

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

12 MAI 2009

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



■ ECONOMIE	3 - 9
■ INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS DJEUROSTOXX	10 - 11
■ ANALYSE GRAPHIQUE	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.

ECONOMIE

LE PIRE EST SANS DOUTE DERRIERE NOUS MAIS LES SIGNES D'AMÉLIORATION RESTENT A CONFIRMER

Le FMI continue d'afficher son pessimisme en révisant une nouvelle fois à la hausse son estimation du coût de la crise et en anticipant une récession plus sévère que lors de sa dernière mise à jour du mois de mars, soit un recul désormais chiffré à -1,3% pour l'année en cours à l'échelle mondiale. A l'exception des pays émergents dont les prévisions sont inchangées le constat est sévère. La zone euro afficherait une contraction de 4,2% de son économie et jusqu'à -5,6% en Allemagne. Il est plus lourd encore au Japon lequel verrait son PIB reculer de 6,2% cette année alors que les USA limiteraient leur retrait à 2,8%.

En 3 mois le FMI a coupé sa prévision de 1,8 points à l'échelle mondiale, 1,2 points aux USA, 2,2 points en UEM et jusqu'à 3,6 points au Japon traduisant

bien les difficultés du moment. Plus préoccupante encore la chute prévisible du commerce mondial avec une baisse anticipée de 11% des échanges commerciaux pour 2009 laquelle fragilise les grands exportateurs mondiaux dont le Japon et l'Allemagne.

Les récessions associées à des crises financières et fortement synchronisées entre différentes zones géographiques sont habituellement graves et durables souligne le FMI. De même et en dépit de premiers signes positifs en Chine et aux USA, la Commission Européenne prévoit une crise durable avec un point bas et une reprise différés sur 2010 et un scénario en L, traduisant un temps de digestion et une longue période de stagnation.

Prévisions macroéconomiques du FMI (avril 2009)

	Estimations 22/04/2009				Révision vs janvier 2009	
	2007	2008	2009e	2010e	2009	2010
Monde	5,20%	3,20%	-1,3%	1,9%	-1,80	-1,10
US	2,0%	1,1%	-2,8%	0,00%	-1,20	-1,60
Japon	2,4%	-0,6%	-6,2%	0,50%	-3,60	-0,10
UEM	2,9%	0,9%	-4,2%	-0,40%	-2,20	-0,60
France	2,2%	0,7%	-3,0%	0,40%		
Allemagne	2,5%	1,3%	-5,6%	-1,00%		
Pays émergents	6,3%	6,3%	1,9%	4,00%	-1,70	-1,00
Chine	13,0%	9,0%	6,5%	7,50%		
Inde	9,3%	7,3%	4,5%	5,60%		
Commerce mondial	-	-	-11,0%	0,6%	-8,20	-2,60

Aux USA la dégradation de l'économie s'est poursuivie en début d'année, plus sévèrement encore qu'anticipé. Le PIB, attendu en retrait de 5,2% au premier trimestre, s'affiche en fort recul, -6,1%, plombé par un effondrement de l'investissement des entreprises et des ménages (-37,9% en rythme annuel) et un destockage pour autant salutaire des entreprises.

Élément encourageant néanmoins, les dépenses de consommation des ménages qui assurent en temps normal plus des deux tiers de la croissance américaine, se sont redressées pour progresser de 2,2% en rythme annuel après deux trimestres de chute. De même, l'évolution récente de l'indicateur composite du Conference Board signale « une contraction moins sévère de l'activité dans les prochains mois » tout comme l'indice de confiance des directeurs d'achat des secteurs manufacturiers

et non manufacturiers du mois d'avril, en hausse plus marquée qu'attendue et signalant une contraction moins forte de l'activité. Le chômage enfin, à 8,9% de la population active, son plus haut niveau depuis 1993, ralentit néanmoins sa progression avec 539 000 suppressions de postes en avril contre plus de 600 000 les mois précédents. Les membres de la Fed confirment cette analyse en envisageant une modeste amélioration des conditions économiques ces prochains mois et la probabilité d'un rebond technique au deuxième trimestre, porté par la mise en place du plan de relance et un effet stock pouvant difficilement être aussi violent qu'en début d'année.

