

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

11 JANVIER 2011

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



| | |
|---------------------------------------------------------------|---------|
| ■ ECONOMIE | 3 - 10 |
| ■ INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS DJEUROSTOXX | 11 - 12 |
| ■ LES DEFIS DE 2011 | 13 - 14 |
| ■ ANALYSE GRAPHIQUE | 15 |
| ■ SYNTHESE | 16 |
| ■ STATISTIQUES SBF120 | 17 - 21 |

Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI (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. 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.

LE CLIMAT DES AFFAIRES INDUSTRIEL EST ÉLEVÉ, L'ACTIVITÉ SE NORMALISE

Il y a un an, la récession la plus sévère depuis la Seconde Guerre Mondiale prenait fin après mise en oeuvre par les autorités mondiales d'un ensemble de mesures exceptionnelles dont le plan Geithner de sauvetage du système bancaire, les politiques monétaires ultra expansionnistes et la masse des plans de relance, soit plus de 5 000 Mds\$ et 5% du PIB mondial au total.

L'année 2010 a été une année de reprise sans rechute mais avec un freinage en cours d'année lié à l'épuisement du cycle des stocks. Elle aura aussi été celle de la fin de la convergence européenne pour laisser place à une zone aux performances très disparates. Elle aura enfin été celle de la crise de la dette en Europe laquelle a fragilisé les fondations de l'UE.

❖ A l'échelon mondial, le climat des affaires du secteur manufacturier termine l'année 2010 à un niveau élevé, bien qu'en retrait du pic atteint au printemps dernier. Depuis cette date, la progression du commerce mondial a nettement ralenti et la contribution du cycle des stocks au rebond de l'activité s'est réduite. Après un trou d'air de quelques mois, la production industrielle s'est recalée sur un rythme conforme à ce qu'il était avant la récession de 2008-2009, soit autour de 3,5% à 4%, alors que le niveau de l'activité industrielle n'a pas encore retrouvé son pic d'avant crise dans les grands pays développés. Aux USA, l'écart à combler est encore de 6,8%, en zone euro de 12,1%, au Japon de 16,6%. A l'inverse, le niveau actuel d'activité dans l'industrie dépasse son pic de 2007-2008 dans la plupart des pays d'Asie émergente (+20% en Chine, +9,5% en Corée).

❖ Aux USA, l'indice ISM qui avait donné des signes de faiblesse au printemps dernier se révèle particulièrement résistant. C'est la fin du trou d'air qui avait inquiété les investisseurs et créé les anticipations de « double dip » ayant conduit la Fed à mettre en place le QE2. Il est encourageant pour le début d'année 2011 et reflète la bonne tenue des dépenses de consommation depuis plusieurs mois maintenant et la poursuite d'un cycle d'investissement robuste ; une demande

domestique portée par une hausse des gains salariaux et une stabilisation récente de l'effort d'épargne des ménages qui devrait continuer de bénéficier des dernières mesures de relance monétaire et fiscale mais qui sera une fois encore largement influencé par l'évolution du marché de l'emploi, toujours poussif avec 103 000 emplois créés en décembre (vs 150 000 anticipés) en dépit d'une baisse du taux de chômage à 9,4% de la population active.

L'économie américaine s'est améliorée au T4. Mais elle reste soumise à trois contraintes : un chômage de masse et, situation inédite, un chômage de longue durée, un secteur immobilier toujours sinistré même s'il ne devrait plus vraiment peser sur la croissance, des finances publiques fédérales et locales en mauvais état.

❖ En zone euro, les perspectives de croissance restent favorables à court terme mais masquent toujours une forte hétérogénéité entre pays. L'Allemagne et dans une moindre mesure les pays d'Europe du Nord et la France bénéficient d'une croissance globalement modérée mais plus solide. A l'opposée, l'activité se stabilise tout juste en Espagne, au Portugal et en Irlande avec un risque non nul de rechute ponctuelle en récession dans ces pays. La Grèce resterait en récession.

La reprise semble par ailleurs plus équilibrée dans ses composantes, en particulier en Allemagne, tirée par la demande intérieure autant que par les exportations ; une tendance qui devrait se poursuivre en 2011 en raison de la bonne orientation des enquêtes de confiance et des profits des entreprises d'une part, de la stabilisation en cours du marché du travail d'autre part.

Dans le même temps, les tensions financières n'ont jamais été aussi fortes en dépit des mesures d'austérité conduites depuis le printemps et des initiatives prises par les gouvernements et la BCE pour stabiliser les conditions de refinancement ; un paradoxe reflétant l'incapacité de la zone euro à gérer la perspective d'un défaut de ses Etats membres et qui appelle une réponse de politique économique.

❖ Dans les pays émergents, la croissance devrait rester forte en 2011, de l'ordre de 6,5% et sensiblement supérieure à celle des pays développés (2/2,5%). Pour autant, les difficultés qui s'expriment vont prendre de l'ampleur : la crise souveraine européenne et les incertitudes associées, la hausse des prix des matières premières, le retour de l'inflation, les craintes de resserrement monétaire en Chine, la dégradation des balances courantes sous l'effet de la forte demande domestique et de la modeste croissance du T3.

Dans ce contexte, le dernier scénario d'octobre du FMI faisait état d'une croissance de l'ordre de 4,2% de l'économie mondiale en 2011 après une reprise de 4,8% en 2010 et une contraction de 1% en 2009, toujours dopée par les pays émergents (+6,4%) quand les pays industrialisés maintiendraient des niveaux légèrement supérieurs à 2%. Par zones, l'économie américaine confirmerait un scénario de reprise modéré de l'ordre de 2,3% en 2011 après 2,7% en 2010 alors que le soutien apporté à l'activité par les dépenses publiques et la reconstitution des stocks en début de reprise seront progressivement remplacés par une reprise de la consommation et de

l'investissement ; l'économie européenne une faible croissance de 1,5% en 2011 après 1,7% en 2010 ; le Japon une croissance de 1,5% après une hausse de 2,8% en 2010.

Dans la plupart des pays, le climat des affaires du secteur manufacturier termine l'année 2010 à un haut niveau absolu, présageant une poursuite de la croissance de l'activité mais sur des niveaux un peu inférieurs à ces derniers mois. Le restockage est en train de s'épuiser tout comme le soutien apporté à l'activité par les dépenses publiques. Devraient prendre le relais l'investissement et la consommation, même si les plans de rigueur feront de l'ombre à la croissance en Europe.

Par ailleurs, si la reprise mondiale se poursuit, les rythmes resteront très différents entre pays avancés et pays émergents, avec un écart de 1 à 3 : de 2%/2,5% à plus de 6%. Une situation qui fera de l'année 2011 un exercice délicat qui devra combiner avec 1- la normalisation des politiques de soutien à l'économie, 2- la réduction des déficits publics et la mise en place d'un début de coordination des politiques macro économiques en Europe, 3- le maintien des grands équilibres macro économiques dans la zone émergente.

2010 A SIGNÉ LE GRAND RETOUR DE LA CROISSANCE DES BPA

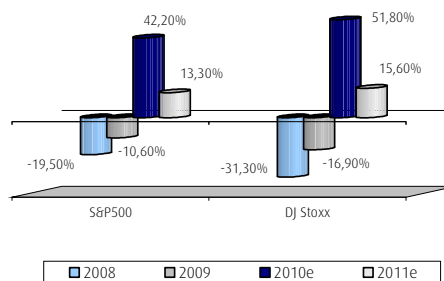
Après une année 2009 encore difficile et un tout premier mouvement de réajustement des bénéfices à la hausse à l'été 2009 aux USA et courant septembre en Europe, une tendance

favorable s'est dessinée toute l'année 2010 avec un momentum de révision extrêmement positif s'agissant des résultats attendus.

BPA

Momentum de révision des BPA- DJStoxx/S&P500 au 31/12/2010 BPA comparés 2008/2011e au 31/12/2010

| | 2010e | 2011e |
|-------------------|-------|-------|
| S&P500 | | |
| révision 1 mois | 0,1% | 0,2% |
| révision 1 an | 15,4% | -1,0% |
| DJ Stoxx | | |
| révision 1 mois | 0,4% | 0,2% |
| révision 1 an | 23,3% | -6,6% |



A ce stade, après avoir anticipé en début d'année un retour à la croissance de 26,8% (et 19,9% hors financières) des profits du S&P500 pour 2010 et de 28,5% (et 23,1% hors financières) des profits du DJ Stoxx, le consensus anticipe :

- une progression des résultats de 42,2% et 28% hors financières pour le S&P 500 pour 2010 et une hausse de 51,8% et 44% hors financières pour le DJ Stoxx,

- une nouvelle hausse des BPA pour 2011 mais qui ne pourra que ralentir, estimée à +13,3% et +11,6% hors financières pour le S&P500, à +15,6% et +13,7% hors financières en zone euro, fondée sur deux principales hypothèses: 1- le maintien d'une croissance positive de 5,5% de l'activité pour les sociétés industrielles du DJ Stoxx en particulier (après +12,3% attendu en 2010), 2- une nouvelle augmentation de la marge nette, de 7,9% en 2010 à 8,7% en 2011 ; des estimations sans doute toujours ambitieuses même si elles font l'objet de révisions à la baisse depuis plusieurs semaines qui vont devoir combiner avec une base de comparaison annuelle plus difficile dès le quatrième trimestre 2010 (qui devrait néanmoins rester un bon cru compte tenu de la bonne tenue de la

consommation aux USA et en Europe sur la fin d'année), sans compter les hausses de prix matières dont l'impact devrait pleinement se faire sentir en 2011.

