Une inflation avec laquelle les marchés vont devoir apprendre à composer

Catherine Vial – 11 janvier 2022

FINANCIÈRE D'UZÈS

- PERFORMANCE DES INDICES 3 - 6
- BALANCE DES RISQUE POUR 2022 7
- L'ÉCONOMIE EN BREF 8 - 15
- RESULTATS D'ENTREPRISES 15 -20
- VALORISATION DES MARCHÉS 21-26
- MARCHÉ OBLIGATAIRE 27-32
- ANALYSE GRAPHIQUE 33
- STATISTIQUES SBF120 34 - 38

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 31/12/2021

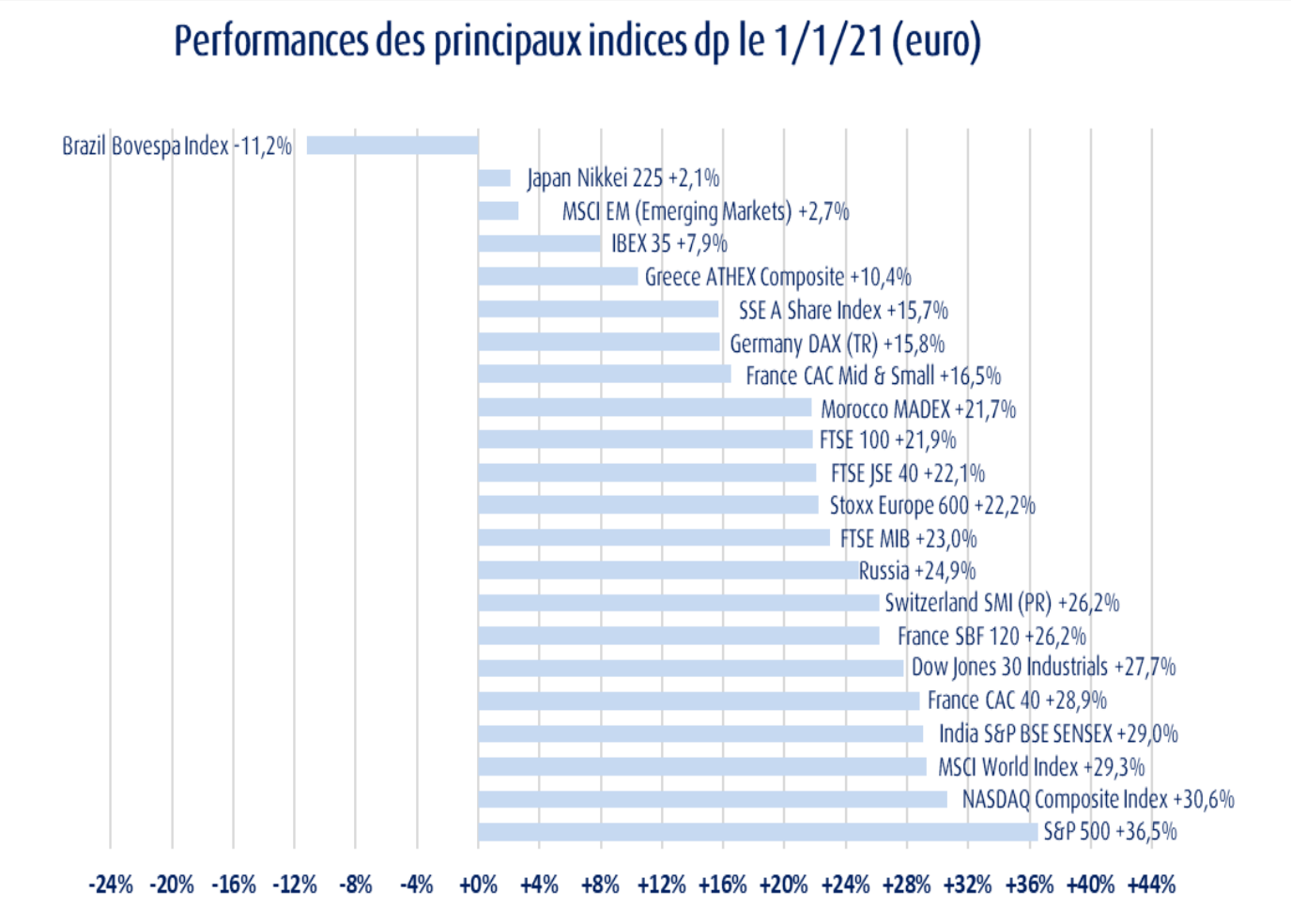
FINANCIÈRE D'UZÈS

Une année spectaculaire

Après des performances déjà inespérées en 2020, le consensus attendait une hausse modérée des marchés en 2021. La réalité est bien différente avec une année 2021 qui ressort comme un nouveau cru d'exception à mettre au crédit d'un rebond des économies et des résultats d'entreprises beaucoup plus vigoureux qu'attendus, alimentés par le maintien des aides d'Etats, de colossaux plans de relance et le soutien inconditionnel des banques centrales.

- MSCI Monde : +22,5% en devises, +29,3% en euro
- Marchés US, sur de nouveaux records absolus : Nasdaq +30,6% en euro, S&P500 +36,5%, DJ +27,7% avec de fortes disparités entre valeurs et les technos en vedettes (Microsoft, Nvidia, Tesla, Google…).
- Stoxx 600 / +22,2% avec un CAC40 à 7153 points (+28,9%), qui signe l'une de ses plus belles années et la meilleure performance des indices européens.
- En hausse également, l'envolée spectaculaire du bitcoin (+75,7% en euro) et des cryptomonnaies malgré une extrême volatilité

- A noter la sous performance des petites et moyennes capitalisations (CAC Mid&Small +16,5%, CAC Small +22,9%) après une « petite année » 2020.
- Principales déceptions, les indices émergents, à peu près stables sur l'année et fortement marqués par l'épidémie au Covid; le Nikkei japonais (+2,1%) et l'or (+2,9%).



Les indices internationaux au 31/12/2021

FINANCIÈRE D'UZÈS

Indices Internationaux	Performance 2020		Cours au	Performance (monnaie locale)					Performance (euro)				
	monnaie locale	en euro	31-déc.-21	1T-2021	2T-2021	3T-2021	4T-2021	YTD	1T-2021	2T-2021	3T-2021	4T-2021	YTD
EUROPE													
Stoxx Europe 600	-4,0%	-4,0%	487,8	+7,7%	+5,4%	+0,4%	+7,3%	+22,2%	+7,7%	+5,4%	+0,4%	+7,3%	+22,2%
France CAC 40	-7,1%	-7,1%	7 153,0	+9,3%	+7,3%	+0,2%	+9,7%	+28,9%	+9,3%	+7,3%	+0,2%	+9,7%	+28,9%
France SBF 120	-6,6%	-6,6%	5 545,7	+8,7%	+6,7%	+0,3%	+8,5%	+26,2%	+8,7%	+6,7%	+0,3%	+8,5%	+26,2%
France CAC Mid & Small	-1,3%	-1,3%	15 516,3	+8,2%	+3,8%	+0,4%	+3,2%	+16,5%	+8,2%	+3,8%	+0,4%	+3,2%	+16,5%
Germany DAX (TR)	+3,5%	+3,5%	15 884,9	+9,4%	+3,5%	-1,7%	+4,1%	+15,8%	+9,4%	+3,5%	-1,7%	+4,1%	+15,8%
FTSE 100	-14,3%	-18,9%	7 384,5	+3,9%	+4,8%	+0,7%	+4,2%	+14,3%	+9,2%	+4,0%	+0,6%	+6,7%	+21,9%
IBEX 35	-15,5%	-15,5%	8 713,8	+6,3%	+2,8%	-0,3%	-0,9%	+7,9%	+6,3%	+2,8%	-0,3%	-0,9%	+7,9%
Switzerland SMI (PR)	+0,8%	+0,8%	12 875,7	+3,2%	+8,1%	-2,5%	+10,6%	+20,3%	+1,3%	+9,1%	-1,2%	+15,5%	+26,2%
FTSE MIB	-5,4%	-5,4%	27 346,8	+10,9%	+1,8%	+2,3%	+6,5%	+23,0%	+10,9%	+1,8%	+2,3%	+6,5%	+23,0%
Greece ATHEX Composite	-11,7%	-11,7%	893,3	+6,9%	+2,3%	-2,2%	+3,2%	+10,4%	+6,9%	+2,3%	-2,2%	+3,2%	+10,4%
Russia	-10,4%	-18,4%	1 595,8	+6,5%	+12,0%	+7,5%	-10,2%	+15,0%	+11,4%	+11,0%	+10,0%	-8,2%	+24,9%
US													
S&P 500	+16,3%	+6,7%	4 766,2	+5,8%	+8,2%	+0,2%	+10,6%	+26,9%	+10,1%	+7,2%	+2,6%	+12,8%	+36,5%
NASDAQ Composite Index	+43,6%	+31,8%	15 645,0	+2,8%	+9,5%	-0,4%	+8,3%	+21,4%	+7,0%	+8,5%	+1,9%	+10,4%	+30,6%
Dow Jones 30 Industrials	+7,2%	-1,6%	36 338,3	+7,8%	+4,6%	-1,9%	+7,4%	+18,7%	+12,2%	+3,7%	+0,4%	+9,4%	+27,7%
AFRIQUE													
Morocco MADEX	-7,4%	-8,7%	10 807,7	+1,6%	+8,1%	+6,3%	+0,8%	+17,6%	+4,0%	+8,6%	+7,1%	+0,6%	+21,7%
FTSE JSE 40	+7,0%	-6,5%	67 052,4	+12,0%	-1,2%	-3,8%	+15,9%	+23,3%	+15,9%	+1,3%	-6,6%	+11,3%	+22,1%
ASIE													
Japan Nikkei 225	+16,0%	+11,5%	28 791,7	+6,3%	-1,3%	+2,3%	-2,2%	+4,9%	+4,0%	-2,6%	+4,1%	-3,1%	+2,1%
SSE A Share Index	+13,9%	+11,3%	3 814,3	-0,9%	+4,3%	-0,7%	+2,0%	+4,8%	+2,9%	+4,9%	+1,6%	+5,4%	+15,7%
India S&P BSE SENSEX	+15,8%	+3,7%	58 253,8	+3,7%	+6,0%	+12,7%	-1,5%	+22,0%	+7,9%	+3,3%	+15,4%	+0,3%	+29,0%
AMERIQUE LATINE													
Brazil Bovespa Index	+2,9%	-27,2%	104 822,4	-2,0%	+8,7%	-12,5%	-5,5%	-11,9%	-5,9%	+21,2%	-17,5%	-5,6%	-11,2%
MSCI													
MSCI World Index	+11,7%	+4,6%	2 461,2	+5,7%	+7,1%	+0,2%	+7,8%	+22,5%	+8,8%	+6,4%	+2,0%	+9,5%	+29,3%
MSCI EM (Emerging Markets)	+16,6%	+6,3%	70 053,4	+3,6%	+3,2%	-7,5%	-1,3%	-2,3%	+6,1%	+3,5%	-6,7%	+0,2%	+2,7%
Bitcoin (CME) Continuous	+307,6%	+273,9%	47 977,0	+101,8%	-41,4%	+25,6%	+10,0%	+63,3%	+110,0%	-42,0%	+28,5%	+12,1%	+75,7%
Gold (NYM $/ozt) Continuous	+18,7%	+8,9%	1 828,6	-9,8%	+3,1%	-1,1%	+3,9%	-4,3%	-6,1%	+2,2%	+1,2%	+5,9%	+2,9%
Gold NYMEX Near Term ($/ozt	+24,6%	+14,3%	1 827,5	-9,5%	+3,3%	-0,9%	+4,1%	-3,5%	-5,8%	+2,4%	+1,4%	+6,1%	+3,9%

Source : FactSet

Les indices sectoriels DJ Stoxx 600 au 31/12/21

FINANCIÈRE D'UZÈS

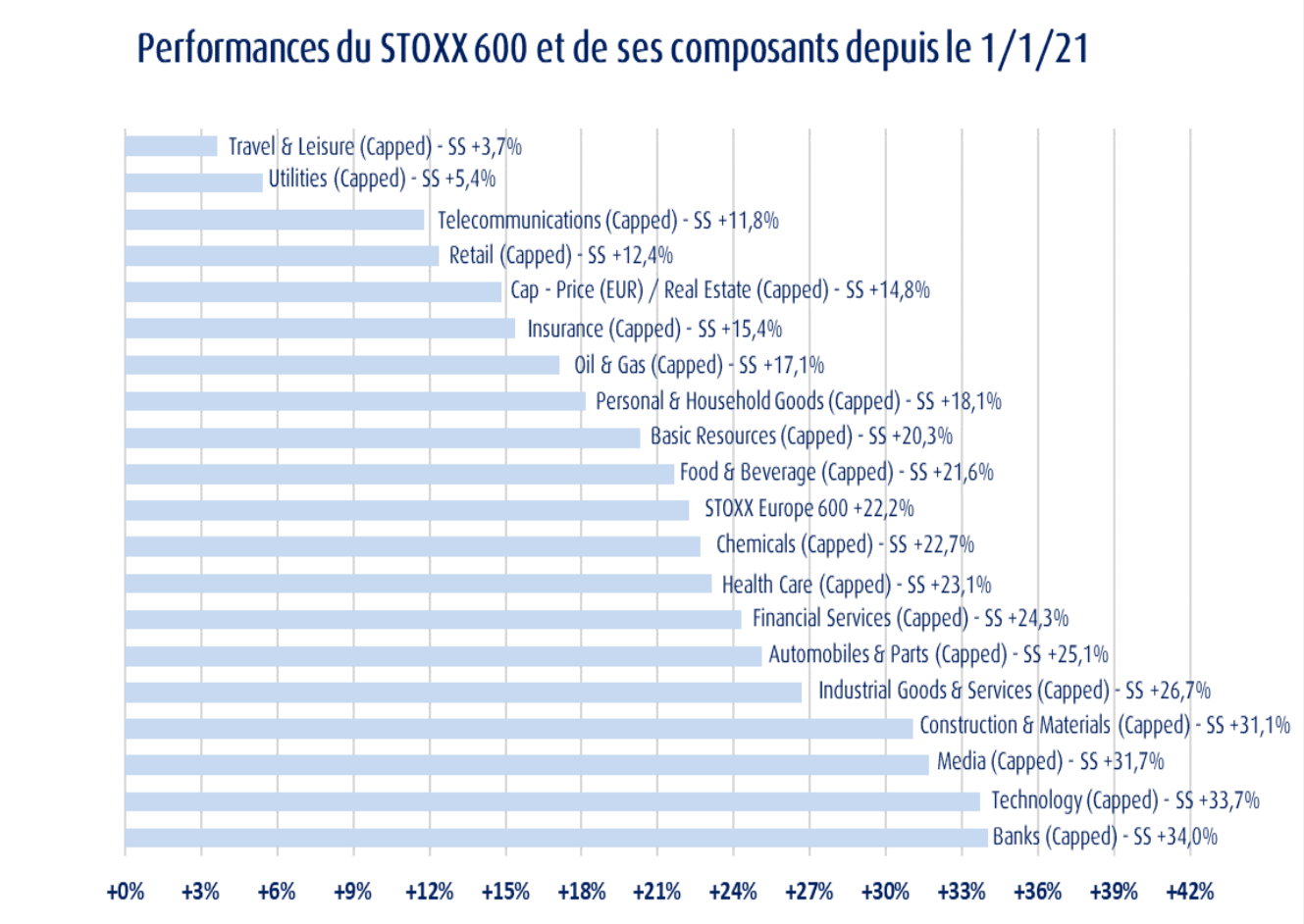
mais pas toujours évidente pour les investisseurs …

Si 2021 a été une année faste pour les actions, elle n'a pas forcément délivré les performances sectorielles auxquelles on pouvait prétendre.

La dispersion a par ailleurs été forte avec :
1/**un vrai clivage sur plusieurs thématiques**: Growth vs Value, Covid vs non Covid (Santé, bien être, digital…), ESG compatible ou non, inflation vs pricing power,
2/**de forts écarts de valorisation** et des multiples pouvant aisément atteindre des plus hauts historiques dès lors que la valeur rentrait dans une thématique boursière puissante (Luxe, Santé, Tech, Renouvelable…).

Parmi les secteurs gagnants de 2021 : 1/la Banque, portée par les hausses de taux, 2/ le Digital et la Technologie, 3/ les Médias, 4/ la Construction et matériaux, en lien avec la transition énergétique.
A la baisse, les secteurs qui ont souffert d'un décalage de la reprise ou sensibles aux taux : 1/ les Voyages et Loisirs, 2/ Les services aux collectivités, 3/ les Télécoms.

2022 démarre avec beaucoup de volatilité et d'importants contrastes :
- Au bénéfice des « financières » qui poursuivent leur progression, portées par les hausses de taux,
- Au détriment des valeurs Covid qui dévissent sur l'idée qu'Omicron pourrait solutionner la crise sanitaire et contribuer à l'immunité collective.
- Également sous pression, les titres sensibles aux taux et fortement valorisés dont les technos.



