

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

3 FÉVRIER 2009

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



■ ECONOMIE	3 - 9
■ INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS DJSTOXX600	10- 12
■ SYNTHÈSE	13
■ STATISTIQUES SBF 120	14 - 18

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

LA RÉCESSION EST BIEN LÀ ET ELLE S'ACCENTUE

Aux USA, l'immobilier touche un nouveau point bas sur le mois de décembre avec un recul des mises en chantier et des permis de construire de respectivement 16% et 11% et une chute des ventes de logements neufs de 14,7%. De même, les ventes de détail ressortent en baisse de 2,7% sur le mois et de 9,8% sur un an. Les ménages réduisent leurs dépenses face à la baisse conjointe de l'emploi, de leur patrimoine et de l'offre de crédit. Par ricochet le secteur industriel ralentit d'autant que les débouchés extérieurs se tarissent (chute de 19,8% des exportations au T4). La production industrielle recule de 2% sur le seul mois de décembre et de 8% sur un an, baisse qui ne devrait pas s'en arrêter là au regard de l'enquête ISM sur le climat des affaires. La dégradation du marché du travail enfin, très brutale sur les mois de novembre et décembre (7,2% de la population active) n'en serait qu'à ses débuts : les destructions d'emplois devraient rester massives ces prochains mois.

La récession américaine, encore relativement modérée et concentrée sur quelques secteurs sur les trois premiers trimestres de 2008, s'est brutalement aggravée pour traduire une violente contraction de l'activité en fin d'année : en rythme annuel le PIB américain s'est contracté de 3,8% au T4 (et de 5,1% hors stocks), portant la croissance à 1,3% sur l'ensemble de l'année. La tonalité du Beige Book est en ligne avec cette tendance : la récession est bien là et elle s'accroît.

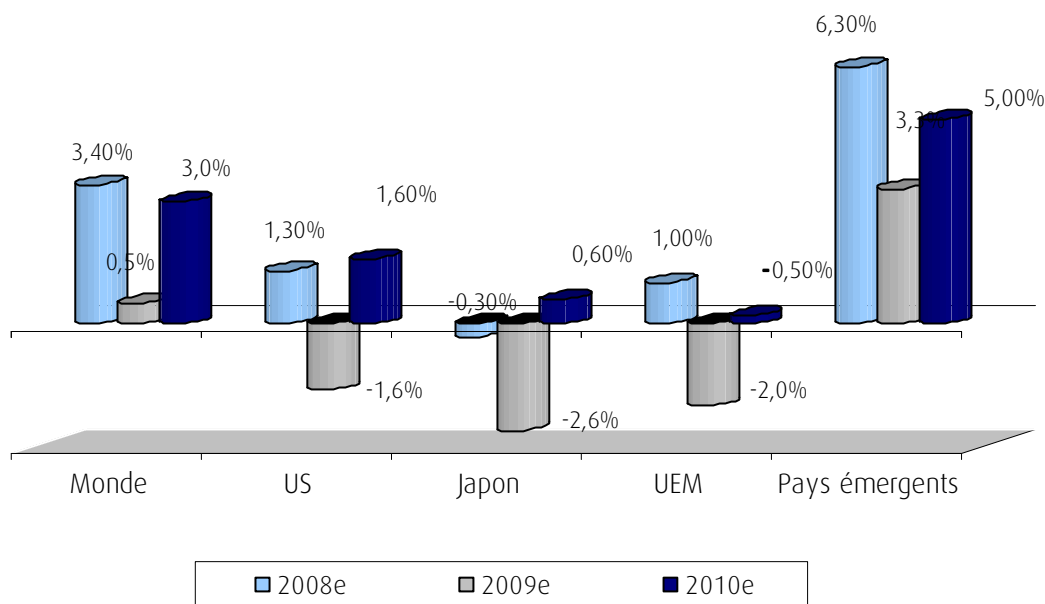
Au Royaume-Uni, le PIB recule de 1,5% au quatrième trimestre après une baisse de 0,6% le trimestre précédent. En France, l'économie pourrait s'être contractée de 1,1% au quatrième trimestre selon les chiffres de la Banque de France pour une croissance estimée à 0,7% sur l'année. En Allemagne, la chute serait plus importante encore, entre -1,5% et -2% (-6% à -8% en rythme annuel) sur le T4 selon l'Office fédérale des statistiques pour une croissance estimée à 1,3% sur l'année. D'où la révision à la baisse de son scénario de croissance par la Commission Européenne, laquelle anticipe désormais, en dépit d'une très légère amélioration des indices PMI des directeurs d'achats européens pour le mois de janvier, un recul de 1,9% du PIB de la zone en 2009 après une croissance de 0,9% en 2008. Parmi les pays les plus touchés : l'Irlande (-5%), l'Espagne (-2%),

l'Italie (-2%), la Grande-Bretagne (-2,8%) et les pays baltes. Le PIB de la France se contracterait de 1,8% dans un premier temps pour revenir à +0,4% en 2010 ; l'Allemagne reculerait de 2,3% en 2009 pour revenir à 0,7% en 2010. Au plan social, l'impact serait sévère avec près de 3,5 millions de pertes d'emplois attendues. Avec un temps de retard, le taux de chômage de la zone, en hausse à 8% en décembre, passerait de 7,5% en 2008 à 9,3% en 2009 et 10,2% en 2010. En France et en Allemagne il atteindrait respectivement 9,8% et 7,7% en 2009.

Les pays d'Asie ne seraient pas épargnés avec la publication de statistiques peu encourageantes. Au Japon, la contraction de l'économie au T4 atteindrait 12,1% en rythme annuel, soit une baisse de 1,8% attendue par la BoJ pour l'année budgétaire 2008/09 (avril/mars) et une nouvelle baisse de 2% attendue pour 2009/10 ; en Corée le recul du PIB atteint 5,6% au T4 ; en Chine la croissance s'est limitée à 6,8% en rythme annuel au T4, portant à 9% la croissance de l'année après +13% en 2007.