Comme toujours, l'élément déterminant sera le discours des entreprises alors que la saison des publications du T4 vient tout juste de débuter. Sont en particulier attendus cette semaine : 1- la publication d'Alcoa et son discours sur son pricing power, 2- celle d'Intel avec pour préoccupations principales le comportement de stockage des constructeurs informatiques et l'arrivée de nouveaux concurrents, 3- celle de JP Morgan enfin, attendu sur ses provisions, sur sa gestion des saisies immobilières et l'évolution de ses encours de crédit.

Valorisation S&P500/ DJ Stoxx

BPA/PER 2010/12e DJStoxx (Factset au 02/12/10)

| 31/12/2010 | 2010e | 2011e | 2012e |
|-----------------|-------|-------|-------|
| DJ Stoxx | | | |
| Croissance BPA | 51,8% | 15,6% | 12,7% |
| PER | 12,6x | 10,9x | 9,7x |

PER moyen 2002/07e DJStoxx (Factset)

| | PE 12mois |
|------------------------|-----------|
| DJ Stoxx | |
| PE moyen | 14,0x |
| PE hors fin.&cycliques | 16,0x |

En terme de valorisation, les prévisions actuelles se traiteraient à respectivement 12,6x les estimations du DJStoxx pour 2010 et 10,9x celles de 2011, un niveau toujours inférieur à la moyenne historique même si la remontée des PER ne pourra se faire que progressivement, avec le retour de la confiance et l'accélération de la reprise mondiale.

Les croissances bénéficiaires 2010 ont permis de confirmer, bien au-delà des espérances, un scénario de sortie de crise après deux années de forte chute des résultats.

On sait depuis quelque temps déjà que ces rythmes de croissance ne pourront pas se maintenir en 2011, tant en ce qui concerne l'activité que les niveaux de résultats. La base de

référence va devenir significativement plus difficile à compter du T4 2010, sans compter l'impact en année pleine des hausses de prix matières observées tout au long de 2010.

Un ajustement à la baisse pour 2011 est donc encore devant nous, sans doute plus concentré au cours de la première moitié d'année. S'il pourrait n'impacter que modérément les performances annuelles globales, il devrait en revanche être plus lourd de signification en terme de performances sectorielles, dans plusieurs secteurs cycliques en particulier où sont attendus parfois de nouvelles et significatives hausses de marge (métaux, secteur automobile, matériaux de construction, secteur bancaire...).

FAIBLE INFLATION DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS MAIS FORTES PRESSIONS SUR LES MATÉRIAUX DE BASE.

Les menaces de déflation qui s'étaient développées courant 2009 au plus fort de la crise dans un contexte de profonde récession semblent derrière nous, même si des pressions déflationnistes sont toujours à l'oeuvre.

Aux USA, l'indice des prix à la consommation qui avait atteint un plus bas annuel de -2,1% en juillet 2009, s'est retourné par la suite pour revenir positif dès le mois de novembre 2009, clôturer l'année 2009 sur un plus haut annuel de +2,7% et l'année 2010 positif de 1,1% (novembre). En zone euro,

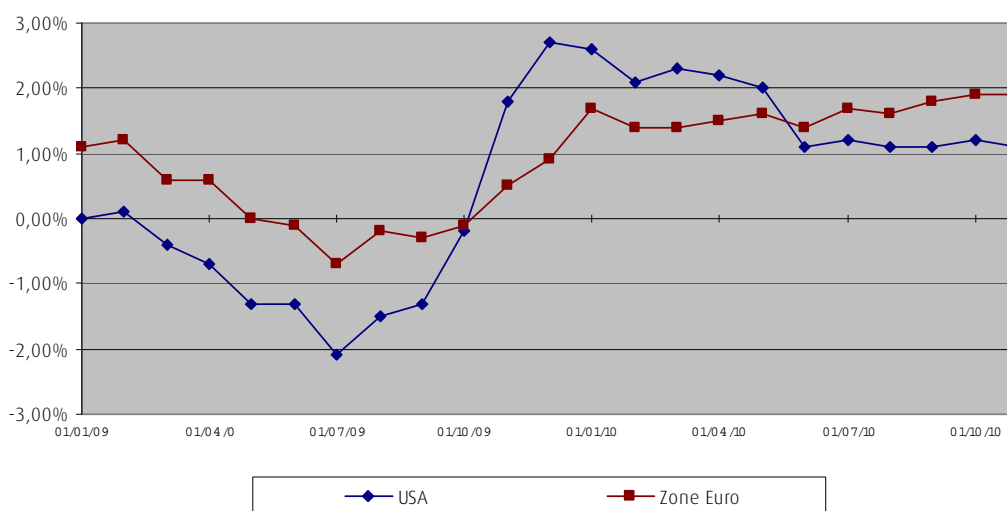
l'inflation qui avait chuté jusqu'à -0,7% en juillet 2009, s'est elle aussi retournée pour terminer l'année 2009 positive de +0,9% et l'année 2010 sur un plus haut annuel de +2,2% selon les premières estimations Eurostat, pour l'essentiel lié à une hausse du prix de l'énergie.

Le risque de déflation n'est plus qu'un mauvais souvenir, tant aux USA qu'en Europe. Mais l'inflation sous jacente reste basse à respectivement +0,8% et +1% en novembre et devrait le rester, coiffée par l'importance des ressources inemployées aux USA (surcapacités de production et faiblesse du marché de l'emploi) et

par la mise en place des plans de rigueur en zone euro.

Le rythme d'inflation devient en revanche non négligeable dans les pays émergents, en Chine et en Inde en particulier, tiré par la hausse des prix des matières premières. Si le phénomène pourrait prendre de l'ampleur en cours d'année, il semble à ce stade insuffisant à relancer une inflation encore modérée au niveau global, d'autant que la plupart des banques centrales des pays émergents devrait mettre en œuvre un cycle de hausse des taux en 2011, déjà amorcé en Chine, au Brésil et en Inde.

Indices des prix à la consommation en glissement annuel - USA/Zone euro 2008/09



De son côté le prix du baril, sans connaître la grande volatilité des années 2008 (extrêmes 147\$/33,9\$) et 2009 (extrêmes 32,7\$/82\$), a connu une année 2010 encore heurtée avec un plus bas de 70,8\$ en février et un niveau de 91,4\$ (+14,8%) au 31/12/2010, proche de son point haut de 91,6\$, bousculé par la volatilité des changes, par la volatilité des marchés boursiers et l'aversion au risque, enfin par les incertitudes pesant sur la reprise de la croissance et la demande globale de produits pétroliers associée. Aujourd'hui proche de ses plus hauts niveaux d'il y a deux ans, le prix du brut bénéficie de plusieurs facteurs de soutien dont un effet base favorable lié à une reprise économique soutenue hors OCDE, une baisse des stocks mondiaux aux T3 et T4 2010 encore amplifiée par la rigueur de l'hiver et un quota de production que l'OPEP veut inchangé au moins jusqu'à mi 2011.

