 31/12/2024 vs 3,87% au 31/12/2023

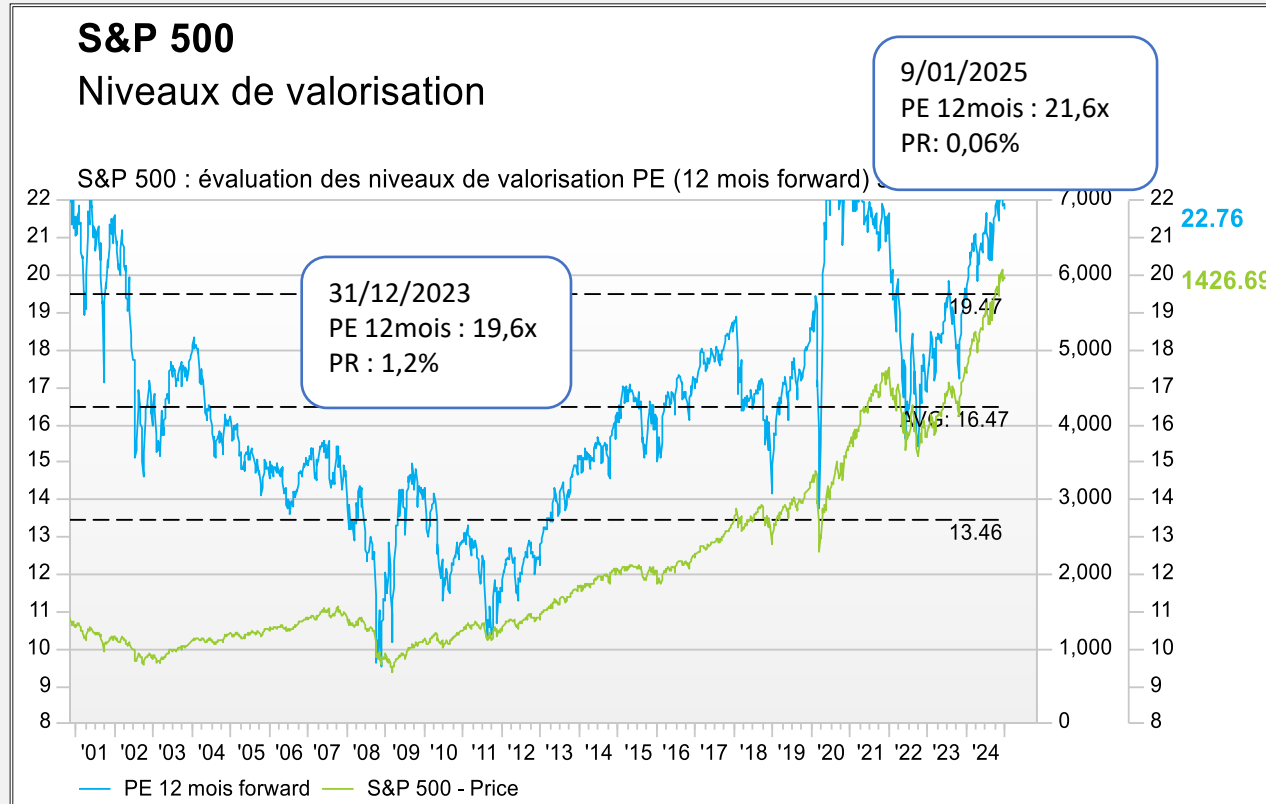
- Aux USA, le PE 12 mois termine l'année à **21,6x** (vs 19,6x au 31/12/2023), largement bonifié par les records inscrits par les ténors de la Tech.
- Le **PER Equal Weighted** (équipondéré) ressort à **16,4x** (vs 16,1x au 31/12/2023), plus en phase avec sa moyenne historique.
- La **Prime de risque s'écrase à un plus bas absolu, à 0,06%** vs 1,22% au 31/12/2023 alors que les investisseurs ont eu tendance à réintégrer l'hypothèse d'un mandat « dur » de la part de Donald Trump en fin d'année, ce qui a porté les **taux souverains proche du seuil des 4,70%** pour le 10 ans (4,69% au 8/01/2024).
- La hausse récente des taux longs (crainte sur l'inflation et le déficit public) n'est pas une bonne nouvelle et fait pression sur le marché. A ce stade, l'incertitude est grande mais beaucoup sera conditionné aux priorités et à l'agenda politique de Donald Trump. Des mesures fortes sur les flux migratoires et des droits de douane élevés (inflation importée, perturbation des échanges) pénaliseraient les indices après 2 années de folle expansion.

S&P 500 Equal Weighted au 9/01/2025 (Factset)





S&P 500 au 9/01/2025 (Factset) :

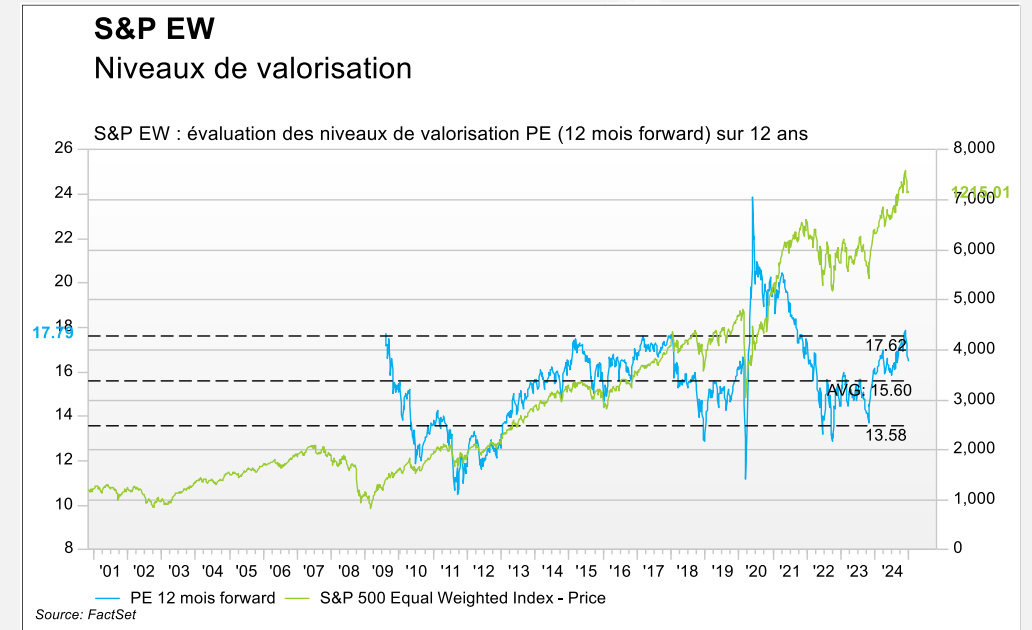


\*Prime de risque : calculée comme  $(1/PE_{12\text{mois}} - T_x 10 \text{ ans})$   
 10 ans US à 4,57% au 31/12/2024 vs 3,87% au 31/12/2023

S&P 500 – Multiples au 9/01/2025 (Factset)

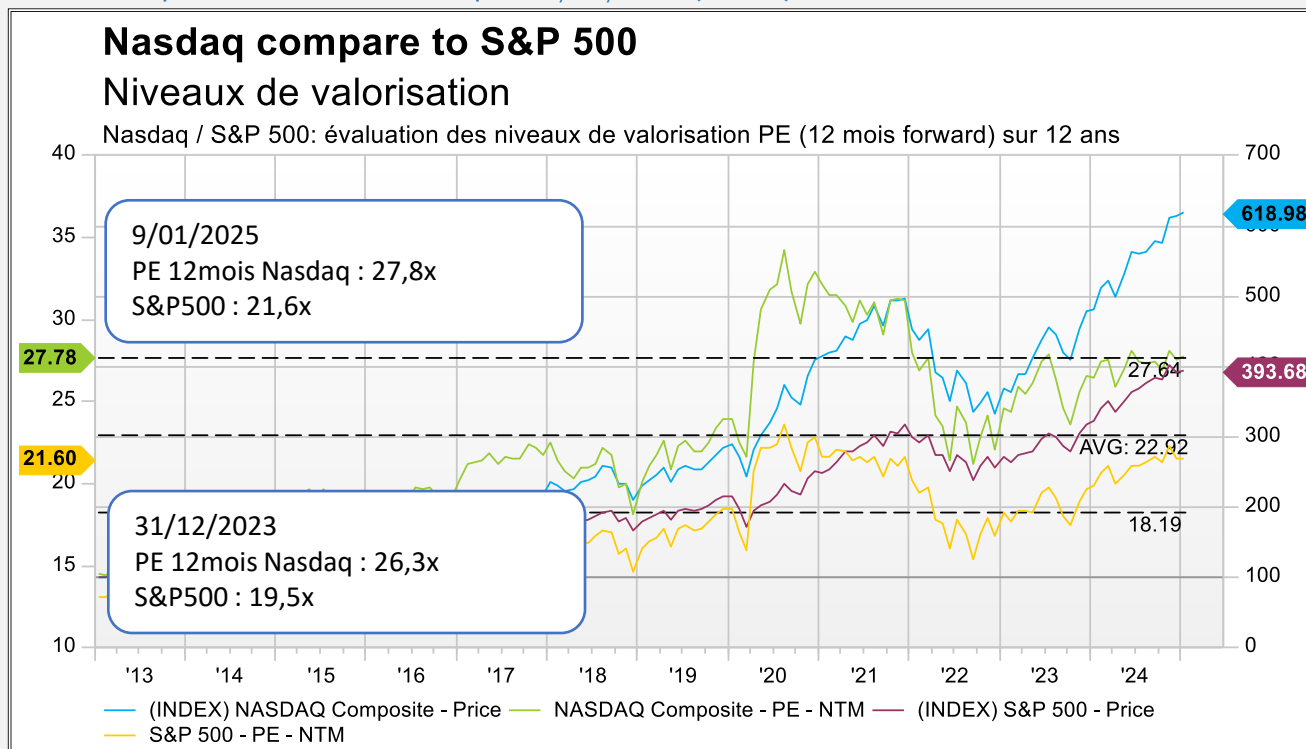
Valuation	2024	2025	2026
PE	24,8x	21,6x	19,0x
EV/EBIT	22,5x	19,5x	17,4x
EV/EBITDA	16,6x	14,8x	13,4x
EV/SALES	3,7x	3,5x	3,3x
PS	3,1x	3,0x	2,8x
PB	5,0x	4,6x	4,1x