Le premier trimestre devrait ainsi s'afficher comme le point bas de l'actuelle récession américaine. C'est une amélioration qui prépare une reprise graduelle que la Fed situe d'ici la fin de l'année; mais c'est une amélioration qui n'a rien d'exceptionnel après l'effondrement des six derniers mois, encore insuffisante à annoncer une véritable stabilisation de l'économie ce qu'attestent la faiblesse de l'investissement, la faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production et le niveau toujours très déprimé des ventes dans l'immobilier résidentiel américain (ventes de logements neufs et anciens en retrait de 0,6% et 3% pour le mois de mars).

En zone euro, les enquêtes de conjoncture traduisent également une amélioration et l'espoir d'un début de stabilisation de l'activité sur de bas niveaux. Les indices PMI du climat des affaires dans les secteurs manufacturiers et des services sont ressortis, dans le prolongement du mois de mars, en nette hausse pour le mois d'avril avec une orientation favorable des composantes « nouvelles commandes » et « perspectives d'activité ». En France en particulier les signes d'un début d'amélioration se multiplient dont un premier rebond de la confiance dans l'industrie, une augmentation de 1,1% de la consommation des

ménages en produits manufacturés pour le mois de mars et une légère embellie dans le logement neuf au premier trimestre soutenu par le nouveau dispositif Scellier pour les investissements locatifs dans le neuf.

En Chine et en Inde l'activité dans le secteur manufacturier a progressé en avril pour la première fois depuis plusieurs mois tout comme l'indice des directeurs d'achat, au plus haut depuis 9 mois et désormais au-delà de la barre des 50 qui sépare la zone de contraction de la zone d'expansion. Plus généralement, les indices de confiance des directeurs d'achat du secteur industriel se redressent partout dans le monde au cours du mois d'avril avec une amélioration particulièrement marquée en Chine et en Inde, mais aussi au Japon et en Russie, alimentant le sentiment que la crise économique mondiale serait proche de son point bas.

Des éléments conjoncturels positifs commencent à émerger en Asie, aux Etats-Unis, plus récemment en Europe. Les enquêtes d'opinion s'améliorent, les carnets de commandes se regarnissent, l'ajustement des stocks est bien avancé, ouvrant la voie d'une stabilisation.

Pour autant, dans un contexte toujours volatile et incertain rien n'est acquis. Hormis la Chine où la production industrielle est repassée dans la zone d'expansion, la traduction des signes d'une amélioration ne s'est pas encore manifestée dans les chiffres de l'économie réelle. La contraction de l'activité économique et des échanges commerciaux, si elle est en train de ralentir, n'est pas achevée.

Le pire semble passé, le scénario de dépression est écarté mais les signes d'amélioration exprimés par les indicateurs avancés doivent être confirmés. La stabilisation de l'économie réelle, même imminente, est encore devant nous.

PAS DE VRAI SIGNE DE REPRISE MAIS UN DISCOURS EN GÉNÉRAL PLUS OPTIMISTE ET DES CONDITIONS DE CRÉDIT MOINS DIFFICILES

Les grandes banques américaines confirment dans l'ensemble d'importants bénéfices sur le premier trimestre (Goldman Sachs (1,8MM\$), JP Morgan Chase (2,1MM\$), Citigroup (1,6MM\$), Wells Fargo (3MM\$), Bank of America (4,2MM\$)) même si toutes ne sont pas bénéficiaires (Morgan Stanley (-77M\$)). Le schéma reste le même dans la plupart des cas : bonne tenue de la BFI et fortes

marges d'intermédiation liées à la politique de taux zéro de la Fed, amélioration de l'activité des banques de détail même si les difficultés sont toujours importantes sous l'effet conjugué de la hausse du coût du risque et des provisions sur les crédits à la consommation.

De même le résultat des stress tests menés par la Fed sont surmontables et ne traduisent pas de situations dramatiques avec un besoin de recapitalisation global de 75MM\$: la moitié des établissements testés auraient besoin d'être recapitalisés dont Bank of America qui afficherait les besoins en capitaux les plus importants (34MM\$) suivi de Wells Fargo (14MM\$), GMAC (11,5MM\$) et Citigroup (5,5MM\$). Goldman Sachs, Met Life, JP Morgan, Bank of New York, American Express disposeraient en revanche de suffisamment de capitaux pour faire face aux risques d'aggravation de la situation. Quant aux banques qui voudraient rembourser rapidement les sommes perçues du TARP, seule sera exigée leur capacité à émettre des obligations sans la garantie du FDIC, condition déjà remplie ces dernières semaines par JP Morgan, Goldman Sachs et Bank of New York.