Conséquence de l'aggravation de la crise dans les pays développés et de la contamination plus forte des économies émergentes, le FMI révisé une fois encore à la baisse sa prévision de croissance mondiale à 0,5% pour 2009, un plus bas depuis la Seconde Guerre Mondiale, contre 2,2% il y a encore 2 mois. Dans le détail, le FMI anticiperait une contraction de 1,6% de l'activité aux USA cette année (vs -0,7% précédemment) puis une croissance de 1,6% en 2010. En zone euro la contraction de l'économie atteindrait 2% en 2009 (vs -0,2% précédemment) avant une modeste reprise de 0,2% en 2010. Au Japon le recul se situerait à 2,6% en 2009 avant un redressement et une croissance chiffrée à 0,6% pour 2010. L'institut souligne également un ralentissement prononcé de l'activité des pays émergents, +3,3% attendu en 2009 après +6,3% en 2008 dont un net ralentissement en Chine à +6,7% après +9% en 2008 et un véritable retournement en Russie, en récession après une expansion supérieure à 6% en 2008. Désormais dotés de structures économiques plus solides, ceux-ci devraient néanmoins mieux amortir que par le passé les effets de la crise économique.

Prévisions économiques FMI (Janvier 2009)



La réaction des économies au choc Lehman devient inquiétante ; la chute d'activité au T4 marquera une rupture. Tous les pays, développés comme émergents sont touchés. Les indices de confiance des ménages et des industriels sont en chute libre, la montée du chômage se diffuse et s'amplifie avec pour corollaire une panne de la consommation, une détérioration généralisée de l'activité industrielle et une décélération des échanges mondiaux de marchandises. Le mieux que l'on puisse espérer est une contraction un peu moins intense au T1 2009, mais rien n'est moins sûr tant l'effet de base sera défavorable. L'année

2009 sera beaucoup plus mauvaise que l'année 2008 : une croissance à peine positive selon le FMI après +3,5% en 2008.

Plus que jamais la réponse des politiques publiques exige d'être à la hauteur pour surmonter les effets du « credit crunch », soutenir la demande et contrer la spirale récessive en cours. Le message du président de la Fed va dans ce sens en appelant à une plus grande intervention du Trésor dans la gestion de la crise financière; la mobilisation des Etats et la mise en place de plans de relance partout dans le monde également.

LES BANQUES VACILLEN, LES POUVOIRS PUBLICS AFFICHENT UN SOUTIEN SANS FAILLE

Aux USA comme en Europe les premiers résultats du quatrième trimestre 2008 confirment les difficultés du secteur bancaire, encore amplifiées par la poursuite du deleveraging et la dégradation de la conjoncture économique. Aux USA, Bank of America affiche une perte trimestrielle de 1,79 MM\$ hors Merrill Lynch laquelle enregistre une perte de 15MM\$ au T4 et 27MM\$ sur l'année ; Citigroup une perte trimestrielle de 8MM\$ (18,7MM\$ sur l'année) et une scission en deux entités : Citicorp pour gérer les activités core business et Citi Holdings pour gérer les actifs toxiques de la banque ; JP Morgan un résultat positif de 700M\$ (5,6MM\$ sur l'année) mais grâce

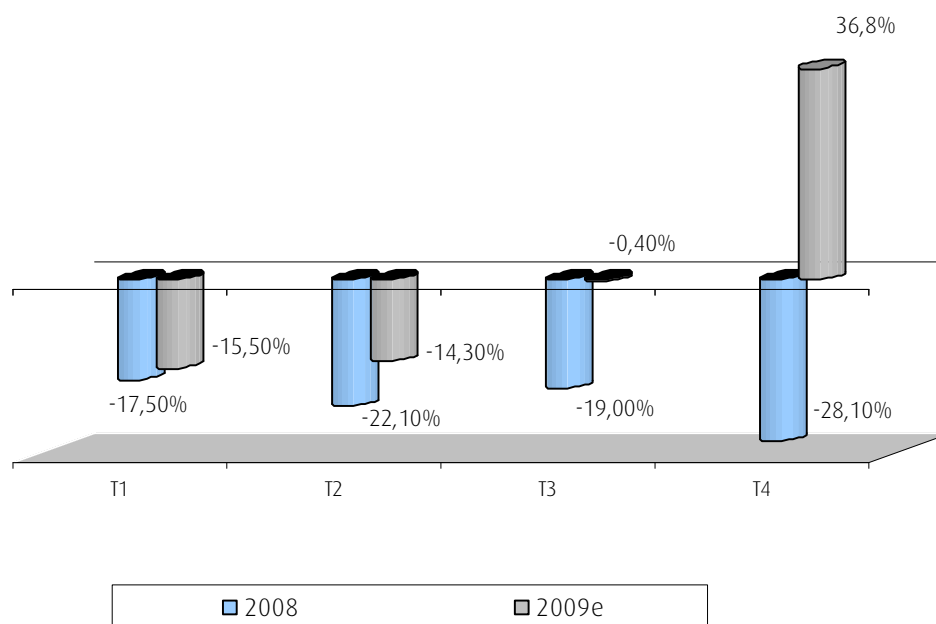
à des profits exceptionnels. En Allemagne Deutsche Bank publie un profit warning et une perte annuelle de 3,9MM€, pénalisé par ses efforts de deleveraging et la réduction de son exposition au risque. En Grande-Bretagne RBS annonce une perte de 7 à 8 MM€ et jusqu'à 28 MM€ après dépréciation du rachat de la banque néerlandaise ABN Amro. Les difficultés des banques ne se résoudront pas en 2009. C'est le message du FMI qui revoit à la hausse son estimation des pertes totales des banques dans le monde : 2200 MM\$ vs 1400MM\$ il y a encore 4 mois.

Indépendamment des banques dont les résultats et l'augmentation de leurs créances douteuses ont focalisé l'attention des investisseurs, les publications sont dans l'ensemble nettement inférieures aux attentes ; Intel, General Motors, General Electric, Home Depot, Philips, Caterpillar, Microsoft, Texas Instrument, SAP, STMicroelectronics, Sprint Nextel, Boeing... Le consensus s'ajuste rapidement sous la pression de quelques secteurs durement affectés par la dégradation de la conjoncture (banques, matières premières, biens de consommation cycliques) : il anticipe désormais un recul de 28,1% des profits du S&P500 pour le quatrième trimestre (vs un rebond de 49% encore attendu en octobre dernier) puis deux nouveaux trimestres de baisse à -15,5% et -14,3% aux T1 et T2 2009.

Autre facteur d'inquiétude, les publications à venir vont devoir traduire les dépréciations d'actifs

consécutives aux politiques d'acquisitions souvent menées au prix fort ces dernières années ; des charges évaluées par le cabinet de recherche indépendante Alphavalue à 360MM€ et une année de bénéfice sur un échantillon représentatif de 330 sociétés européennes dont certaines sont plus en risque que d'autres à l'image de Havas, Publicis, Atos, Stéria, Altran, Saint Gobain, Lafarge, Séché Environnement ou Véolia. Première opération vérité dans le secteur minier, l'américain Freeport McMoRan, numéro 2 mondial du cuivre vient d'intégrer dans ses comptes trimestriels une charge de 17,6MM\$ avant impôt en dépréciation de stocks et amortissement de survaleur (soit plus de 2x la capitalisation boursière actuelle du groupe), portant dans le même temps son ratio d'endettement de 30% à la fin du troisième trimestre 2008 à 112% désormais.