S&P 500 Equal Weighted (Factset au 9/01/2025)



# Valorisations : sous haute tension politique (3/7)

Evolution comparée S&P 500 vs Nasdaq au 09/01/2025 (Factset)



BATMMAAN – Performance boursière 2024

BATMMAAN	CB au 31/12/2024	Perf YTD 2024
Apple	3785	30%
Nvidia	3291Md\$	171%
Microsoft	3134	12%
Alphabet	2321	35%
Amazon	2306	44%
Meta	1477	65%
Tesla	1295	62%
Broadcom	1086	107%

Des géants de la Technologie incontournables dans la performance des indices américains : >19 000Md\$ de CB

**L'intérêt pour les géants de la technologie a alimenté avec raison la hausse du Nasdaq et des indices boursiers US sur les 18 derniers mois.**

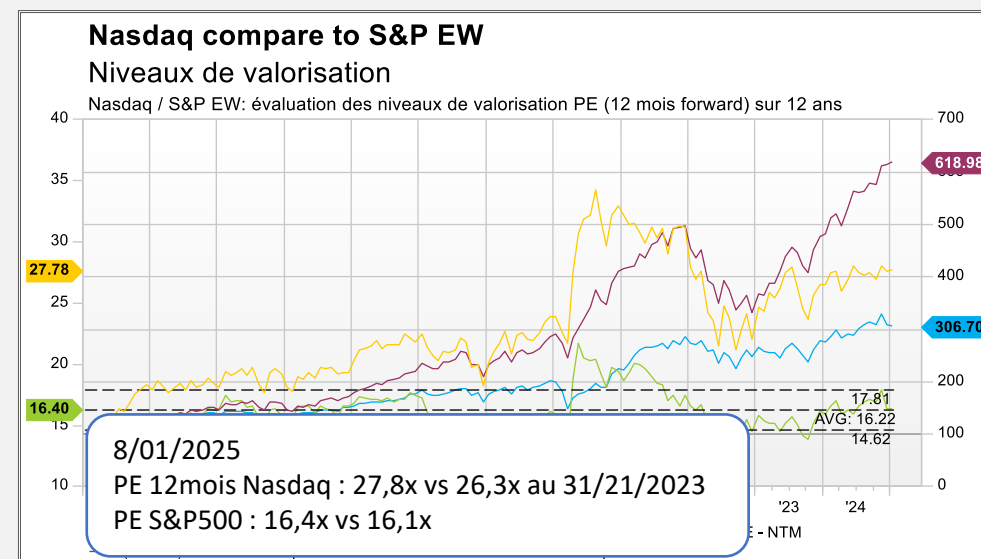
- Leaders mondiaux incontestés avec des CA, des rentabilités et des niveaux de cash-flow spectaculaires,
- Perspectives de profits très favorables, encore amplifiées par la probabilité de baisses d'impôts et d'un mouvement de dérégulation massif aux USA,
- Valorisations élevées mais pas incohérentes.

**Des sujets de préoccupation émergent néanmoins:**

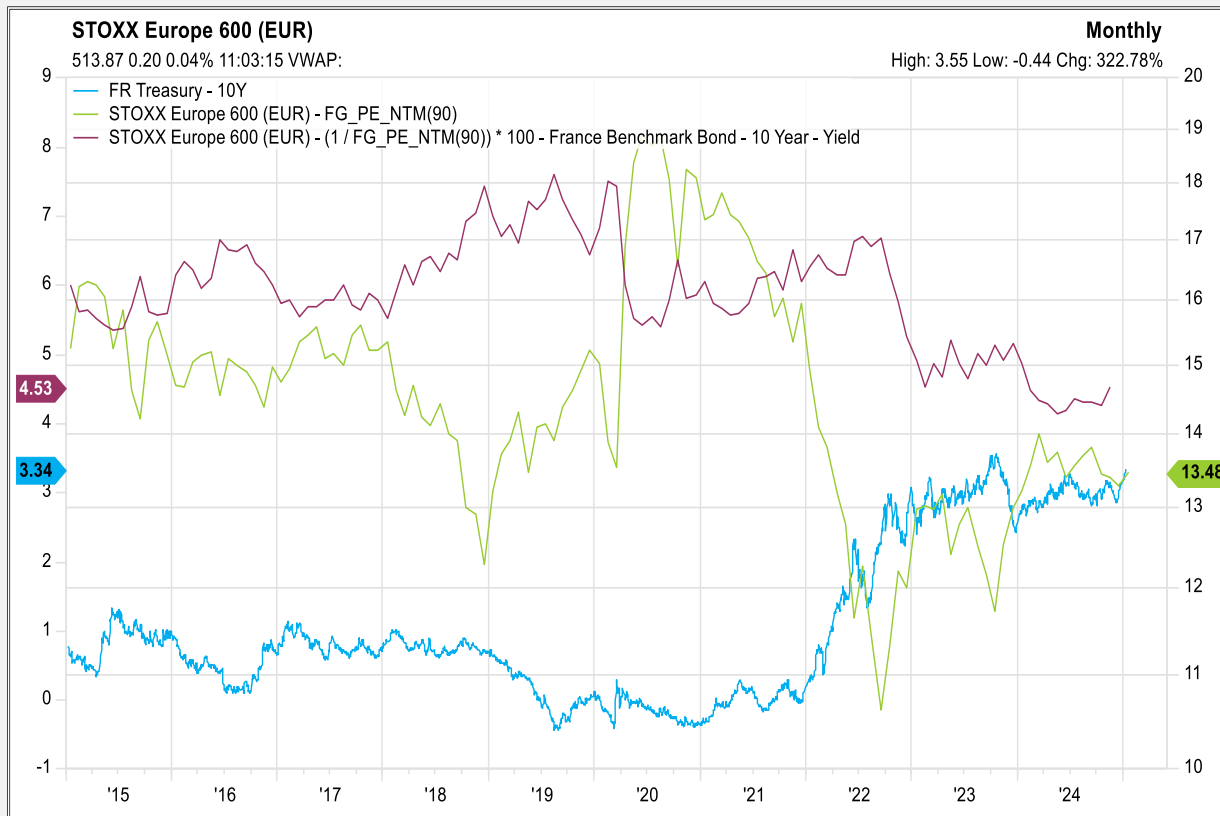
- Les coûts liés à l'IA et les pressions sur les marges associées,
- Les délais de retour sur investissement,
- La menace concernant les pratiques concurrentielles (intensification des interdictions d'exportation de produits stratégiques (puces IA) à certains pays).

La croissance du secteur va rester forte. Mais beaucoup pourrait être intégré.

Evolution comparée S&P 500 EW vs Nasdaq au 9/01/2025 (Factset)



Stoxx 600 au 9/01/2025 (Factset)



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

OAT 10 ans : 3,19% au 31/12/2024 vs +2,55% au 31/12/2023

Bund All : +2,36% au 31/12/2024 vs +2,01% au 31/12/2023

- Les multiples se sont légèrement appréciés en 2024, à 13,5x (vs 13x au 31/12/2023), tout en se maintenant sur leur moyenne de LT.
- La prime de risque revient sur des points bas à +4,53% vs +5,13% (en prenant pour référence l'OAT 10 ans), et +5,17% en prenant pour référence le Bund Allemand), en lien avec une remontée des taux longs qui s'est amplifiée début 2025 (3,34% pour l'OAT et 2,50% pour le Bund au 9/01), par contagion avec les taux US.

**Début 2025 est très incertain avec beaucoup d'enjeux politiques : enjeu autour de la future politique économique de Donald Trump, qui ne manquera pas d'influencer la croissance mondiale et les débats de politique monétaire; enjeu autour de la préparation du budget par le nouveau gouvernement Bayrou en France; campagne électorale en Allemagne...**

- ? Lourds enjeux politiques et géopolitiques : quelles seront les premières orientations de la politique économique du nouveau président ? Nous dirigeons nous vers un monde plus sûr ou plus dur ?
- ? Incertitudes politiques en France et en Allemagne : Comment la France sortira-t-elle de la crise politique et budgétaire ? Quelles surprises peuvent nous réserver les élections du 23 février en Allemagne?
- ? Le plan de relance chinois peut-il être un levier?

- ☺ Des résultats d'entreprises avec encore peu de visibilité, mais une dynamique plus positive attendue à partir du S2 2025
- ☺ Des multiples en capacité de s'apprécier si les taux d'actualisation baissent : une détente des taux souverains de la zone euro favorisée par la volonté de la BCE de revenir à une politique monétaire légèrement accommodante serait un élément de soutien
- ☺ Des indices français en retard