Si l'amélioration visible des résultats du T1 et le résultat des stress tests sont finalement plutôt rassurants en faisant la démonstration que les besoins en capitaux des banques américaines ne sont pas hors de portée, la situation du secteur n'en reste pas moins fragile. D'abord des hypothèses plus sévères auraient pu être retenues dans ces simulations. Ensuite le redressement des banques reste conditionné à plusieurs éléments dont :

- la réappréciation des actifs à risque après mise en place des plans de rachat d'actifs toxiques (produits d'externalisation liés aux crédits hypothécaires, garanties des emprunts, créances LBO), plans qui monteraient progressivement en puissance après de timides débuts,
- le rebond des prix de l'immobilier compte tenu de la forte corrélation entre pertes potentielles sur créances douteuses et marché immobilier résidentiel,
- la stabilisation du coût du risque et du taux de défaut des ménages, aujourd'hui difficile à imaginer compte tenu de la dégradation du marché du travail.

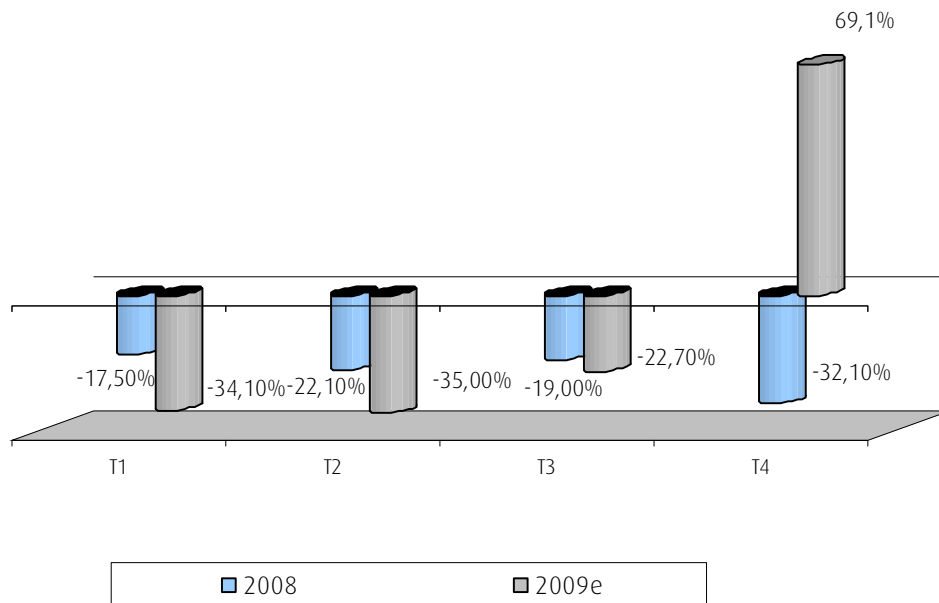
En Europe, la situation est loin d'être aussi avancée en dépit de toutes premières publications de

résultats plutôt rassurantes (BNP Paribas (1,5MM€), UBS (réduction de 20 à 2MM€ des pertes du T1)). Les dépréciations d'actifs sont encore insuffisantes, la situation des banques de l'Europe centrale inquiète tout comme la fragilité de certains établissements (Dexia, Natixis, banques régionales allemandes.).

Le redressement du secteur sera donc lent avec des résultats contrastés, une faible rentabilité et des besoins de recapitalisation encore importants. Une probabilité que vient renforcer les dernières estimations, même contestées, du coût de la crise par le FMI : 4054MM\$ de dépréciations d'actifs au total (contre 2200MM\$ en janvier) dont 2712MM\$ aux US, 1193MM\$ en Europe, 149MM\$ au Japon et respectivement 510MM\$ et 154MM\$ dépréciés à ce jour aux USA et en Europe.

Hormis les banques, les publications du trimestre ont confirmé une forte dégradation des profits mais moins importante que prévu compte tenu des réductions de coûts opérées. Sur les 450 entreprises de l'indice S&P500 ayant publiées leurs comptes du premier trimestre (90% au 11/05), 67% dépassent les estimations des analystes dont beaucoup de valeurs industrielles et technologiques (Apple, GE, IBM, Intel, United Technologies, Cisco), 26% font moins bien (Caterpillar, Coca Cola, Merck, Boeing, Dupont de Nemours). Les révisions tendent à se stabiliser avec un T1 inchangé par rapport au mois dernier et des profits attendus en retrait de 33,5% et 34,1% hors financières. Pour les trimestres suivants, les estimations continuent de s'ajuster à la baisse, mais à un rythme moins soutenu : soit un repli ajusté à -35% (-33,2% hors financières) pour le T2, -22,7% (-29,7% hors financière) pour le T3, une progression de 69,1% dont 128% pour le seul secteur financier pour le T4 mais un retrait de 7,9 % hors financières ; au total un recul des profits désormais estimé à 16% sur le S&P500 pour l'année 2009 et 25,7% hors financières.