Les indices sectoriels DJ Stoxx 600 au 31/12/21

FINANCIÈRE D'UZÈS

Indices Sectoriels	Performance 2020 monnaie locale	Cours au 31-déc.-21	Performance (monnaie locale) 1T-2021	2T-2021	3T-2021	4T-2021	YTD
STOXX Europe 600	-4,0%	487,8	+7,7%	+5,4%	+0,4%	+7,3%	+22,2%
Automobiles & Parts (Capped)	+3,7%	659,7	+23,7%	-0,4%	-2,9%	+4,6%	+25,1%
Banks (Capped) - SS	-24,5%	145,0	+19,1%	+3,9%	+5,1%	+3,0%	+34,0%
Basic Resources (Capped) - SS	+8,2%	600,8	+13,8%	+2,4%	-5,9%	+9,7%	+20,3%
Chemicals (Capped) - SS	+8,2%	1 366,9	+7,8%	+3,8%	+0,9%	+8,6%	+22,7%
Construction & Materials (Capp	-3,9%	645,7	+12,2%	+6,4%	-0,6%	+10,4%	+31,1%
Financial Services (Capped) -	+3,9%	753,5	+6,3%	+6,5%	+1,0%	+8,8%	+24,3%
Food & Beverage (Capped) - S	-7,6%	869,6	+1,6%	+10,5%	-2,2%	+10,7%	+21,6%
Health Care (Capped) - SS	-3,4%	1 082,2	+0,8%	+10,8%	+1,2%	+8,8%	+23,1%
Industrial Goods & Services (C	+4,6%	796,7	+9,3%	+6,1%	+1,9%	+7,2%	+26,7%
Insurance (Capped) - SS	-13,5%	322,0	+12,3%	-6,2%	+3,4%	+5,9%	+15,4%
Media (Capped) - SS	-7,6%	372,8	+10,3%	+4,4%	+6,4%	+7,5%	+31,7%
Oil & Gas (Capped) - SS	-25,8%	276,9	+10,1%	-0,1%	+6,9%	-0,4%	+17,1%
Personal & Household Goods	+3,5%	1 102,1	+4,0%	+9,5%	-6,9%	+11,4%	+18,1%
Cap - Price (EUR) / Real Estat	-11,5%	193,6	-2,3%	+9,0%	-0,6%	+8,5%	+14,8%
Retail (Capped) - SS	+9,4%	444,8	+6,1%	+12,1%	-7,4%	+2,1%	+12,4%
Technology (Capped) - SS	+13,9%	807,1	+11,9%	+6,8%	+4,1%	+7,5%	+33,7%
Telecommunications (Capped)	-16,1%	230,0	+11,8%	+2,4%	-2,3%	-0,0%	+11,8%
Travel & Leisure (Capped) - SS	-15,5%	232,5	+18,7%	-4,6%	+2,9%	-11,0%	+3,7%
Utilities (Capped) - SS	+7,8%	404,9	-0,6%	-2,3%	-3,7%	+12,7%	+5,4%

Source : FactSet

Balance des risques pour 2022

FINANCIÈRE D'UZÈS

Les "plus"	Les "moins"
Accélération de la vaccination Efficacité des vaccins contre les formes sévères du Covid	4ème et 5ème vague de contamination, mutation du variant
Croissance mondiale > à son potentiel	Pénuries, disfonctionnement dans les chaînes d'approvisionnement
Amélioration du marché du travail	Hausse des couts matières et de l'énergie, Hausse de l'inflation
Consommation des ménages solide (US et Europe) alimentée par une épargne importante	
Plans de relance US, UE, Japon	Freinage de l'économie chinoise
Grande capacité d'adaptation des entreprises	Risques géopolitiques Russie/OTAN Chine/Taiwan
Politiques monétaires toujours accomodantes, Conditions de crédit favorables	Réduction des achats d'actifs par les Banques centrales

Vers une solide croissance en 2022, supérieure à son potentiel

FINANCIÈRE D'UZÈS

FMI- Estimations octobre 2021

(PIB réel, variation annuelle en pourcentage)	2020	2021	2022
Production mondiale	**-3,1**	**5,9**	**4,9**
Pays avancés	**-4,5**	**5,2**	**4,5**
États-Unis	-3,4	6,0	5,2
Zone euro	-6,3	5,0	4,3
Allemagne	-4,6	3,1	4,6
France	-8,0	6,3	3,9
Italie	-8,9	5,8	4,2
Espagne	-10,8	5,7	6,4
Japon	-4,6	2,4	3,2
Royaume-Uni	-9,8	6,8	5,0
Canada	-5,3	5,7	4,9
Autres pays avancés	-1,9	4,6	3,7
Pays émergents et pays en développement	**-2,1**	**6,4**	**5,1**
Pays émergents et pays en développement d'Asie	-0,8	7,2	6,3
Chine	2,3	8,0	5,6
Inde	-7,3	9,5	8,5
ASEAN-5	-3,4	2,9	5,8
Pays émergents et pays en développement d'Europe	-2,0	6,0	3,6
Russie	-3,0	4,7	2,9
Amérique latine et Caraïbes	-7,0	6,3	3,0
Brésil	-4,1	5,2	1,5
Mexique	-8,3	6,2	4,0
Moyen-Orient et Asie centrale	-2,8	4,1	4,1
Arabie saoudite	-4,1	2,8	4,8
Afrique subsaharienne	-1,7	3,7	3,8
Nigéria	-1,8	2,6	2,7
Afrique du Sud	-6,4	5,0	2,2
Pour mémoire			
Pays émergents et pays à revenu intermédiaire	-2,3	6,7	5,1
Pays en développement à faible revenu	0,1	3,0	5,3

Début 2021, le consensus attendait un rebond en V de l'économie mondiale, **rebond avant tout technique**, marqué par un allègement des mesures de distanciation et un phénomène de rattrapage.

De fait **la croissance mondiale va s'afficher forte et supérieure aux attentes en 2021, proche de 6%.** Mais elle aurait pu être meilleure encore sans les nombreux facteurs modérateurs, le plus souvent mal anticipés : goulots d'étranglements, entraves aux échanges internationaux , inflation des coût… .

- **Principale source de satisfaction, la croissance des pays développés** va ressortir > aux attentes, autour de +5,2% (vs +3,9% attendu) et la **croissance US en particulier** (+6% vs +3,1% attendu), **largement soutenue par les Plans de relance Biden** (1900Md$ en mars 2021 + 1200Md$ de plan de modernisation des infrastructures en décembre vs 900Md$ votés à la même période de l'année dernière.
- **En zone euro,** les conditions économiques se sont nettement affermies depuis la mi-année, ce qui a là aussi conduit à une **révision en hausse des prévisions du consensus autour de +5%** (vs une moyenne des prévisions à 4% en début d'année). Les différences entre pays tiennent aux spécialisations sectorielles : l'Allemagne pâtit des pénuries d'intrants qui pénalisent son secteur automobile, l'Espagne souffre d'une plus grande pression sur le secteur touristique. Elles tiennent aussi aux écarts dans les rythmes de vaccination avec une évidence : les rebonds les plus forts seront là où la vaccination est la plus rapide (Italie : proche de 6% (taux de vaccination 79,9%), France : 6,3% (taux de vaccination 78,1%), Espagne 5,7% (taux de vaccination 84,6%), Allemagne : 3,1% (taux de vaccination 73,2%).
- **En Chine,** les perspectives sont revues en baisse depuis l'été, en réponse aux difficultés financières des promoteurs immobiliers et au durcissement des réglementations dans plusieurs secteurs. 2021 devrait néanmoins se terminer **assez conforme aux attentes, en hausse de +8%.** Les perspectives ont en revanche été revues en baisse en Asie, fortement marquée par l'épidémie au covid.

En 2022, la reprise de l'économie va se poursuivre. A l'échelle mondiale, elle est **attendue à + 4,9% par le FMI, toujours bien au-delà de son potentiel.**

- **Economies avancées : +4,5%, dont +5,2% aux USA**, +3,2% au Japon, **+4,3% pour l'UE**.
- **Pays en développement: +5,1% avec une décélération marquée de l'économie** chinoise mais sans atterrissage brutal.
- Asie attendu à +6,3%. Pays d'Europe de l'Est et Amérique Latine attendus < à la moyenne, autour de +3%.

Ce qui est certain néanmoins c'est qu'avec le retour de la vague épidémique en fin d'année, la croissance va perdre en puissance au T1. Mais les moteurs sont suffisamment robustes pour accréditer l'idée d'une nouvelle accélération au-delà.

Des incertitudes mais de solides fondamentaux (1/4)

FINANCIÈRE D'UZÈS

Omicron un caillou dans la botte mais un rattrapage à attendre au T2.

- Les dernières études confirment l'efficacité de la 3ème dose des vaccins ARNm et la moindre dangerosité du variant Omicron. De même la baisse récente du taux d'incidence au RU et en Allemagne, et les dernières nouvelles en provenance d'Israël sont particulièrement rassurantes. A court terme néanmoins, la puissante **vague de contamination au variant Omicron fragilise de nombreux pays, dont les Etats-Unis** (faible vitesse d'administration de la 3ème dose) et **la Chine** (maintien de la stratégie « zéro covid » et faible efficacité des vaccins Sinopharm et Sinovac). La faiblesse du taux de vaccination dans la **zone ASEAN** est également une source de fragilité pour la croissance mondiale car ces pays sont essentiels dans la chaine d'approvisionnement.
- Les grandes institutions internationales restent prudentes et avertissent que les tensions sur les chaines de production vont persister aussi longtemps qu'un taux de vaccination (ou d'immunité collective) élevé ne sera pas atteint au niveau mondial.
- L'activité économique va être **fortement perturbée en début d'année.** Un ralentissement est à attendre dont la durée dépendra de l'état de la situation sanitaire et du niveau de désorganisation. **Le consensus est à un ralentissement limité dans le temps, suivi d'une phase de rattrapage, probablement dès le T2**, alors que la couverture vaccinale protège maintenant une très large partie de la population à risque et que **les mesures de restriction n'auront plus à être aussi strictes qu'en 2020**.

De solides fondamentaux et une demande forte dans les économies avancées

Sous réserve que la vaccination soit efficace et que les nouvelles restrictions en vigueur soient limitées dans le temps et dans l'espace, tous les secteurs devraient contribuer à la croissance en 2022.

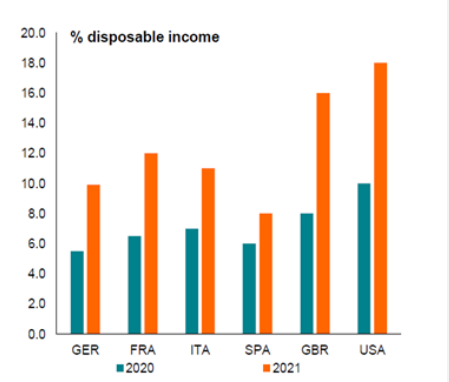
1/ **Demande des ménages. Le marché du travail se renforce**, en particulier aux USA, aujourd'hui proche du plein emploi avec un taux de chômage à 3,9% en décembre. **Les indices de confiance restent favorablement orientés, l'excès d'épargne accumulée** pendant la crise sanitaire supérieur à sa moyenne historique : >2600Md$/USA et 18% du revenu disponible des ménages, près de 16% au UK et 10% dans UE. La vraie question étant de savoir si les ménages vont dépenser ou non cette épargne : c'est déjà en partie le cas aux USA.

2/ **Besoin de reconstitution des stocks** : aux USA, les niveaux de stocks se sont affaiblis dans des proportions inhabituelles du fait du choc de demande et des contraintes dans les chaines d'approvisionnement, c'est également le cas en Europe. Revenir aux niveaux de stocks antérieurs reviendrait à ajouter environ +1,5% de PIB. Soulager les contraintes sur la supply chain et remettre un peu de souplesse dans les modèles de flux tendus en vigueur, amplifierait les besoins.

3/ **Hausse de l'investissement public**

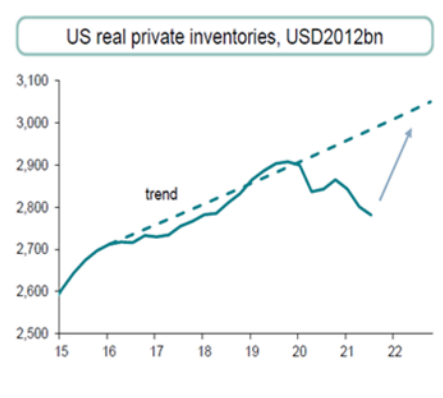
i/ Aux USA, le Plan d'infrastructure de 1200Md$ devrait apporter 0,2% de PIB sur 10 ans. Le Plan social « Build Back Better » de 1750Md$, toujours en discussion et avec le risque qu'il ne soit pas validé par le Sénat est pour sa part crédité de 0,6% de PIB par an.

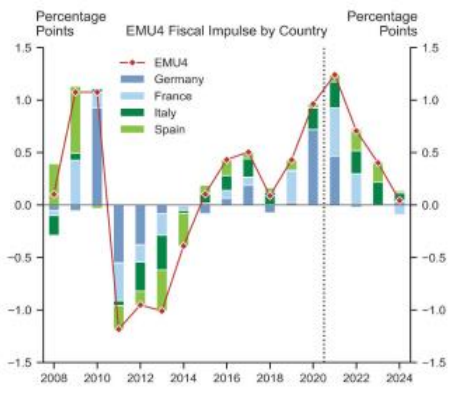
ii/ en Europe, le Plan de relance 2021/2023 de 750Md€ et maintenant pleinement opérationnel et alimentera la croissance de l'UE : de l'ordre de +0,7% en 2022 et +0,4% en 2023.



Epargne disponible (en % du revenu) Source Fed, OFSE

Etat des stocks dans le secteur privé aux USA et Plan de soutien budgétaire en Europe



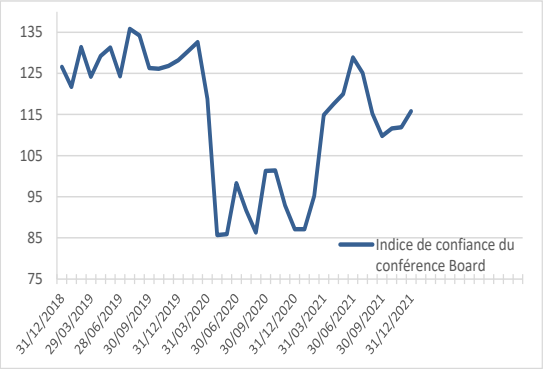


FINANCIÈRE D'UZÈS

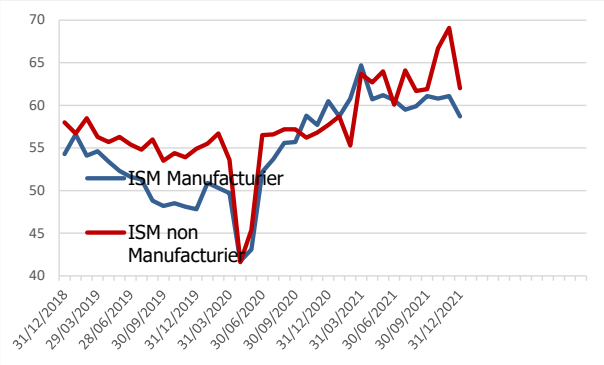
USA

Taux de chômage (US Department of labor)

Indice de confiance (Conference Board)

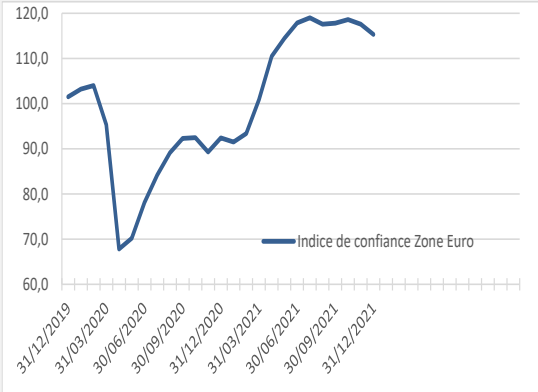


ISM

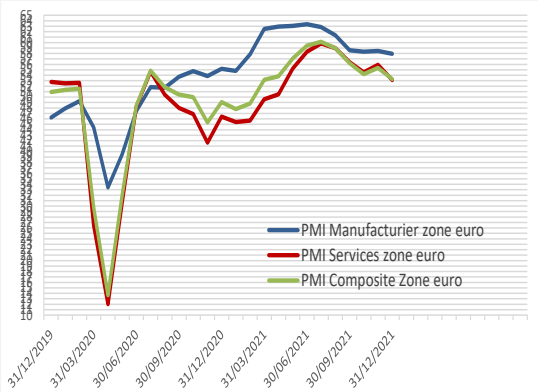


UE

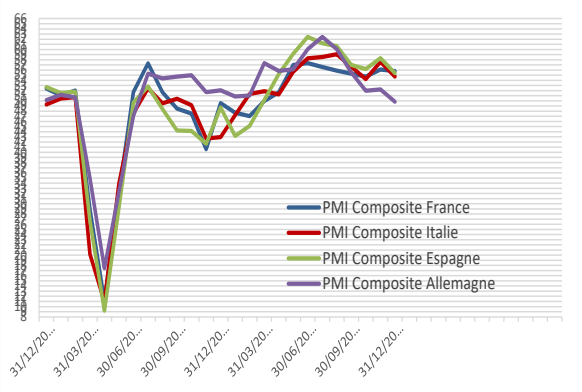
Indice de confiance (Eurostat)



PMI (Markit Economics)



PMI Composite par pays (Markit Economics)



USA

Légère décélération de la confiance du secteur Manufacturier en décembre, quoique toujours élevée. Dans les services la confiance reste élevée mais la hausse des contaminations en décembre pèse sur les chiffres.

Redressement continu de l'enquête du Conference Board au T4.

Sur le marché du travail, hausse des salaires (+4,7%/un an) et baisse du taux de chômage (3,9%) confirment des tensions fortes. La cible du plein emploi se rapproche.

Pour la Fed d'Atlanta, le PIB aurait augmenté de +7,4% en rythme annualisé au T4 (après +2,3% au T3).

UE

Les enquêtes de la Commission européenne confirment un tassement de l'activité en décembre, essentiellement liée aux services.

La confiance des ménages recule tout en restant à un haut niveau.

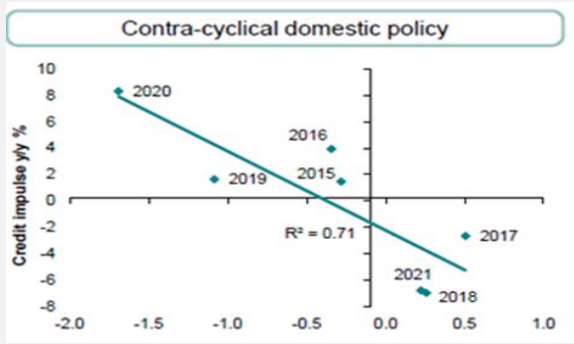
Celle des industriels reste très positive grâce à d'importants carnets de commandes et des stocks de produits finis au plus bas.

FINANCIÈRE D'UZÈS

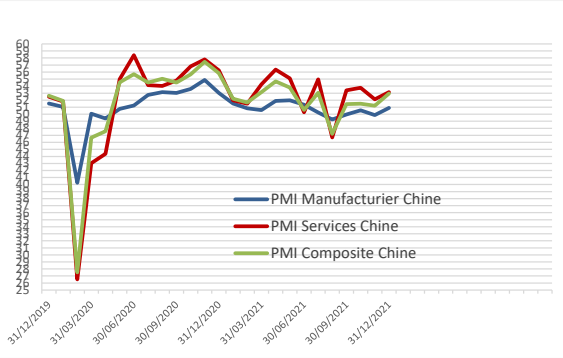
Un ralentissement de la croissance chinoise mais pas d'atterrissage brutal

- **La croissance chinoise va ralentir en 2022**. Sont en cause le resserrement du crédit bancaire en début d'année, la mise en place de nouvelles restrictions administratives pour combattre la pandémie (stratégie 0 covid) et réduire la pollution, le durcissement de la réglementation dans de nombreux secteurs, l'assainissement souhaité du secteur immobilier.
- Les enjeux sont formulés : i/ soutenir la classe moyenne en renforçant son pouvoir d'achat, ii/réduire l'influence des grands groupes privés, iii/ lutter contre le risque de bulle. Mais nul ne sait jusqu'où les autorités sont prêtes à tolérer un affaiblissement de la croissance.
- **Depuis 2015 néanmoins, les autorités chinoises ont toujours été pragmatiques** en utilisant les périodes de forte croissance pour restreindre le crédit et en absorbant les ralentissement avec plus de création monétaire. De fait, les dernières mesures sont plutôt rassurantes : **la banque centrale rappelle qu'elle maintiendra une politique monétaire souple et accommodante en 2022, le gouvernement qu'il déploiera un soutien budgétaire aux entreprises** (via des baisse d'impôts ou de charges) **et des investissements ciblés** (infrastructures) pour stabiliser la croissance.
- **Pour leur part, les PMI sont plutôt encourageants** avec un PMI manufacturier chinois qui a poursuivi sa progression en décembre à 50,9 (vs 49,8 le mois précédent), un PMI des services à 52,9 après 52,1 en novembre et des PMI régionaux asiatiques toujours en territoire d'expansion.
- Pour les économistes, les risques à la baisse sont bien réels, associés à un essoufflement de la consommation des ménages et à un ralentissement de l'investissement immobilier (30% du PIB).
- Le FMI attend une croissance de +5,6% après +8% en 2021, probablement trop forte. **La croissance chinoise va se tasser fortement mais un atterrissage brutal n'est pas l'hypothèse centrale.**

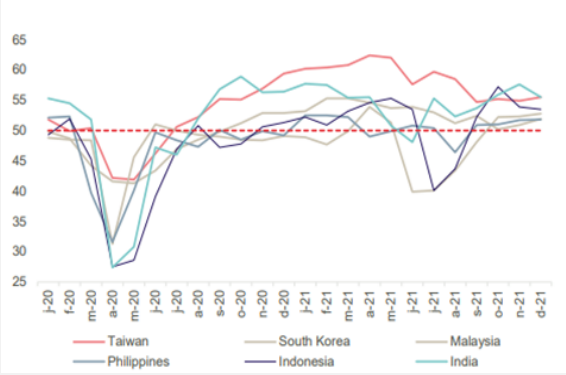
Politique domestique contra cyclique de la Chine



PMI chinois (Markit Economics)



PMI manufacturier régionaux asiatiques (Bloomberg)



FINANCIÈRE D'UZÈS

Une inflation très élevée à court terme…

En 2021, la forte reprise de l'économie a brutalement ramené la question de l'inflation au centre de l'attention des ménages, des marchés et des banquiers centraux.