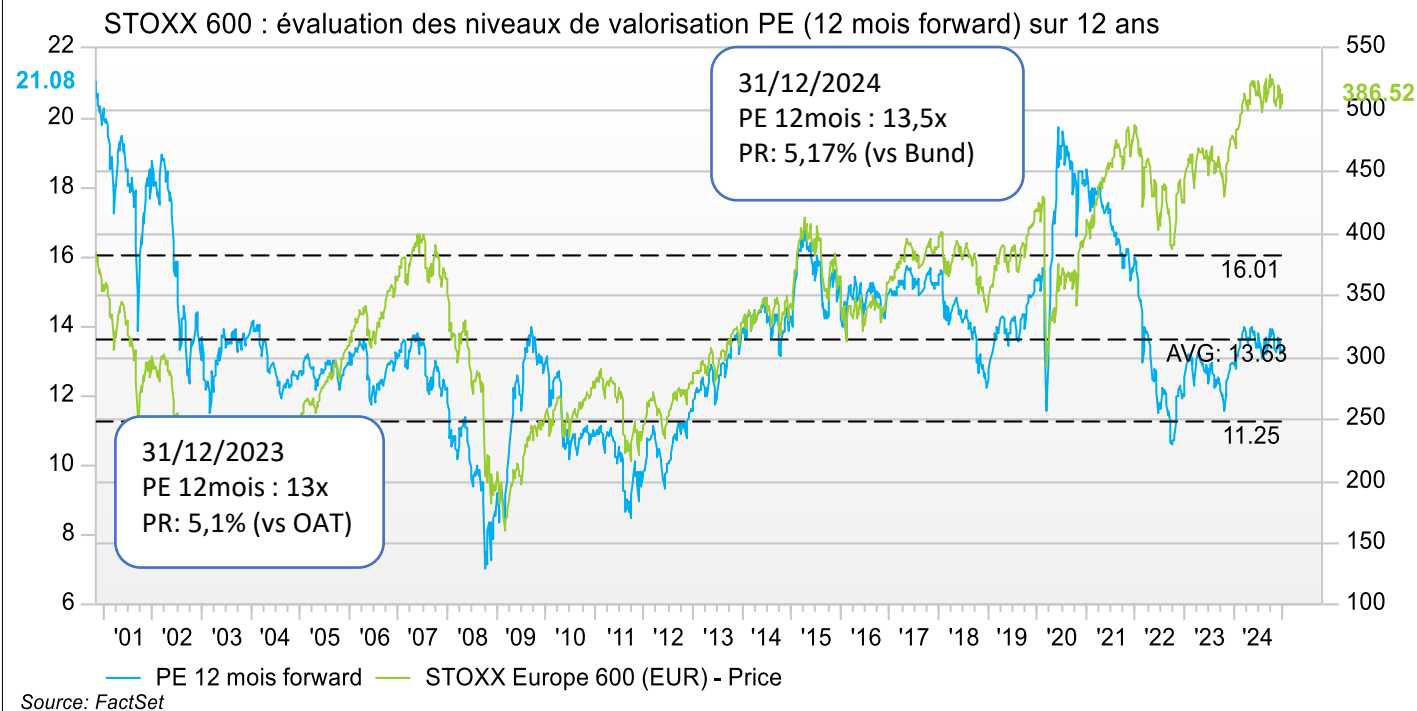


# Valorisations : sous haute tension politique (5/7)

Stoxx 600 au 9/01/2025 (Factset)

## STOXX 600

### Niveaux de valorisation



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

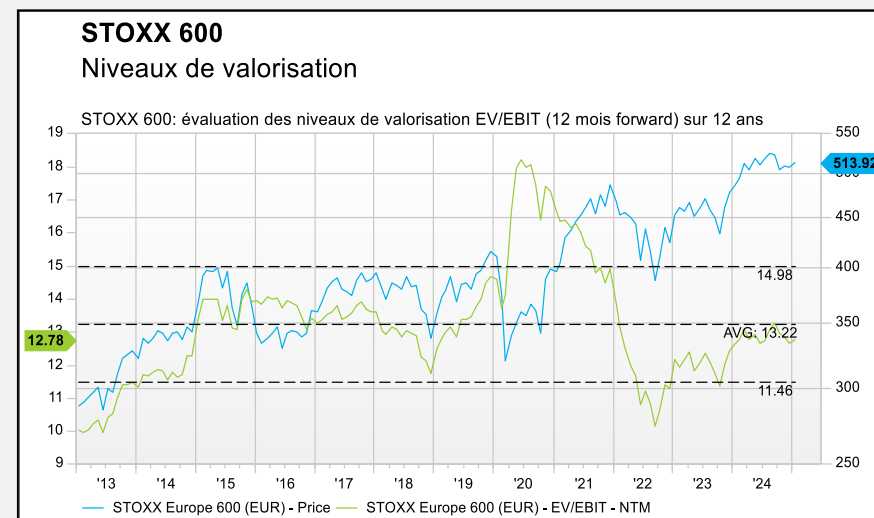
OAT 10 ans : 3,19% au 31/12/2024 vs +2,55% au 31/12/2023

Bund All : +2,36% au 31/12/2024 vs +2,01% au 31/12/2023

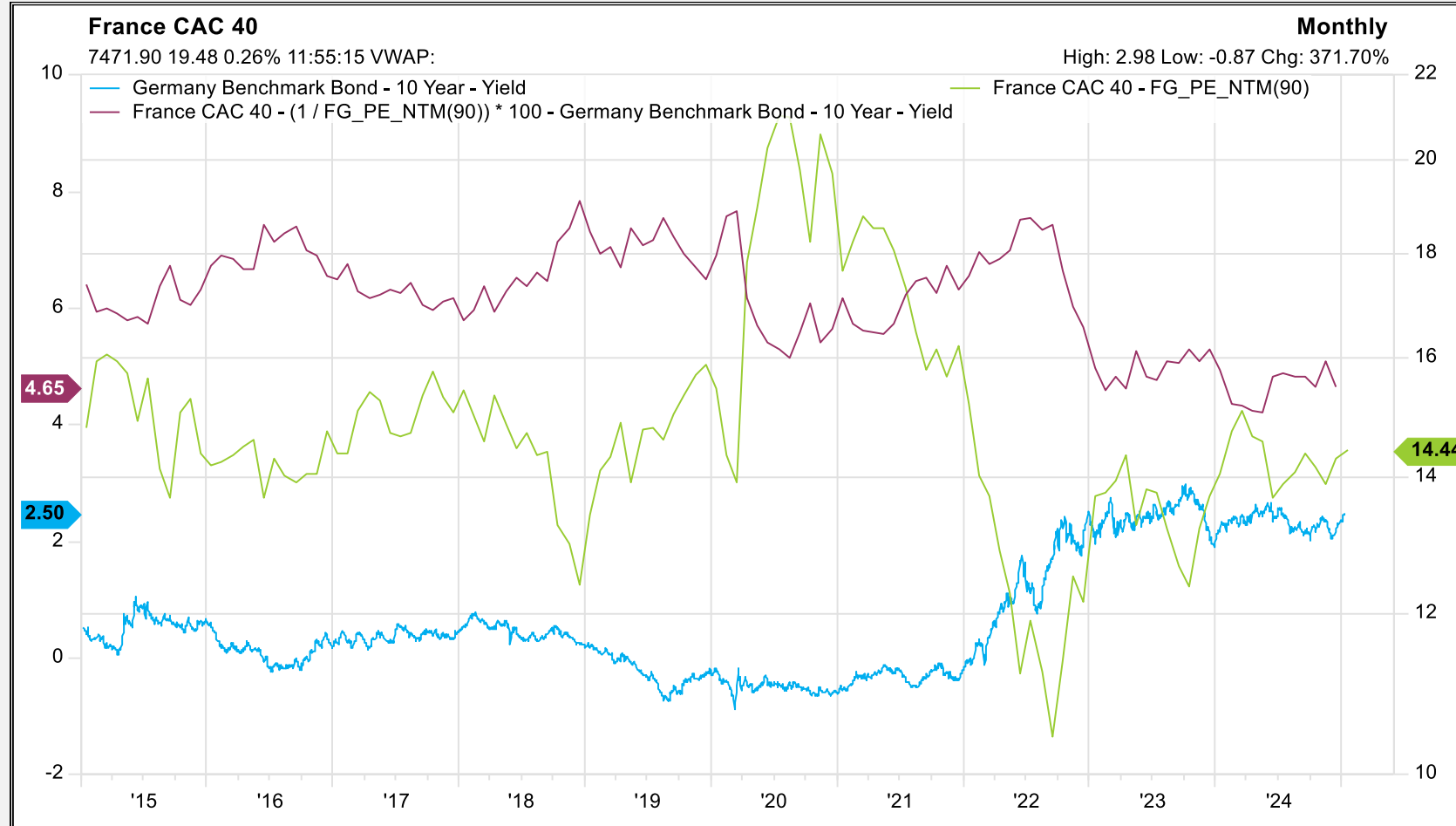
Stoxx 600 - Multiples au 9/01/2025 (Factset)

Valuation	2024	2025	2026
PE	14,60x	13,50x	12,25x
EV/EBIT	13,63x	12,80x	11,82x
EV/EBITDA	9,30x	8,86x	8,32x
EV/SALES	1,79x	1,75x	1,68x
PS	1,44x	1,40x	1,35x
PB	1,96x	1,83x	1,71x

VE/Ebit au 9/01/2025 (12,8x vs 12,4x il y a 1 an)



CAC 40 au 9/01/2025 (Factset)



- **Le PE 12 mois remonte à 14,4x vs 13,3x au 31/12/2023.**
- **La Prime de risque se tasse à +4,27% vs +4,53% en prenant pour référence l'OAT 10 ans), et +4,65% en prenant pour référence le Bund Allemand), en lien avec la remontée des taux longs qui s'est amplifiée début 2025.**
- L'indice français peine à combler son retard, toujours largement pénalisé par le flou politique ambiant.
- Les secteurs du luxe et des boissons, particulièrement sensibles aux données chinoises, seront importants dans la performance de l'indice.

\*Prime de risque : calculée comme  $(1/PE_{12\text{mois}} - Tx_{10\text{ans}})$   
 OAT 10 ans : 3,19% au 31/12/2024 vs +2,55% au 31/12/2023  
 Bund All : +2,36% au 31/12/2024 vs +2,01% au 31/12/2023

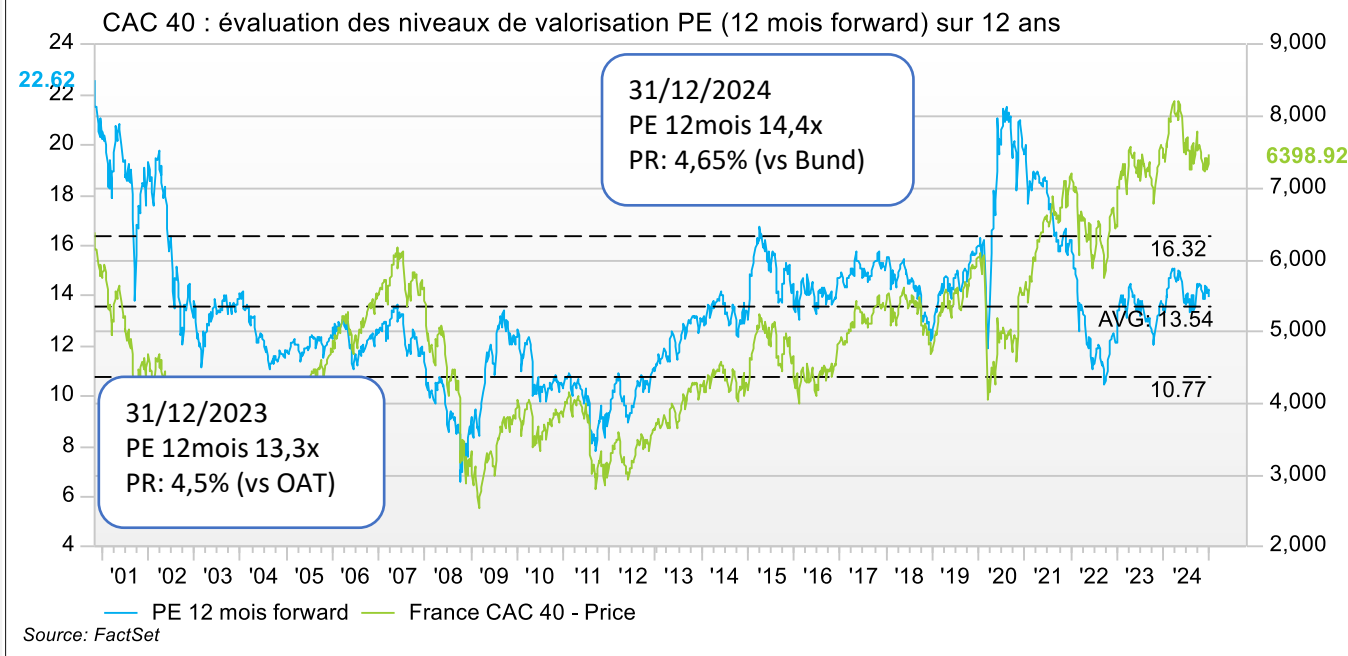


CAC 40 au 9/01/2025 (Factset)