Croissance des profits S&P 500 (mai 2009)



Elément positif également les enquêtes sur les conditions de crédits conduites par la Fed et la BCE s'améliorent doucement et traduisent un début d'efficacité des mesures de soutien au système bancaire. Sans parler d'assouplissement des conditions de crédits, l'amélioration des perspectives économiques et la forte baisse du coût de leurs ressources commencent à rendre acceptable la prise de risque, jugée encore importante mais néanmoins mieux rémunérée.

Le secteur financier commence à enregistrer de premiers signes positifs après une série de résultats solides au premier trimestre, même si la situation des grandes institutions financières reste fragile et exigera de nouvelles recapitalisations.

Investisseurs et chefs d'entreprises semblent, après une vision très négative de leurs perspectives, retrouver un certain optimisme ; non parce que la reprise est là mais parce que la baisse des stocks est importante, que les mesures d'économies sont significatives et que le point bas pourrait avoir été atteint (Intel, EMC, United Technologie, Tesco, Apple, Renault, Michelin, GND, Bénéteau...).

La réticence des banques à prêter aux ménages s'estompe doucement même si l'heure n'est pas encore à l'assouplissement des conditions de crédit.

Ces faits nouveaux sont des facteurs encourageants pour les prochains mois et des éléments contribuant à la perception que le pire de la dégradation de l'activité pourrait avoir été atteint.

PREMIER REPLI ANNUEL DES INDICES D'INFLATION DEPUIS 1955

Rebelote : l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) réduit pour le 8^{ème} mois consécutif ses prévisions de demande de brut pour 2009 à 83,4Mbj, en baisse de 2,8% par rapport à 2008, pour une baisse effective de la consommation mondiale chiffrée à 3,5%/4% depuis début janvier,

particulièrement significative aux USA, au Japon et en Chine. Elle décale par ailleurs dans le temps la

reprise de la demande qu'elle situe désormais en 2010 plutôt qu'au deuxième semestre 2009.

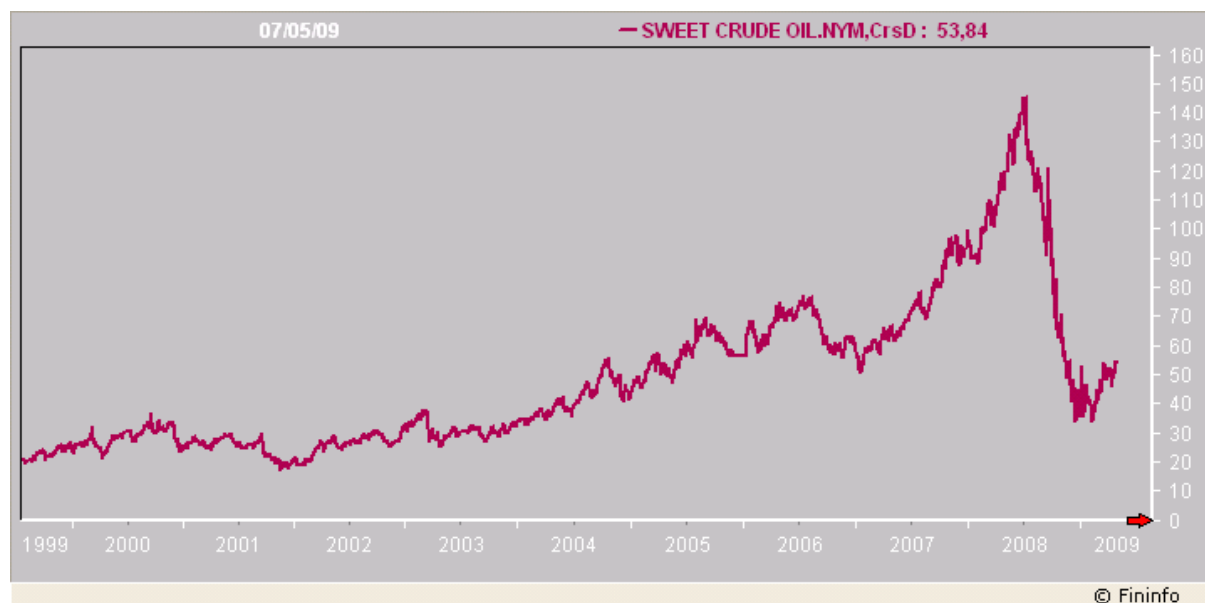
Côté stocks, les chiffres confirment cette tendance avec un niveau pléthorique de 370M de barils de pétrole brut aux USA, au plus haut depuis 1990.