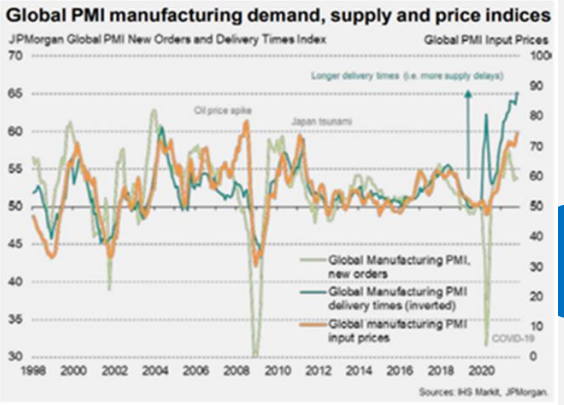
- 2022 débute ainsi avec une hausse de l'inflation et le risque d'un emballement plus durable sur les prix qui ponctionnerait le pouvoir d'achat des ménages et ferait pression sur les marges des entreprises.
- L'**inflation va demeurer élevée en 2022** et se stabiliser à un niveau supérieur à celui de la période pré-Covid. Aux USA, l'inflation accélère et se diffuse pour atteindre près 6,8% en novembre et +7% attendu en décembre. En Europe, l'inflation accélère également à +5% sur un an en décembre (+2,6% en sous jacent), pour des raisons avant tout liées à un emballement des prix de l'énergie et sans connaitre les même tensions qu'aux USA.
- **L'inflation n'a pas encore franchi son point haut. Progressivement néanmoins, un grand nombre de déséquilibres sont appelés à se résorber** : les hausses de coûts matières, dont les prix du gaz et du pétrole en sortie d'hiver, les ruptures d'approvisionnement et les difficultés logistiques avec la normalisation des conditions sanitaires, le défaut de main-d'œuvre avec le retour des inactifs sur le marché de l'emploi. La vague covid actuelle va causer de nouvelles perturbations. Mais **un net freinage est attendu à partir du printemps.**

…qui obligera les banques centrales à composer

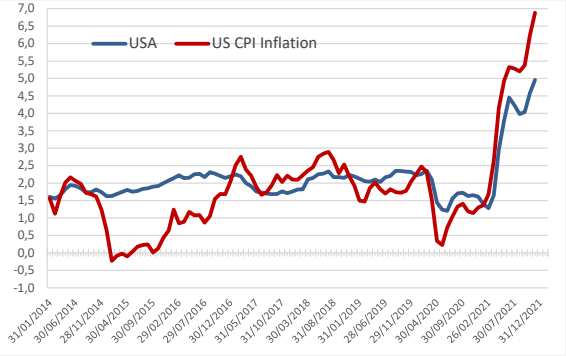
- **Pour les banques centrale, la question de l'inflation prend de l'ampleur avec un double impératif : une forme de tolérance à son égard et la nécessité d'accélérer la sortie des politiques monétaires accommodantes.**
- 1/ Pour la Fed, il s'agit désormais de stopper le gonflement de son bilan et d'entamer un resserrement plus précoce de sa politique monétaire. En décembre, le FOMC a ainsi avancé la fin du QE à mars 2022, pour être en mesure de monter ses taux dès le début du printemps. Les discussions sont allées au-delà début janvier, en évoquant la question de la taille du bilan.
- 2/Pour la BCE, de premiers jalons ont été posés pour réduire les achats, avec le soucis de conserver une flexibilité suffisante pour éviter un durcissement trop rapide des conditions de financement pour les Etats les plus fragiles. Mais il n'est as question de modifier le biais ultra-accommodant de sa politique monétaire et notamment ses taux directeurs.

De l'espace pour une certaine hausse des taux

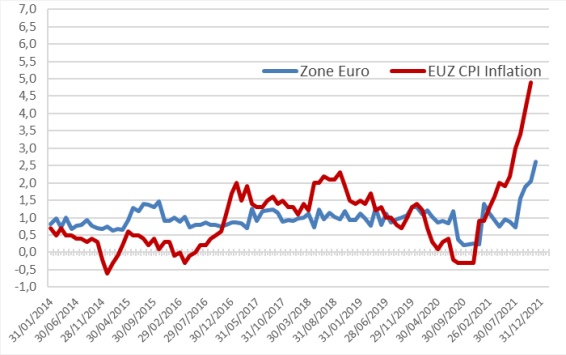
- **Le problème est moins celui de l'ampleur de la hausse des taux que celui de sa brutalité.**
- **Nous considérons que les banques centrales** ne prendront pas le risque de casser la croissance et qu'elle **feront preuve de souplesse si les circonstances économiques l'exigent.** De fait, **une hausse de taux progressive** avec un point d'atterrissage autour de 2,1% fin 2022 pour le 10 ans US, 0,5% pour l'OAT 10 ans et 0,2% pour le Bund Allemand (consensus de marché), **ne devrait pas stopper la croissance.**
- **Le point de départ est aujourd'hui extrêmement favorable : les taux d'intérêt réels sont à un niveau historiquement bas et vont le rester. Les conditions de crédit et de financement également, ce qui soutiendra l'investissement.**



Inflation US (US Department of labor)



Inflation UE (Eurostat)



Changes : raffermissement du dollar

FINANCIÈRE D'UZÈS

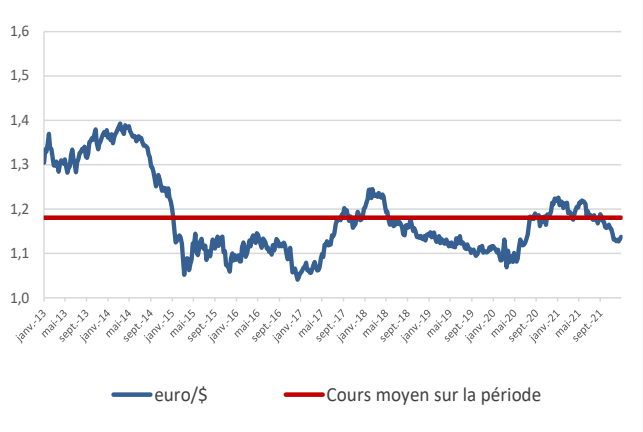
Après un point bas en juin 2021, le taux de change effectif du dollar a commencé à se réapprécier face à toutes les devises, parallèlement à la reprise de l'épidémie et à la perspective d'une sortie progressive des politiques volontaristes de la Fed.
A l'inverse, la tendance s'est retournée négativement pour l'euro.

La hausse du dollar va mécaniquement renchérir le coût des approvisionnements en dollar en 2022.
A l'inverse, la mécanique va s'inverser pour les sociétés exportatrices pour lesquelles les effets changes ont été fortement négatifs au S1 2021. En l'état actuel des choses, la baisse du dollar doit jouer très positivement au S1 2022.

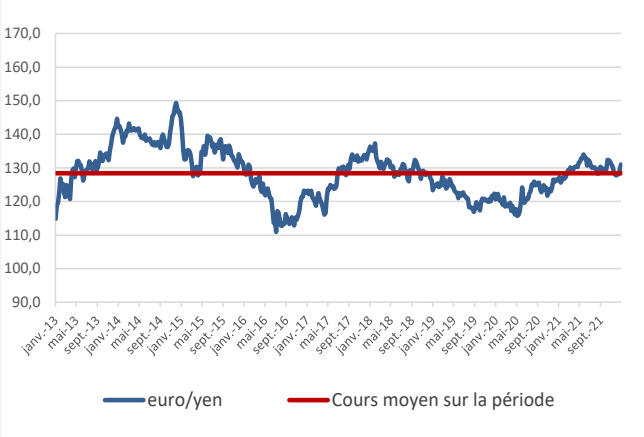
Parités de change au 31/12/2021

Date début Date fin	01/01/2020 30/06/2020	30/06/2020 31/12/2020	Cours au 31/12/2020	01/01/2021 30/06/2021	30/06/2021 31/12/2021	Cours au 31/12/2021
Moyen	Moyenne S1	Moyenne S2	31/12/2020	Moyenne S1	Moyenne S2	31/12/2021
U.S. Dollar per Euro	1,10	1,18	1,22	1,21	1,16	**1,14**
	-2,5%	*6,4%*	9,0%	*9,4%*	*-1,6%*	**-7,1%**
Japanese Yen per Euro	119,27	124,32	126,33	129,83	129,90	130,95
	-4,1%	*3,7%*	3,6%	*8,9%*	*4,5%*	3,7%
Swiss Franc per Euro	1,06	1,08	1,08	1,09	1,07	**1,04**
	-5,8%	*-1,8%*	-0,5%	*2,8%*	*-0,7%*	**-4,2%**
Brazilian Real per Euro	5,42	6,36	6,36	6,49	6,27	6,33
	24,7%	*41,8%*	40,7%	*19,8%*	*-1,3%*	-0,3%
Russian Rouble per Euro	76,71	88,47	90,50	89,54	84,91	**85,30**
	4,0%	*24,3%*	29,8%	*16,7%*	*-4,0%*	**-5,7%**
China Renminbi per Euro	7,75	7,99	8,00	7,80	7,47	**7,25**
	1,1%	*2,5%*	2,3%	*0,6%*	*-6,6%*	**-9,4%**
Canadian Dollar per Euro	1,50	1,56	1,56	1,50	1,46	**1,44**
	-0,2%	*6,2%*	7,1%	*0,0%*	*-5,9%*	**-7,8%**

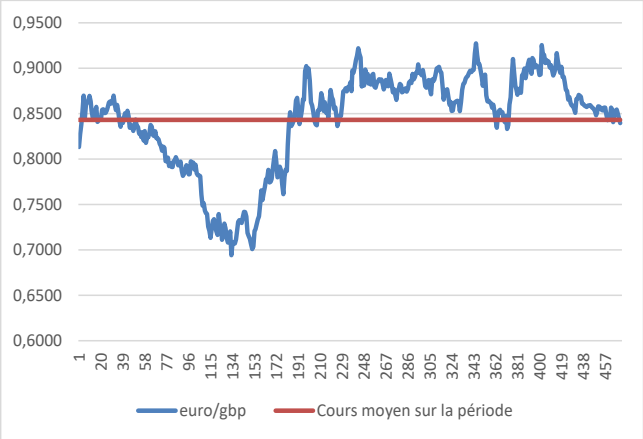
Euro/dollar- 31/12/2021



Euro/Yen- 31/12/2021



Euro/GPB – 2/12/2021



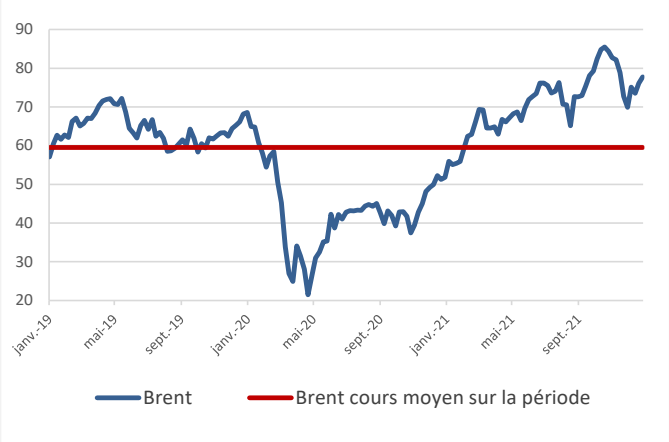
Matières Premières : forte volatilité des coûts de l'énergie

FINANCIÈRE D'UZÈS

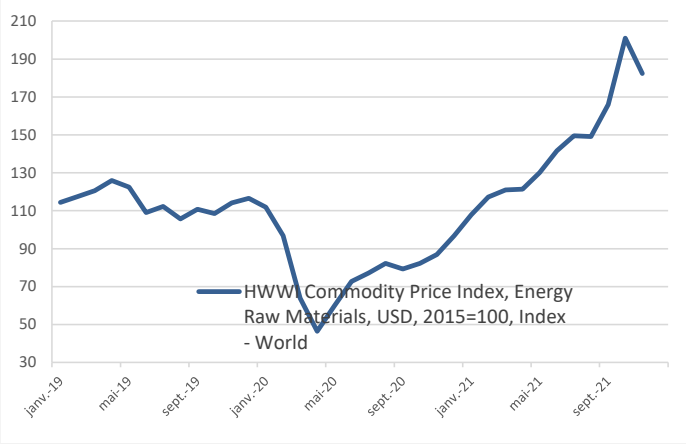
L'**approvisionnement en énergie et son coût sont l'une des grandes zones d'incertitude** et va le rester en 2022.

- En Europe, les effets positifs du dialogue avec la Russie et des températures clémentes pour l'hiver dans l'ouest du continent ont favorisé une rechute brutale des prix du gaz et de l'électricité en toute fin d'année. Pour autant, les tensions sont loin d'être effacées. Les capacités de production demeurent sous pression alors que l'Allemagne entend fermer plusieurs centrales nucléaires en 2022. L'Europe va donc rester dépendante de la Russie alors que Vladimir Poutine continue de conditionner son soutien à des concessions sur le dosser ukrainien.
- Pour leur part, les cours du brut restent proches des 80$/baril, soutenus par une offre limitée par la stratégie de l'OPEP, par un redémarrage très lent de la production américaine et une tendance à la reprise de la demande post pandémie.
- **Ces hausses combinées à la hausse des prix des matières premières industrielles sont devenues une contrainte importante pour les entreprises au S2 2021 et vont le rester en 2022.**

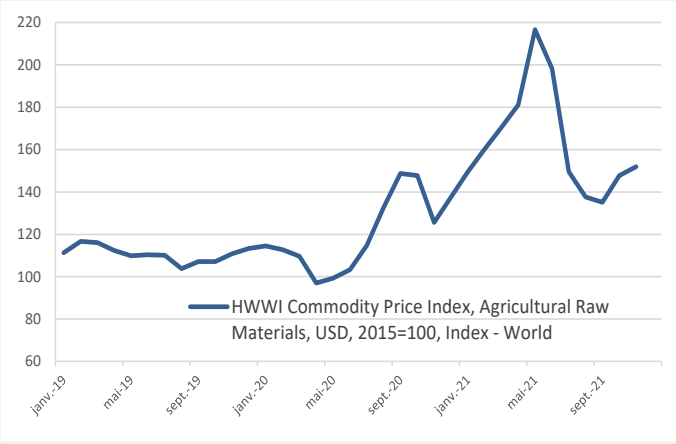
Brent au 31/12/2021



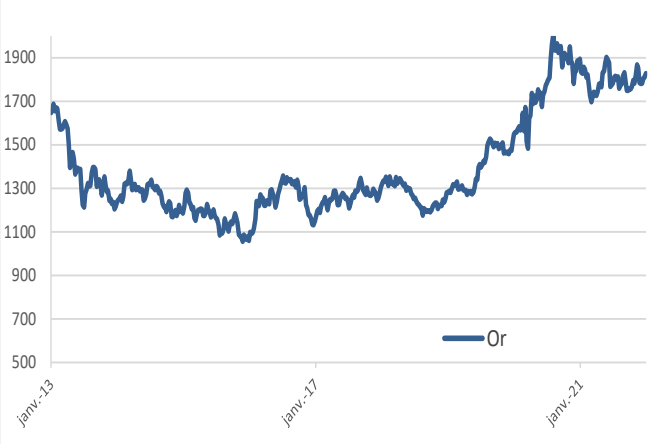
Matières premières et énergie au 31/12/2021



Matières premières agricoles au 31/12/2021



Or au 31/12/2021



Entreprises : exit la crise sanitaire (1/6)

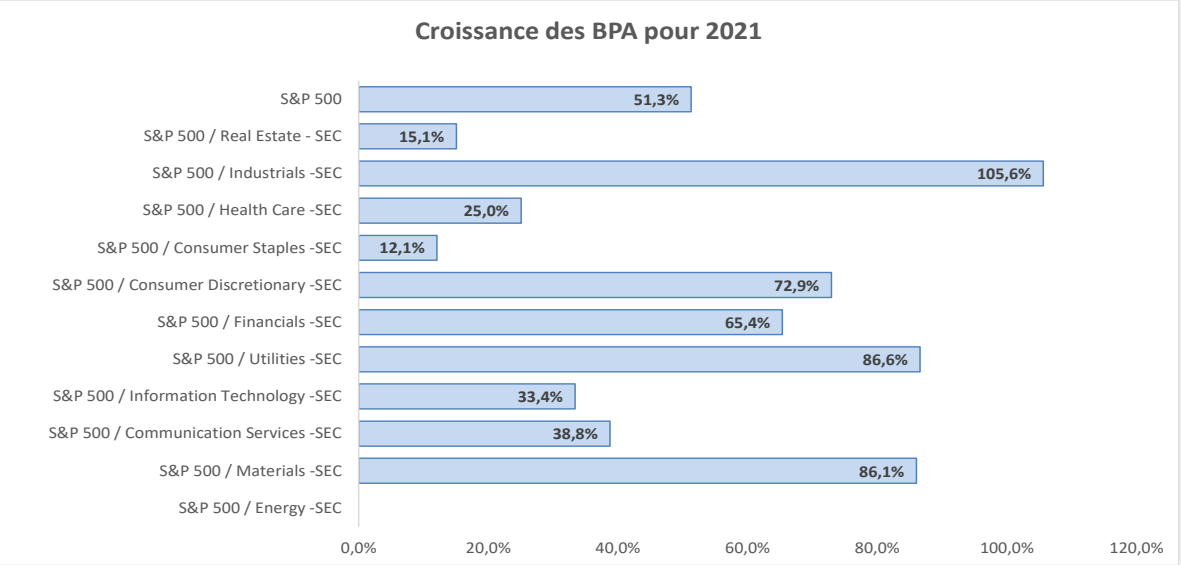
FINANCIÈRE D'UZÈS

S&P 500 : le trou d'air 2020, une histoire du passé

Aux USA, les résultats qui étaient attendus en hausse de +22,2% en début d'exercice 2021 vont la terminer en hausse de +51,3% avec :

- Un rebond technique spectaculaire des résultats au T1 et T2 suivi d'un plateau au T3 en lien avec la vague épidémique de l'été puis d'une nouvelle accélération au T4.
- Les révisions à la hausse les plus spectaculaires pour les secteurs de l'Energie, les Matériaux et les Financières.
- Un redressement des marges visible dans tous les secteurs à l'exception du secteur des Utilities
- **Une marge opérationnelle moyenne de 17%, au plus haut historique** (vs 14% en 2020 et 15,5% en 2019), tirée par la Technologie (MOP à 30%).
- **Des résultats en masse +30% supérieurs aux résultats 2019** (vs attendus équivalents à 2019).