Au-delà des prix du pétrole, les métaux de base ont enregistré de fortes hausses en 2010, dans le prolongement de 2009, qu'il s'agisse des métaux

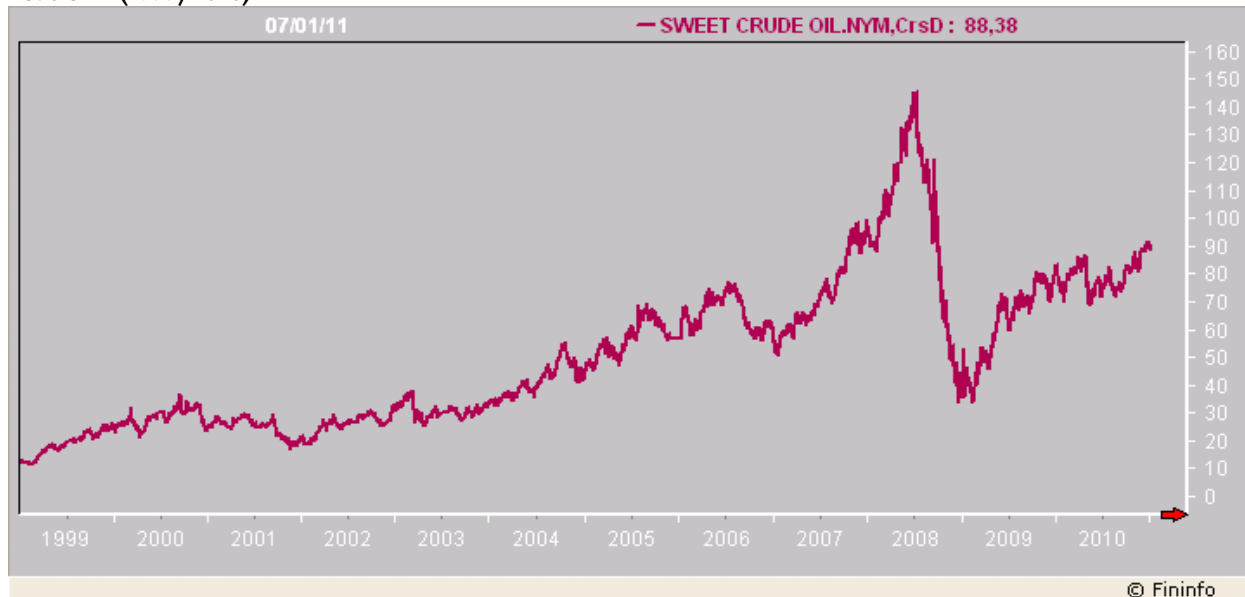
précieux (Or +28,7% qui a atteint un plus haut historique de 1431\$, Argent +83%), des métaux industriels (Cuivre +31,2%, Nickel +22%) ou des denrées alimentaires (Blé +18%, Sucre +29,8%, Maïs +28%), pour certains à leurs plus hauts niveaux d'avant crise en 2008 ; des hausses conduites par les aléas climatiques, par l'amélioration de la conjoncture économique et la forte reprise constatée dans les pays émergents, également par les politiques monétaires accommodantes des pays industrialisés alors que les matières premières sont devenues des actifs financiers au même titre que les actions ou les obligations.

Retour prochain à une stabilité qui bénéficierait à chacun ou nouvelles hausses à prévoir ? Il est prématuré de se prononcer mais chacun garde en tête les dégâts causés par un baril à près de 150\$ et la nécessité d'éviter un retour de la spéculation sur les matières premières. A ce sujet, le dernier rapport du chef économiste de l'AIE indique que la montée des prix du pétrole risque de

compromettre la reprise de l'activité économique cette année ; la hausse aurait déjà coûté 0,5% de

croissance aux pays de l'OCDE en 2010.

Pétrole WT (1999/2010)



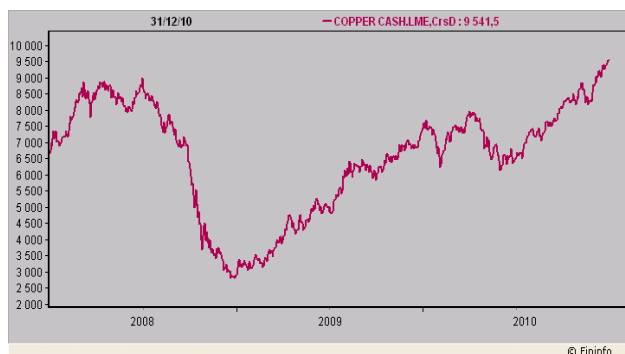
Or (fixing Londres 2008/2010)



Argent (fixing Londres 2008/2010)



Cuivre (LME 2008/2010)



Nickel (LME 2008/2010)



Le régime de faible inflation se maintient dans les pays développés mais il devrait avoir atteint son point bas.

Le raffermissement de l'activité économique devrait aider à réduire progressivement les pressions baissières apparues sur les prix en début d'année 2010. Par ailleurs, les effets des hausses récentes des cours des matières premières ne se

sont pas encore pleinement diffusés dans les économies et sont pour l'essentiel encore devant nous. Si ce mouvement semble, à ce stade, insuffisant à relancer une inflation qui reste modérée au niveau global, il n'est en revanche pas impossible d'imaginer que le phénomène prenne de l'ampleur en cours d'année.

LES TAUX EN 2010

L'année 2010 a été mouvementée coté taux et crédit à la suite des tensions sur l'endettement de certains pays européens. La Grèce a du faire appel à des aides extérieures pour 110 Mds€ et ses taux ont fortement monté, le 1 an atteignant presque 20% en avril. L'Irlande a du se résoudre elle aussi à accepter le plan de soutien de l'Europe en fin d'année pour 85 Mds€ pour soutenir ses banques. Les doutes se développent depuis sur les dettes souveraines du Portugal et de l'Espagne.

Marché monétaire : aux Etats-Unis, la Fed a conservé sa politique de taux zéro et le taux de ses fonds fédéraux dans une fourchette de 0 à 0,25% toute l'année afin de soutenir la croissance. En Europe, les taux de la BCE sont restés à 1% et ceux de la banque d'Angleterre à 0,5% tout au long de l'année.

Les Banques Centrales ont par ailleurs soutenu les marchés de taux en mettant en place des programmes d'achat d'obligations. Pour la Fed, ce sera 600 Mds d'obligations du trésor d'ici juin 2011; de son côté la BCE achète la dette des pays européens en difficulté pour calmer la spéculation, l'Angleterre maintient son programme de rachat d'actifs.

Sur le marché français les taux courts, à peu près stables au S1, ont un peu remonté au S2 2010 : l'EONIA est passé de 0,32% fin 2009 à 0,7% en moyenne en octobre pour redescendre à 0,49% en décembre ; l'Euribor 3 mois est aussi resté stable la première moitié d'année pour monter à 1,04% en novembre et finir à 1,02% en décembre.

La rémunération des Titres de Créances Négociables a été très faible tout au long du premier semestre : le taux des BTF a baissé en dessous des 0,2% en fin du 1^{er} semestre et ceux des Billets de Trésorerie étaient très inférieurs à 1%. Ces taux ont un peu remonté au 2^{ème} semestre, les BTF atteignant environ 0,5%. Les spreads des Billets de Trésorerie ont baissé tout au long de l'année et sont au maximum à 30 points de base en cette fin d'année.

Pour 2011, les Banques Centrales devraient conserver leurs taux d'intervention à de très bas niveaux et continuer de soutenir le marché obligataire aussi longtemps que la reprise économique n'est pas totalement acquise.

Marché obligataire : aux Etats-Unis, les taux ont baissé les 8 premiers mois de l'année 2010, soutenus par l'importance des liquidités sur le marché obligataire (marché monétaire trop peu rémunérateur), les politiques de taux bas des Banques Centrales et l'absence de tensions inflationnistes. Ils sont passés de 3,80% fin décembre 2009 à 2,45% fin août pour remonter à 3,23% fin 2010, certains économistes commençant à envisager un retour de l'inflation à moyen terme avec la hausse des matières premières et les politiques monétaires inflationnistes de l'Etat. De son côté, le panel Agefi n'attend pas de grands changements sur les taux américains à 10 ans d'ici 6 mois.

En France, le parcours est à peu près similaire avec une baisse des taux à 10 ans de 3,49% début janvier à 2,45% fin août, puis une remontée en fin d'année à 3,28%. Pour 2011, le panel Agefi attend une quasi stagnation des taux à 10 ans de la zone euro qui passeraient de 2,97% fin décembre à 3,03% d'ici 6 mois ; de même au Royaume-Uni où les taux, à 3,45% fin décembre, sont anticipés à 3,48% d'ici 6 mois.

Sur les « corporates », l'année 2010 a été plutôt bonne car les spreads se sont rétrécis suite à la faible rémunération des emprunts d'Etat.

Nous n'avons pas de statistiques pour les prévisions du 2^{ème} semestre mais les taux pourraient remonter si la croissance s'installe de part et d'autre de l'Atlantique. Nous devons rester prudents en prévision d'une hausse des taux en 2011, même si celle-ci n'est pas attendue dans l'immédiat. Les spreads sont par ailleurs plutôt bas et nous trouvons de plus en plus difficilement des

emprunts « corporates » de bonne signature avec des taux de rendement attractifs. Les opportunités d'achat diminuent donc en ce début d'année sur le marché obligataire.

Le marché des convertibles devient un marché intéressant pour 2011 avec les tensions sur les taux longs qui pourraient s'accroître d'ici la fin de l'année. Les convertibles permettent de sélectionner des valeurs à meilleur rendement tout en profitant de la hausse éventuelle du sous-jacent si le marché action confirmait sa reprise.

L'année 2010 a été peu rémunératrice sur le marché monétaire mais intéressante pour les obligations qui ont connu simultanément une baisse des taux et des spreads.