Croissance des profits des entreprises du S&P500 (consensus Thomson Financial)



Le soutien des pouvoirs publics au secteur bancaire s'affiche sans faille. En Allemagne, l'état injecte 10MM€ dans Commerzbank en contrepartie de 25% dans son capital. Au Royaume-Uni, HBOS et Lyords TSB accueillent l'Etat à hauteur de 43,4% du capital de la nouvelle entité combinée Llyords Banking ; RBS à hauteur de 70% contre 58% auparavant. Plus ambitieux encore, le gouvernement propose la création d'un système d'assurance de certains actifs visant à fixer un prix plancher et diminuer le risque porté par les

banques. En France, l'Etat annonce la mise à disposition (sous conditions) des banques de 10,5 MM€ d'ici le mois de mars après les 10,5 MM€ déjà injectés sous forme de titres hybrides en décembre. Au total, plus de 110 MM€ auraient déjà été injectés au capital des principales banques européennes depuis l'automne, soit la moitié de l'enveloppe de 200MM€ débloquée par les Etats pour soutenir le secteur bancaire.

Aux USA le Trésor et la FDIC se sont engagés auprès de Bank of America à garantir 118MM\$ d'actifs toxiques hérités de Merrill Lynch et à injecter 20MM\$ à son capital. Dans le même temps les sénateurs ont voté en faveur du déblocage des 350MM\$ du second volet du plan TARP.

Au total et selon les experts du FMI, 500MM\$ au minimum devront être injectés au capital des banques entre 2009 et 2010, sauf provoquer un nouvel affaiblissement de l'activité prêts, préjudiciable au redressement de l'économie. Un chiffre qui pourrait être bien supérieur, 1000 et jusqu'à 4000 MM\$ envisagés si les projets de « bad banks » (ou structures de cantonnement devant mettre à la charge de l'état les actifs toxiques des institutions financières), actuellement à l'étude aux USA, aboutissaient.

Aucun plan de relance ni aucun rebond durable de l'économie ne pourra se comprendre sans la

participation des banques, donc sans la remise en état du système bancaire. « La restauration du fonctionnement du secteur financier et de la confiance sont des préalables nécessaires à la reprise économique » souligne le FMI ; de la capacité des entreprises à se refinancer dépendra leur détermination à investir et entreprendre de nouveaux développements.

Les solutions sont connues : purge des bilans des banques, recapitalisation, contrôle public du crédit, soutien aux emprunteurs immobiliers américains. D'où le soutien sans faille des pouvoirs publics au système bancaire et l'idée selon laquelle les Etats devront contrôler plus étroitement encore les établissements financiers pour s'assurer du financement de l'économie; avec pour conséquence une augmentation des déficits publics et la délicate question du financement de ces déficits : 7% du PIB estimé en 2009 pour les pays avancés vs 3,75% en 2008.

LA DÉFLATION, UNE MENACE QUI SE PRÉCISE

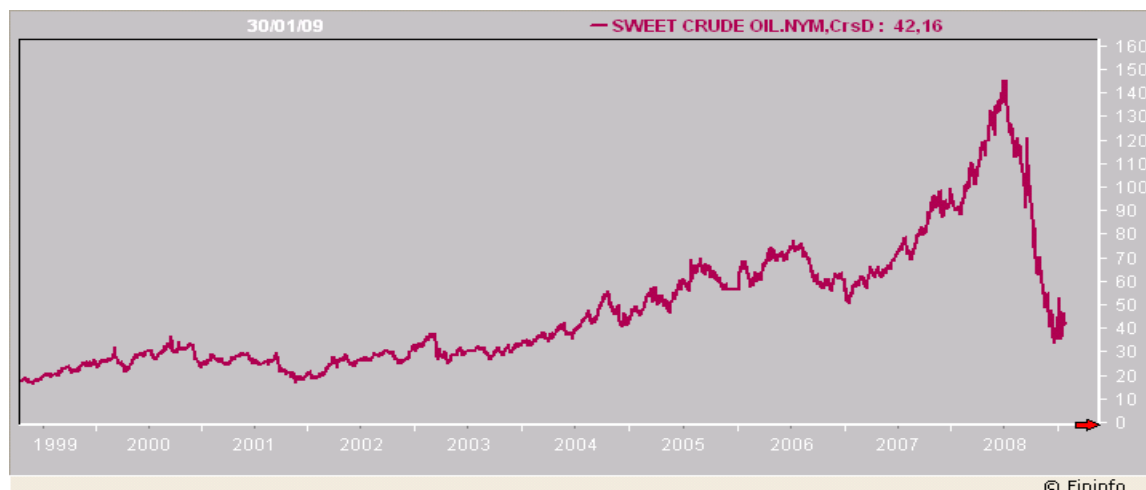
Les incertitudes sur l'ampleur de la demande ont entraîné les prix du pétrole dans une chute ininterrompue depuis son plus haut du mois de juillet. En quelques mois la demande pétrolière mondiale s'est retournée : elle augmentait trop vite en début d'année, elle fléchit aujourd'hui dans un marché par nature instable.

L'Agence Internationale de l'Energie revoit ainsi en baisse ses prévisions de demande mondiale de pétrole pour 2009, soit 85,3 Mbj et une baisse de 0,6% par rapport à une année 2008 elle-même en retrait de 0,3% par rapport à l'année précédente ; une situation inédite depuis le début des années

1980 directement liée à l'impact du ralentissement économique, y compris dans les pays émergents et en Chine en particulier (un peu plus de 9% de la demande mondiale à elle seule).

Les inconnues restent nombreuses quand au prix du baril moyen pour 2009 : respect de leurs quotas par les pays de l'Opep, tensions au Proche-Orient, rythme de mise en œuvre du plan Obama... selon les hypothèses, l'IFP anticipe un baril dans une fourchette de 30/40 et 60\$ avec un redémarrage au second semestre. Pour sa part le FMI anticipe un prix moyen du baril de 50\$ pour 2009 et 60\$ pour 2010.