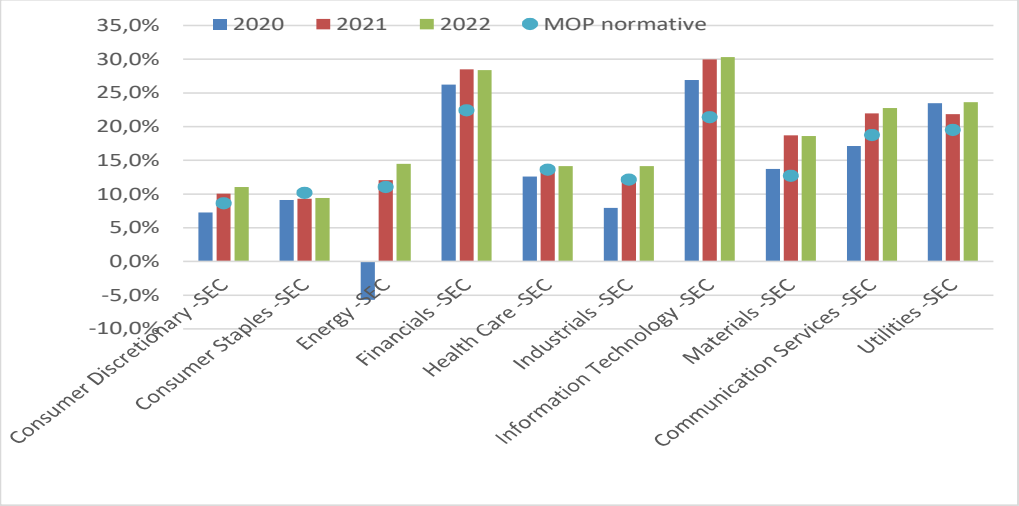
BNA 2021 par secteur hors énergie (Factset)



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

Nom série	Revisions BNA	2021	2022
S&P 500	Révisions 1 an	23,4%	15,3%
S&P 500 / Consumer Discretionary	Révisions 1 an	10,3%	8,9%
S&P 500 / Consumer Staples -SEC	Révisions 1 an	6,7%	4,4%
S&P 500 / Energy -SEC	Révisions 1 an	235,8%	115,1%
S&P 500 / Financials -SEC	Révisions 1 an	46,5%	12,7%
S&P 500 / Health Care -SEC	Révisions 1 an	10,4%	9,9%
S&P 500 / Industrials -SEC	Révisions 1 an	0,7%	6,7%
S&P 500 / Information Technology	Révisions 1 an	19,8%	17,1%
S&P 500 / Materials -SEC	Révisions 1 an	52,0%	40,4%
S&P 500 / Communication Services	Révisions 1 an	28,7%	16,7%
S&P 500 / Utilities -SEC	Révisions 1 an	-2,1%	-2,3%

S&P500 et Marge opérationnelle (Factset)



Entreprises (2/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

Vers une normalisation de la croissance en 2022

La croissance va se poursuivre en 2022, alimentée par un soutien budgétaire et monétaire toujours important et la poursuite probable d'un rattrapage des dépenses de consommation.

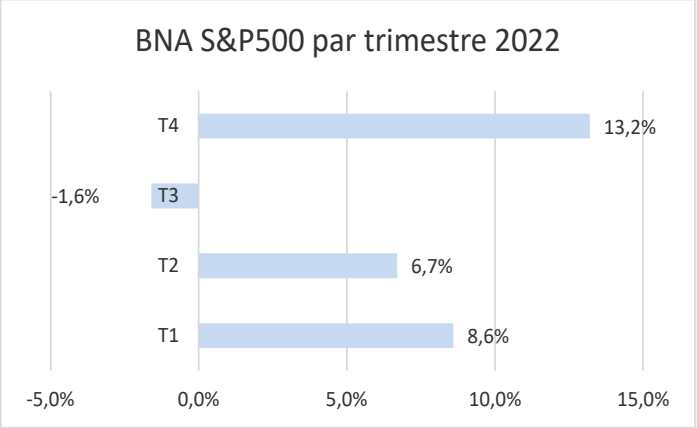
Mais elle va se normaliser et se confronter à plusieurs défis :

- Les problèmes de pénurie et de rupture dans les chaînes d'approvisionnement qui vont s'accentuer, avec un impact attendu fort début 2022 (Apple, secteur automobile),
- Les hausses de coûts et leur traduction dans les prix de vente, les gains de productivité n'étant le plus souvent pas suffisants pour absorber les surcoûts (transport, biens de consommation courante, secteur automobile…),
- Les tensions salariales, plus sévères encore dans les services (Walmart, Amazon, Starbuck).

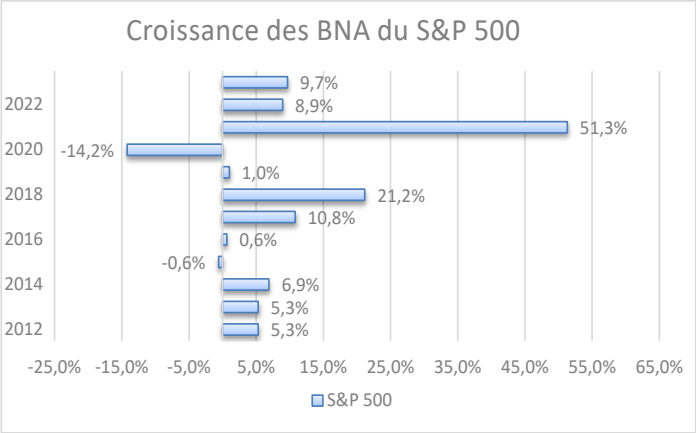
A ce stade, la hausse des BNA est attendue à +8,9% pour 2022 avec, par trimestre, une hausse de +8,6% au T1 puis +6,7% au T2.

Début de la saison de publication des résultats : vendredi avec JP Morgan, Citigroup et Well Fargo.
Attention aux éventuelles déceptions du fait de la valorisation déjà élevée du S&P00.

BNA 2022 / trimestre S&P 500 (Factset 31/12/2021)



BNA S&P 500 (Factset 31/12/2021)



S&P 500 : Performance par secteur – (Factset 31/12/2021)

	Market Cap	PER				EPS Growth			Net Div Yield	Croissance CA		
		2023	2022	2021	10Y moye	2023	2022	2021	2020	2023	2022	2021
S&P 500	100,00%	19,4x	21,2x	23,1x	16,9x	9,7%	8,9%	51,3%	1,47%	5,4%	7,4%	16,0%
S&P 500 / Consumer Discretionary -SEC	12,8%	27,7x	33,9x	45,1x	22,9x	22,4%	33,1%	72,9%	0,59%	10,3%	14,0%	18,2%
S&P 500 / Consumer Staples -SEC	5,8%	20,2x	21,8x	23,1x	18,7x	7,9%	6,0%	12,1%	2,67%	3,8%	3,8%	6,2%
S&P 500 / Energy -SEC	2,7%	12,2x	11,4x	14,4x	15,3x	-6,6%	26,5%	#####	4,79%	-1,5%	5,2%	58,5%
S&P 500 / Financials -SEC	10,8%	13,3x	14,8x	13,5x	12,5x	11,9%	-8,9%	65,4%	2,00%	5,5%	2,2%	8,2%
S&P 500 / Health Care -SEC	13,1%	16,8x	17,1x	18,4x	15,7x	1,3%	7,9%	25,0%	1,56%	3,5%	6,5%	14,0%
S&P 500 / Industrials -SEC	7,7%	17,6x	20,6x	27,9x	17,0x	17,6%	35,2%	105,6%	1,51%	5,4%	11,6%	14,2%
S&P 500 / Information Technology -SEC	29,3%	25,5x	28,5x	31,2x	17,4x	11,7%	9,8%	33,4%	0,91%	7,9%	9,2%	17,7%
S&P 500 / Materials -SEC	2,5%	17,2x	16,7x	17,3x	16,0x	-3,0%	3,7%	86,1%	1,81%	-0,1%	3,5%	26,3%
S&P 500 / Communication Services -SEC	10,1%	18,3x	20,9x	22,5x	18,9x	14,1%	7,2%	38,8%	0,89%	8,2%	7,9%	15,1%
S&P 500 / Utilities -SEC	2,5%	11,2x	11,7x	11,8x	16,9x	4,1%	1,4%	86,6%	3,53%	3,3%	1,4%	9,2%

Entreprises (3/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

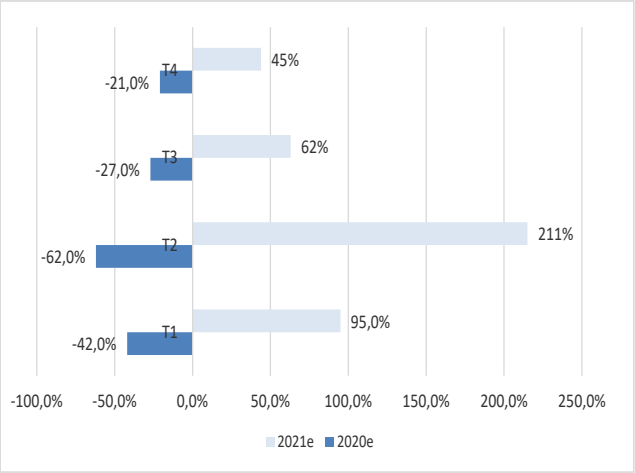
Stoxx 600 : une crise éclair, effacée en moins d'une année.

En Europe, les résultats qui étaient attendus en hausse de +35,6% début 2021 vont terminer l'année en hausse de +70%, soit des résultats qui vont s'afficher globalement +9% supérieurs à leur niveau de 2019 (vs -13% < attendu début 2021) avec :

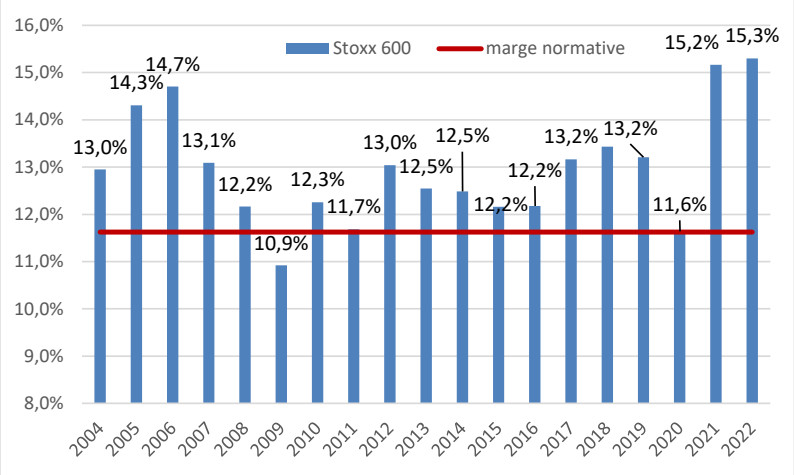
- Un rebond fort au T1 et T2 qui s'est prolongé au T3 du fait de la bonne gestion des vaccinations dans l'été et un T4 qui devrait confirmer une bonne dynamique malgré une forme d'inflexion en lien avec la vague épidémique de novembre/décembre et les problèmes de pénurie.
- Les révisions à la hausse les plus importantes pour le secteur du Pétrole, les Financières et les secteurs cycliques : Matières Premières, Automobile et Chimie.
- **Une formidable expansion des marges (MOP à 15,2% vs 13,2% en 2019**) bien qu'inégale entre secteurs.

Après 2 années de crise sanitaire, c'est donc bien **l'extraordinaire capacité d'adaptation des entreprises qui** ressort, lesquelles **ont su mettre en place**, bien au-delà des aides reçues (PGE, aides au chômage partiel, soutien à la consommation …), **de nouveaux modes de fonctionnement et d'organisation** (télétravail, digitalisation, délocalisation de certains emplois, baisse des besoins en bureaux…) **avec un impact probablement durable sur leur productivité et donc leur profitabilité.**

BNA Trimestre 2021 vs 2020 (Factset)



Stoxx 600, Marge opérationnelle (Factset)



Secteurs Cycliques	Révision prévisions résultats 2021 depuis 1 an	Révision prévisions résultats 2022
Automobile	**60,4%**	**35,5%**
Matières premières	**130,2%**	**95,8%**
Chimie	**35,9%**	**22,2%**
Construction & Matériaux	13,8%	14,8%
Industries & Services	26,9%	**22,9%**
Technologie	18,8%	12,5%
Hôtellerie	-2730,3%	-27,3%
Média	-1,4%	-0,9%
Secteurs Défensifs		
Agroalimentaire	3,4%	5,6%
Biens de consommation	6,7%	6,3%
Distribution	22,7%	15,9%
Santé	2,3%	-0,6%
Pétrole		
Pétrole	**104,3%**	**55,2%**
Rendement		
Immobilier	-6,0%	-2,2%
Opérateurs Télécom	33,7%	-2,2%
Services aux Collectivités	14,5%	11,3%
Finance		
Banques	**74,4%**	**26,2%**
Services Financiers	**43,7%**	**23,3%**
Assurances	2,3%	0,7%
Moyenne Stoxx 600	**30,3%**	**17,5%**

Entreprises (4/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

Des pression sur les marges en 2022 : une crainte légitime mais pas forcément fondée

A nouvelle année, nouveaux défis. **2021 a été l'année du redressement** spectaculaire **des chiffres d'affaires. 2022 sera principalement celle de la gestion des postes de charge** :

1/ hausse du coût des intrants et moindre protection des couvertures (au moins jusqu'à mi 2022 hors semi-conducteurs, segment qui restera tendu jusqu'en 2023) comme encore dernièrement évoqué par Assa Abbloy,

2/ goulots d'étranglement et ruptures d'approvisionnement (Trigano),

3/ fin des aides d'états et normalisation des postes de coûts (dépenses commerciales et marketing en particulier, inflation salariale).

4/ incertitudes sur la dynamique chinoise (difficultés pour Kone et Schindler au T3 qui pourraient se matérialiser plus nettement au T4).

Attention au diagnostique néanmoins : la demande est là et elle est forte, alimentée par rattrapage des dépenses de consommation et de services, un besoin de restockage et une hausse de l'investissement public.

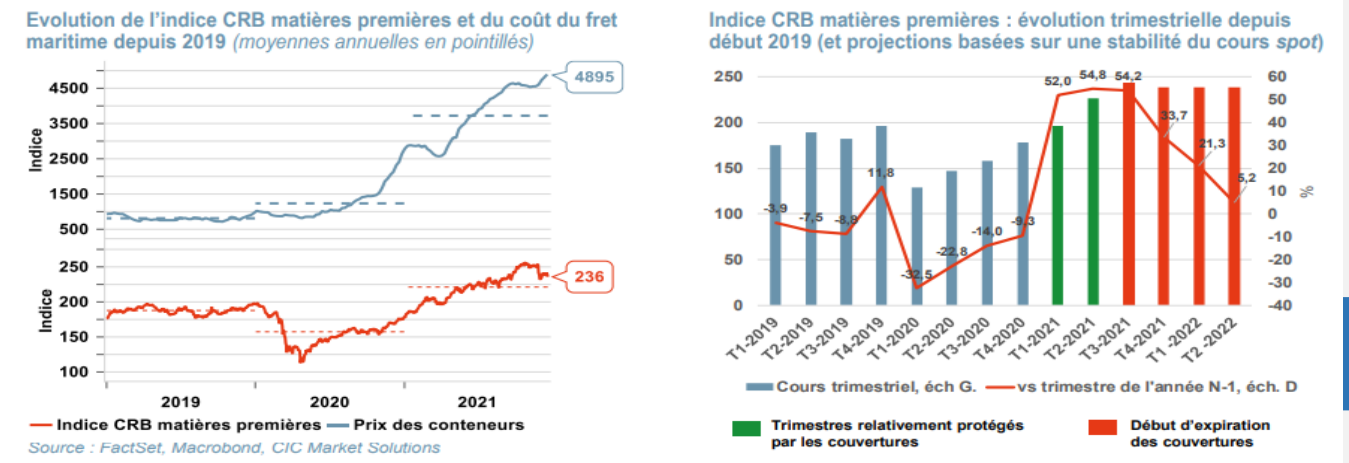
Le choc de demande aggrave la question de l'approvisionnement. En revanche il soutient le pricing power des entreprises, ce qui s'est largement traduit dans les comptes du S1.

La croissance va se normaliser donc décélérer ce qui est logique du fait des effets base. Mais elle va rester positive, amplifiée par l'inflation, dans un environnement porteur.

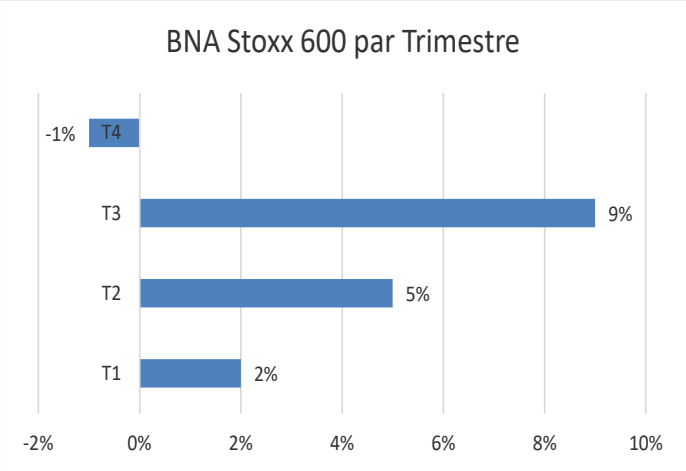
Dans ce contexte, les estimations du consensus, soit une croissance de +5,8% des BNA pour 2022 **nous paraissent conservatrices,** surtout si la croissance de la zone euro est au rendez vous (+5% attendue).

Le momentum devrait rester positif.