Nous devons être prudents pour 2011 même si le début d'année devrait être dans la continuité de 2010. Si le deuxième semestre s'avère plus difficile côté obligataire nous vous conseillons de surveiller de près les opportunités en obligations convertibles.

CHANGES : DES PERSPECTIVES TOUJOURS CONFUSES POUR 2011

Le marché des changes a été heurté en 2010 avec un grand gagnant, le yen, considéré comme valeur refuge, porté par les inquiétudes des investisseurs sur la vigueur de la reprise aux USA et en Europe et en progression de 11% contre dollar et 19,7% contre euro sur l'année 2010.

Plus généralement, la dynamique du marché des changes a fluctué toute l'année au gré des politiques de taux, de l'aversion au risque et des problèmes rencontrés. Le dollar américain en particulier, après un beau début d'année dans un contexte d'inquiétudes grandissantes sur la situation budgétaire de la zone euro et un plus haut à 1,20 face à l'euro au mois de juin, a fait l'objet de fortes pressions par la suite pour tester les 1,43 début novembre dans la perspective du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed (QE2) ; et alors qu'il semblait devoir terminer l'année sur une note négative, un regain d'inquiétude concernant la périphérie de la zone euro l'a porté à 1,34 au 31/12/2010.

Les perspectives pour 2011 restent confuses mais plusieurs facteurs devraient continuer d'exercer une influence majeure sur les devises :

- La crise affectant la dette des Etats périphériques de la zone euro. La mise en place de plans de soutien importants pour la Grèce et l'Irlande n'a pas empêché la crise de se propager à d'autres pays ce qui devrait conduire les autorités de la zone à des mesures pour éviter sa généralisation ; de même la BCE pourrait décider d'un programme plus ambitieux de rachats d'obligations et d'apport de liquidités, ce qui offrirait une période de répit à l'euro.
- Le programme d'assouplissement quantitatif américain (QE2 voire QE3, non intégré par les marchés), intimement lié aux données économiques américaines qui, s'il était amplifié, pourrait freiner l'appréciation du billet vert en

provoquant un excès d'offre de dollars dans les mois qui suivent.

- Les niveaux de taux d'intérêt qui pourraient retrouver de l'importance en 2011 en pénalisant les devises traditionnelles de financement dont le Yen et le franc suisse et en favorisant les devises bénéficiant de taux élevés.

Dans ce contexte, il est possible de penser à un dollar durablement faible ; les USA en ont besoin pour relancer leur économie. De même il est logique d'envisager un euro toujours sous pression, pénalisé par les problèmes de la dette européenne. A l'inverse la monnaie des émergents (hors Chine) pourrait continuer à s'apprécier. Pour leur part, les dernières prévisions du consensus Agefi situent la parité euro/dollar à 3 et 6 mois à respectivement 1,33 et 1,34 (vs 1,335 au 31/12/2010 et 1,29 au 10/01/2011). Elles s'inscrivent par ailleurs dans le sens d'une fragilisation de la monnaie nipponne dont les prévisions moyennes à 3 et 6 mois pour le yen/dollar s'établissent à respectivement 83,25 et 84,93 (vs 81,40 au 31/12/2010 et 82,9 au 10/01/2011).

En tout état de cause les perspectives restent floues et obligent à beaucoup de vigilance. La réunion de Séoul des 11-12 novembre dernier n'a pas tranché sur la question de la volatilité des changes, préjudiciable à la reprise mondiale, ni sur celle d'un nouveau système monétaire international où le dollar pourrait être amené à perdre de son importance dans les échanges. Tout juste les pays du G20 ont-ils convenu de s'abstenir de toute « dévaluation compétitive », de « favoriser des taux de change davantage déterminés par le marché » et de réfléchir à des « lignes directrices » pouvant aider à réduire les déséquilibres mondiaux, mais sans engagements contraignants. Une situation laissant penser que le marché des changes devrait rester chahuté en 2011.

Dollar

Cours de l'euro/USD depuis son lancement (1 janvier 1999)

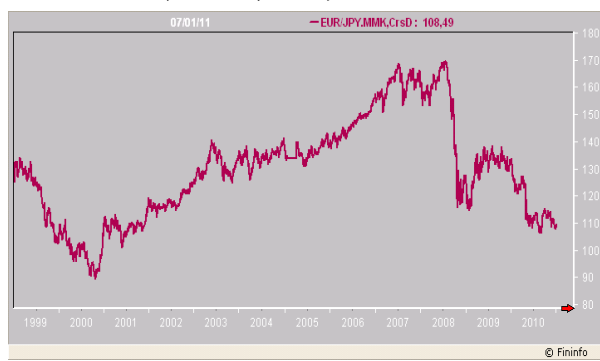


Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2008

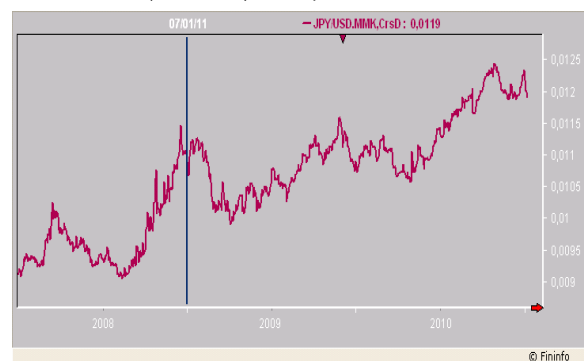


Yen

Cours de l'euro/Yen depuis 1 janvier 2008



Cours du Yen/USD depuis 1 janvier 2008



INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS

LES INDICES INTERNATIONAUX

Force est de constater qu'à l'exception d'un CAC40 très décevant et des expositions les plus affectées par la crise des pays périphériques de la zone euro, l'année boursière aura été plutôt favorable pour les grands indices, dans le prolongement de la remontée opérée en 2009, en dépit même des craintes de ralentissement du printemps et des problèmes structurels de la zone euro.

Pour le CAC40, l'année 2010 se sera traduite par un recul de 3,3%. Une année blanche ou presque, à mettre en relation avec sa forte exposition aux banques et assurances, particulièrement secouées par les divers épisodes de crise en Europe et ses relations avec les pays périphériques de la zone. L'année aura néanmoins été marquée par une forte volatilité et quelques spectaculaires retournement de tendance avec 1- un printemps désastreux, miné par les attermoissements sur la mise en place d'un plan d'aide à la Grèce, les craintes de contagion à d'autres pays et celles d'un ralentissement de la croissance mondiale, 2- un automne favorable une fois rassuré sur la réalité de la reprise économique et porté par la perspective d'un nouvel assouplissement quantitatif de la Fed.

Autre caractéristique de l'année, les indices Midcap ont largement surperformé le CAC40 pour la deuxième année consécutive, une performance à attribuer à la persistance de facteurs porteurs

structurels chez les Midcap, à leur moindre sensibilité aux incertitudes économiques et à leur moindre représentation dans les secteurs perdants de 2010, le secteur financier en particulier.

Au total, la plupart des places boursières terminent l'année proches de leurs points haut de 2010 avec des performances annuelles nettement positives. Aux USA, le Dow Jones progresse de 9,7% en 2010 après une progression de 19,9% l'année précédente, le S&P500 de 12,8%, le Nasdaq de 16,9% après une hausse de 43,9% l'année précédente. En Europe, si l'indice DJStoxx600 s'affiche stable après une hausse de 23,3% en 2009, les progressions peuvent être fortes sur les marchés ayant bénéficié des meilleurs positionnements pays/secteurs tels que le DAX (+16,1%) ou l'AMX (+21,4%), franchement mauvaises sur les pays les plus fragilisés de la zone comme l'IBEX (-17,4%), voire neutre dans le cas de la France et du CAC40 (-3,3%). Le bilan est contrasté au Japon où le Nikkei cède 3%, largement pénalisé par la force de sa devise. Il est enfin incontestablement positif dans les pays à forte croissance, + 29% à Istanbul, +24% à Moscou, +16% en Europe de l'Est (Indice Composite), +17% à Bombay et permet de relativiser la chute de 14% de Shanghai qui retrouve néanmoins un sens après une progression de 80% en 2009.

Indices internationaux au 31/12/2010

| Indices | Clôture 31-déc.-10 | Variation 2010 | Variation S1-2010 | Variation S2-2010 | Variation 2009 |
|-------------------|-----------------------|-------------------|----------------------|----------------------|-------------------|
| CAC Mid&Small 190 | 7 195 | 18,0% | -0,4% | 18,5% | 39,7% |
| Nasdaq | 2 653 | 16,9% | -7,0% | 25,8% | 43,9% |
| Dax Xetra | 6 914 | 16,1% | 0,1% | 15,9% | 23,8% |
| S&P 500 | 1 258 | 12,8% | -7,6% | 22,0% | 23,3% |
| Dow Jones | 11 570 | 9,7% | -6,4% | 17,2% | 19,9% |
| Footsie 100 | 5 900 | 9,0% | -9,2% | 20,0% | 22,1% |
| SBF 120 | 2 861 | 0,1% | -10,7% | 12,0% | 23,7% |
| DJ STOXX 600 | 274 | -0,1% | -10,3% | 11,4% | 23,3% |
| Nikkei 225 | 10 229 | -3,0% | -11,0% | 9,0% | 19,0% |
| CAC 40 | 3 805 | -3,3% | -12,5% | 10,5% | 22,3% |

LES INDICES SECTORIELS : DJEuroSTOXX

Si la dispersion des performances entre indices nationaux a été forte en 2010, celle des performances sectorielles l'a été plus encore.