Pétrole WTC



Au plan de l'inflation, l'indice des prix à la consommation aux USA poursuit son repli à +0,1% en rythme annuel pour le mois de décembre contre 1,1% en novembre et 5,6% au plus haut en juillet. Hors énergie et alimentation il s'établit à 1,8% sur un an contre 2% il y a un mois. Pour sa part, le salaire horaire moyen progresse encore sur un rythme solide, en hausse de 0,9% sur le trimestre.

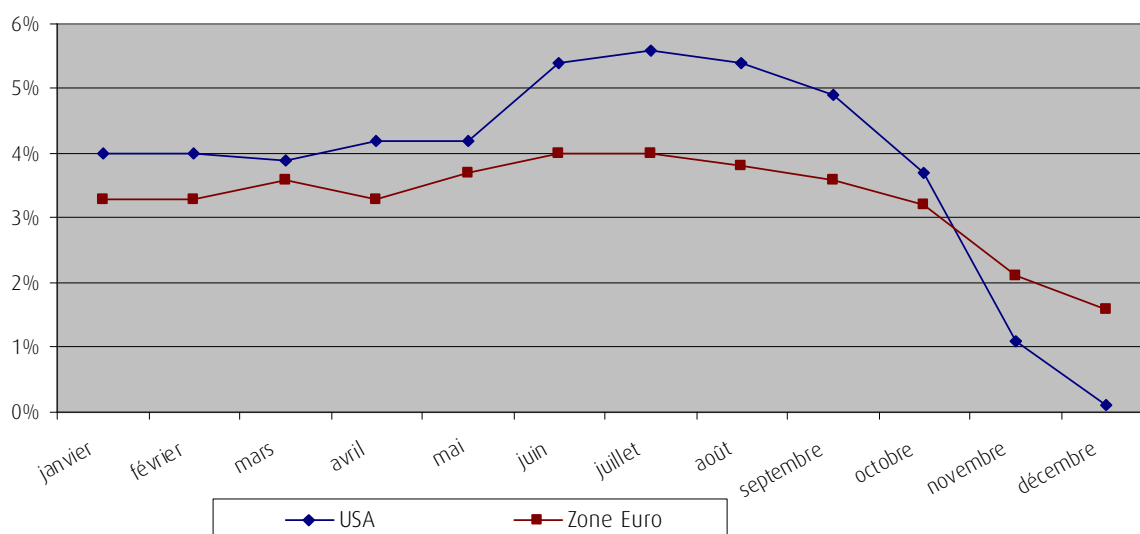
En zone euro, la hausse des prix à la consommation revient à 1,1% en janvier après 1,6% en décembre et un pic à 4% en juin et juillet. Le baisse est nettement plus marquée qu'attendue hors énergie et alimentation à +1,4%, pointant de fortes pressions déflationnistes dans la zone.

Le repli amorcé à l'été 2008 va se prolonger. Sous le coup de la baisse du prix des matières premières, l'inflation mondiale a été divisée par plus de deux depuis son plus haut et sauf imaginer un rebond sensible de ces produits, les effets de

base vont rester négatifs au cours du premier semestre : les points bas d'inflation seront atteints en milieu d'année et renforceront les menaces de déflation dans un contexte de profonde récession. Selon les dernières estimations du FMI l'inflation des pays avancés devrait passer de 3,5% en 2008 à 0,25% en 2009 puis 0,75% en 2010. Celle des pays émergents de 9,5% en 2008 à 5,75% en 2009 et 5% en 2010.

Face à l'augmentation des risques de déflation dans plusieurs pays développés, les stratégies et mesures de reflation se multiplient pour atteindre des niveaux aujourd'hui sans précédent : baisse des taux d'intérêt, creusement des déficits publics, assouplissement du crédit, garanties et recapitalisation du secteur bancaire. Rapides, massives et globales elles devraient permettre de se substituer à un système bancaire qui ne fonctionne plus, de soutenir la demande globale et d'éviter une spirale prix-salaire à la baisse.

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



Le ralentissement rapide des taux d'inflation nourrit les inquiétudes sur un scénario de déflation même si, au stade actuel, les anticipations restent bien ancrées en territoire positif. De son côté la BCE relativise les spéculations estimant assister « à un processus désinflationniste provoqué par la forte baisse des prix des matières premières » et « une

évolution bienvenue » de nature à soutenir les revenus réels. Un sentiment renforcé par la perspective d'un violent retournement au second semestre et un rebond significatif des taux d'inflation fondé sur des effets de base qui redeviendront alors moins favorables.

RETOUR DE L'INTÉRÊT SUR LES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES AU DÉTRIMENT DU MONÉTAIRE

La banque américaine a ramené ses taux cibles dans une fourchette de 0% à 0,25% en décembre et devrait les garder assez longtemps sur ces niveaux. Ne pouvant plus se servir de l'arme des taux, elle doit utiliser d'autres outils pour dégeler le marché monétaire et ranimer l'économie tout en préservant la stabilité : elle a racheté la dette des organismes de crédit Fannie Mae et Freddy Mac et évoque la possibilité d'acheter des bons du trésor afin de baisser le coût du crédit. Elle sert autant de liquidités que les banques en demandent et pourrait agir sur les obligations d'entreprises afin de resserrer les spreads. Toutefois cette politique est loin de faire l'unanimité car elle est créatrice de monnaie et risque de créer une bulle sur les taux.

La BCE qui a réduit à 2% son taux directeur courant janvier, devrait continuer dans ce sens sans pour autant souhaiter une politique de taux zéro. Sa priorité est plutôt au rétablissement de la circulation de la liquidité mais elle n'entend pas, au moins pour l'instant, acheter directement des titres comme la Réserve Fédérale.

La situation économique est plus grave encore au Royaume Uni où la banque d'Angleterre devrait baisser ses taux directeurs à un niveau proche de zéro. La banque centrale est aussi autorisée à acheter des actifs de bonne qualité.

Sur le marché monétaire les taux ont fortement baissé sur le mois. L'EONIA est à 1,2% alors que la moyenne de décembre est à 2,45% ; de même l'Euribor 3 mois est à 2,1% pour une moyenne de 2,96% en décembre. Les BT dont les taux se situent autour de 1,1% sont toujours demandés. Les BT de qualité sont également recherchés avec des taux en dessous des 2,5%.

Les taux longs ont monté tant aux Etats Unis qu'en Europe suite aux inquiétudes de fort endettement des Etats. L'OAT 10 ans est à 3,76%.