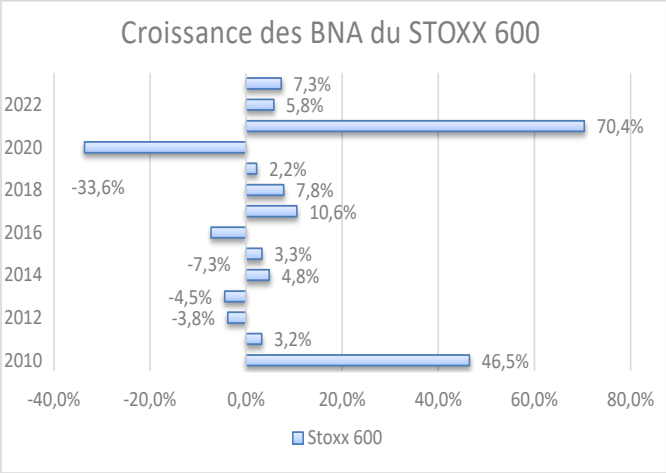
Coût des intrants



BNA Stoxx600 2022 par trimestre



BNA Stoxx 600 (Factset 31/12/2021)



Entreprises (5/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

Stoxx 600 : (Factset au 31/12/2021)

	Market Cap	PER				EPS Growth					Net Div Yield	Croissance CA		
		2023	2022	2021	10Y moye	2023	2022	2021	2020	2019	2020	2023	2022	2021
STOXX Europe 600	100,00%	**15,1x**	**16,2x**	**17,1x**	**14,5x**	**7,3%**	**5,8%**	**71,1%**	**-33,6%**	7,0%	**2,50%**	**3,2%**	**5,2%**	**14,4%**
STOXX Europe 600 / Automobiles & Parts (Capped	2%	6,7x	**7,4x**	8,0x	**8,9x**	10,0%	7,4%	698,7%	-77,8%	-35,8%	1,69%	6,2%	3,7%	10,4%
STOXX Europe 600 / Banks (Capped) - SS	7%	8,2x	**9,0x**	8,6x	**10,2x**	9,5%	-4,6%	124,5%	-49,8%	3,4%	2,41%	2,9%	1,1%	5,3%
STOXX Europe 600 / Basic Resources (Capped) - S	3%	10,1x	**7,8x**	6,2x	**12,0x**	-22,6%	-20,8%	189,1%	4,2%	-19,9%	3,83%	-7,4%	-0,4%	46,5%
STOXX Europe 600 / Chemicals (Capped) - SS	4%	19,2x	20,6x	20,9x	17,0x	7,2%	1,4%	54,2%	-8,2%	-14,2%	2,81%	2,6%	2,8%	22,9%
STOXX Europe 600 / Construction & Materials (Cap	3%	16,4x	18,4x	20,9x	16,1x	11,7%	13,9%	44,0%	-24,6%	14,4%	2,58%	3,9%	6,9%	8,0%
STOXX Europe 600 / Financial Services (Capped) -	4%	13,7x	14,5x	13,7x	14,2x	6,5%	-5,8%	21,7%	-12,7%	130,2%	2,34%	4,3%	3,0%	31,1%
STOXX Europe 600 / Food & Beverage (Capped) -	6%	22,0x	24,1x	27,2x	20,0x	9,6%	12,9%	22,9%	-23,9%	22,3%	2,10%	4,8%	7,1%	10,5%
STOXX Europe 600 / Health Care (Capped) - SS	**15%**	18,2x	20,3x	21,9x	16,8x	11,8%	7,7%	13,7%	-6,8%	16,7%	2,40%	5,6%	6,4%	11,4%
STOXX Europe 600 / Industrial Goods & Services (	**13%**	19,1x	20,4x	23,9x	16,9x	6,9%	16,9%	63,3%	-31,8%	12,9%	1,78%	4,7%	7,4%	18,0%
STOXX Europe 600 / Insurance (Capped) - SS	5%	10,1x	**10,7x**	11,5x	**10,2x**	6,6%	6,9%	35,5%	-22,5%	23,0%	5,12%	3,2%	4,2%	7,0%
STOXX Europe 600 / Media (Capped) - SS	2%	18,7x	20,8x	23,8x	15,6x	11,5%	14,1%	15,7%	-27,3%	4,4%	2,19%	5,6%	8,1%	10,2%
STOXX Europe 600 / Oil & Gas (Capped) - SS	4%	9,4x	**9,0x**	10,1x	**13,4x**	-4,1%	12,4%	1049,0%	-89,6%	21,9%	3,90%	-1,0%	4,2%	41,9%
STOXX Europe 600 / Personal & Household Goods	9%	21,4x	23,4x	25,9x	18,8x	9,6%	10,8%	30,4%	-22,3%	7,3%	2,12%	6,4%	7,9%	1,3%
STOXX Europe 600 / Real Estate - SS	2%	19,9x	21,4x	23,9x	19,0x	7,5%	12,0%	0,0%	-9,3%	7,4%	2,92%	4,7%	9,5%	4,3%
STOXX Europe 600 / Retail (Capped) - SS	2%	19,1x	21,1x	25,5x	21,5x	10,8%	20,7%	165,5%	-59,0%	6,5%	1,58%	7,3%	10,3%	25,2%
STOXX Europe 600 / Technology (Capped) - SS	7%	25,0x	29,8x	33,7x	21,2x	19,2%	13,1%	35,6%	-9,6%	6,5%	0,70%	9,1%	12,0%	20,2%
STOXX Europe 600 / Telecommunications (Capped	3%	13,3x	14,5x	11,9x	14,7x	8,9%	-17,7%	21,2%	10,0%	-15,2%	4,66%	1,4%	0,8%	2,1%
STOXX Europe 600 / Travel & Leisure (Capped) - S	1%	14,8x	26,4x	-19,4x	16,2x	78,7%	-173,2%	-50,2%	-233,4%	-8,5%	0,30%	14,7%	53,7%	11,3%
STOXX Europe 600 / Utilities (Capped) - SS	4%	15,0x	16,5x	16,9x	14,0x	9,8%	2,3%	32,8%	-21,2%	12,6%	4,16%	0,6%	3,2%	5,3%

Retail, Industrie, Media, Construction, Technologie vont tirer les croissances bénéficiaires en 2022.

En termes de valorisation, les secteurs « Value » présentent encore de fortes décotes par rapport à leur moyenne historique

Premières publications annuelles attendues en fin de semaine aux USA (banques); fin janvier/début février en Europe.

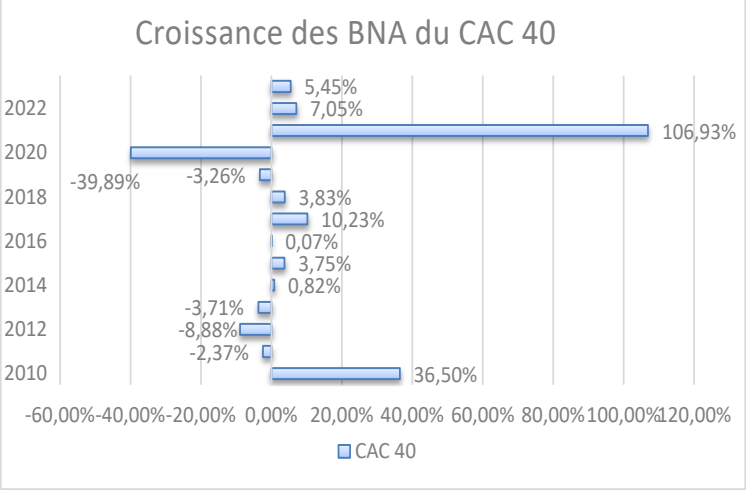
Entreprises (6/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

CAC40 au 31/12/2021

	Market Cap	PER				EPS Growth					Net Div Yield	Croissance CA		
		2023	2022	2021	10Y moye	2023	2022	2021	2020	2019	2020	2023	2022	2021
Cac 40	100,00%	15,5x	16,3x	17,5x	14,5x	5,5%	7,1%	106,9%	-39,9%	0,4%	**2,20%**	2,2%	7,1%	15,7%
Bouygues SA	12013,92	9,1x	11,0x	11,4x	14,0x	21,2%	3,9%	45,9%	-37,7%	10,6%	5,05%	6,2%	6,2%	7,2%
Air Liquide SA	73215,50	23,5x	25,5x	28,0x	19,9x	8,6%	10,0%	7,6%	8,4%	1,7%	2,05%	5,2%	6,2%	9,8%
Airbus SE	91295,76	17,5x	22,8x	28,9x	18,3x	30,5%	26,6%	195,9%	-76,2%	56,5%	0,0%	15,2%	14,7%	4,3%
Veolia Environnement SA	22811,04	16,6x	20,1x	25,1x	17,7x	21,3%	25,0%	87,2%	-32,7%	-5,3%	3,50%	5,5%	28,2%	6,9%
L'Oreal SA	237568,17	40,5x	44,2x	49,3x	27,3x	9,1%	11,6%	19,7%	-5,7%	16,4%	1,29%	6,8%	9,4%	13,9%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	368977,63	28,6x	31,4x	35,2x	21,4x	9,9%	12,2%	126,9%	-35,4%	40,8%	1,2%	8,4%	11,6%	39,2%
Safran S.A.	47030,43	20,6x	26,9x	41,8x	19,2x	30,8%	55,3%	37,5%	-68,7%	42,2%	0,37%	15,1%	18,3%	-5,6%
Thales SA	16160,34	10,4x	11,3x	13,1x	14,0x	8,9%	15,1%	34,1%	-33,4%	42,5%	2,35%	3,6%	5,9%	0,0%
Capgemini SE	36805,59	20,3x	22,8x	26,4x	15,3x	12,1%	15,9%	15,3%	13,0%	2,9%	1,54%	7,0%	8,3%	14,2%
Publicis Groupe SA	15017,10	11,2x	11,6x	12,2x	12,3x	4,3%	4,9%	15,9%	-14,9%	11,6%	4,9%	2,8%	4,0%	6,7%
Compagnie Generale des Etablissements Michelin S	26181,38	11,4x	12,5x	14,3x	10,3x	10,4%	13,7%	200,8%	-63,8%	3,2%	2,2%	3,8%	6,5%	12,8%
Pernod Ricard SA	55072,64	29,7x	29,7x	34,8x	20,2x	11,2%	17,1%	13,0%	-12,5%	11,6%	1,90%	7,0%	12,6%	4,5%
Renault SA	9290,12	3,7x	5,1x	13,9x	7,2x	38,4%	173,0%	-107,8%	5575,0%	-102,8%	0,00%	7,4%	10,9%	4,8%
VINCI SA	54900,14	13,5x	15,3x	22,0x	14,5x	12,7%	44,0%	95,9%	-62,2%	19,0%	2,51%	4,8%	12,0%	12,4%
Schneider Electric SE	99660,52	24,2x	26,9x	30,3x	16,1x	11,1%	12,5%	54,8%	-28,4%	24,9%	2,20%	5,3%	6,9%	14,3%
Vivendi SE	13275,02	18,3x	20,1x	23,8x	22,2x	9,7%	18,2%	138,6%	-24,1%	39,6%	2,27%	1,9%	4,3%	-41,2%
TotalEnergies SE	118792,91	8,3x	7,6x	8,2x	11,0x	-7,7%	7,6%	365,6%	-70,4%	18,7%	7,48%	-3,6%	6,4%	65,4%
Orange SA	25068,37	8,1x	8,7x	10,2x	11,6x	7,4%	17,1%	-39,5%	50,4%	11,9%	7,19%	0,9%	0,8%	0,3%
Hermes International SCA	162840,81	57,4x	63,9x	71,0x	38,5x	11,4%	11,0%	68,4%	-9,2%	24,8%	0,52%	9,7%	12,7%	40,6%
Alstom SA	11841,18	11,1x	14,6x	23,0x	16,1x	31,9%	57,2%	-12,4%	-13,3%	-3,8%	0,59%	6,5%	7,1%	77,6%
Dassault Systemes SA	67571,33	47,4x	52,8x	55,8x	31,0x	11,5%	5,7%	23,3%	3,3%	36,2%	0,3%	9,2%	10,1%	8,2%
Kering SA	88282,59	21,7x	24,4x	28,1x	17,4x	12,4%	15,5%	61,2%	-38,3%	61,0%	1,3%	8,2%	10,4%	29,5%
Carrefour SA	12507,44	9,3x	10,1x	11,5x	13,5x	8,3%	14,3%	12,1%	10,5%	12,8%	3,42%	3,1%	4,8%	2,6%
Sanofi	112872,33	11,5x	12,1x	13,7x	13,2x	5,1%	12,9%	10,8%	-2,2%	8,1%	4,07%	3,7%	5,9%	7,5%
STMicroelectronics NV	40064,63	18,8x	20,6x	25,1x	22,3x	9,5%	21,6%	78,8%	-4,9%	46,3%	0,47%	6,7%	10,3%	32,5%
Societe Generale S.A. Class A	25989,43	6,9x	7,6x	6,5x	8,5x	9,8%	-14,3%	402,3%	-76,3%	37,6%	3,23%	1,5%	-3,0%	14,0%
Eurofins Scientific Societe Europeenne	20497,16	29,8x	30,5x	23,7x	26,8x	2,5%	-22,4%	21,8%	79,8%	59,2%	0,99%	3,3%	-5,6%	19,1%
Danone SA	37815,66	15,1x	16,1x	17,0x	17,6x	6,5%	5,8%	-1,8%	-13,2%	10,3%	3,61%	3,0%	4,5%	1,3%
Teleperformance SA	23260,09	27,9x	31,1x	34,4x	18,6x	11,3%	10,6%	109,8%	-18,9%	28,2%	0,88%	8,3%	6,9%	21,5%
AXA SA	64169,04	8,5x	8,9x	9,5x	8,2x	4,9%	6,0%	54,0%	-33,0%	6,6%	7,33%	-7,1%	-3,3%	0,8%
EssilorLuxottica SA	82806,15	29,1x	32,3x	39,0x	26,8x	11,1%	20,7%	174,1%	-59,8%	15,8%	1,75%	5,8%	14,3%	34,2%
Credit Agricole SA	39660,72	7,8x	8,2x	7,8x	8,5x	4,5%	-4,5%	39,0%	-13,7%	24,1%	7,75%	2,5%	2,5%	7,7%
BNP Paribas SA Class A	75541,10	8,5x	8,9x	9,0x	8,6x	4,1%	1,7%	37,7%	-19,0%	3,0%	6,17%	2,1%	0,7%	4,7%
Compagnie de Saint-Gobain SA	32641,06	10,9x	11,8x	12,5x	12,7x	8,0%	5,9%	85,7%	-22,4%	19,3%	3,55%	3,7%	4,1%	14,1%
Legrand SA	27627,35	25,8x	27,6x	29,7x	20,1x	6,9%	7,6%	26,8%	-17,1%	20,9%	1,95%	5,2%	7,4%	13,4%
ENGIE SA.	32121,41	10,6x	10,8x	11,1x	12,5x	1,9%	2,7%	105,2%	-45,0%	-4,2%	4,2%	-6,7%	-0,9%	6,9%
ArcelorMittal SA	28118,19	5,7x	3,3x	2,4x	17,1x	-42,1%	-26,4%	-2316,9%	-294,9%	-92,4%	2,21%	-13,3%	-6,6%	53,3%
Worldline SA	14017,71	17,8x	21,1x	22,2x	27,4x	18,8%	5,4%	31,3%	8,0%	50,9%	0,00%	9,8%	13,1%	44,4%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Secs Cons	8703,73	7,6x	7,7x	9,1x	9,3x	1,5%	18,3%	-3,9%	-41,1%	2,7%	0,00%	-6,3%	6,8%	8,2%
Stellantis N.V.	54282,01	4,3x	4,6x	5,0x	5,5x	7,2%	9,9%	209,2%	-50,1%	25,5%	0,00%	6,5%	10,7%	71,0%

CAC40 au 31/12/2021 (Factset)



CAC 40

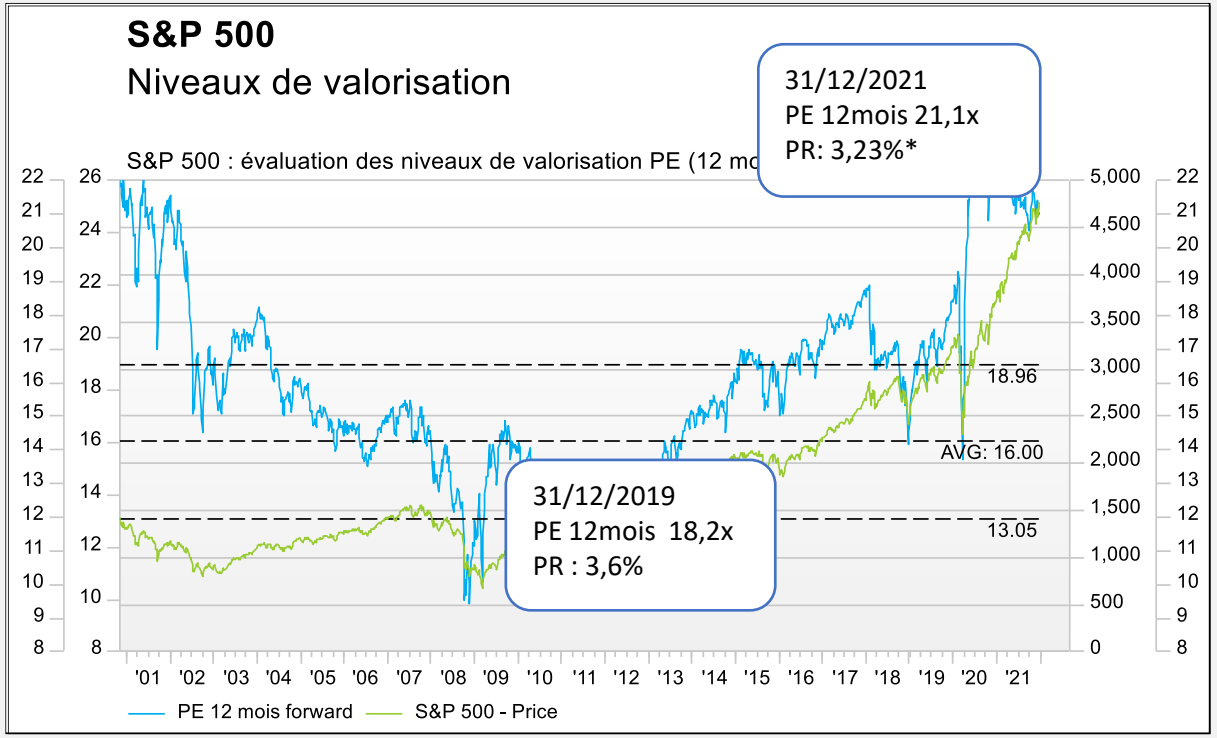
- Des BNA 2021 en hausse de 107% quand ils étaient attendus en hausse de +60% en début d'année, avec des situations contrastées d'une valeur à l'autre.
- Soit des résultats publiés qui ressortent +23% supérieurs à 2019 quand ils étaient attendus en retrait de -14,5% par rapport à 2019 en début d'année.
- 26 sociétés (en bleu) auront effacé le trou d'air 2020 dès 2021.

- Les valorisations reviennent progressivement sur leur niveau d'avant crise sanitaire. Mais un tiers des sociétés du CAC40 présentent encore une décote, souvent importante par rapport à leur prix moyen historique.

Des marchés actions bien valorisés mais au rendement encore attractif (1/3)

FINANCIÈRE D'UZÈS

S&P 500 au 31/12/2021 (Factset) : peu de place pour une déception sur les résultats



*Prime de risque : calculée comme (1/PE12mois – Tx 10 ans)
10 ans US à +1,51% au 31/12/2021 vs +0,92% au 31/12/2020 et +1,92% au 31/12/2019).

- PE 12 mois à 21,1x, > à la moyenne historique et > à son niveau d'avant Covid, avec une distorsion importante liée à la forte pondération des Technos (PE 12 mois 28,5x, 30% de la CB).
- Prime de risque faible (3,23%), < à sa moyenne historique.

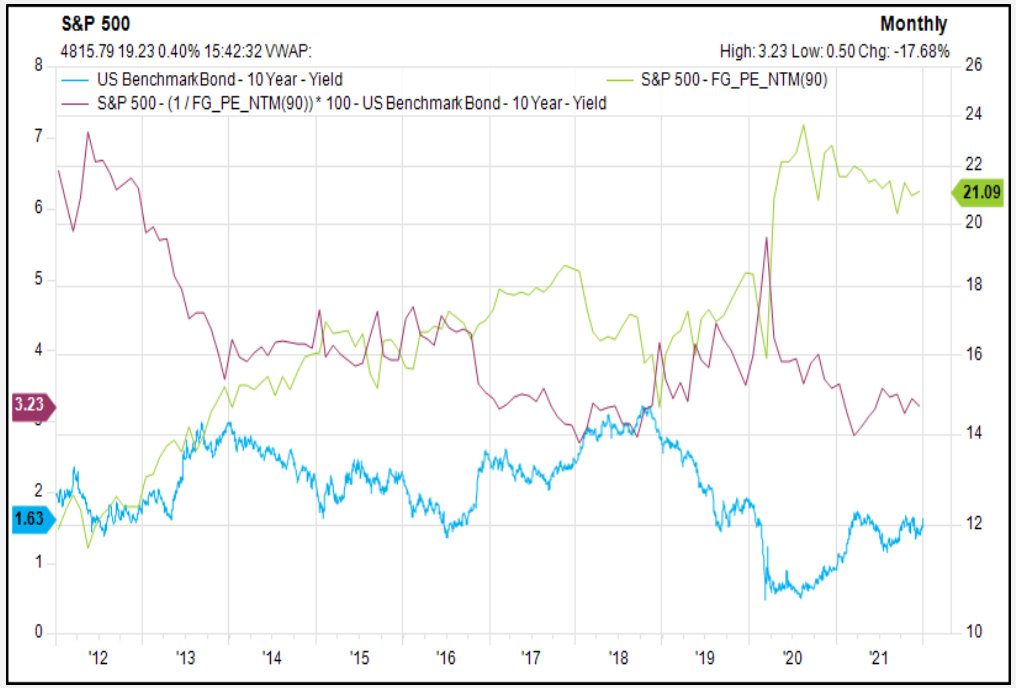
A SURVEILLER :

1/ l'évolution des taux longs qui feront mécaniquement pression sur la PR en remontant.
2/ la fiscalité, non intégrée dans les prévisions de BNA (projet de réforme fiscale Biden toujours en débat; IS proposé à 26,5% vs 21%).