CAC 40- Multiple au 9/01/2025 (Factset)

## CAC 40

### Niveaux de valorisation

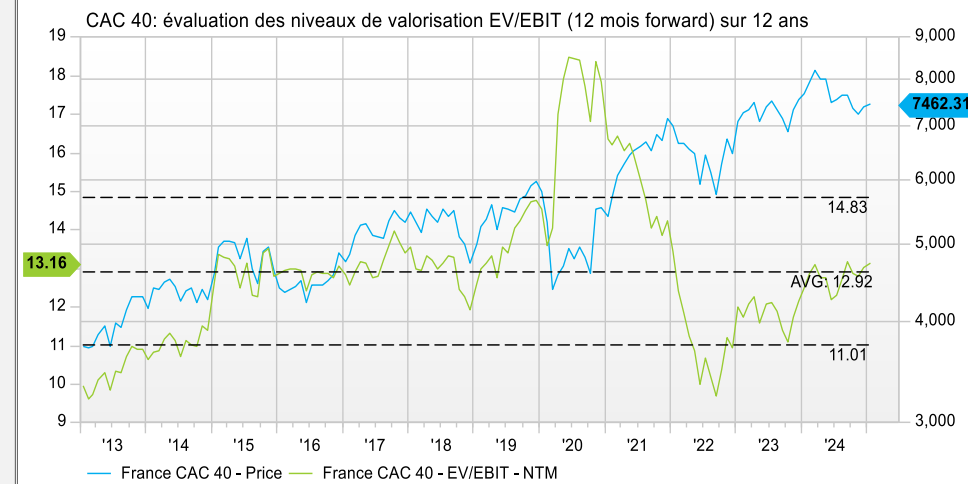


Valuation	2024	2025	2026
PE	15,68x	14,47x	13,05x
EV/EBIT	14,03x	13,18x	12,21x
EV/EBITDA	9,75x	9,20x	8,68x
EV/SALES	1,78x	1,72x	1,65x
PS	1,43x	1,38x	1,32x
PB	1,97x	1,84x	1,72x

VE/Ebit (Factset au 9/01/2025)

## CAC 40

### Niveaux de valorisation



\*Prime de risque : calculée comme  $(1/PE_{12\text{mois}} - T_x 10\text{ ans})$   
 OAT 10 ans : 3,19% au 31/12/2024 vs +2,55% au 31/12/2023  
 Bund All : +2,36% au 31/12/2024 vs +2,01% au 31/12/2023

# Banques Centrales : vers une sortie des politiques monétaires restrictives ? (1/7)

ENVIRONNEMENT MACRO ET BANQUES CENTRALES -

**FED : « ralentir le rythme de l'assouplissement de la politique monétaire »** (minutes FOMC déc 2024)

**Tonalité hawkish** pour le dernier comité de politique monétaire 2024.

Si, comme attendu, **la FED a bien baissé ses taux directeurs d'un quart de point à 4.25/4.50%**, soit une diminution de 100pb sur 2024, elle a sensiblement recalibré la poursuite de son assouplissement monétaire pour 2025.

Alors que les Dots de septembre envisageaient 4 baisses de taux en 2025, ceux de décembre n'en n'anticipent plus que 2 pour **tendre vers un taux directeur médian de 3.875%**.

Les nouvelles projections économiques de la FED l'incitent à se montrer désormais plus prudente.

En effet, **les anticipations d'inflation core ont été revues à la hausse** pour 2024, 2025 et 2026 à 2.8%, 2.5% et 2.2% respectivement vs. 2.6%, 2.2% et 2% lors des projections de septembre 2024.

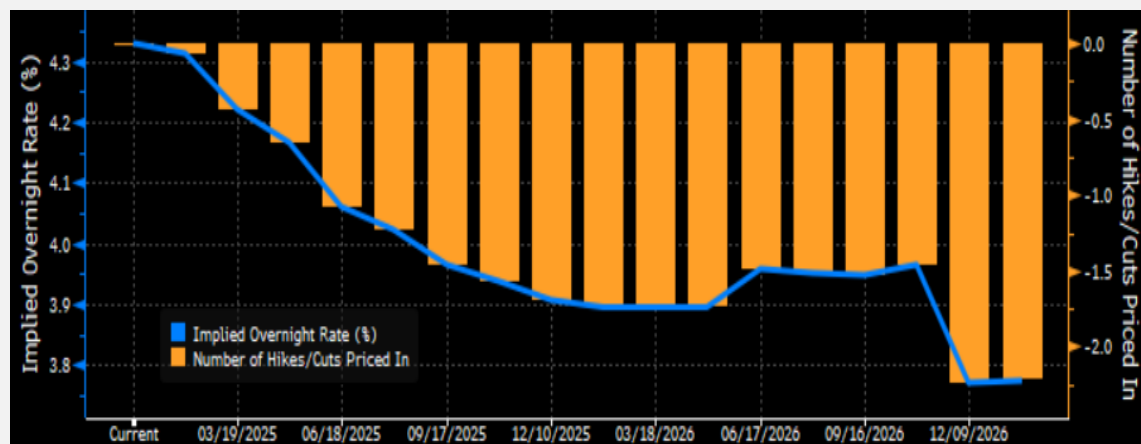
Dans le même temps, **la FED table sur une plus forte croissance** en 2024 et 2025 à +2.5% et 2.10% (vs. 2% anticipé en septembre) et **sur un taux de chômage en baisse** à 4.2% en 2024 et 4.3% en 2025 et 2026.

En amélioration, **les indices ISM confirment la résilience de la croissance** (Services : 54,1 vs. 52,1 en novembre; Manufacturier : 49,3 vs. 48,4), **ainsi que le rapport sur l'emploi de décembre** (créations d'emplois en hausse à 256K vs. 160K attendu et un taux de chômage ne baisse à 4,1%).

Dans ce contexte, J. Powell estime justifié le maintien d'une politique monétaire restrictive tout en reconnaissant qu'à leur niveau actuel, les taux sont « *significativement plus proches du taux neutre* ».

Le **marché n'anticipe plus que 1 à 2 baisses de taux en 2025**.

## Anticipations du marché sur les futures baisses de taux de la FED



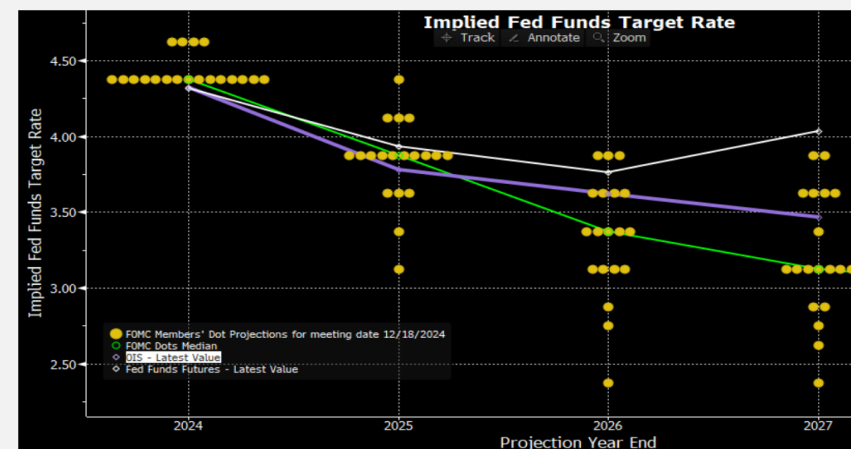
Source : Bloomberg

## Nouvelles prévisions économiques de la FED (%)

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.8	2.5	2.2	2.0	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

Source : FOMC – Summary of Economic Projections

## DOTS des membres du FOMC



Source : Bloomberg

# Banques Centrales : vers une sortie des politiques monétaires restrictives ? (2/7)

## ENVIRONNEMENT MACRO ET BANQUES CENTRALES -

### BCE : vers un taux de dépôt à 2% d'ici l'été 2025

Sans surprise, le Conseil des gouverneurs s'est prononcé, le 12 décembre dernier, en faveur d'une **4ème baisse d'un quart de point** de ses trois taux d'intérêt directeurs à :

- **3.00% pour le taux de dépôt,**
- 3.15% pour les opérations principales de refinancement,
- 3.40% pour la facilité de prêt marginal.

**L'assouplissement monétaire réalisé en 2024 atteint donc 100pb,** entièrement concentré sur le 2nd semestre de l'année.

Selon l'expression employée par Christine Lagarde lors de la conférence d'octobre, la BCE confirme que « **le processus de désinflation est en bonne voie** ».

Mieux encore, elle estime cette fois que l'inflation est **en passe de rejoindre durablement la cible de 2%** à moyen terme.

En effet, les nouvelles projections des experts de l'Eurosystème tablent sur **une inflation globale à 2.1% en 2025, 1.9% en 2026 et 2.1% en 2027.** Hors alimentation et énergie, l'indice des prix progresserait de 2.3% en 2025 et 1.9% en 2026 et 2027.

Fin 2024, l'inflation continuera de refléter les tensions sur les salaires dans certains secteurs mais ces dernières devraient s'estomper.