La demande est toujours forte sur les emprunts d'état au détriment des obligations d'entreprises qui doivent donner des taux conséquents pour placer leurs emprunts. Le marché primaire a été dynamique pour les bonnes signatures au mois de janvier contrairement au mois de décembre. De nombreuses sociétés ont sollicité le marché mais à des taux élevés ce qui pourrait à terme écraser leurs marges. Globalement ces émissions ont été placées sans problème, la demande étant systématiquement plus importante que l'offre, signe que les liquidités sont présentes et les taux suffisamment attractifs.

DOLLAR : TOUJOURS BEAUCOUP DE VOLATILITÉ

Depuis le début de l'année et dans un contexte de grande volatilité, le dollar s'est nettement apprécié face à l'euro à 1,28 désormais vs 1,39 fin 2008.

De fait, les raisons ayant guidé la réappréciation du dollar américain depuis ses plus bas de juillet lui restent plutôt favorables :

- Les Etats-Unis devraient être les premiers à sortir de la crise ; la contraction de l'activité est plus violente aux USA et les efforts pour refléter l'économie plus agressifs au niveau de la Fed et de la politique budgétaire,
- Les différentiels de politiques monétaires se sont réduits : pratiquement toutes les banques ont baissé leurs taux directeurs et devraient poursuivre dans ce sens, y compris la BCE.

- Conséquence d'une crise devenue globale, la demande de matières premières a lourdement chuté, entraînant avec elle une appréciation de la devise américaine ; et il est peu envisageable que les prix des matières premières rebondissent nettement à court terme.

- L'aversion au risque reste forte et la demande d'emprunts d'Etat américains toujours importante.

Le consensus s'est ajusté dans le sens d'un raffermissement du dollar contre euro à court terme, à 1,31 et 1,33 à 3 et 6 mois vs 1,35 précédemment. Au-delà de un an en revanche, on ne peut exclure que les forces en présence aient évolué et que la confiance dans les actifs américains, en parallèle des finances publiques, se dégrade.

Dollar

Cours de l'euro/USD depuis son lancement (01/01/99)

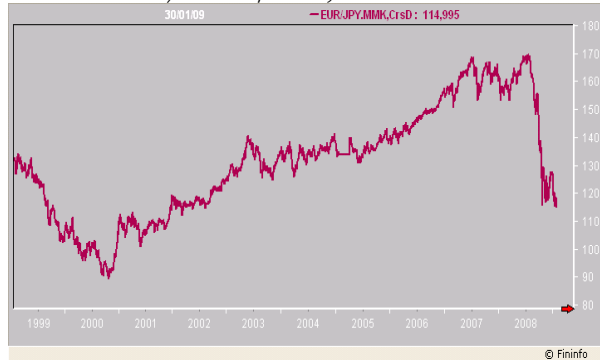


Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2005

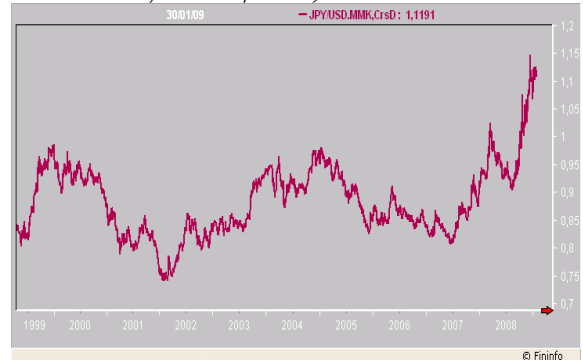


Yen

Cours de l'euro/Yen depuis 1 janvier 1999



Cours du Yen/USD depuis 1 janvier 2001



INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS

LES INDICES INTERNATIONAUX

Le mois de janvier a été marqué par une violente correction des indices imputable à la publication de mauvaises statistiques économiques et résultats trimestriels, également aux craintes toujours plus grandes sur le système bancaire.

Les marchés sont rattrapés par la récession et n'ont offert aucun répit au nouveau président américain, ni réagit à la baisse de son taux directeur par la BCE. Après une année 2008 épouvantable, les pertes se creusent un peu plus sur l'ensemble des

places boursières dans un climat de grande nervosité. Aux USA, le Dow Jones chute de 7,4% depuis début janvier, le S&P500 de 6,6%, le Nasdaq de 4,4%. En Europe la chute est plus sévère encore : l'indice DJStoxx600 cède 7,1%, l'indice CAC40 7,6% à 2974 points après un nouveau plus bas de 2849 points le 23 janvier dernier (et 2770 points en séance), le Dax 9,8%, le Footsie 6,4% ; même tendance au Japon avec un Nikkei en retrait de 9,8% depuis le début de l'année.

Indices internationaux au 30/01/2009

Indices	Var. 2008	Clôture 30-janv.-09	Var. depuis 31-déc.-08
CAC Mid&Small 190	-43,6%	4 310	-1,3%
Nasdaq	-40,5%	1 508	-4,4%
Footsie 100	-31,3%	4 150	-6,4%
S&P 500	-38,4%	845	-6,6%
SBF 120	-43,1%	2 150	-7,0%
DJ STOXX 600	-38,9%	207	-7,1%
Dow Jones	-33,7%	8 149	-7,4%
CAC 40	-42,7%	2 974	-7,6%
Nikkei 225	-42,1%	7 994	-9,8%
Dax Xetra	-40,4%	4 338	-9,8%

LES INDICES SECTORIELS : DJEUROSTOXX

Les plans de sauvetage du secteur financier et le projet de création d'une « bad bank » destinée à reprendre les actifs toxiques des banques aux USA n'ont pas suffi à calmer les inquiétudes renouvelées sur le secteur. Les valeurs bancaires et financières abandonnent respectivement 9,8% et 10,8% depuis le début de l'année ; de même le secteur des assurances cède 12,8% après les publications américaines confirmant les premières difficultés du secteur et la probabilité de lourdes dépréciations d'actifs. Egalement sous pression, les

valeurs industrielles les plus exposées à la conjoncture, l'Automobile -10%, la Construction -8,5% et les valeurs dont les bilans sont plus vulnérables dont les Services aux collectivités (-8,3%).

Les secteurs défensifs sont un peu plus épargnés. L'Agroalimentaire et la Distribution progressent respectivement de 0,9% et 0,2%. De même le Pétrole et la Santé limitent leur baisse, en retrait de 0,1% et 0,8% depuis début janvier.