S&P 500 – Multiples au 31/31/2021 (Factset)

Valuation	2021	2022	2023
PE	23,13x	21,23x	19,36x
EV/EBIT	22,04x	19,46x	18,10x
EV/EBITDA	16,44x	14,77x	13,82x
EV/SALES	3,60x	3,34x	3,17x
PS	3,08x	2,87x	2,72x
PB	4,94x	4,51x	4,11x

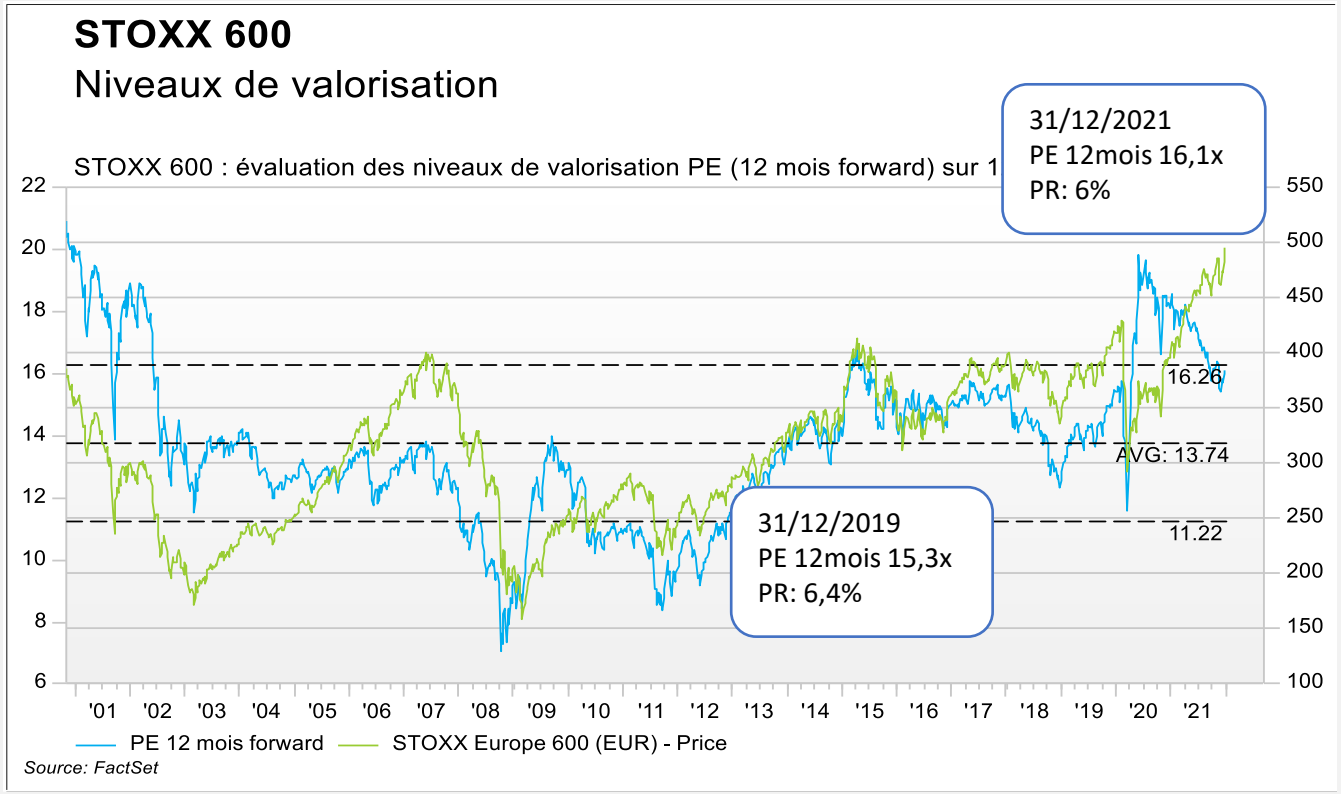
Ecart de rendement S&P 500/10ans US (Factset au 31/12/2021)



Valorisation (2/3)

FINANCIÈRE D'UZÈS

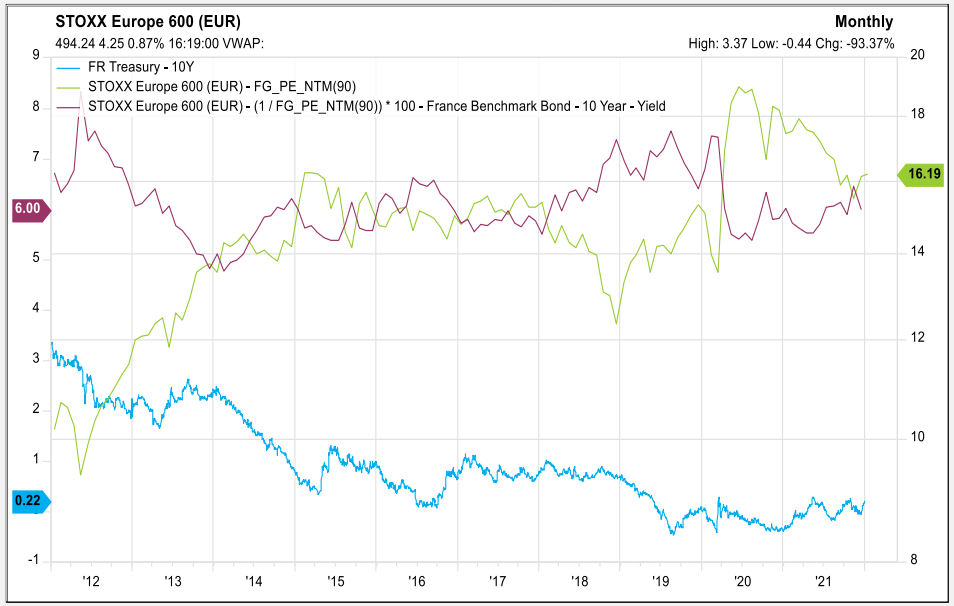
Stoxx 600 au 31/12/2021 (Factset) : un rendement implicite encore confortable



Stoxx 600 au 31/12/2021 (Factset)

Valuation	2021	2022	2023
PE	17,13x	16,20x	15,10x
EV/EBIT	16,13x	15,10x	14,48x
EV/EBITDA	10,84x	10,25x	9,88x
EV/SALES	2,22x	2,10x	2,04x
PS	1,71x	1,62x	1,57x
PB	2,22x	2,09x	1,97x

Ecart de rendement Stoxx600/OAT 10 ans (Factset au 31/12/2021)



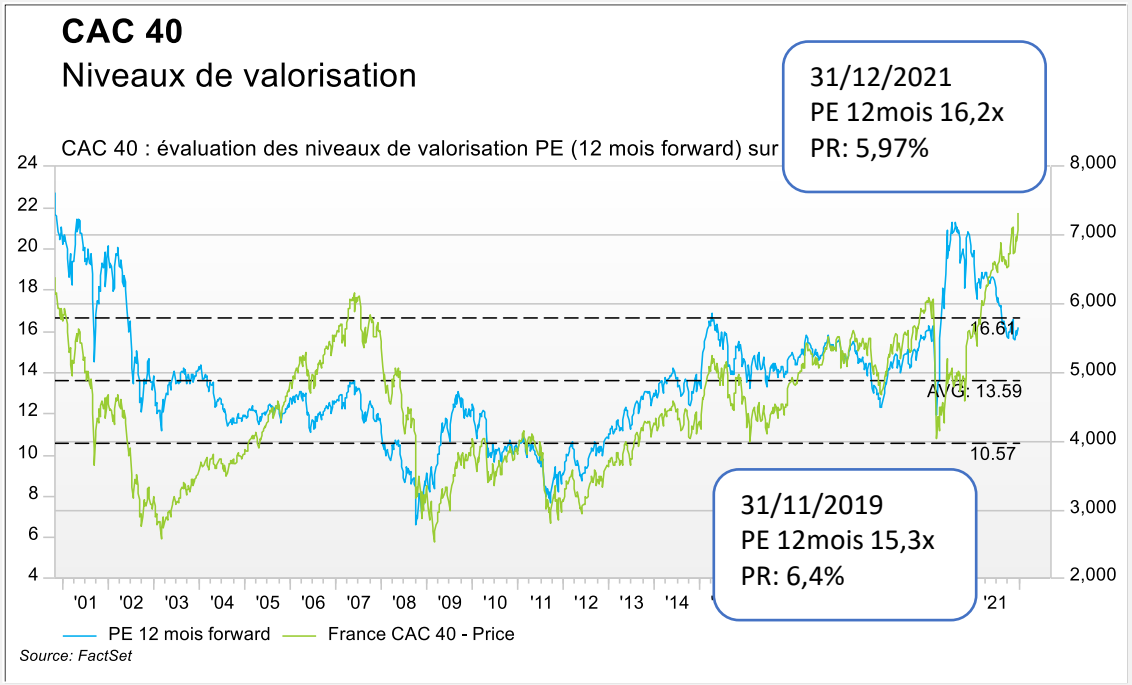
OAT 10 ans Fr : +0,2% vs -0,3% au 31/12/2020 et +0,12% au 31/12/2019
Bund All : -0,18% au 31/12/2021 vs -0,6% au 31/12/2021 et -0,19% au 31/12/2019

- PE 12 mois en phase de normalisation à 16,1x, de retour dans sa moyenne de LT, mais une forte dispersion et un vrai clivage selon les thématiques (Value/Growth, Covid/non Covid, ESG compatible ou non ...).
- Avantage à l'Europe vs les USA.
- Prime de risque à +6%, soit un rendement encore confortable par rapport aux marchés de taux.

Valorisation (3/3)

FINANCIÈRE D'UZÈS

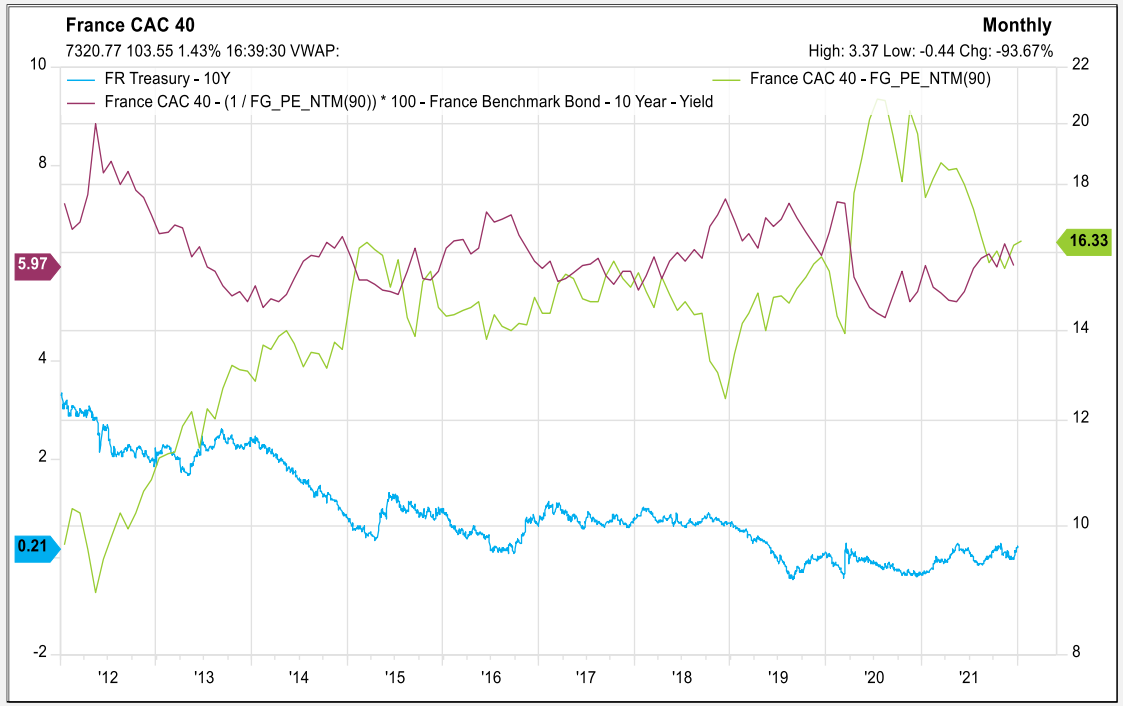
CAC 40 au 31/12/2021 (Factset)



CAC 40- Multiple au 31/12/2021 (Factset)

Valuation	2021	2022	2023
PE	17,49x	16,34x	15,49x
EV/EBIT	15,63x	14,37x	13,99x
EV/EBITDA	10,78x	10,00x	9,67x
EV/SALES	2,10x	1,94x	1,90x
PS	1,69x	1,57x	1,54x
PB	2,28x	2,12x	1,98x

Ecart de rendement CAC 40/OAT 10 ans (Factset au 31/12/2021)



- PE 12 mois à 16,2x, sur sa moyenne de LT avec une forte dispersion entre valeurs Value et valeurs de croissance.
- Prime de risque à 5,97%, en léger retrait mais permettant d'offrir un rendement toujours très supérieur aux marchés de taux.

Des incertitudes mais de solides fondamentaux

FINANCIÈRE D'UZÈS

La croissance va ralentir au T1 pour réaccélérer ensuite
Omicron va fragiliser de nombreux pays à CT mais les derniers éléments sont encourageants.
Un ralentissement est à attendre au T1, suivi d'une phase de rattrappage, probablement dès le T2

De solides fondamentaux et une croissance supérieure à son potentiel
En 2022, la demande va rester forte dans les économies avancées soutenue par :
1/ une épargne abondante
2/ un besoin important de restockage
3/ la vigueur de l'investissement public
La croissance va fortement ralentir en Chine. Mais le pays devrait pouvoir éviter un attérissage brutal

Le momentum des résultats va rester positif et un soutien au marché
La croissance des résultats se normalise et va décélérer.
En revanche le consensus nous semble trop prudent alors même que les entreprises se sont tréorganisées et se retrouvent plus productives en sortie de crise.

Les taux longs, clé des marchés en 2022
L'inflation accélère et se diffuse, en particulier aux USA.
Pour les banques centrale, la question devient prépondérante avec un double constat : une forme de tolérance à son égard et la nécessité d'accélérer la sortie des politiques monétaires.
Les liquidités vont donc diminuer et les taux longs remonter avec pour principale incertitude le rythme de remontée des taux

De l'espace pour une certaine hausse des taux d'interêt
Le problème est moins celui de l'ampleur de la hausse des taux que celui de sa brutalité :
1/ une hausse des taux progressive et contenue qui reste notre hypothèse centrale ne stoppera pas la reprise
Les politiques monétaires restent accomodantes, les taux d'intérêt réels à un niveau historiquement bas, les conditions de crédit favorables.
2/ le risque se poserait dans l'hypothèse d'une inflation plus forte et d'un contexte de normalisation des politiques monétaires plus rapide qu'anticipé par les marchés.

Toujours peu d'alternatives aux marchés actions
Nous abordons 2022 avec prudence.
Les valorisations ont retrouvé leur niveau d'avant crise et les retraits de liquidités des banques centrales vont amener de la volatilité. En revanche nous ne pensons pas à une remise en question de la tendance haussière du marché.
Les marchés actions conservent des atouts :
1/ un rendement largement positif, sans vraie altenative de placement,
2/ une protection naturelle contre l'inflation au travers des séquences bénéficiaires des entreprises (pricing power),
3/ une forte dispersion des valorisations entre secteurs permettant de dégager de vraies opportunités pour 2022.

Quelques idées d'investissement pour le 1T 2022

FINANCIÈRE D'UZÈS

Sous-Performance	En ligne	Sur-performance
Mines/ Aciers Tubes/Chimie (+) Rio Tinto, BHP Group, BASF, Lanxess, Evonik, K+S, Arcelor Mittal	**Automobile Equipementiers** (+) Faurecia, SAF Holland, Elringklinger	**Banques/ Assurances** (+) BNPP, Credit Agricole, Intesa SanPaolo, Scor
Papiers & Emballages	**Semi-Conducteurs** (+) STM, AMD, ams, ASML, Siltronic, Aixtron	**Media** (+) TF1, Criteo, WPP
Dispositifs médicaux (+) Eurofins	**Tabac** (+) British American Tobacco	**Automobile / Pneumaticiens** (+) Daimler, Stellantis, BMW, Continental, Goodyear
Telecom	**Infrastructures** (+) Vinci, Eiffage	**Transport** (+) easyJet, ID Logisitcs, STEF
Les Cliniques de soin (+) Orpéa	**Boissons** (+) ABInbev, Heineken	**Aéronautique/ Défense** (+) LISI, Safran, MTU
Pharmacie	**Biens d'équipement** (+) Quadient, Manitou, Duerr et Legrand, Prysmian, Rexel	**Services** (+) Derichebourg, Elis, ISS, Prosegur
Utilities (+) Iberdrola, Veolia	**Energies Renouvelables** (+) Orsted, Albioma	**Matériaux de construction** (+) Saint-Gobain
Food & HPC (+) Danone	**Luxe** (+) LVMH, Richemont, Hermes, Capri	**Biens de consommation** (+) SEB, Trigano, Bénéteau
Distribution alimentaire (+) Carrefour, Tesco	**Loisirs - Hôtels** (+) Amazon.com, Netlfix, NVIDIA, Twitter	**Jeux vidéo** (+) Ubisoft
	Logiciels (+) Dassault Systemes, Salesforce, Amadeus	
	ESN (+) Capgemini, Alten, Aubay	
	Technos (+) Amazon.com, Netlfix, NVIDIA, Twitter	
	Paiement (+) Nexi, Edenred, Adyen	
	Pétrole (+) BP, TotalEnergie, Royal Dutch, Schlumberger	

Banques Centrales : la FED accélère, la BCE temporise…(1/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

La FED adopte un positionnement résolument plus conservateur justifié par l'évolution du contexte économique et les pressions inflationnistes que le variant Omicron pourrait renforcer. Dans ce contexte, elle pourrait **engager plus rapidement qu'anticipé la réduction de son bilan (dès le S2/22) qui s'élève à 8700mds$, un record historique.**

Lors de son dernier comité de politique monétaire de l'année (15/12/21), **la FED a confirmé son intention d'accélérer le retrait de ses mesures ultra-accommodantes** pour tenir compte de « l'évolution de l'inflation et de la nouvelle amélioration du marché du travail ».
A l'unanimité, les membres de la FED ont entériné un **doublement de la réduction des achats d'actifs à 30mds$ par mois à compter de janvier 2022** contre 15mds$ en novembre et décembre 2021.
A ce rythme, **le programme de quantitative easing prendra fin en mars ouvrant la voie à une nouvelle séquence de hausse graduelle des taux directeurs avec une prévision médiane à 0.9% fin 2022** (3 relèvements de 25bps sont à ce stade anticipés sur 2022 par 12 des 18 membres de la Fed). Prochaine réunion, le 26 janvier 2022.