Tous les secteurs mondialisés plutôt que soumis à la conjoncture locale de la zone euro ont bien performé. Arrivent en tête l'Automobile (+43%), les Biens et Services Industriels (+27%), les Biens de Consommation (+26,7% dont le Luxe à +60%) mais des secteurs plus stables comme l'Alimentation/Boisson (+11,3%) ont aussi affiché des performances sensiblement supérieures à l'indice.

A l'inverse, les secteurs à vocation domestique européenne dont les services aux collectivités (-14,7%) ou les secteurs directement exposés aux problèmes de la zone euro dont les financières (Banques -26,8%, Assurances -6,9%, Services Financiers et Foncières -3%) ont largement sous performé l'indice. De même les secteurs perçus comme peu porteurs dont les Télécoms (-9,9%), la Santé (-5,4%) ou les pétrolières (-3%) restent largement en retrait.

Indices sectoriels DJ EuroStoxx au 31/12/2010

| Secteurs | Clôture 31-déc.-10 | Variation 2010 | Variation S1-2010 | Variation S2-2010 | Variation 2009 |
|----------------------------------|-----------------------|-------------------|----------------------|----------------------|-------------------|
| Automobile & Equipements | 332 | 43,0% | 5,0% | 36,1% | 17,4% |
| Biens & Services industriels | 488 | 27,0% | 3,6% | 22,5% | 34,8% |
| Biens de consommation | 398 | 26,7% | 11,1% | 14,0% | 38,7% |
| Voyages & Loisirs | 121 | 22,5% | -1,4% | 24,2% | -1,9% |
| Chimie | 671 | 22,2% | -3,5% | 26,6% | 42,7% |
| Distribution | 310 | 12,6% | 5,7% | 6,6% | 26,6% |
| Alimentation & Boisson | 329 | 11,3% | 4,1% | 6,9% | 38,6% |
| Technologie | 237 | 9,1% | -4,0% | 13,7% | 14,4% |
| Métaux | 298 | 6,8% | -16,0% | 27,1% | 53,1% |
| Médias | 162 | 4,2% | -7,9% | 13,1% | 5,3% |
| Services financiers et foncières | 233 | -3,0% | -12,5% | 10,8% | 14,7% |
| Pétrole & Gaz | 320 | -3,3% | -14,9% | 13,7% | 18,0% |
| Santé | 398 | -5,4% | -4,2% | -1,3% | 18,4% |
| Construction & Matériaux | 272 | -6,1% | -16,7% | 12,6% | 30,9% |
| Assurances | 149 | -6,9% | -12,9% | 6,8% | 8,6% |
| Télécommunications | 379 | -9,9% | -16,1% | 7,4% | 6,5% |
| Services aux collectivités | 334 | -14,7% | -21,0% | 7,9% | -0,8% |
| Banques | 161 | -26,8% | -23,6% | -4,2% | 48,9% |

Après un bon début d'année, les performances se sont effritées sur les marchés européens alors que les inquiétudes sur le risque souverain refont surface, notamment au sujet de la situation des finances publiques du Portugal qui pourrait prochainement accepter un programme d'aide financière.

De fait, la volatilité devrait rester forte cette année encore compte tenu des risques attachés à la dette des Etats, à la normalisation des politiques de soutien, à l'avancement des réformes institutionnelle en Europe et aux émergents.

De son côté, le consensus Agafi se veut une nouvelle fois plutôt optimiste en début d'année, en anticipant une hausse moyenne de l'ordre de 10% à 12 mois : soit respectivement +13% sur le CAC40 (4304 points), +11% sur l'Eurostoxx50 (3183 points), +8,5% sur le S&P 500 (1360 points) et +11,8% sur le Nikkei (11436 points).

LES DEFIS DE 2011

L'année 2010 a confirmé la sortie de crise et le retour de la croissance. Mais les motifs de préoccupation restent encore nombreux.

❖ *L'amélioration du marché du travail, toujours et encore* : en 2009 près de 400 000 postes de travail ont été détruits chaque mois aux USA après un recul de plus de 300 000 postes par mois en 2008. En 2010, moins de 90 000 postes par mois ont été créés. Autant dire que la reprise de l'emploi reste poussive en dépit des 103 000 emplois créés en décembre (vs 150 000 attendus) et d'une baisse du taux de chômage à 9,4% de la population active, son plus bas niveau depuis mai 2009 mais essentiellement liée à une baisse du taux de participation des ménages au marché du travail. Une amélioration pourrait néanmoins se dessiner en cours d'année, liée au raffermissement de l'activité économique. L'idéal serait des créations d'emplois susceptibles de nourrir la croissance de la consommation et un taux de chômage élevé qui laisserait du temps à la banque centrale pour normaliser sa politique monétaire. Un recul trop rapide du chômage imposerait à l'inverse un durcissement du discours de la Fed et une normalisation rapide de la politique monétaire, pas forcément très positive pour le marché actions.

En zone euro, le taux de chômage se situe toujours sur ses plus hauts niveaux de 10% de la population active mais devrait se stabiliser dans la majorité des grands pays dont l'Allemagne (7,7%), la France (9,4%), l'Italie (8,4%). Son amélioration attendue à 9,8% de la population active en 2011 puis 9,4% en 2012 devrait soutenir les revenus et les dépenses de consommation des ménages.

Dans une période d'austérité et de désendettement généralisé, la hausse concomitante de l'emploi et des revenus contribue à soutenir la demande des ménages (comptant jusqu'à 70% du PIB aux USA). Si les choses s'amélioraient progressivement, 2011 pourrait être l'année du raffermissement de la consommation.

La normalisation des politiques monétaires : après la relance et la reflation conduite sur la période 2008/2010, 2011 devrait mettre au premier plan les « stratégies de sortie ».

Aux USA, l'incertitude budgétaire a été levée par le compromis entre Démocrates et Républicains : il n'y aura pas d'austérité en 2011. Toutefois, le

maintien d'un déficit public élevé augmente l'endettement qui pourrait dès lors atteindre rapidement sa limite statutaire (14 294Mds\$). Seul un vote du Congrès pourrait l'augmenter et si un blocage est peu probable, il y a en revanche bien un risque de confrontation entre les Républicains, majoritaires au Congrès et favorables à la création d'un plafond de la dette américaine, et les Démocrates opposés à la mesure. L'autre élément d'incertitude concerne la Fed, laquelle a perdu de son crédit dans le débat sur le QE2. Des critiques de cette mesure sont apparues, y compris en son sein et certains de ses membres auront à cœur de défendre l'idée que la politique monétaire doit revenir vers la neutralité (ce qui suppose aucune extension au QE2) avec pour corollaire l'idée de considérer la faible croissance actuelle comme un phénomène structurel en relation avec la nécessité de rééquilibrer et de consolider le bilan des agents économiques (ménages, administrations publiques, institutions financières) et non comme une faiblesse conjoncturelle passagère.

En zone euro, la BCE aura au 1^{er} novembre un nouveau président, le principal favori, Axel Weber, se distinguant par son opposition aux achats de titres publics par la BCE : c'est un premier motif d'incertitude. En tout état de cause les actions de la BCE n'ont pas vocation à durer et se posera la question du sevrage des banques de la périphérie et de l'arrêt des achats de titres publics. Autre vecteur d'incertitude, la situation des Etats fragilisés par la crise avec, au premier chef, le Portugal, sérieux candidat à une aide internationale (UE+FMI) après la Grèce et l'Irlande en 2010. La réponse des européens à la crise de la dette est bien réelle mais elle est encore partielle et source d'incertitude pour l'avenir. La perception d'un risque souverain/bancaire élevé devrait donc subsister en 2011.

❖ *La réduction des déficits publics* : dès la fin 2009 des tensions étaient apparues sur le marché de la dette publique en raison de l'état précaire des finances de certains pays d'Europe. La pression était forte en Grèce et dans une moindre mesure en Irlande et en Espagne. Pour autant, si nous avons souligné l'obligation pour la plupart des pays à faire du thème de la remise en ordre des finances publiques un élément incontournable de leur orientation de politique économique, personne n'avait imaginé la rapidité avec laquelle la qualité des signatures d'Etat se dégraderait, ni l'ampleur

des moyens à mettre en œuvre pour sauver la Grèce et l'Irlande, avec en ligne de mire le Portugal que Paris et Berlin pressent de se mettre sous la protection du fonds de sauvetage européen, mais aussi l'Espagne et l'Italie.