Indices sectoriels DJEuroStoxx au 30/01/2009

Secteurs	Var. 2008	Clôture 30-janv.-09	Var. depuis 31-déc.-08
Alimentation & Boisson	-30,5%	215	0,9%
Distribution	-34,8%	218	0,2%
Pétrole & Gaz	-34,3%	280	-0,1%
Santé	-34,7%	353	-0,8%
Métaux	-52,8%	177	-2,8%
Technologie	-45,9%	182	-4,2%
Médias	-40,0%	139	-6,0%
Voyages & Loisirs	-44,9%	93	-7,4%
Biens & Services industriels	-42,5%	264	-7,6%
Services aux collectivités	-22,4%	361	-8,3%
Construction & Matériaux	-50,6%	202	-8,5%
Biens de consommation	-34,4%	206	-8,8%
Chimie	-24,8%	351	-8,9%
Télécommunications	-19,7%	357	-9,8%
Banques	-68,0%	133	-9,8%
Automobile & Equipements	-31,0%	178	-10,0%
Services financiers et foncières	-59,0%	187	-10,8%
Assurances	-53,6%	129	-12,8%

Dans leur grande majorité, les marchés actions reflètent des rendements très élevés pour 2008 et 2009 (page 18) et facialement très attractifs au regard des taux longs réputés sans risque. Le risque de révision en baisse des résultats ou de dégradation de la situation financière des entreprises étant élevé (sans compter la pression politique puisqu'il semble clair que l'Etat veuille imposer une réduction voire une annulation des versements de dividendes pour les sociétés aidées), il est probable qu'un grand nombre de ces

rendements vont devoir être revus en baisse pour 2009 voire pour 2008.

Ce devrait être le cas de la plupart des sociétés financières aujourd'hui, également le cas de bon nombre de valeurs industrielles et de valeurs à bilans vulnérables ; un sujet d'autant plus important que le rendement du dividende va devenir un thème d'investissement clé dans le contexte d'une conjoncture boursière perturbée.

DERAPAGE DES FINANCES PUBLIQUES

Partout dans le monde des plans de relance sont annoncés avec le soutien des grandes institutions habituellement chargées de veiller à la bonne tenue des finances publiques. Les sommes en jeu sont colossales :

❖ Aux USA, 700 MM\$ du Plan Paulson, les injections potentielles du Trésor en faveur de Fannie Mae et Freddie Mac, la quasi nationalisation de AIG et la garantie des dépôts bancaires pour un total de près de 1 200 MM\$ et 7,5% du PIB US ; montants auxquels doit venir s'ajouter le nouveau Plan Obama, 825MM\$ et 3 points de PIB supplémentaires sur 2 ans avec pour priorité les allègements d'impôt, l'investissement dans les secteurs de l'énergie, des infrastructures, de l'éducation et de la santé et l'ambition de créer 3 à 4 millions d'emplois d'ici janvier 2011.

❖ En Europe plus de 250 MM€ et 2% du PIB sur 2 ans dont 82 MM€ et 3,3% du PIB pour la seule Allemagne; au Japon 205 MM€ et 1,2% du PIB; en Chine plus de 586 MM\$ avec l'idée de maintenir la croissance au-delà des 7%.

La Fed, le FMI appellent à des dépenses massives ; les critères de Maastrich sont suspendus jusqu'à nouvel ordre. Mais les conséquences seront lourdes. D'une part les déficits et dettes publiques vont fortement augmenter en 2009 et 2010 : déficit public attendu entre 4,5% et 5,5% du PIB en France pour 2009 (vs 3,2% en 2008), 3% à 3,5% du PIB en Allemagne, plus de 3% du PIB dans la zone euro, 8% du PIB aux USA (vs 3% en 2008), 7% du PIB pour les pays avancés (vs 3,5% en 2008). D'autre part une dégradation des ratings n'est pas à exclure à l'image de l'Irlande, de la Grèce, de l'Espagne ou du Portugal qui viennent de voir leur notation mise sous surveillance négative ou abaissée.

Si tous les pays ne sont pas logés à la même enseigne, ce qu'expriment les spreads de taux d'intérêt entre Etats de l'Union Monétaire Européenne, l'offre d'obligations gouvernementales n'en sera pas moins en forte augmentation en 2009.

L'environnement est actuellement favorable aux emprunts d'Etat dans un contexte de forte aversion au risque et de forte désinflation. Mais à terme, se posera la question de la faiblesse de la rémunération pour ce type d'actifs. Les enjeux résideront alors dans la capacité des Etats à capter l'épargne mondiale dans des conditions de rendement et de risque acceptables pour les prêteurs comme pour les emprunteurs.

SYNTHESE

LES CONTRAINTES PESANT SUR LA SORTIE DE CRISE S'ALOURDISSENT

La chute de l'activité au quatrième trimestre marque une rupture ; la dégradation ne fait que commencer, 2009 sera beaucoup plus difficile que 2008. Les prévisions sont là pour l'attester : une croissance mondiale attendue à 0,5% par le FMI cette année après 3,5% en 2008.

Mécaniquement les plans de relance vont provoquer un rebond du PIB, sans doute à partir du troisième trimestre aux Etats-Unis. Mais ce rebond restera « technique » aussi longtemps que ne sera pas remis en état le système bancaire.

Fait nouveau, fort des pertes massives annoncées en début d'année par les banques, les autorités publiques semblent décidées à montrer un soutien sans faille au système bancaire, hypothèse qui n'était pas envisageable il y a encore quelques mois comme l'ont montré les débats au sein du Congrès américain lors du vote du TARP en septembre dernier. Les solutions sont connues : purge des bilans des banques, recapitalisation, contrôle public du crédit avec l'idée de contrôler sans doute plus étroitement les établissements financiers et le financement de l'économie. C'est une nouvelle étape importante et l'assurance que le secteur bancaire et financier qui avait frôlé la rupture au moment de la chute de Lehman Brothers, fera l'objet de toute l'attention des gouvernements pour assurer la continuité de son activité.

Par ailleurs, comme déjà évoqué, rien ne permet d'affirmer que la reprise sera immédiate et

d'ampleur significative. Il faudra que des signes tangibles viennent de la conjoncture. Parmi les indicateurs à surveiller, l'impact des baisses d'impôt et mesures de relance sur la consommation des ménages et les secteurs « aidés », la situation financière des banques et leur capacité à trouver des financements, l'évolution de l'encours de crédit aux ménages et aux entreprises tant l'assouplissement des conditions de financement est nécessaire et indispensable à un redressement durable de l'économie.

Revers de la médaille, les déficits publics vont s'alourdir, certains pays vont être fragilisés à l'image de l'Irlande, de la Grèce, de l'Espagne ou du Portugal qui viennent de voir leur notation mise sous surveillance négative ou abaissée.