Du côté de la **croissance, les prévisions ont été revues à la baisse** par rapport aux projections de septembre dernier. L'économie de la Zone Euro ne devrait croître que de 0.7% en 2024 avant de rebondir à 1.1% en 2025 soutenue par la demande intérieure alimentée tant par la hausse des salaires réels que par l'investissement des entreprises dans un contexte de politique monétaire de moins en moins restrictive.

A cet égard, on notera une inflexion dans la qualification des conditions de financement jugées désormais « strictes » et non plus restrictives quand bien même la politique monétaire le demeure comme le confirme la diminution continue des encours de crédits.

Du côté du bilan de la BCE, l'arrêt des programmes d'achats d'actifs se concrétise par un **dégonflement progressif et régulier du montant des actifs détenus** passant d'un point haut à 8835 mds€ en juin 2022 à 6351 mds€ mi-décembre 2024.

La BCE a rappelé que ses futures décisions seraient fonction des données économiques, de ses prévisions d'inflation et de l'efficacité de sa politique monétaire sans s'engager sur une trajectoire particulière de taux. **Il est cependant très probable que le taux neutre (1,75 à 2%) soit atteint courant 2025.**

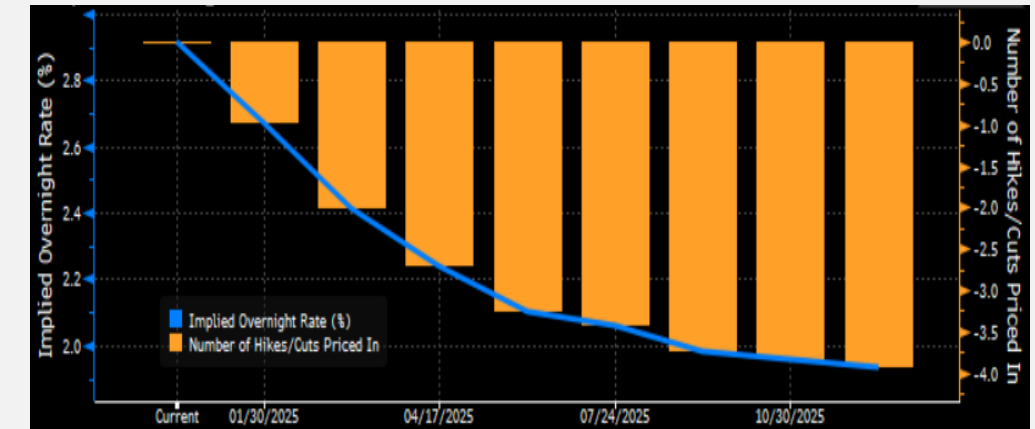
**Le marché anticipe 3 à 4 baisses de taux de 25 pb en 2025.**

### Prévisions économiques de la BCE (%) décembre 2024

en %	2024		2025		2026		2027
	Dec-24	Sept-24	Dec-24	Sept-24	Dec-24	Sept-24	Dec-24
<b>PIB</b>	0.7	0.8	1.1	1.3	1.4	1.5	1.3
<b>Inflation</b>	2.4	2.5	2.1	2.2	1.9	1.9	2.1
<b>Inflation core</b>	2.9	2.9	2.3	2.3	1.9	2.0	1.9

Source : ECB- Eurosystème – Uzès Gestion

### Anticipations du marché sur les futures baisses de taux BCE



Source : Bloomberg

## VALORISATIONS +

Alors que 2024 s'est achevé dans un **climat économique, politique et géopolitique fort peu lisible**, la parole des banquiers centraux était particulièrement attendue en cette fin d'année. Lors de leur réunion de décembre, la BCE comme la FED ont une nouvelle fois abaissé leurs taux directeurs de 25 pb, soit une réduction globale de 100 pb en 2024 pour chacune d'elles.

Fidèle à sa nature prudente, la BCE n'a pas daigné crier victoire face à son combat contre l'inflation. Elle a toutefois reconnu qu'elle était en passe de rejoindre durablement la cible de 2% à moyen terme. Selon les experts de la banque, l'inflation core devrait passer sous les 2% en 2026. En outre, les risques qui pèsent sur la croissance devraient conduire la banque centrale à poursuivre son assouplissement monétaire en 2025. **Le marché anticipe 3 à 4 baisses de taux de 25pb en 2025 portant le taux de dépôt au voisinage de 2% vs. 3% fin décembre 2024.**

Outre-Atlantique, la tonalité de la FED fut empreinte d'une certaine réserve. Certes, une baisse d'un quart de point des taux directeurs a été entérinée à 4.25/4.50% mais **les membres du comité de politique monétaire ne tablent désormais que sur 2 baisses de taux supplémentaires en 2025 contre 4 en septembre dernier.**

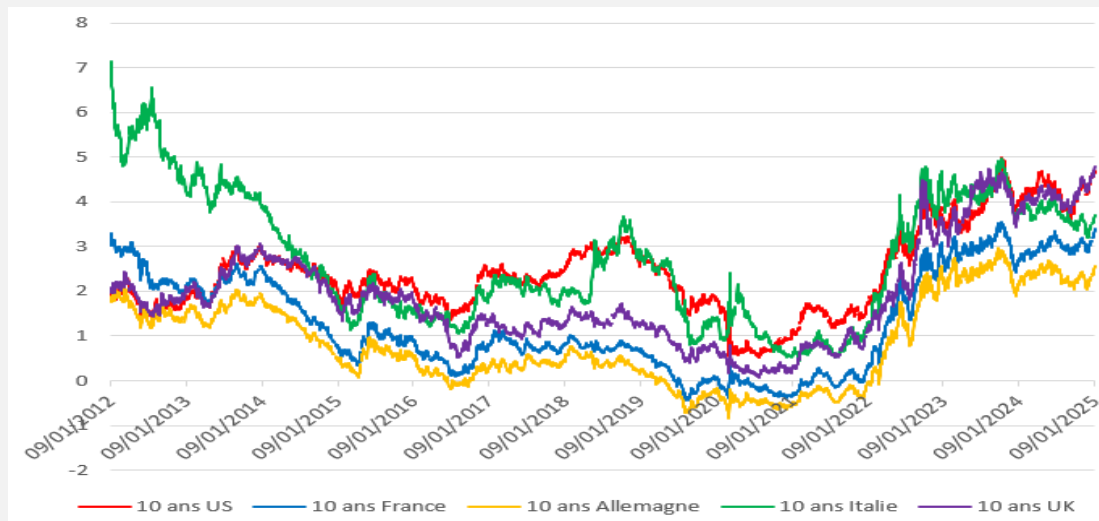
La FED se montre en effet prudente sur l'évolution de l'inflation dans un contexte de résilience de la croissance, de normalisation du marché du travail et d'incertitudes politiques au plan national.

Dans ce contexte, **la courbe des bons du Trésor américain s'est sensiblement repentifiée dans un mouvement de translation vers le haut.** Le rendement à 10 ans termine l'année à 4.57% (+40pb sur le mois), soit un niveau sensiblement plus haut que fin 2023 (3.87%). A 4.22%, le taux à deux ans renoue quant à lui avec son niveau de fin 2023.

Par conséquent, la pente 2/10 ans qui avait pratiquement disparu fin novembre s'est fortement accentuée pour atteindre +35pb.

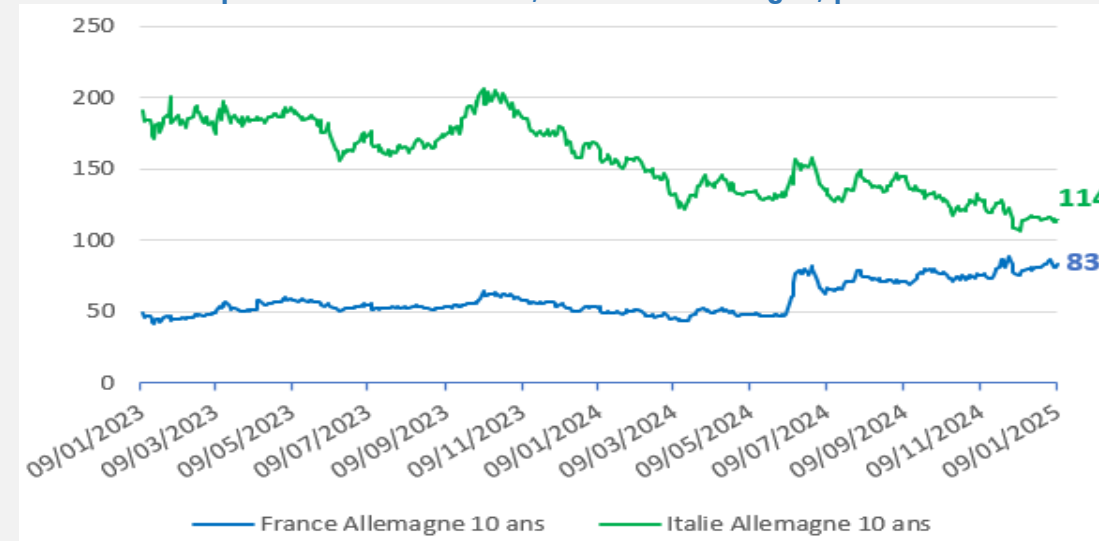
**En Zone Euro, les rendements souverains se sont également tendus** avec un Bund à 2.36% (+28pb sur le mois) vs. 2.01% fin 2023, une OAT 10 ans à 3.19% (+30pb) vs. 2.55% fin 2023 et un 10 ans italien à 3.52% (+25pb) vs. 3.68% fin 2023. **Le spread de la France par rapport à l'Allemagne termine à 82pb** (+2pb sur le mois ; + 30pb sur l'année). Celui de l'Italie se comporte mieux à **115pb fin décembre** (-3pb sur le mois ; -49pb sur l'année...).