La réponse apportée par les grandes organisations européennes et internationales (UE, BCE, FMI) ont été, même avec retard, à la hauteur des enjeux si l'on considère la mise en place d'un fonds de stabilisation de 750Mds€. Mais il est probable que de nouvelles mesures seront prises pour aider à recréer les conditions de la convergence économique alors que la montée des divergences de performances économiques entre les pays de la zone (croissance, chômage, balance des comptes courants et des comptes publics) rend de plus en plus difficile sa gestion. La mise en place de nouvelles règles de gouvernance budgétaire obligeant les pays à plus de clarté sur leur choix budgétaire est une bonne chose mais sans doute pas suffisante. Il faudra promouvoir un modèle économique, sans doute celui de l'Allemagne et baliser les chemins pour l'atteindre. Son « coût de mise en œuvre » sera très élevé et rien ne sera possible sur la durée sans la volonté de maintenir un certain rythme de croissance. Cela passera, au sein de l'Union, par davantage de solidarité budgétaire et par la volonté de réduire les déséquilibres de position extérieure relative.

La situation est sans doute moins aiguë aux USA qui devront néanmoins offrir des rémunérations plus importantes pour se refinancer. Le débat reste en revanche ouvert sur la possibilité de premières mesures d'austérité conduites par le gouvernement Obama en 2011 qui trancherait avec la politique de 2010. Rien n'est moins sûr mais le problème des dettes souveraines en Europe renforce l'idée que les gouvernements doivent agir rapidement sur le front budgétaire pour éviter que les marchés ne s'emparent du sujet.

❖ *Le maintien dans la zone émergente des grands équilibres macro-économiques* : en matière

de croissance, la crise freinera pour au moins un temps le rythme des importations des pays développés alors que le relais des exportations vers la demande intérieure sera un phénomène plus long et graduel. Dans ce contexte, la tentation de maintenir des taux d'intérêt réels très bas et des devises faiblement évaluées par rapport au dollar est grande avec le risque de susciter un afflux de capitaux dans les pays émergents et une hausse du prix des actifs. D'où la grande attention qui sera portée aux flux de capitaux spéculatifs potentiellement déstabilisant et au risque d'inflation, tant du côté des biens et services que de celui des actifs.

❖ *Le rééquilibrage de l'économie mondiale* : au-delà des politiques publiques mise en œuvre au profit d'une reprise de la demande du secteur privé, nul doute qu'une reprise durable exigera l'adoption progressive de nouveaux comportements : 1- en particulier la correction de certains grands déséquilibres au niveau mondial dont un nouvel effort de désendettement et d'innovation dans les pays développés et une augmentation des dépenses de consommation dans les pays émergents, 2- la mise en œuvre d'une politique de change soucieuse d'éviter les tentations protectionnistes (dollar, yuan), 3- la mise en œuvre d'une réforme de la finance mondiale recouvrant un ensemble de sujets aussi vaste que le durcissement des exigences réglementaires sur les fonds propres des banques, la convergence des normes comptables internationales, l'encadrement des marchés de dérivés échangés de gré à gré, la régulation des fonds alternatifs, la surveillance des plates-formes alternatives : une réforme délicate, amorcée en 2010 mais dont il paraît raisonnable de ne pas trop attendre.

ANALYSE GRAPHIQUE

PAS DE HAUSSE SEREINE SANS VOLUMES (CAC 40 : 3865)



| | | | | | |
|----------|---------------------------|--------|-------------|----------------------------------|--------|
| Supports | MM50 | : 3845 | Résistances | MM7/MM20 | : 3880 |
| | MM100 | : 3780 | | Plus haut récent | : 3930 |
| | MM250 | : 3740 | | Plus ancienne résistance | : 3960 |
| | MM150/200 et bas de canal | : 3720 | | Pic annuel 2010 et haut de canal | : 4080 |

Après avoir tutoyé notre précédent objectif zone 3960, frôlé à une encablure, le CAC 40 a finalement terminé 2010 proche des 3800 points, loin de nos espérances.

2011 a débuté en fanfare, toujours aussi creux en termes de transactions... ; retour désespérant à la case départ. Cette absence de volume accentue une volatilité qui devrait perdurer tant que le marché ne sera pas rassuré sur les problèmes de dette souveraine. "Cash is king" : sans volumes, pas de tendance lourde.

En revanche, le marché reste dans un trend haussier, hésitant mais clairement dessiné qui ne demande qu'à sortir par le haut : point bas 3720, point haut 4080 à ce jour. La récente rupture des MM 7 et 20, fragiles par essence, appelle en toute logique une correction plus appuyée en direction de supports plus solides. Nous n'observons cependant aucun indicateur global de surchauffe. Tous les secteurs ne sont pas logés à la même enseigne : les stars d'hier ne seront pas forcément celles de demain ... Nous restons toujours à l'écart des valeurs financières.

SYNTHESE

OPTIMISME PRUDENT POUR 2011

Il est peu probable que la crise de la dette des Etats périphériques de la zone euro se règle rapidement. De nouvelles tensions ne peuvent pas non plus être exclues s'agissant de la dette des Etats, du risque de contagion au système bancaire, du chômage, de la volatilité des changes, de la hausse des prix des matières premières agricoles ou de l'inflation naissante dans les émergents asiatiques.

Pour autant, sans tomber dans un optimisme béat, nous restons d'un optimisme prudent dans un contexte de sortie de crise plutôt encourageant, non seulement dans les pays émergents mais aussi dans les principaux pays industrialisés : dynamisme des pays d'Europe du Nord en dépit des problèmes de la zone euro ; reprise de la demande privée ; entreprises assainies et en ordre de marche ; stabilisation sur le front de l'emploi ; stabilisation en cours des prix de l'immobilier...

De même, l'environnement reste favorable aux actions : les taux longs, même en modeste hausse restent bas, les politiques monétaires accommodantes, les liquidités abondantes, l'aversion au risque en retrait, la croissance mondiale solidement orientée, les bilans des entreprises sains, la valorisation des marchés actions modérée et leurs rendements élevés par opposition aux rendements obligataires et monétaires.

Le débat de 2010 portait sur la question de la « reprise ou du double dip ». En 2011 le débat portera sur la gestion de la crise budgétaire en Europe, sur le calendrier de normalisation monétaire de la BCE et de la Fed, sur la réduction des déficits publics et sur l'amplitude du resserrement chinois. Cela donnera cette année encore de l'intérêt à l'analyse pays et à l'analyse par secteur au détriment de l'analyse globale.

Comme en 2010, il faudra donc rester opportuniste. Nous aurons toujours tendance à privilégier les marchés des pays les plus solides et les sociétés de qualité à croissance structurelle. De fait, l'Allemagne devrait rester le pays d'Europe qui bénéficiera le plus du rebond économique, au moins dans un premier temps. En terme sectoriel, nous pensons opportun de s'intéresser au raffermissement en cours de la consommation des ménages et aux secteurs exposés à la demande finale, dans les pays émergents qui restent un thème de cette sortie de crise, mais aussi aux USA et en Europe du Nord. Les valeurs de consommation courante, le Luxe, les Boissons, les Médias répondent à cette thématique. Les perspectives restent également favorables dans les logiciels et dans la Chimie qui pourrait néanmoins avoir perdu un peu de momentum. Il ne faudra pas enfin oublier les belles défensives à fort rendement qui offrent pour certaines de réelles opportunités.

Nous restons à l'inverse prudents sur la plupart des secteurs perdants de 2010, les Banques, les Services aux Collectivités, la Santé, les Télécoms à l'exception des Matériaux de Construction, qui semblent en mesure de tirer leur épingle du jeu.