Les contraintes qui pèsent sur la sortie de crise sont nombreuses et tiennent en particulier à l'efficacité des plans de relance, à l'ampleur et à la vitesse du désendettement des ménages et du secteur financier. S'y ajoutent de nouveaux foyers de risque qui n'étaient pas jusqu'à présent au centre de la crise : les Etats qui devront porter de lourds déficits publics. A ce stade, nous ne pensons toujours pas que les conditions soient réunies pour une reprise des marchés.



STATISTIQUES

SBF 120

Source : FU Reuters
Cours de clôture (30 janvier 2009)

Performances

SBF 120 : -8,1%

Les plus élevées

Société	Cours au 30-janv.-09	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Rodriguez	3,55	157,7%	17,0	1,3
April Group	25,23	39,4%	41,8	15,0
Fimalac	29,00	29,5%	54,9	20,4
EDF Energies Nouvell	30,48	20,7%	44,6	19,0
Credit Agricole	9,54	19,3%	21,0	6,8
Ingenico	13,00	17,2%	23,5	8,7
Thomson	1,12	16,8%	9,1	0,8
Thales	34,76	16,5%	43,6	27,5
Pierre & Vacances	43,35	14,1%	87,5	28,2
EADS	13,71	13,9%	19,5	9,3
NRJ Group	5,98	13,5%	7,7	4,7
Bourbon	20,25	12,3%	47,3	16,1
Technip	24,33	11,6%	63,1	16,8
NicOx	8,60	10,8%	15,5	4,3
Nexity	12,25	10,4%	31,4	5,3

Les plus faibles

Société	Cours au 30-janv.-09	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Remy Cointreau	20,85	-29,7%	44,8	19,8
AXA	12,22	-22,9%	25,7	10,9
Rhodia	3,50	-22,3%	22,9	3,2
Hermes International	78,90	-21,1%	131,9	67,2
Alten	12,00	-21,0%	27,8	10,3
Eurazeo	26,52	-21,0%	85,0	24,7
Saint Gobain	26,58	-20,9%	57,1	23,1
Ubisoft	11,07	-20,7%	35,8	9,7
Veolia Env.	17,66	-20,5%	59,8	15,3
Euler Hermes	28,00	-20,2%	78,1	23,6
TF 1	8,44	-19,2%	18,3	7,8
Renault	15,16	-18,3%	78,8	13,5
Michelin	30,72	-18,2%	69,5	29,4
Air France - KLM	7,51	-18,1%	21,2	6,9
Soitec	2,61	-17,9%	6,7	2,3

Potentiels

Les plus élevées

Société	Cours au 30-janv.-09	Objectif consensus	Potentiel
Rhodia	3,50	8,2	133,4%
Eurazeo	26,52	57,8	117,8%
Ubisoft Entertainment	11,07	21,5	94,2%
Maurel & Prom	7,37	13,9	87,9%
Arkema	11,07	19,6	76,6%
Lafarge	36,19	63,8	76,4%
NicOx	8,60	15,0	73,8%
Vallourec	76,89	133,5	73,6%
Suez	29,95	52,0	73,6%
Alten	12,00	20,8	72,9%
Steria	8,22	14,1	71,9%
CGG Veritas	9,53	16,3	71,0%
Theolia	2,61	4,5	70,9%
AXA	12,22	20,7	69,1%
Altran Technologies	2,54	4,3	67,3%

Les plus faibles

Société	Cours au 30-janv.-09	Objectif consensus	Potentiel
Rodriguez	3,55	1,5	-58,9%
Generale de Sante	13,14	9,9	-25,0%
Hermes International	78,90	64,4	-18,4%
April Group	25,23	21,8	-13,6%
BIC	42,00	37,6	-10,6%
NRJ Group	5,98	5,5	-7,9%
Gecina	54,26	53,0	-2,4%
Legrand	13,20	13,0	-1,3%
Trigano	4,83	4,8	-0,8%
Fonciere des Regions	47,84	49,8	4,2%
EADS	13,71	14,3	4,6%
Sodexo	39,72	42,3	6,5%
Thales	34,76	38,2	10,0%
Thomson	1,12	1,2	10,7%
Metropole Television	12,70	14,1	11,3%

PER

SBF 120 :

PER 2008e : 9,55x

PER 2009e : 9,61x

Les plus élevés

Société	Cours au 30-janv.-09	PER 2007e	PER 2009e
STMicroelectronics	4,06	-5,88	67,67
NRJ Group	5,98	99,67	33,22
Hermes International	78,90	29,66	29,11
EDF Energies Nouvelles	30,48	33,13	26,28
Generale de Sante	13,14	14,28	21,19
Iliad	65,10	24,38	19,43
Orpea	27,33	22,78	18,72
Eutelsat Communication:	16,73	19,01	17,61
Aéroports de Paris	42,07	15,76	15,52
Fimalac	29,00	14,95	15,18
Essilor International	29,88	16,06	14,87
April Group	25,23	17,77	14,34
Sodexo	39,72	15,82	14,29
JCDecaux	10,80	12,41	14,21
AREVA	335,10	20,51	14,04

Les plus faibles

Société	Cours au 30-janv.-09	PER 2008e	PER 2009e
Wendel	30,50	2,31	2,39
Rhodia	3,50	2,63	3,33
Thomson	1,12	-4,48	3,86
Steria	8,22	3,67	4,11
CGG Veritas	9,53	4,24	4,60
Lafarge	36,19	3,80	4,67
Rexel	4,79	3,60	4,84
Nexity	12,25	4,47	4,84
Vallourec	76,89	4,25	4,92
Trigano	4,83	6,90	5,49
Arkema	11,07	3,97	5,65
AXA	12,22	6,71	5,82
Eurazeo	26,52	4,96	5,99
Pierre & Vacances	43,35	6,59	6,03
SEB	18,53	5,90	6,14

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 30-janv.-09	PEG 2008e	PEG 2009e
Eiffage	38,64	77,33	78,68
Carrefour	26,79	10,77	11,19
SEB	18,53	9,29	9,66
Metropole Television	12,70	8,53	8,28
Hermes International	78,90	6,72	6,60
Guyenne et Gascogne	65,00	4,88	5,02
France Telecom	17,56	5,06	4,99
Rhodia	3,50	3,51	4,45
Klepierre	18,69	4,21	4,11
Neopost	63,07	4,13	4,06
Ubisoft Entertainment	11,07	3,22	2,93
Air Liquide	57,04	2,71	2,69
BIC	42,00	2,78	2,66
Alstom	37,93	2,76	2,48
Casino Guichard	51,46	2,34	2,34