## Rendement des taux souverains à 10 ans



Source : Bloomberg- Uzès Gestion

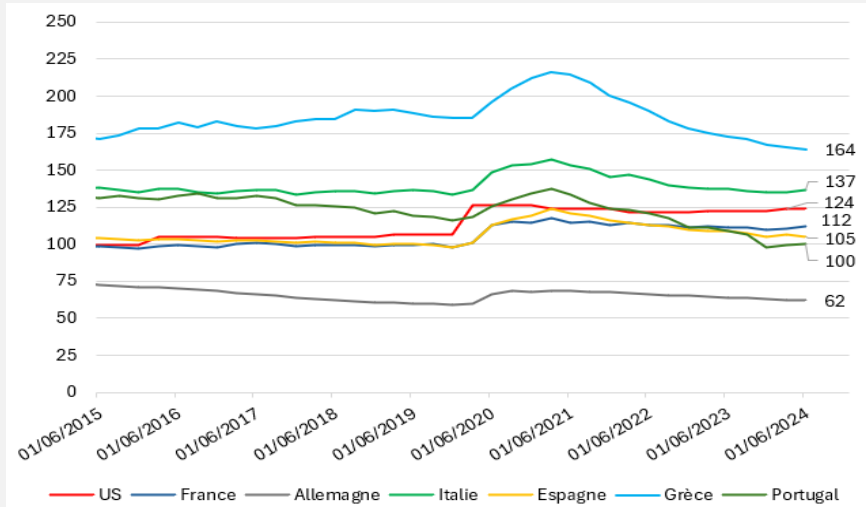
## Evolution des spreads à 10 ans France, Italie vs. Allemagne, pb



Source : bloomberg, Uzès Gestion

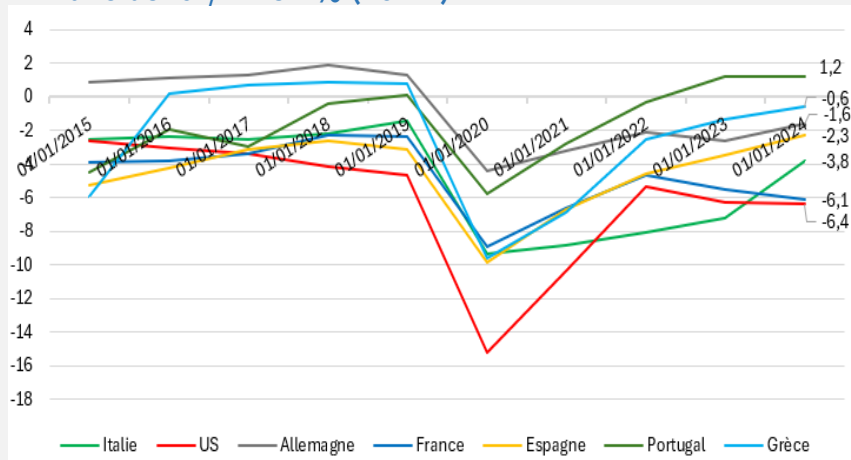
# Taux : quelques repères macro (4/7)

## Ratio dette/PIB en %



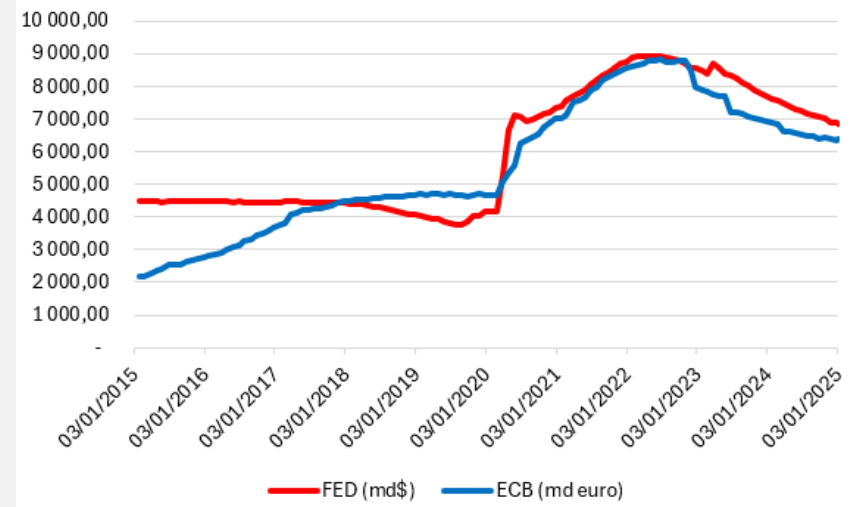
Source : Bloomberg- Uzès Gestion

## Ratio déficit/PIB en % (2024<sup>e</sup>)



Source : Bloomberg- Uzès Gestion

## Bilan de la FED et de la BCE



Source : Bloomberg- Uzès Gestion

## Rating des dettes souveraines au 10/01/2025

	S&P	Moody's	Fitch
US	AA+ sta	Aaa neg	AA+ sta
Allemagne	AAA sta	Aaa sta	AAA sta
France	AA- neg	Aa3 sta	AA- neg
Portugal	A- pos	A3 sta	A- pos
Espagne	A sta	Baa1 pos	A- pos
Italie	BBB sta	Baa3 sta	BBB pos
Grèce	BBB- pos	Ba1 pos	BBB- sta

Source : Bloomberg, Uzès Gestion



### VALORISATIONS =

Toujours recherchées par les investisseurs, **les obligations d'entreprise signent une fin d'année plus qu'honorable.**

Les spreads de crédit se sont tendus dans des proportions très raisonnables au regard des incertitudes. L'indice Xover a repris 16pb sur le mois à 313pb. Surperformant les corporates, les spreads des émetteurs financiers sont restés stables en décembre.

Au seuil de 2025, les obligations subordonnées non financières et financières conservent notre préférence. Le marché monétaire reste attractif sur les échéances les plus courtes.

Sur le marché monétaire, baisse des taux directeurs oblige, l'Euribor 3 mois poursuit sa détente à 2.71% fin décembre vs. 2.93% fin novembre.

### Evolution des indices de crédit à fin novembre vs. fin octobre :

- Sur le marché des obligations Investment Grade, l'iTraxx Main s'est resserré de 2pb à 55pb au 31/12/2024
- Sur le segment des obligations à haut rendement, l'iTraxx Xover s'est resserré de 16pb à 313pb au 31/12/2024
- Sur les obligations financières, les émissions seniors sont restées stables à 62pb de spread et les subordonnées se sont légèrement écartées à 112pb (+1pb)

### Spread iTraxx Main (IG)

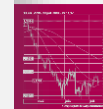
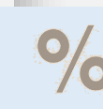


Source : Bloomberg

### Spread iTraxx Xover (HY)



Source : bloomberg



### FONDAMENTAUX =

Après 3 mois consécutifs de stabilité du nombre de défauts, le mois de novembre marque une rupture avec 14 dossiers contre 10 précédemment. Près des 2/3 des cas enregistrés en novembre concernent des échanges de dettes distressed. Le reste se répartit entre absence de paiement de coupon (2 cas) et faillites (3 cas).

Avec 132 cas de défauts depuis le début de l'année, le **taux de défaut global s'élève à 5% fin novembre** vs. 4,8% fin décembre 2023 et un pic à 5,3% en avril 2024.

Répartition des défauts par zone géographique : 94 aux Etats-Unis, 5 au Canada, 22 pour la zone EMEA, 6 en Amérique latine et 5 en Asie pacifique.

Les principaux secteurs concernés demeurent la santé, les services et les télécoms.

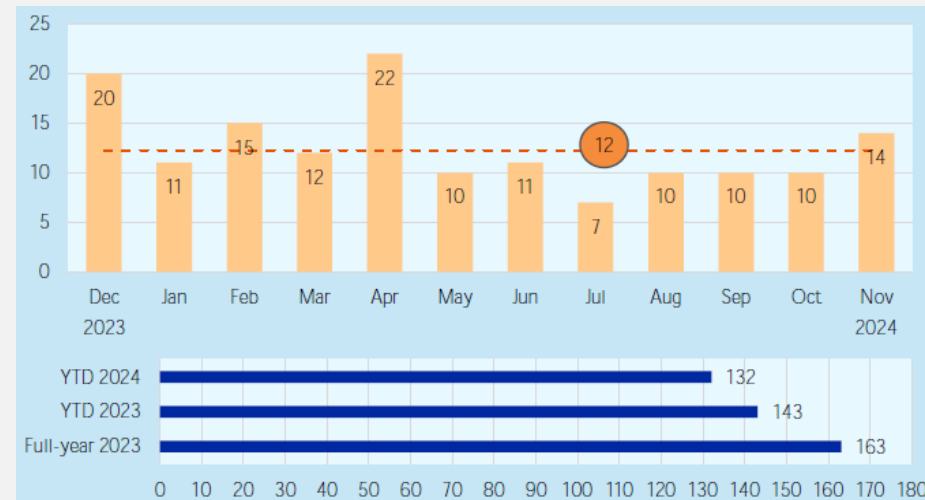
A horizon fin 2024, la prévision de **taux de défaut global s'élève à 4,6%** (5,9% aux Etats-Unis et **2,8% en Europe**).

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

Region	Dec-2024	Jan-2025	Feb-2025	Mar-2025	Apr-2025	May-2025	Jun-2025	Jul-2025	Aug-2025	Sep-2025	Oct-2025	Nov-2025
Global	4.6%	4.6%	4.3%	4.1%	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	3.0%	2.9%	2.7%
US	5.9%	6.0%	5.6%	5.2%	4.6%	4.5%	4.2%	4.0%	3.8%	3.6%	3.2%	2.8%
Europe	2.8%	2.7%	2.7%	2.8%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.9%	2.8%	3.1%	3.0%