Dans ses nouvelles prévisions, la Réserve Fédérale table sur une **inflation hors alimentation et énergie de 2,7% en 2022** vs. 2,3% dans ses prévisions de septembre et 2.1% en 2024. Pour 2021, l'inflation core est attendue à 4.4% vs. 4,5% en novembre (indice PCE). La croissance du PIB pour 2021 a été révisée à la hausse : +4% vs. 3.8% en septembre dernier. Sur le **front de l'emploi, amélioration continue** avec un **taux de chômage à 3,9% fin décembre.** La FED tablait sur 3,5% (vs. 3.8% projeté en septembre 2021).

Sources : Thomson Reuters, Oddo BHF Securities

Lors de sa réunion du 16 décembre dernier, **la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés et annoncé 4 grandes décisions actant le retrait très progressif de sa politique monétaire ultra-accommodante :**

1. **Le programme d'urgence** se poursuivra au T1'22 mais sur un rythme plus faible qu'aux précédents trimestres et **se terminera en mars 2022. Au-delà de mars, le PEPP restera « dormant » et pourra être réactivé** en cas de fragmentation financière
2. **Le réinvestissement des coupons et obligations arrivées à maturité s'effectuera au moins jusque fin 2024** (vs. 2023 initialement) avec un degré de **flexibilité permettant notamment à la Grèce de continuer de bénéficier des achats de la BCE** malgré un rating toujours non Investment Grade qui la rend inéligible au programme classique APP
3. Pour assurer la transition, **le programme APP sera porté de 20 à 40mds€ par mois à compter d'avril 2022 et sera réduit progressivement** d'ici le T3'2022 pour revenir à 20mds€ dès octobre 2022 puis à zéro fin 2022
4. Arrêt en juin 2022 des conditions spéciales accordées aux banques via le TLTRO III

Notons que l'arrêt du PEPP en mars prochain n'aura qu'un impact limité sur les rendements souverains. **L'Eurosystème continuera d'acheter près de 90% des émissions nettes de dettes souveraines en 2022.**
Un relèvement des taux directeurs en 2022 est jugé peu probable. Il devrait intervenir peu après la fin du quantitative easing.

Dans ses nouvelles prévisions économiques, **la BCE a sensiblement revu à la hausse l'inflation attendue en 2022 : 3.2% vs. 1.7% précédemment,** pour refléter la pression haussière sur les prix de l'énergie et les tensions sur l'offre. En décembre 2021 le CPI atteint 5% et 2,6% hors alimentation et énergie.

Révision des prévisions de la BCE

en %	2021		2022		2023		2024	
	déc-21	Sept-21	**déc-21**	Sept-21	**déc-21**	Sept-21	**déc-21**	Sept-21
PIB	**5.1**	5	**4.2**	4.6	**2.9**	2.1	**1.6**	/
Inflation	**2.6**	2.2	**3.2**	1.7	**1.8**	1.5	**1.8**	/

Source : BCE, Uzès Gestion

Taux : repentification des courbes (2/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

VALORISATIONS -

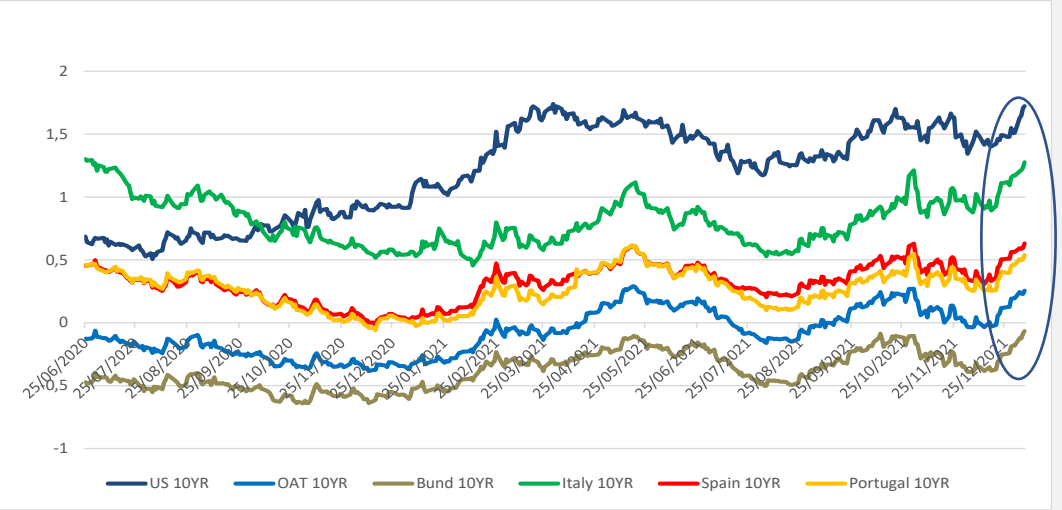
Alors que le retour du risque sanitaire s'est traduit par une nouvelle pression baissière sur les taux jusque mi-décembre, **le discours moins volontariste des banques centrales face à la persistance d'une inflation élevée et à la solidité de la reprise économique, a déclenché un mouvement haussier sur les rendements souverains.**

Aux Etats-Unis, le rendement des Treasuries à 10 ans s'est tendu de 7pb sur le mois de décembre pour terminer l'année à 1.51% (vs. 0.91% début 2021 et un pic à 1.74% en mars 2021).
La courbe a accentué le mouvement d'aplatissement observé en novembre via une remonté des taux courts (+17pb sur le 2 ans à 0.73%), plus sensibles aux dernières annonces de la Réserve Fédérale.
Au 31/12/21, la pente de la courbe (spread 2/10 ans) s'élève à 78pb vs. 88pb fin novembre.

En Zone Euro, la détente des rendements souverains à 10 ans observée en novembre s'est également interrompue. Dans le sillage de la hausse des anticipations d'inflation et en l'absence d'achats de la BCE entre le 21/12 et le 03/01, **les taux sont repartis à la hausse : +17 pb pour le bund allemand à -0.18%** (vs. -0.60% début 2021 et un pic à -0.09% en octobre 2021) ; **+19pb pour l'OAT 10 ans à 0.19%** (vs. -0.37% début 2021 et un pic à 0.29% en mai 2021).
Les taux périphériques se sont tendus dans les mêmes proportions : +20pb pour l'Italie à 1.16%, +17pb pour l'Espagne à 0.56% et +14pb pour le Portugal à 0.46%.

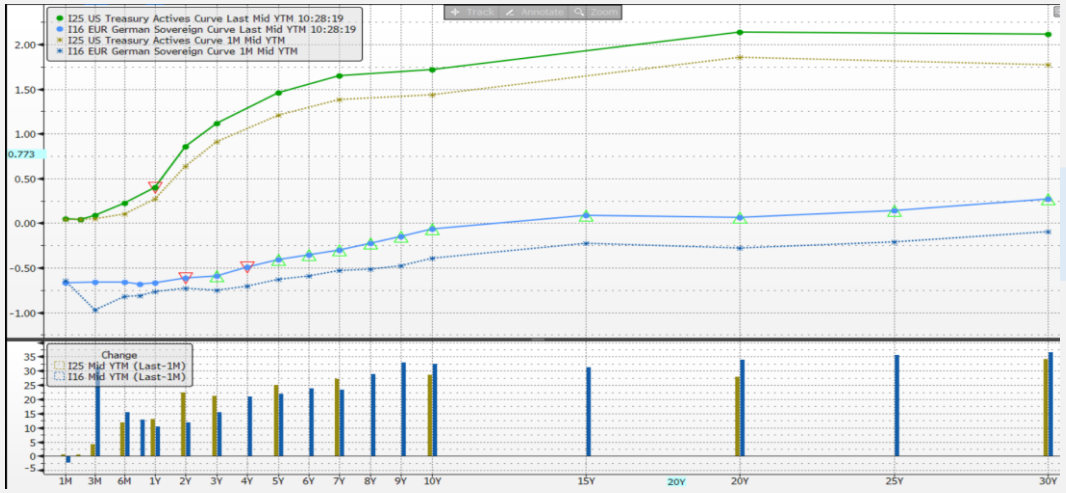
Les taux entament donc 2022 sur biais haussier que le retrait progressif des banques centrales devrait alimenter tout au long de l'année en fonction de l'évolution de l'inflation et de la croissance, toutes choses égales par ailleurs

Rendement des taux souverains à 10 ans



Source : Bloomberg- Uzès Gestion

Evolution des courbes de taux américains et allemands



Source : bloomberg,

Taux : repentification des courbes (3/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

VALORISATIONS -

Anticipations taux 2022 – CIC (au 10/01/2022)

Taux d'intérêt	Déc-20	Déc-21	Mar-22e	Jun-22e	Sep-22e	Déc-22e
Taux directeurs						
BCE - taux de refi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
BCE - taux de dépôts	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
BOE	0,10%	0,25%	0,25%	0,50%	0,50%	0,75%
BNS	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%
Fed - borne basse	0,00%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	0,75%
Fed - borne haute	0,25%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,00%
BoJ	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Taux courts						
€ster	-0,58%	-0,59%	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,55%
Euribor 3 mois	-0,55%	-0,57%	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,55%
Taux souverains à 2 ans						
Allemagne	-0,71%	-0,64%	-0,55%	-0,50%	-0,40%	-0,40%
France	-0,64%	-0,70%	-0,50%	-0,45%	-0,35%	-0,35%
Royaume-Uni	-0,05%	0,67%	0,90%	1,00%	1,10%	1,10%
Suisse	-0,78%	-0,70%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%
Etats-Unis	0,13%	0,73%	1,00%	1,10%	1,20%	1,30%
Japon	-0,12%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Taux souverains à 10 ans						
Allemagne	-0,56%	-0,21%	0,00%	0,10%	0,20%	0,20%
France	-0,33%	0,10%	0,40%	0,40%	0,50%	0,50%
Royaume-Uni	0,19%	1,02%	1,30%	1,40%	1,50%	1,50%
Suisse	-0,53%	-0,13%	0,10%	0,00%	0,10%	0,10%
Etats-Unis	0,93%	1,52%	1,80%	1,90%	2,00%	2,10%
Japon	0,02%	0,07%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%

Source : HSBC

Source : CIC Market Solutions

Inflation Euro (courbe bleue) et US (courbe blanche) 5ans/5ans

Source : Bloomberg

Anticipations taux US 2022 - HSBC (au 07/12/2021)

End of 2022 curve		1-year	2-year	3-year	5-year	10-year
Yields on 12/01/2021		**0.25%**	**0.59%**	**0.87%**	**1.19%**	**1.46%**
Forward		0.97%	1.22%	1.37%	1.53%	1.70%
Consensus		--	0.91%	--	1.52%	2.03%
Hawkish data	HSBC then 100bp/yr to 2.75%*	0.93%	1.50%	1.87%	2.18%	2.41%

Source : HSBC

Marchés de crédit : potentiel de resserrement limité mais réel (4/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

VALORISATIONS =

Les inquiétudes suscitées par l'émergence du variant Omicron n'auront été que de courte durée. L'ensemble des compartiments du marché du crédit a profité du regain d'appétit pour le risque. Après avoir touché leur point haut de l'année au 30/11/2021, **les spreads se sont sensiblement resserrés.**

- Sur le marché des obligations Investment Grade, l'iTraxx Main s'est resserré de10pb à 48pb au 31/12/2021.
- Sur le segment des obligations à haut rendement, l'iTraxx Xover s'est resserré de 44pb à 242pb au 31/12/2021.
- Sur les obligations financières, les senior se sont resserrées de 13bp à 55 pb et les subordonnées de 21pb à 108pb.

Compte tenu du faible niveau du taux de défaut en Europe (1.5%), les spreads de crédits conservent un potentiel de resserrement certes limité mais réel. Pré-crise Covid, le Xover s'établissait à 210pb en février 2020…
Dans un contexte haussier taux, nous continuons de privilégier les subordonnées d'assurance et les obligations à Haut-Rendement de maturités courtes.

Spread iTraxx Main (IG) vs. cash bonds

Source : bloomberg

Spread iTraxx Xover (HY) vs. cash bonds

Source : bloomberg

Le taux de défaut global a effacé la pandémie (5/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

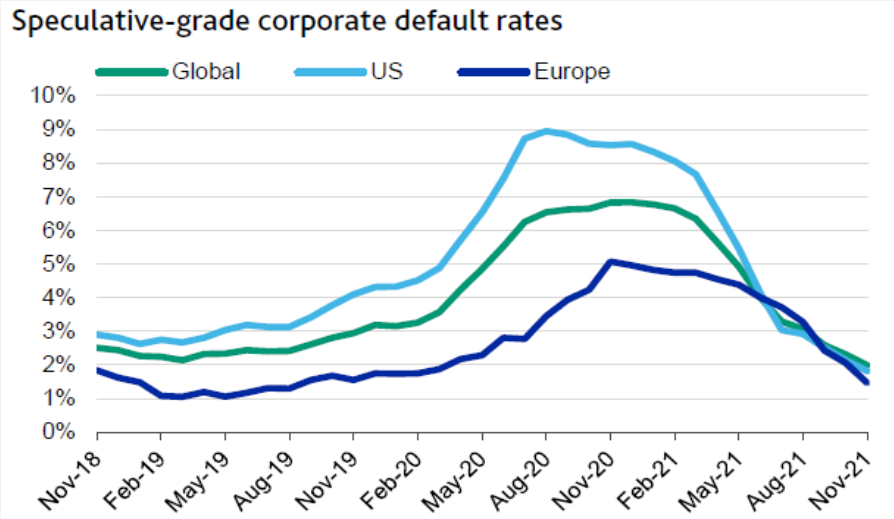
FONDAMENTAUX +

Selon le dernier rapport de Moody's, **le taux de défaut global s'élève à 2% fin novembre** (vs. 6.7% en janvier 2021), sous son niveau pré-pandémie (3.3%). Quatre émetteurs ont fait défaut en novembre (1 en Argentine, 1 en Chine et 2 aux Etats-Unis), portant **le nombre de défauts à 49 depuis le début de l'année vs. 200 pour la même période en 2020.**
A fin novembre 2021, on compte **23 défauts aux Etats-Unis, 10 en Europe, 9 en Asie-Pacifique, 6 en Amérique latine et 1 au Canada. Les secteurs** les plus touchés restent **les services** et le **pétrole & gaz.**
L'agence anticipe toujours **un taux de défaut global fin décembre 2021 à 1.7%,** soit bien en-deçà de sa moyenne de long terme (4.2% depuis 1983), **1.4% aux Etats-Unis et en Europe.**

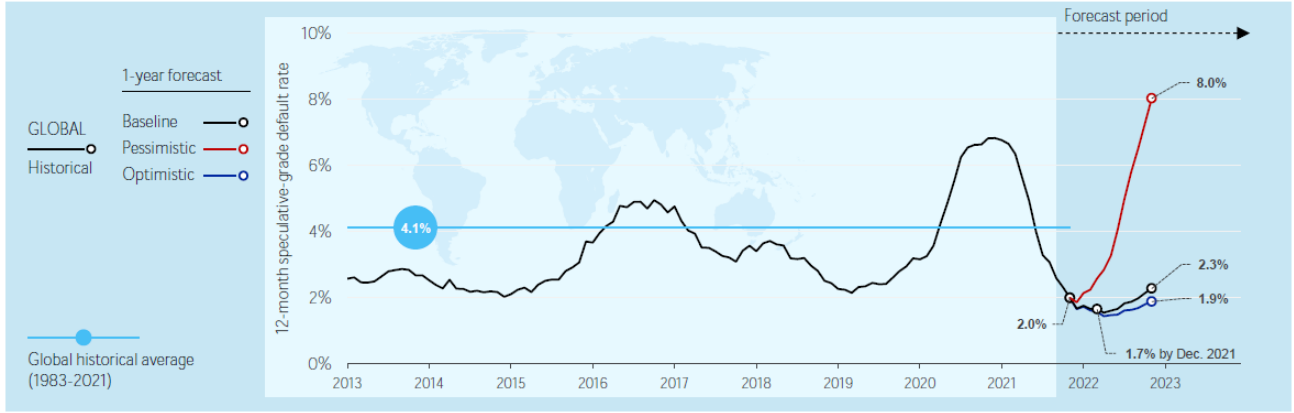
Trailing 12-month speculative-grade default rate baseline forecasts by region

Region	12/31/2021	1/31/2022	2/28/2022	3/31/2022	4/30/2022	5/31/2022	6/30/2022	7/31/2022	8/31/2022	9/30/2022	10/31/2022	11/30/2022
Global	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%
US	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%
Europe	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.2%	1.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%

Source: Moody's Investors Service



Source: Moody's Investors Service



Company	Default event	Default amount*	Specific industry	Domain
Riverbed Technology, Inc.	Prepackaged Chapter 11	$9	High Tech Industries	United States
Yango Group Co., Ltd	Distressed Exchange	$700	Construction & Building	China
Generacion Mediterranea S.A	Distressed Exchange	$269	Energy: Electricity	Argentina
Gulf Finance, LLC	Distressed exchange	$1,550	Energy: Oil & Gas	United States

* Defaulted bonds in $ millions.

Marché primaire : forte dynamique pour le High Yield et les formats ESG (6/6)

FINANCIÈRE D'UZÈS

TECHNIQUES =

Sur l'ensemble de l'année 2021, **le total des émissions primaires atteint 437 mds€ en baisse de 13% par rapport à 2020**, année historique avec un volume de 504mds€. Le bilan demeure tout à fait honorable et proche de celui de 2019 (précédent record avec 442mds€).

Sans surprise, le compartiment des émetteurs **Investment Grade** s'est taillé la part du lion avec **plus de 70% des nouvelles émissions.**

Le compartiment des émetteurs à **Haut Rendement** s'est particulièrement distingué avec une **hausse de 46% à 107mds€ soit 25% des volumes émis** vs. 15% en 2020.

La maturité moyenne des nouvelles émissions ressort à 8.2 années

Au plan sectoriel, **foncières, utilities et télécoms** occupent les trois places du podium avec respectivement 15%, 13% et 9% des émissions. Au plan géographique, émetteurs américains et allemands font jeu égal avec 16% des volumes chacun suivis par les français avec 14%.

Les volumes d'émissions ESG (Green bond, sustainable, sustainability-linked, social, et transition bonds) **ont été multipliés par 3 en 2021** à 119mds€ vs. 45mds€ en 2020.
Le fait marquant est le fort développement des obligations au format SLB (sustainability-linked bonds) avec 43mds€ d'émissions vs. 5mds en 2020.

Au 30/11/2021, **le portefeuille PEPP atteint 1547mds€ soit 84% de l'enveloppe totale** de 1 850 mds€. Au cours du mois de novembre, les achats totaux de la BCE se sont élevés à 89mds€ (dont 21mds€ au titre de l'APP et 68mds€ pour le PEPP) vs. 91mds€ en octobre.