Les plus faibles

Société	Cours au 30-janv.-09	PEG 2008e	PEG 2009e
PSA Peugeot Citroen	13,31	-0,16	0,06
Maurel & Prom	7,37	0,26	0,11
Euler Hermes	28,00	0,21	0,14
Renault	15,16	-0,06	0,23
Societe Generale	32,95	0,31	0,25
Credit Agricole	9,54	0,38	0,27
Trigano	4,83	0,34	0,27
NRJ Group	5,98	0,92	0,31
BNP Paribas	30,01	0,37	0,31
Pierre & Vacances	43,35	0,36	0,33
Safran	9,79	0,48	0,33
AXA	12,22	0,43	0,37
Altran Technologies	2,54	0,60	0,47
SCOR SE	15,91	0,57	0,51
Iliad	65,10	0,67	0,54

VE / CA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2008e	VE/CA 2009e
NicOx	407	37,43	6,49
Fonciere des Regions	1 960	14,45	14,15
Gecina	3 245	12,64	12,42
Unibail-Rodamco	8 601	11,43	10,70
Klepierre	3 051	10,53	8,84
Eutelsat Communication:	3 673	6,50	6,08
Hermes International	8 333	4,45	4,29
Sechilienne-Sidec	809	4,28	4,26
Natixis	3 587	4,26	2,54
EDF Energies Nouvelles	2 359	3,56	3,10
PagesJaunes	1 937	3,19	3,17
Credit Agricole	21 132	2,82	2,40
Dassault Systemes	3 524	2,61	2,50
Neopost	1 932	2,54	2,46
Iliad	3 523	2,40	1,89

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2008e	VE/CA 2009e
Technip	2 538	0,11	0,13
Club Mediterranee	213	0,15	0,14
EADS	11 091	0,16	0,16
Valeo	669	0,17	0,20
Alcatel-Lucent	3 511	0,19	0,20
Casino Guichard	5 756	0,20	0,20
Arkema	670	0,20	0,21
Carrefour	18 591	0,21	0,21
Rexel	1 223	0,22	0,22
Air France - KLM	2 215	0,24	0,24
Nexans	1 145	0,26	0,25
Pierre & Vacances	377	0,27	0,26
Atos Origin	1 277	0,29	0,30
Steria	232	0,30	0,31
Thomson	295	0,31	0,32

VE / EBITDA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2008e	VE/EBITDA 2009e
Guyenne et Gascogne	440	35,0	36,1
Fonciere des Regions	1 960	17,0	16,9
Hermes International	8 333	15,9	16,1
Gecina	3 245	15,8	15,5
Theolia	101	15,8	5,7
NRJ Group	513	14,0	10,0
Unibail-Rodamco	8 601	13,7	12,8
EDF Energies Nouvelle:	2 359	13,4	9,1
Klepierre	3 051	12,2	10,3
Eurazeo	1 447	10,8	11,1
Sechilienne-Sidec	809	10,5	9,4
Groupe Danone	19 219	10,5	9,9
April Group	1 026	10,3	9,0
L'Oreal	30 653	9,5	9,0
Dassault Systemes	3 524	9,3	9,0

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2008e	VE/EBITDA 2009e
Technip	2 538	1,0	1,1
EADS	11 091	1,7	1,8
Maurel & Prom	842	1,9	1,5
Vallourec	4 041	2,2	2,4
Arkema	670	2,2	2,3
Valeo	669	2,3	2,8
CGG Veritas	1 312	2,3	2,5
Nexans	1 145	2,4	2,6
Ubisoft Entertainment	1 033	2,5	2,1
Alcatel-Lucent	3 511	2,7	3,3
Club Mediterranee	213	2,7	2,3
Pierre & Vacances	377	2,7	2,6
Rhodia	351	2,8	3,2
Haulotte Group	126	2,8	3,8
Air France - KLM	2 215	2,8	3,2

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Bureau Veritas	3 163	413%
Eiffage	3 584	373%
Wendel	1 531	351%
Fonciere des Regions	1 960	240%
Vinci	12 618	222%
Klepierre	3 051	221%
Generale de Sante	719	215%
Veolia Environnement	8 062	191%
Sechilienne-Sidec	809	171%
Eutelsat Communications	3 673	164%
Eurazeo	1 447	134%
France Telecom	45 746	130%
PSA Peugeot	3 036	127%
Danone	19 219	125%
Bonduelle	405	111%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
NicOx	407	-94%
Pagesjaunes	1 937	-91%
Technip	2 538	-78%
Hermes International	8 333	-34%
Maurel & Prom	842	-33%
EADS	11 091	-33%
Beneteau	460	-33%
Ubisoft Entertainment	1 033	-30%
Gemalto	1 604	-27%
Cap Gemini	3 882	-26%
NRJ Group	513	-24%
Soitec	216	-18%
Alstom	10 797	-16%
Teleperformance	1 189	-15%
Vallourec	4 041	-15%

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 30-janv.-09	DIV 2009e	Rdmt 2008e	Rdmt 2009e
Renault	15,16	2,24	17,0%	14,8%
Maurel & Prom	7,37	0,68	14,9%	9,2%
Pagesjaunes	6,90	0,89	13,8%	12,9%
Fonciere des Regions	47,84	5,51	11,5%	11,5%
Lafarge	36,19	3,71	9,8%	10,3%
Gecina	54,26	4,98	9,5%	9,2%
TF 1	8,44	0,76	9,1%	9,0%
PPR	39,63	3,61	9,1%	9,1%
Nexity	12,25	0,89	8,8%	7,3%
Vallourec	76,89	5,63	8,7%	7,3%
Rexel	4,79	0,36	8,4%	7,5%
France Telecom	17,56	1,48	8,0%	8,4%
Saint Gobain	26,58	1,96	7,6%	7,4%
Metropole Television	12,70	0,94	7,4%	7,4%
Veolia Env.	17,66	1,34	7,4%	7,6%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Bureau Veritas	3 163	152,3%
Alstom	10 797	51,0%
Vallourec	4 041	35,1%
TOTAL	87 444	31,1%
Neopost	1 932	29,9%
Wendel	1 531	28,4%
Iliad	3 523	28,0%
Sechilienne-Sidec	809	26,7%
Alten	375	23,4%
Bouygues	9 172	21,4%
Vinci	12 618	20,2%
Air Liquide	14 838	19,4%
Hermes International	8 333	19,2%
Legrand	3 403	18,9%
Technip	2 538	18,5%



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
www.finuzes.fr