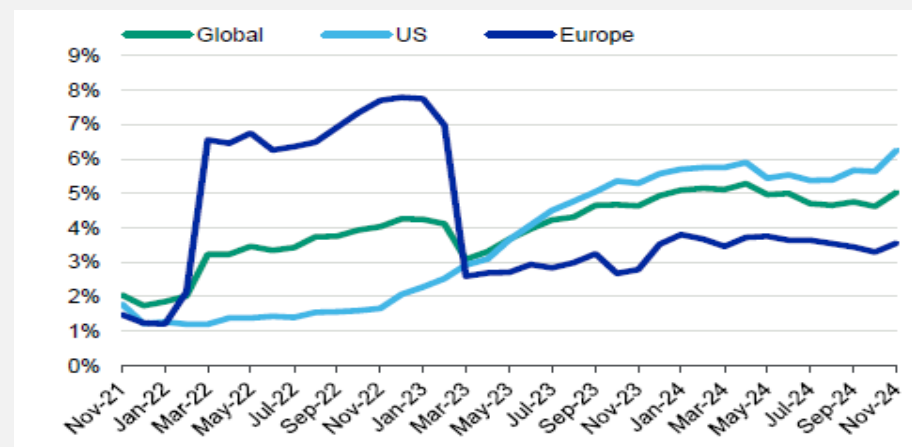
Source: Moody's Ratings

### Baisse du taux de défaut en novembre 2024



Source : Moody's Investors Service

### Evolution du taux de défaut High Yield



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

# Performances des indices obligataires à fin décembre 2024

## 2023 (7/7)

### Performances des indices obligataires à fin décembre 2024

	Total Return % 31/12/2023 30/12/2024	YTW% 31/12/2024	Duration 31/12/2024
<b>EMPRUNTS D'ETAT ZONE EURO</b>			
Merrill Lynch all mat	1,77	2,74	7,27
<b>OBLIGATIONS D'ENTREPRISE EURO</b>			
Merrill Lynch Euro IG non-financial	4,29	3,16	4,95
Merrill Lynch Euro IG corp	4,66	3,19	4,49
Merrill Lynch Euro High Yield	8,61	5,51	2,72
Merrill Lynch Non-Financial Sub.	9,30	4,21	3,48
<b>OBLIGATIONS FINANCIERES</b>			
Merrill Lynch Contingent Cap	12,43	5,46	4,08
<b>OBLIGATIONS USD</b>			
Merrill Lynch 3-5 Yr US Treasury	2,40	4,35	3,66
Merrill Lynch US IG Corp	2,76	5,36	6,56
Merrill Lynch US cash pay High Yield	8,04	7,46	3,23

Source : bloomberg – Uzès Gestion

- **Best performer € YTD : Jr Subordonnées financières : 12,43%.**
- **Worst performer € YTD : Emprunts d'Etats ZE : 1,77%**

Alexandre Perricard

### Performances par type de notation à fin décembre 2024

	Total Return % 31/12/2023 30/12/2024
<b>OBLIGATIONS D'ENTREPRISE NON FIN. EURO</b>	
AA	3,00
A	3,00
BBB	4,50
BB	5,80
B	7,30

Source : Morgan Stanley – Uzès Gestion





Pas de démarrage en trombe en ce début d'année mais un repositionnement sur la ligne de départ comme il l'avait fait en décembre. Après la pause traditionnelle durant la trêve des confiseurs, le CAC40 est revenu à la charge et a testé à nouveau la résistance des 7500 points en attendant que d'autres mains fortes viennent le relayer.

Les bonnes intentions de début d'année aidant, il a réalisé deux clôtures quotidiennes à 7490, soit un retour sur les niveaux d'octobre. Les indicateurs techniques sont revenus en zone de neutralité et les volumes plus importants dans les séances positives que dans les négatives.

La bande de Bollinger inférieure n'a pas été touchée depuis novembre alors que la supérieure est de plus en plus entreprise.

Le flux est positif et le restera tant que l'indice est au-dessus de 7320.

Mais toujours empêtré dans ses moyennes mobiles, il lui faudrait une réelle impulsion pour donner un signal fort aux acheteurs et ne pas transformer les deux séjours à 7500 en double top.

Les velléités observées demandent à être confirmées. S'il préfère battre en retraite, il faudra attendre le prochain tour pour transmettre le témoin.

Olivier d'Angelin



## Performances

Sociétés	Performance YTD	Cours au 31-déc.-24	Extrêmes 12m		Sociétés	Performance YTD	Cours au 31-déc.-24	Extrêmes 12m	
			+ bas	+ haut				+ bas	+ haut
MedinCell SA	+130,8%	16,6 €	7,5 €	18,6 €	Atos SE	-95,0%	0,0 €	0,0 €	1,0 €
Esso Societe Anonyme Fi	+112,5%	108,4 €	49,6 €	199,4 €	Emeis	-63,9%	6,1 €	4,8 €	16,7 €
Alstom SA	+87,7%	21,6 €	10,3 €	22,7 €	Forvia SE	-57,5%	8,7 €	7,5 €	20,3 €
Clariane SE	+39,3%	2,1 €	0,9 €	3,0 €	Valneva SE	-54,2%	2,2 €	1,8 €	5,0 €
Euronext NV	+37,7%	108,3 €	77,1 €	109,0 €	Remy Cointreau SA	-49,2%	58,4 €	53,9 €	109,0 €
Accor SA	+36,0%	47,0 €	32,5 €	47,1 €	SES SA FDR (Class A)	-48,7%	3,1 €	2,9 €	6,3 €
Safran SA	+33,0%	212,1 €	159,5 €	228,6 €	STMicroelectronics NV	-46,3%	24,3 €	23,0 €	44,4 €
Schneider Electric SE	+32,5%	240,9 €	173,1 €	251,7 €	Soitec SA	-46,1%	87,2 €	63,5 €	152,5 €
Nexans SA	+31,5%	104,2 €	73,6 €	138,8 €	Worldline SA	-45,9%	8,5 €	5,9 €	14,8 €
Neoen SA	+31,2%	39,7 €	22,1 €	39,8 €	Ubisoft Entertainment SA	-43,1%	13,2 €	9,9 €	24,5 €
VusionGroup	+30,9%	177,7 €	121,0 €	182,0 €	Mersen SA	-41,5%	20,6 €	19,0 €	40,1 €
EssilorLuxottica SA	+29,7%	235,6 €	175,4 €	235,6 €	Edenred SA	-41,4%	31,8 €	28,2 €	58,6 €
Compagnie de Saint-Gob	+28,6%	85,7 €	61,7 €	90,7 €	Alten SA	-41,3%	79,1 €	74,8 €	146,1 €
Bureau Veritas SA	+28,3%	29,3 €	22,7 €	30,6 €	Kering SA	-40,3%	238,3 €	208,5 €	434,5 €
Renault SA	+27,5%	47,1 €	33,8 €	54,0 €	Air France-KLM SA	-40,2%	8,1 €	7,2 €	13,5 €

## Potentiels

Sociétés	Cours au 31-déc.-24	Objectif Consensus	Potentiel	Sociétés	Cours au 31-déc.-24	Objectif Consensus	Potentiel
SES SA FDR (Class A)	3,1 €	6,3 €	+104,4%	EssilorLuxottica SA	235,6 €	228,8 €	-2,9%
Emeis	6,1 €	10,5 €	+73,7%	Worldline SA	8,5 €	8,3 €	-2,0%
Teleperformance SE	83,1 €	144,0 €	+73,2%	Hermes International SCA	2 322,0 €	2 308,1 €	-0,6%
PLUXEE N.V.	18,7 €	32,3 €	+72,4%	Neoen SA	39,7 €	39,9 €	+0,3%
Forvia SE	8,7 €	14,8 €	+71,0%	Kering SA	238,3 €	241,7 €	+1,4%
Mersen SA	20,6 €	33,7 €	+63,4%	Clariane SE	2,1 €	2,1 €	+1,8%
SEB SA	87,5 €	134,7 €	+54,0%	Euronext NV	108,3 €	112,2 €	+3,6%
Eiffage SA	84,7 €	130,1 €	+53,5%	Schneider Electric SE	240,9 €	250,1 €	+3,8%
Verallia SAS	24,3 €	36,5 €	+50,4%	Danone SA	65,1 €	67,8 €	+4,1%
Imerys SA	28,2 €	42,4 €	+50,4%	Alstom SA	21,6 €	22,9 €	+6,2%
Ipsos SA	45,9 €	68,6 €	+49,4%	Accor SA	47,0 €	50,5 €	+7,4%
Pernod Ricard SA	109,0 €	162,7 €	+49,3%	Klepierre SA	27,8 €	30,0 €	+8,0%
Argan SA	60,5 €	90,0 €	+48,7%	Solvay SA	31,2 €	33,7 €	+8,1%
Viridien	50,9 €	75,1 €	+47,7%	Airbus SE	154,8 €	167,4 €	+8,2%

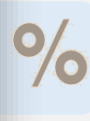


## PER

Sociétés	Cours au 31-déc.-24	PER		Sociétés	Cours au 31-déc.-24	PER	
		2023e	2024e			2023e	2024e
Hermes International SCA	2 322,0 €	55,0x	49,0x	Air France-KLM SA	8,1 €	3,9x	2,1x
Sartorius Stedim Biotech SA	188,7 €	56,3x	44,4x	Forvia SE	8,7 €	6,6x	3,8x
Neoen SA	39,7 €	92,9x	43,1x	Renault SA	47,1 €	5,4x	4,1x
Bolloré SE	5,9 €	39,7x	34,6x	Worldline SA	8,5 €	5,1x	4,3x
ID Logistics Group	379,5 €	41,5x	34,3x	Teleperformance SE	83,1 €	5,4x	5,0x
Nexity SA	13,0 €	-	33,1x	Derichebourg SA	5,4 €	5,9x	5,0x
Getlink SE	15,4 €	32,6x	32,9x	Valeo SE	9,3 €	7,2x	5,0x
VusionGroup	177,7 €	60,2x	31,8x	Viridien	50,9 €	8,2x	5,2x
EssilorLuxottica SA	235,6 €	34,2x	30,5x	Ayvens	6,5 €	7,7x	5,3x
L'Oreal S.A.	341,9 €	28,1x	25,9x	Societe Generale S.A. Class A	27,2 €	6,5x	5,4x
Schneider Electric SE	240,9 €	29,5x	25,8x	SCOR SE	23,6 €	-	5,5x
Safran SA	212,1 €	31,5x	25,6x	ArcelorMittal SA	22,4 €	7,8x	5,6x
Dassault Systemes SE	33,5 €	26,2x	24,5x	BNP Paribas S.A. Class A	59,2 €	6,2x	5,8x
Interparfums	40,8 €	24,3x	23,0x	Vicat SA	36,7 €	6,4x	6,2x
Air Liquide SA	156,9 €	25,1x	22,8x	Etablissements Maurel & Prom SA	5,7 €	6,2x	6,2x