STATISTIQUES

SBF 120

Source : FU Reuters
Cours de clôture (31 décembre 2010)

Performances

SBF 120 : +0,06%

Les plus élevées

| Société | Cours au 31-déc.-10 | Var début d'année | + haut 12 mois | + bas 12 mois |
|----------------------|---------------------|-------------------|----------------|---------------|
| Arkema | 53,87 | 107,2% | 55,3 | 23,7 |
| Rhodia | 24,75 | 96,3% | 25,0 | 11,8 |
| SEB | 77,73 | 95,8% | 82,8 | 39,2 |
| Safran | 26,50 | 93,6% | 28,0 | 13,7 |
| Zodiac Aerospace | 56,20 | 92,9% | 56,8 | 27,8 |
| Valeo | 42,47 | 73,1% | 45,7 | 20,1 |
| Hermes International | 156,75 | 68,0% | 207,8 | 92,0 |
| Ipsos | 35,52 | 67,9% | 35,7 | 21,0 |
| Ingenico | 27,10 | 67,8% | 28,2 | 15,0 |
| Derichebourg | 5,21 | 67,7% | 5,4 | 2,6 |
| Wendel | 68,91 | 61,0% | 70,0 | 36,8 |
| Rexel | 16,26 | 59,4% | 16,7 | 9,4 |
| LVMH | 123,10 | 57,1% | 129,1 | 74,2 |
| Legrand | 30,48 | 56,5% | 32,1 | 19,4 |
| Bureau Veritas | 56,72 | 55,8% | 59,3 | 34,1 |

Les plus faibles

| Société | Cours au 31-déc.-10 | Var début d'année | + haut 12 mois | + bas 12 mois |
|-------------------|---------------------|-------------------|----------------|---------------|
| NicOx | 2,20 | -62,2% | 8,5 | 2,1 |
| Technicolor | 3,56 | -51,2% | 9,3 | 3,6 |
| Ipsen | 22,84 | -41,1% | 42,2 | 22,0 |
| Sechilienne-Sidec | 19,02 | -32,9% | 29,7 | 17,9 |
| Thales | 26,19 | -27,2% | 35,9 | 25,0 |
| Alstom | 35,81 | -27,0% | 55,1 | 30,8 |
| EDF | 30,70 | -26,1% | 42,8 | 30,1 |
| AXA | 12,45 | -24,7% | 17,6 | 10,9 |
| Credit Agricole | 9,50 | -23,1% | 13,8 | 7,9 |
| CNP Assurances | 13,51 | -20,3% | 17,8 | 12,0 |
| Ubisoft | 8,00 | -19,4% | 11,3 | 6,1 |
| Soitec | 8,09 | -19,1% | 11,9 | 6,5 |
| Lafarge | 46,92 | -18,8% | 63,0 | 35,6 |
| Saft Groupe | 27,55 | -18,4% | 34,9 | 23,0 |
| Societe Generale | 40,22 | -17,8% | 53,1 | 29,7 |

Potentiels

Les plus élevées

| Société | Cours au 31-déc.-10 | Objectif consensus | Potentiel |
|--------------------|---------------------|--------------------|--------------|
| Technicolor | 3,56 | 5,9 | 66,0% |
| AXA | 12,45 | 17,9 | 43,8% |
| Sechilienne-Sidec | 19,02 | 27,2 | 43,1% |
| Credit Agricole | 9,50 | 13,4 | 41,3% |
| BNP Paribas | 47,61 | 66,0 | 38,7% |
| CNP Assurances | 13,51 | 18,6 | 37,7% |
| Eurotunnel | 6,58 | 9,0 | 36,6% |
| Ipsen | 22,84 | 31,1 | 36,1% |
| Steria | 19,40 | 26,0 | 33,8% |
| STMicroelectronics | 7,74 | 10,3 | 33,6% |
| PagesJaunes | 6,80 | 9,1 | 33,4% |
| EDF | 30,70 | 40,7 | 32,5% |
| Societe Generale | 40,22 | 53,0 | 31,8% |
| Air France - KLM | 13,63 | 17,3 | 27,1% |
| Natixis | 3,50 | 4,5 | 27,1% |

Les plus faibles

| Société | Cours au 31-déc.-10 | Objectif consensus | Potentiel |
|----------------------|---------------------|--------------------|---------------|
| Hermes International | 156,75 | 121,7 | -22,4% |
| Derichebourg | 5,21 | 4,4 | -15,5% |
| Eramet | 256,50 | 226,7 | -11,6% |
| CGG Veritas | 22,78 | 21,2 | -7,0% |
| Ingenico | 27,10 | 25,3 | -6,8% |
| Pernod Ricard | 70,36 | 66,9 | -4,9% |
| Remy Cointreau | 52,95 | 50,4 | -4,8% |
| Eurofins Scientific | 53,90 | 52,2 | -3,2% |
| Legrand | 30,48 | 29,6 | -3,1% |
| Imerys | 49,89 | 48,4 | -2,9% |
| NicOx | 2,20 | 2,2 | -2,3% |
| Safran | 26,50 | 26,1 | -1,6% |
| Casino | 72,95 | 71,9 | -1,4% |
| Sodexo | 51,57 | 51,4 | -0,4% |
| Accor | 33,30 | 33,2 | -0,4% |

PER

SBF 120 :

PER 2010e: 11,4x

PER 2011e: 12,9x

Les plus élevés

| Société | Cours au 31-déc.-10 | PER 2010e | PER 2011e |
|-----------------------|------------------------|--------------|--------------|
| Eurotunnel | 6,58 | -94,00 | 94,00 |
| Soitec | 8,09 | -101,13 | 47,59 |
| Hermes International | 156,75 | 40,19 | 35,63 |
| CGG Veritas | 22,78 | -455,60 | 33,50 |
| AREVA | 36,50 | 53,68 | 26,26 |
| Icade | 76,35 | 24,87 | 25,28 |
| Accor | 33,30 | 30,55 | 24,67 |
| JCDecaux | 23,03 | 31,99 | 23,50 |
| Eurofins Scientific | 53,90 | 35,23 | 22,74 |
| Stallergenes | 59,00 | 25,21 | 22,61 |
| LVMH | 123,10 | 23,76 | 20,76 |
| Mercialys | 28,10 | 24,02 | 20,51 |
| Dassault Systemes | 56,42 | 23,61 | 20,08 |
| Remy Cointreau | 52,95 | 22,82 | 19,76 |
| Essilor International | 48,18 | 22,10 | 19,51 |

Les plus faibles

| Société | Cours au 31-déc.-10 | PER 2010e | PER 2011e |
|---------------------|------------------------|--------------|--------------|
| Credit Agricole | 9,50 | 9,31 | 5,52 |
| PSA Peugeot Citroen | 28,41 | 7,25 | 5,93 |
| AXA | 12,45 | 8,03 | 6,35 |
| BNP Paribas | 47,61 | 7,28 | 6,58 |
| CNP Assurances | 13,51 | 7,34 | 6,62 |
| Societe Generale | 40,22 | 8,13 | 6,70 |
| Renault | 43,50 | 6,28 | 6,93 |
| Sanofi-Aventis | 47,85 | 6,92 | 7,14 |
| Natixis | 3,50 | 8,33 | 7,14 |
| Pagesjaunes | 6,80 | 7,56 | 7,39 |
| Sequana | 11,65 | 9,87 | 7,61 |
| Derichebourg | 5,21 | 9,47 | 7,66 |
| Rhodia | 24,75 | 9,45 | 7,81 |
| TOTAL | 39,65 | 8,55 | 7,95 |
| SCOR | 19,00 | 9,55 | 8,02 |

PEG

Les plus élevés

| Société | Cours au 31-déc.-10 | PEG 2010e | PEG 2011e |
|----------------------|------------------------|--------------|--------------|
| Unibail-Rodamco | 148,00 | 74,07 | 76,43 |
| Klepierre | 27,00 | 10,87 | 11,15 |
| Vivendi | 20,20 | 5,82 | 5,84 |
| Hermes International | 156,75 | 3,36 | 2,97 |
| Metropole TV | 18,10 | 3,09 | 2,87 |
| Neopost | 65,20 | 2,84 | 2,69 |
| Fonciere des Regions | 72,40 | 2,74 | 2,64 |
| Aeroports de Paris | 59,07 | 2,46 | 2,28 |
| Mercialys | 28,10 | 2,36 | 2,02 |
| Pagesjaunes | 6,80 | 1,98 | 1,94 |
| BIC | 64,32 | 2,05 | 1,91 |
| Vinci | 40,68 | 2,00 | 1,89 |
| L'Oreal | 83,08 | 2,05 | 1,87 |
| Icade | 76,35 | 1,72 | 1,75 |
| Arkema | 53,87 | 1,79 | 1,73 |

Les plus faibles

| Société | Cours au 31-déc.-10 | PEG 2010e | PEG 2011e |
|---------------------|------------------------|--------------|--------------|
| Ubisoft | 8,00 | 0,93 | 0,06 |
| Maurel & Prom | 10,55 | 0,25 | 0,09 |
| Credit Agricole | 9,50 | 0,21 | 0,13 |
| Altran Technologies | 3,25 | 0,34 | 0,14 |
| PSA Peugeot Citroen | 28,41 | 0,22 | 0,18 |
| Thales | 26,19 | 0,35 | 0,20 |
| Club Mediterranee | 15,46 | 0,36 | 0,23 |
| Faurecia | 21,63 | 0,35 | 0,25 |
| Bourbon | 34,71 | 0,45 | 0,25 |
| Nexans | 58,86 | 0,50 | 0,29 |
| Eramet | 256,50 | 0,42 | 0,29 |
| Vallourec | 78,60 | 0,47 | 0,31 |
| EADS | 17,44 | 0,45 | 0,32 |
| Societe Generale | 40,22 | 0,39 | 0,33 |
| AXA | 12,45 | 0,46 | 0,36 |