Alexandre Perricard

Performances des indices obligataires YTD au 31/12/2021

	Total Return % 31/12/2020 31/12/2021	YTW% 05/01/2022	Duration 05/01/2022
EMPRUNTS D'ETATS ZONE EURO			
Merrill Lynch all mat	**-3,39**	0,18	8,6
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES EURO			
Merrill Lynch Euro IG non-financial	-1,24	0,55	5,81
Merrill Lynch Euro IG corp	-1,02	0,53	5,30
Merrill Lynch Euro High Yield	**3,35**	2,82	3,42
Merrill Lynch Non-Financial Sub.	1,49	1,58	4,44
OBLIGATIONS FINANCIERES			
Merrill Lynch Contingent Cap	2,72	2,19	4,53
OBLIGATIONS USD			
Merrill Lynch 3-5 Yr US Treasury	-1,96	1,3	3,88
Merrill Lynch US IG Corp	-0,95	2,49	8,22
Merrill Lynch US cash pay High Yield	5,29	4,37	4,1

Source : bloomberg – Uzès Gestion

- **Best performer € YTD** : obligations HY : **+3,35%.**
- **Worst performer € YTD** : emprunts d'Etat toute maturité : **-3,39%**

CAC 40 (7219) : Test positif

FINANCIÈRE D'UZÈS

Il n'y aura pas eu de pause durant les fêtes. Du 20 décembre au 5 janvier, le CAC40 a profité de l'absence de volumes pour inscrire un record historique à 7384 avant de rouler sur un dos d'âne et de finir la première semaine de 2022 avec juste une légère progression.

Le trou d'air du 6 janvier pourrait avoir des conséquences négatives. Il oblige à cibler les niveaux de supports potentiels. Le premier à 7200 correspond à la consolidation logique d'un mouvement de très court terme avec le retour sur les derniers plus hauts de fin 2021. Tant qu'il tient, pas besoin de s'alarmer outre mesure.

Mais le support du canal haussier dans lequel évolue l'indice depuis plus d'un an se trouve sur la zone des 7000 et le tester n'aurait rien d'illégal. Sa cassure mettrait fin à la tendance haussière sur cette unité de temps et laisserait filer le marché en mode « range » avec plus de volatilité et des successions de vagues haussières puis baissières.

Les oscillations de MACD qui se retournent actuellement sous le support d'impulsion pourraient être le signal. Celui-ci ayant déjà précédemment parfaitement fonctionné. Et en cas de nouveau test positif, l'objectif serait sur les 6800.

Bien décidés à emm…bêter les acheteurs euphorisés et inconscients des risques de marché, les vendeurs ont une nouvelle occasion de reprendre la main.

Olivier d'Angelin

ANNEXES – Statistiques CAC All-Tradable (FactSet)

FINANCIÈRE D'UZÈS

Performances

Sociétés	Performance YTD	Cours au 31-déc.-21	Extrêmes 12m + bas	Extrêmes 12m + haut
Valneva SE	+216,1%	24,5 €	7,4 €	28,5 €
Vivendi SE	+126,3%	11,9 €	10,5 €	33,4 €
Virbac SA	+78,4%	424,5 €	202,5 €	443,0 €
Societe Generale S.A. Cla	+77,4%	30,2 €	15,4 €	30,3 €
Hermes International SC/	+74,6%	1 536,0 €	842,6 €	1 675,5 €
Derichebourg SA	+72,6%	10,2 €	5,6 €	10,6 €
Alten SA	+71,1%	158,5 €	86,8 €	158,5 €
Capgemini SE	+70,0%	215,5 €	119,5 €	216,4 €
Eramet SA	+67,6%	72,0 €	42,6 €	84,4 €
Veolia Environnement SA	+67,2%	32,3 €	19,3 €	32,6 €
Sartorius Stedim Biotech	+65,7%	482,4 €	287,6 €	548,2 €
CNP Assurances SA	+65,0%	21,8 €	12,5 €	21,8 €
Compagnie de Saint-Gob	+65,0%	61,9 €	38,3 €	64,6 €
Eurofins Scientific Societ	+58,5%	108,8 €	71,9 €	126,4 €
Dassault Systemes SA	+57,4%	52,3 €	32,1 €	56,2 €

Sociétés	Performance YTD	Cours au 31-déc.-21	Extrêmes 12m + bas	Extrêmes 12m + haut
Atos SE	-50,0%	37,4 €	35,4 €	76,1 €
Ubisoft Entertainment SA	-45,4%	43,1 €	40,4 €	87,2 €
Worldline SA	-38,0%	49,0 €	45,8 €	84,8 €
McPhy Energy SA	-37,0%	21,6 €	15,1 €	40,3 €
Neoen S.A.	-33,8%	38,2 €	31,9 €	64,0 €
Alstom SA	-33,0%	31,2 €	28,7 €	48,7 €
Solutions 30 SE	-32,6%	7,1 €	2,8 €	14,1 €
Rubis SCA	-30,9%	26,3 €	24,3 €	42,2 €
Albioma	-27,1%	34,3 €	31,1 €	50,0 €
Air France-KLM SA	-24,4%	3,9 €	3,7 €	5,6 €
CGG	-21,4%	0,6 €	0,6 €	1,3 €
Electricite de France SA	-19,9%	10,3 €	9,7 €	13,5 €
Plastic Omnium SE	-19,0%	22,9 €	21,4 €	34,3 €
Orpea SA	-18,1%	88,1 €	81,2 €	117,6 €
Valeo SE	-17,7%	26,6 €	20,9 €	33,1 €

Potentiels

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	Objectif Consensus	Potentiel
Solutions 30 SE	7,1 €	14,0 €	+97,0%
CGG	0,6 €	1,1 €	+71,5%
Rubis SCA	26,3 €	41,5 €	+58,1%
TechnipFMC Plc	5,2 €	8,1 €	+54,1%
Worldline SA	49,0 €	74,2 €	+51,4%
Albioma	34,3 €	51,7 €	+50,7%
Electricite de France SA	10,3 €	15,4 €	+49,4%
Societe BIC SA	47,3 €	69,8 €	+47,6%
ArcelorMittal SA	28,1 €	41,2 €	+46,3%
Verallia SAS	31,0 €	45,1 €	+45,8%
SES SA FDR (Class A)	7,0 €	9,9 €	+41,4%
Orpea SA	88,1 €	124,5 €	+41,4%
Alstom SA	31,2 €	43,5 €	+39,4%
Ubisoft Entertainment SA	43,1 €	58,9 €	+36,7%
Renault SA	30,5 €	41,6 €	+36,2%

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	Objectif Consensus	Potentiel
Air France-KLM SA	3,9 €	3,3 €	-14,6%
Hermes International SCA	1 536,0 €	1 368,8 €	-10,9%
Remy Cointreau SA	214,0 €	190,8 €	-10,8%
Pernod Ricard SA	211,5 €	188,6 €	-10,8%
SUEZ SA	19,8 €	18,4 €	-7,3%
Vivendi SE	11,9 €	11,1 €	-6,5%
Europcar Mobility Group SA	0,5 €	0,5 €	-6,5%
Aeroports de Paris SA	113,3 €	106,1 €	-6,3%
Schneider Electric SE	172,5 €	164,6 €	-4,6%
Legrand SA	102,9 €	98,9 €	-3,9%
L'Oreal SA	417,0 €	402,2 €	-3,5%
Neoen S.A.	38,2 €	36,9 €	-3,3%
CNP Assurances SA	21,8 €	21,2 €	-2,6%
Dassault Systemes SA	52,3 €	51,0 €	-2,5%
Elior Group SA	6,4 €	6,3 €	-0,5%

FINANCIÈRE D'UZÈS

PER

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	PER 2020e	PER 2021e
Getlink SE	14,6 €	-	90,9x
Aeroports de Paris SA	113,3 €	-	84,2x
Neoen S.A.	38,2 €	113,1x	77,3x
Accor SA	28,5 €	-	69,9x
Hermes International SCA	1 536,0 €	69,0x	62,2x
Sartorius Stedim Biotech SA	482,4 €	67,8x	60,3x
Dassault Systemes SA	52,3 €	56,3x	53,2x
Remy Cointreau SA	214,0 €	56,0x	47,8x
L'Oreal SA	417,0 €	47,8x	42,9x
Soitec SA	215,2 €	51,8x	40,3x
TechnipFMC Plc	5,2 €	-	39,5x
Bollore SA	4,9 €	48,2x	35,5x
Europcar Mobility Group SA	0,5 €	-	34,9x
bioMerieux SA	124,9 €	26,8x	32,3x
Eurofins Scientific Societe Europeenne	108,8 €	24,6x	31,7x

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	PER 2020e	PER 2021e
ArcelorMittal SA	28,1 €	2,4x	3,3x
Eramet SA	72,0 €	5,0x	4,2x
Renault SA	30,5 €	13,3x	4,9x
Aperam SA	47,6 €	5,6x	6,7x
Societe Generale S.A. Class A	30,2 €	6,2x	7,2x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Se	61,6 €	8,8x	7,4x
Electricite de France SA	10,3 €	7,9x	7,5x
TotalEnergies SE	44,6 €	8,2x	7,6x
Atos SE	37,4 €	9,8x	7,7x
Scor SE	27,4 €	11,5x	7,7x
ALD SA	12,9 €	6,4x	7,8x
Mercialys SA	8,6 €	8,5x	7,9x
Credit Agricole SA	12,6 €	7,5x	7,9x
Technip Energies NV	12,8 €	9,3x	8,5x
BNP Paribas SA Class A	60,8 €	8,7x	8,6x

PEG

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	PEG 2020e	PEG 2021e
Accor SA	28,5 €		34,9x
JCDecaux SA	22,0 €		10,5x
Ubisoft Entertainment SA	43,1 €	11,1x	9,4x
Klepierre SA	20,9 €	11,2x	9,3x
Television Francaise 1 SA	8,7 €	6,8x	6,8x
Ipsen SA	80,5 €	5,4x	5,7x
Wendel SE	105,4 €	6,4x	5,6x
bioMerieux SA	124,9 €	4,6x	5,6x
Danone SA	54,6 €	5,8x	5,5x
Sartorius Stedim Biotech SA	482,4 €	6,1x	5,4x
Dassault Systemes SA	52,3 €	4,7x	4,4x
Neoen S.A.	38,2 €	5,9x	4,0x
L'Oreal SA	417,0 €	4,2x	3,7x
Remy Cointreau SA	214,0 €	3,7x	3,1x
Hermes International SCA	1 536,0 €	3,4x	3,1x

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	PEG 2020e	PEG 2021e
Valeo SE	26,6 €	0,3x	0,1x
Societe Generale S.A. Class A	30,2 €	0,1x	0,1x
Renault SA	30,5 €	0,3x	0,1x
TotalEnergies SE	44,6 €	0,2x	0,1x
Faurecia SA	41,8 €	0,3x	0,2x
Compagnie Generale des Etablissements	144,2 €	0,4x	0,3x
Thales SA	74,8 €	0,4x	0,4x
Sodexo SA	77,1 €	0,5x	0,4x
Korian SA	27,8 €	0,6x	0,4x
VINCI SA	92,9 €	0,6x	0,4x
Arkema SA	123,9 €	0,4x	0,4x
Elis SA	15,2 €	0,6x	0,4x
Compagnie de Saint-Gobain SA	61,9 €	0,5x	0,5x
Plastic Omnium SE	22,9 €	0,7x	0,5x
Bouygues SA	31,5 €	0,5x	0,5x

FINANCIÈRE D'UZÈS

VE/CA

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	VE/CA 2020e	VE/CA 2021e
Gecina SA	122,9 €	27,0x	26,7x
Covivio SA	0,0 €	25,5x	24,1x
McPhy Energy SA	0,0 €	28,9x	17,5x
Neoen S.A.	0,0 €	17,6x	15,3x
Hermes International SCA	0,0 €	17,4x	15,3x
Icade SA	0,0 €	15,6x	14,7x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Se	0,0 €	16,9x	13,8x
Sartorius Stedim Biotech SA	0,0 €	15,5x	13,4x
Klepierre SA	0,0 €	15,2x	13,2x
Dassault Systemes SA	0,0 €	14,6x	13,1x
Getlink SE	0,0 €	16,0x	11,6x
Mercialys SA	0,0 €	11,4x	11,0x
Gaztransport & Technigaz SA	0,0 €	9,4x	9,4x
Remy Cointreau SA	0,0 €	9,2x	8,2x
Euronext NV	0,0 €	9,5x	8,0x

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	VE/CA 2020e	VE/CA 2021e
Technip Energies NV	12,8 €	0,0x	-0,1x
Renault SA	30,5 €	0,3x	0,2x
Carrefour SA	16,1 €	0,3x	0,3x
Casino, Guichard-Perrachon SA	23,2 €	0,3x	0,3x
Fnac Darty SA	57,5 €	0,3x	0,3x
Scor SE	27,4 €	0,4x	0,4x
Bouygues SA	31,5 €	0,4x	0,4x
ArcelorMittal SA	28,1 €	0,4x	0,4x
Atos SE	37,4 €	0,4x	0,4x
Elior Group SA	6,4 €	0,5x	0,4x
Rexel SA	17,8 €	0,5x	0,4x
Derichebourg SA	10,2 €	0,5x	0,4x
Faurecia SA	41,8 €	0,6x	0,5x
Valeo SE	26,6 €	0,5x	0,5x
Plastic Omnium SE	22,9 €	0,6x	0,5x

VE/EBITDA

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	VE/EBITDA 2020e	VE/EBITDA 2021e
Sartorius Stedim Biotech SA	482,4 €	43,5x	38,2x
Hermes International SCA	1 536,0 €	39,5x	35,6x
Dassault Systemes SA	52,3 €	37,9x	34,9x
Gecina SA	122,9 €	34,0x	33,3x
Remy Cointreau SA	214,0 €	33,7x	29,2x
L'Oreal SA	417,0 €	28,8x	25,9x
ALD SA	12,9 €	20,5x	25,0x
Covivio SA	72,2 €	30,7x	24,7x
Getlink SE	14,6 €	40,5x	23,1x
Soitec SA	215,2 €	27,1x	21,4x
Neoen S.A.	38,2 €	21,4x	18,8x
Pernod Ricard SA	211,5 €	20,0x	18,3x
Valneva SE	24,5 €	-	17,5x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Se	61,6 €	21,7x	17,0x
Icade SA	63,1 €	17,6x	17,0x

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	VE/EBITDA 2020e	VE/EBITDA 2021e
Technip Energies NV	12,8 €	-0,6x	-0,9x
Renault SA	30,5 €	2,3x	1,7x
ArcelorMittal SA	28,1 €	1,7x	1,9x
Eramet SA	72,0 €	3,1x	2,4x
Casino, Guichard-Perrachon SA	23,2 €	3,3x	3,1x
CGG	0,6 €	4,5x	3,2x
Faurecia SA	41,8 €	4,2x	3,3x
Valeo SE	26,6 €	4,2x	3,4x
Television Francaise 1 SA	8,7 €	3,6x	3,5x
Fnac Darty SA	57,5 €	3,9x	3,6x
Atos SE	37,4 €	4,3x	3,6x
Bouygues SA	31,5 €	3,6x	3,6x
Societe BIC SA	47,3 €	4,2x	3,9x
Aperam SA	47,6 €	4,0x	3,9x
TotalEnergies SE	44,6 €	4,5x	4,0x

FINANCIÈRE D'UZÈS

DN/EBITDA

Sociétés	Capitalisation (M€)	DN/EBITDA 2020e
Accor SA	7 450	363,2x
Air France-KLM SA	2 488	321,4x
Covivio SA	6 829	17,2x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Secs Cons of 1 SI	8 540	16,0x
ALD SA	5 229	15,8x
McPhy Energy SA	602	15,1x
Getlink SE	8 008	14,8x
Aeroports de Paris SA	11 212	14,7x
Gecina SA	9 411	14,3x
Klepierre SA	5 981	11,0x
Icade SA	4 810	9,9x
Orpea SA	5 695	9,1x
Mercialys SA	805	8,2x
Neoen S.A.	4 083	7,5x
Korian SA	2 940	4,8x

Sociétés	Capitalisation (M€)	DN/EBITDA 2020e
Dassault Aviation SA	7 450	-5,2x
Technip Energies NV	2 488	-5,0x
Hermes International SCA	6 829	-1,5x
Trigano SA	8 540	-1,1x
Vivendi SE	5 229	-1,0x
La Francaise des Jeux SA	602	-1,0x
Airbus SE	8 008	-0,9x
Societe BIC SA	11 212	-0,9x
Gaztransport & Technigaz SA	9 411	-0,9x
L'Oreal SA	5 981	-0,8x
Virbac SA	4 810	-0,6x
STMicroelectronics NV	5 695	-0,3x
Metropole Television SA	805	-0,3x
bioMerieux SA	4 083	-0,2x
Solutions 30 SE	2 940	-0,2x

Rendement

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	Rendement 2019	Rendement 2020e
Coface SA	12,5 €	8,7%	9,4%
Metropole Television SA	17,2 €	8,7%	8,8%
Eutelsat Communications SA	10,7 €	8,7%	8,7%
Mercialys SA	8,6 €	6,6%	8,6%
Credit Agricole SA	12,6 €	6,5%	8,2%
Orange SA	9,4 €	6,4%	7,5%
Societe Generale S.A. Class A	30,2 €	6,4%	7,0%
Rubis SCA	26,3 €	5,7%	7,0%
ALD SA	12,9 €	5,7%	6,9%
Klepierre SA	20,9 €	5,5%	6,6%
Scor SE	27,4 €	5,4%	6,6%
Icade SA	63,1 €	5,3%	6,5%
ENGIE SA.	13,0 €	5,2%	6,2%
BNP Paribas SA Class A	60,8 €	5,1%	6,2%
Television Francaise 1 SA	8,7 €	5,0%	6,1%

Sociétés	Cours au 31-déc.-21	Rendement 2019	Rendement 2020e
CGG	0,6 €	0,0%	0,0%
Lagardere SA	24,4 €	0,0%	0,0%
Soitec SA	215,2 €	0,0%	0,0%
Air France-KLM SA	3,9 €	0,0%	0,0%
Vallourec SA	8,8 €	0,0%	0,0%
Accor SA	28,5 €	0,0%	0,0%
Ubisoft Entertainment SA	43,1 €	0,0%	0,0%
Solutions 30 SE	7,1 €	0,0%	0,0%
Valneva SE	24,5 €	0,0%	0,0%
Aeroports de Paris SA	113,3 €	0,0%	0,0%
McPhy Energy SA	21,6 €	0,0%	0,0%
Europcar Mobility Group SA	0,5 €	0,0%	0,0%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled Se	61,6 €	0,0%	0,0%
Worldline SA	49,0 €	0,0%	0,0%
Neoen S.A.	38,2 €	0,0%	0,1%

FINANCIÈRE D'UZÈS

ROE

Sociétés	Capitalisation (M€)	ROE 2020e
Gaztransport & Technigaz SA	3 050	59,3%
Verallia SAS	3 786	42,8%
Eramet SA	1 924	35,6%
La Francaise des Jeux SA	7 438	35,0%
Sartorius Stedim Biotech SA	44 468	33,2%
Airbus SE	88 324	32,3%
Bureau Veritas SA	13 200	29,1%
ArcelorMittal SA	27 661	28,5%
Ipsen SA	6 747	26,8%
Hermes International SCA	162 155	25,5%
Aperam SA	3 811	25,3%
Teleperformance SA	23 025	24,0%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	366 959	23,5%
Kering SA	88 145	23,1%
Solutions 30 SE	760	23,0%

Sociétés	Capitalisation (M€)	ROE 2020e
Valneva SE	2 574	-57,8%
CGG	453	-15,0%
Accor SA	7 450	-14,8%
Aeroports de Paris SA	11 212	-12,2%
Getlink SE	8 008	-9,2%
McPhy Energy SA	602	-8,8%
JCDecaux SA	4 684	-4,9%
Europcar Mobility Group SA	2 539	-1,9%
TechnipFMC Plc	2 346	-1,4%
Vallourec SA	2 015	1,6%
Lagardere SA	3 441	2,0%
Renault SA	9 033	2,5%
Neoen S.A.	4 083	2,9%
Gecina SA	9 411	3,2%
Elior Group SA	1 098	3,5%

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