## PEG

Sociétés	Cours au 31-déc.-24	PEG		Sociétés	Cours au 31-déc.-24	PEG	
		2023e	2024e			2023e	2024e
Ubisoft Entertainment SA	13,2 €		1980,5x	Eurazeo SE	72,0 €	0,5x	0,1x
Covivio SA	48,8 €	20,0x	20,0x	Valeo SE	9,3 €	0,1x	0,1x
Beneteau SA	8,8 €	10,9x	8,8x	ArcelorMittal SA	22,4 €	0,2x	0,1x
Klepierre SA	27,8 €	6,7x	6,5x	Elior Group SA	2,8 €	0,2x	0,2x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Se	72,7 €	6,5x	6,5x	Forvia SE	8,7 €	0,3x	0,2x
Interparfums	40,8 €	5,8x	5,5x	Renault SA	47,1 €	0,3x	0,2x
Mercialys SA	10,1 €	5,2x	5,1x	Societe Generale S.A. Class A	27,2 €	0,3x	0,2x
Hermes International SCA	2 322,0 €	5,3x	4,7x	Alstom SA	21,6 €	0,3x	0,2x
L'Oreal S.A.	341,9 €	5,0x	4,6x	Ayvens	6,5 €	0,4x	0,3x
Pernod Ricard SA	109,0 €	4,6x	4,4x	Vallourec SA	16,4 €	0,3x	0,3x
Legrand SA	94,0 €	4,3x	4,0x	BNP Paribas S.A. Class A	59,2 €	0,3x	0,3x
Danone SA	65,1 €	4,3x	4,0x	Eramet SA	54,2 €	0,5x	0,3x
Publicis Groupe SA	103,0 €	4,2x	3,9x	OPmobility	10,0 €	0,4x	0,3x
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	635,5 €	4,0x	3,8x	VusionGroup	177,7 €	0,7x	0,4x
Carmila SA	16,0 €	3,8x	3,6x	Mersen SA	20,6 €	0,5x	0,4x



## VE/CA

Sociétés	Cours au 31-déc.-24	VE/CA		Sociétés	Cours au 31-déc.-24	VE/CA	
		2023e	2024e			2023e	2024e
Covivio SA	48,8 €	19,8x	19,2x	Renault SA	47,1 €	0,1x	0,1x
Gecina SA	0,0 €	19,1x	17,9x	Technip Energies NV	25,7 €	0,3x	0,2x
Argan SA	0,0 €	16,4x	15,2x	Carrefour SA	13,7 €	0,2x	0,2x
MedinCell SA	0,0 €	30,7x	14,0x	OPmobility	10,0 €	0,3x	0,3x
Hermes International SCA	0,0 €	15,7x	14,0x	Forvia SE	8,7 €	0,3x	0,3x
Neoen SA	0,0 €	16,6x	13,5x	Elior Group SA	2,8 €	0,3x	0,3x
Icade SA	0,0 €	13,5x	12,9x	Valeo SE	9,3 €	0,3x	0,3x
Klepierre SA	0,0 €	12,9x	12,5x	Vivendi SE	2,6 €	0,3x	0,3x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled S	0,0 €	12,6x	11,8x	Bouygues SA	28,5 €	0,3x	0,3x
Carmila SA	0,0 €	11,8x	11,0x	Air France-KLM SA	8,1 €	0,3x	0,3x
Mercialys SA	0,0 €	10,9x	10,8x	Aperam S.A.	25,2 €	0,4x	0,4x
Getlink SE	0,0 €	7,6x	7,7x	Beneteau SA	8,8 €	0,4x	0,4x
Euronext NV	0,0 €	7,9x	7,4x	Derichebourg SA	5,4 €	0,4x	0,4x
Sartorius Stedim Biotech SA	0,0 €	7,5x	6,8x	SCOR SE	23,6 €	0,4x	0,4x
Dassault Systemes SE	0,0 €	7,0x	6,3x	Television Francaise 1 SA	7,3 €	0,4x	0,4x

## VE/EBITDA

Sociétés	Cours au 31-déc.-24	VE/EBITDA		Sociétés	Cours au 31-déc.-24	VE/EBITDA	
		2023e	2024e			2023e	2024e
MedinCell SA	16,6 €	-	84,3x	Renault SA	47,1 €	1,0x	0,6x
Ayvens	6,5 €	44,7x	35,4x	Television Francaise 1 SA	7,3 €	1,5x	1,4x
Hermes International SCA	2 322,0 €	34,9x	30,9x	Valeo SE	9,3 €	2,3x	2,1x
Sartorius Stedim Biotech SA	188,7 €	27,2x	23,1x	Air France-KLM SA	8,1 €	2,4x	2,2x
Gecina SA	90,5 €	23,8x	22,2x	Forvia SE	8,7 €	2,6x	2,2x
Covivio SA	48,8 €	22,9x	21,9x	SES SA FDR (Class A)	3,1 €	2,6x	2,3x
Dassault Systemes SE	33,5 €	19,5x	17,5x	Technip Energies NV	25,7 €	3,3x	2,4x
L'Oreal S.A.	341,9 €	18,2x	16,9x	Viridien	50,9 €	3,1x	2,4x
Schneider Electric SE	240,9 €	18,9x	16,6x	Vivendi SE	2,6 €	2,9x	2,5x
Argan SA	60,5 €	17,6x	16,3x	OPmobility	10,0 €	3,2x	2,8x
Neoen SA	39,7 €	20,0x	15,9x	Etablissements Maurel & Prom SA	5,7 €	3,2x	3,0x
Klepierre SA	27,8 €	15,7x	15,2x	Metropole Television SA	11,2 €	3,0x	3,1x
EssilorLuxottica SA	235,6 €	16,9x	15,2x	Beneteau SA	8,8 €	4,1x	3,2x
Icade SA	23,0 €	16,2x	15,0x	Trigano SA	122,3 €	3,9x	3,2x
Getlink SE	15,4 €	15,0x	15,0x	Vicat SA	36,7 €	3,7x	3,2x

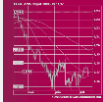


## DN/EBITDA

Sociétés	Capitalisation (M€)	DN/EBITDA 2023e	Sociétés	Capitalisation (M€)	DN/EBITDA 2023e
Ayvens	5 347	40,0x	Dassault Aviation SA	5 347	-9,9x
Covivio SA	5 443	13,2x	MedinCell SA	5 443	-7,5x
Gecina SA	6 941	11,4x	Technip Energies NV	6 941	-4,5x
Icade SA	1 752	10,7x	Beneteau SA	1 752	-3,5x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Secs Cons of 1 SI	10 372	10,3x	Hermes International SCA	10 372	-1,7x
Emeis	976	10,1x	VusionGroup	976	-1,5x
Argan SA	1 537	9,4x	Airbus SE	1 537	-1,4x
Neoen SA	6 071	8,0x	Bolllore SE	6 071	-1,4x
Carmila SA	2 268	7,9x	Renault SA	2 268	-1,2x
Klepierre SA	7 975	7,5x	PLUXEE N.V.	7 975	-1,1x
Nexity SA	730	6,8x	Metropole Television SA	730	-1,0x
Mercialys SA	949	6,7x	Gaztransport & Technigaz SA	949	-0,9x
Atos SE	465	6,6x	STMicroelectronics NV	465	-0,8x
Getlink SE	8 473	4,6x	Television Francaise 1 SA	8 473	-0,8x
Eurazeo SE	5 474	4,5x	Trigano SA	5 474	-0,7x

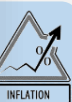
## Rendement

Sociétés	Cours au		Rendement		Sociétés	Cours au		Rendement	
	31-déc.-24	2022	2022	2023e		31-déc.-24	2022	2023e	
Icade SA	23,0 €	21,0%	20,7%		Viridien	50,9 €	0,0%	0,0%	
SES SA FDR (Class A)	3,1 €	16,4%	18,0%		Soitec SA	87,2 €	0,0%	0,0%	
Metropole Television SA	11,2 €	11,6%	11,3%		Air France-KLM SA	8,1 €	0,0%	0,0%	
Mercialys SA	10,1 €	9,8%	9,8%		Atos SE	0,0 €	0,0%	0,0%	
Coface SA	14,4 €	9,3%	9,8%		Ubisoft Entertainment SA	13,2 €	0,0%	0,0%	
ENGIE S.A.	15,3 €	9,0%	9,5%		Emeis	6,1 €	0,0%	0,0%	
Rubis SCA	23,9 €	9,0%	9,2%		Valneva SE	2,2 €	0,0%	0,0%	
Television Francaise 1 SA	7,3 €	7,9%	8,7%		Worldline SA	8,5 €	0,0%	0,0%	
BNP Paribas S.A. Class A	59,2 €	7,8%	8,1%		ID Logistics Group	379,5 €	0,0%	0,0%	
Credit Agricole SA	13,3 €	7,8%	8,0%		MedinCell SA	16,6 €	0,0%	0,0%	
Aperam S.A.	25,2 €	7,8%	7,9%		VusionGroup	177,7 €	0,0%	0,2%	
Solvay SA	31,2 €	7,7%	7,9%		Alstom SA	21,6 €	0,0%	0,3%	
Carmila SA	16,0 €	7,6%	7,8%		Sartorius Stedim Biotech SA	188,7 €	0,0%	0,3%	
Orange SA	9,6 €	7,5%	7,8%		Neoen SA	39,7 €	0,0%	0,4%	
SCOR SE	23,6 €	7,5%	7,6%		Virbac SA	316,5 €	0,1%	0,5%	



## ROE

Sociétés	Capitalisation (M€)	ROE 2023e	Sociétés	Capitalisation (M€)	ROE 2023e
Gaztransport & Technigaz SA	4 773	65,4%	Emeis	976	-14,6%
PLUXEE N.V.	2 755	54,0%	Nexity SA	730	-3,8%
La Francaise des Jeux SA	6 896	38,6%	SCOR SE	4 245	-2,3%
Bureau Veritas SA	13 317	31,5%	Valneva SE	351	-2,1%
Verallia SAS	2 933	31,5%	Ubisoft Entertainment SA	1 720	-1,8%
Solvay SA	3 299	29,5%	Clariane SE	743	-0,6%
Hermes International SCA	245 132	26,0%	Eurazeo SE	5 474	1,4%
Thales SA	28 554	22,3%	Bolloré SE	16 942	2,1%
Safran SA	89 852	21,9%	Neoen SA	6 071	2,4%
L'Oreal S.A.	182 655	21,1%	Vivendi SE	2 650	3,6%
Airbus SE	122 630	20,5%	ArcelorMittal SA	19 129	4,3%
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	317 967	20,1%	SES SA FDR (Class A)	1 173	4,5%
Dassault Systemes SE	44 838	19,9%	Gecina SA	6 941	4,5%
Sodexo SA	11 730	19,9%	Viridien	364	4,7%
Teleperformance SE	4 977	19,6%	Beneteau SA	730	4,9%





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](http://www.finuzes.fr)