VE / CA

Les plus élevées

| Société | Capitalisation (M€) | VE/CA 2010e | VE/CA 2011e |
|----------------------|------------------------|----------------|----------------|
| Foncière des Régions | 3 869 | 17,76 | 17,71 |
| Mercialys | 2 577 | 17,60 | 15,92 |
| SIUC | 1 603 | 16,20 | 15,15 |
| Gecina | 5 014 | 15,95 | 15,54 |
| Unibail-Rodamco | 13 515 | 15,49 | 14,86 |
| Klepierre | 5 040 | 13,80 | 13,31 |
| Eurotunnel | 3 043 | 8,65 | 7,69 |
| Eutelsat | 6 027 | 7,45 | 6,92 |
| Hermès International | 16 484 | 6,84 | 6,27 |
| Icade | 3 909 | 4,51 | 4,39 |
| Bourbon | 2 040 | 3,88 | 3,19 |
| Maurel & Prom | 1 216 | 3,87 | 2,58 |
| Pernod Ricard | 18 484 | 3,85 | 3,66 |
| Dassault Systèmes | 6 670 | 3,77 | 3,38 |
| Stallergenes | 780 | 3,62 | 3,30 |

Les plus faibles

| Société | Capitalisation (M€) | VE/CA 2010e | VE/CA 2011e |
|---------------------|------------------------|----------------|----------------|
| Bull | 410 | 0,12 | 0,12 |
| EADS | 14 134 | 0,18 | 0,18 |
| Alcatel-Lucent | 4 926 | 0,26 | 0,25 |
| Sequana | 573 | 0,27 | 0,27 |
| Faurecia | 2 381 | 0,28 | 0,27 |
| Carrefour | 21 150 | 0,31 | 0,29 |
| CNP Assurances | 7 993 | 0,36 | 0,35 |
| Nexans | 1 654 | 0,37 | 0,34 |
| Thales | 5 115 | 0,40 | 0,39 |
| AXA | 28 182 | 0,41 | 0,39 |
| Alstom | 10 536 | 0,42 | 0,42 |
| Casino | 8 045 | 0,42 | 0,38 |
| Valeo | 3 198 | 0,42 | 0,40 |
| Steria | 542 | 0,43 | 0,42 |
| Altran Technologies | 467 | 0,44 | 0,42 |

VE / EBITDA

Les plus élevées

| Société | Capitalisation (M€) | VE/EBITDA 2010e | VE/EBITDA 2011e |
|----------------------|------------------------|--------------------|--------------------|
| Hermès International | 16 484 | 22,0 | 19,8 |
| Mercialys | 2 577 | 20,4 | 18,4 |
| Icade | 3 909 | 20,2 | 17,9 |
| Gecina | 5 014 | 20,1 | 19,5 |
| Eurotunnel | 3 043 | 18,3 | 15,4 |
| Foncière des Régions | 3 869 | 17,9 | 17,7 |
| SIUC | 1 603 | 17,9 | 16,7 |
| Unibail-Rodamco | 13 515 | 17,2 | 16,4 |
| Remy Cointreau | 2 603 | 16,0 | 14,1 |
| Klepierre | 5 040 | 15,9 | 15,0 |
| Medica | 664 | 15,2 | 13,4 |
| Orpea | 1 345 | 15,1 | 12,7 |
| AREVA | 1 763 | 15,1 | 6,8 |
| Wendel | 3 422 | 14,6 | 13,2 |
| Stallergenes | 780 | 14,5 | 13,1 |

Les plus faibles

| Société | Capitalisation (M€) | VE/EBITDA 2010e | VE/EBITDA 2011e |
|--------------------|------------------------|--------------------|--------------------|
| Ubisoft | 755 | 1,9 | 2,0 |
| EADS | 14 134 | 2,8 | 2,4 |
| Bull | 410 | 3,1 | 2,7 |
| Valeo | 3 198 | 3,7 | 3,5 |
| STMicroelectronics | 6 774 | 3,8 | 3,4 |
| TOTAL | 88 606 | 3,8 | 3,4 |
| Rhodia | 2 566 | 4,1 | 3,8 |
| Vivendi | 24 829 | 4,1 | 4,1 |
| Bouygues | 11 359 | 4,2 | 4,0 |
| Société Générale | 28 991 | 4,3 | 4,2 |
| Faurecia | 2 381 | 4,4 | 3,9 |
| Alcatel-Lucent | 4 926 | 4,5 | 3,0 |
| Arkema | 3 301 | 4,8 | 4,6 |
| France Telecom | 41 275 | 4,8 | 4,8 |
| Michelin | 9 543 | 4,9 | 4,4 |

Gearing

Les plus élevés

| Société | Capitalisation (M€) | Gearing |
|------------------------|---------------------|-------------|
| Wendel | 3 422 | 901% |
| Medica | 664 | 612% |
| Faurecia | 2 381 | 544% |
| Eiffage | 2 868 | 481% |
| Klepierre | 5 040 | 321% |
| Derichebourg | 884 | 288% |
| Fonciere des Regions | 3 869 | 223% |
| Orpea | 1 345 | 209% |
| EDF Energies Nouvelles | 2 446 | 205% |
| Veolia Environnement | 10 555 | 201% |
| Eurazeo | 3 111 | 187% |
| PSA Peugeot Citroen | 6 445 | 175% |
| SILIC | 1 603 | 169% |
| Sechilienne-Sidec | 541 | 168% |
| Eutelsat | 6 027 | 168% |

Les plus faibles

| Société | Capitalisation (M€) | Gearing |
|----------------------|---------------------|-------------|
| Technip | 7 352 | -66% |
| Dassault Systemes | 6 670 | -59% |
| EADS | 14 134 | -57% |
| Metropole TV | 2 325 | -57% |
| Alstom | 10 536 | -43% |
| Eramet | 6 776 | -41% |
| Cap Gemini | 5 341 | -30% |
| Hermes International | 16 484 | -29% |
| Gemalto | 2 652 | -28% |
| BIC | 3 122 | -23% |
| Alcatel-Lucent | 4 926 | -22% |
| Ipsen | 1 897 | -19% |
| Havas | 1 672 | -12% |
| Vallourec | 8 965 | -11% |
| Ubisoft | 755 | -10% |

Rendements

Les plus élevés

| Société | Cours au 31-déc.-10 | DIV 2011e | Rdmt 2010e | Rdmt 2011e |
|----------------------|---------------------|-----------|-------------|------------|
| PagesJaunes | 6,80 | 0,63 | 9,1% | 9,3% |
| France Telecom | 15,60 | 1,4 | 9,0% | 9,0% |
| Unibail-Rodamco | 148,00 | 8,15 | 8,5% | 5,5% |
| Icade | 76,35 | 3,37 | 8,1% | 4,4% |
| Vivendi | 20,20 | 1,4 | 6,9% | 6,9% |
| Natisis | 3,50 | 0,26 | 6,6% | 7,4% |
| Fonciere des Regions | 72,40 | 4,76 | 6,4% | 6,6% |
| TOTAL | 39,65 | 2,39 | 5,9% | 6,0% |
| Neopost | 65,20 | 3,78 | 5,7% | 5,8% |
| GDF Suez | 26,85 | 1,59 | 5,7% | 5,9% |
| CNP Assurances | 13,51 | 0,82 | 5,6% | 6,1% |
| Veolia Environnement | 21,87 | 1,25 | 5,6% | 5,7% |
| AXA | 12,45 | 0,8 | 5,5% | 6,4% |
| SCOR | 19,00 | 1,11 | 5,4% | 5,8% |
| Gecina | 82,31 | 4,45 | 5,4% | 5,4% |

ROE

Les plus élevés

| Société | Capitalisation (M€) | ROE |
|----------------------|---------------------|--------------|
| Faurecia | 2 381 | 66,4% |
| Bureau Veritas | 6 144 | 59,7% |
| Iliad | 4 433 | 35,8% |
| Wendel | 3 422 | 33,5% |
| Derichebourg | 884 | 32,1% |
| Neopost | 2 121 | 30,8% |
| Stallergenes | 780 | 30,1% |
| Valeo | 3 198 | 26,0% |
| Hermes International | 16 484 | 22,9% |
| Medica | 664 | 22,3% |
| SEB | 3 689 | 22,2% |
| Alstom | 10 536 | 22,2% |
| Eutelsat | 6 027 | 21,5% |
| BioMerieux | 2 911 | 20,2% |
| TOTAL | 88 606 | 19,7% |



10, 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

11, avenue Jean Médecin 06000 **NICE** – Tél. 04 93 88 74 22 – Fax. 04 93 88 81 70

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

www.finuzes.fr