Pourtant, loin de s'effriter, le baril fait preuve d'une remarquable fermeté, au plus haut depuis près de 6 mois à 58\$; un niveau qui bénéficie des efforts de l'Opep pour respecter les quotas décidés en décembre par le Cartel, de la bonne tenue des

marchés qui veulent croire à une reprise de l'économie mondiale et du retour des fonds spéculatifs sur le marché des matières premières.

Les anticipations du consensus restent pour leur part inchangées par rapport au mois précédent, soit un prix moyen du baril de 50\$ pour 2009 et 60\$ à 65\$ pour 2010.

Pétrole WTC



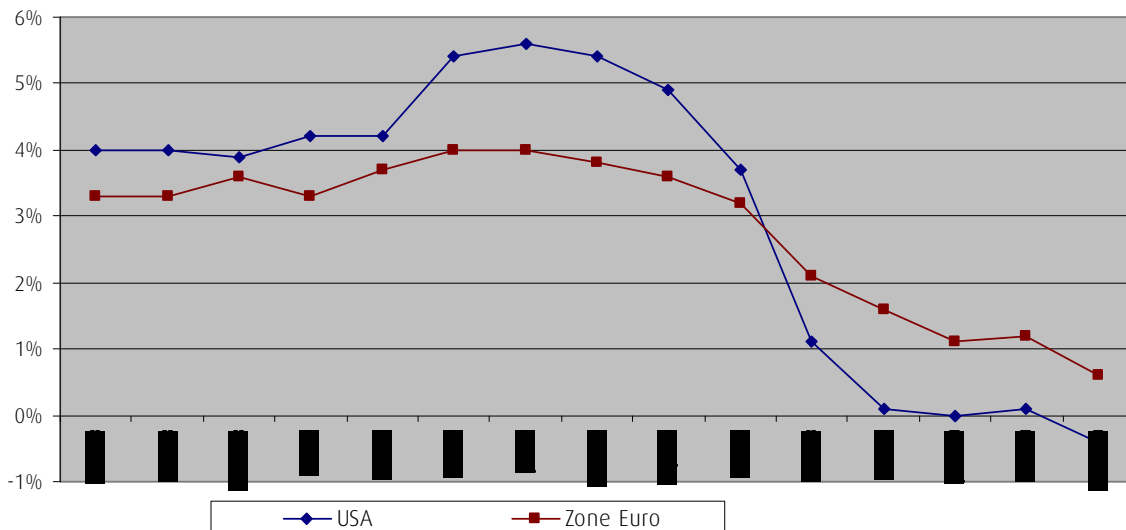
Au plan de l'inflation, l'indice des prix à la consommation aux USA est ressorti en baisse de 0,1% sur le mois de mars et en retrait de 0,4% sur un an, son premier repli annuel depuis 1955. Hors énergie et alimentation les prix ont augmenté de 0,2% soit une hausse de 1,8% sur un an, identique au mois dernier.

En zone euro, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,4% au mois de mars et de 0,6% en rythme annuel après 1,2% en février et un pic à 4% en juin et juillet. Hors énergie et alimentation, il s'établit à 1,5% sur un an contre 1,7% le mois précédent. L'indice des prix à la production est ressorti pour sa part en baisse de 0,7% pour le

mois de mars et de 3,1% sur un an après -1,7% le mois précédent, baisse la plus forte enregistrée depuis près de 22 ans.

Les effets de base liés au recul des prix de l'énergie vont rester négatifs au cours du premier semestre et pousser les indices des prix à la baisse, au moins jusqu'au mois de juillet. De même, les indices sous-jacents, désormais inférieurs au niveau cible des banques centrales, ne pourront que difficilement accélérer face à une consommation des ménages moins dynamique. Les estimations de la Commission Européenne font état d'une hausse des prix de 0,4% en 2009 puis de 1,2% en 2010 dans la zone euro.

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



L'inflation est revenue sur de très bas niveaux dans les pays développés et s'est corrigée dans les pays émergents. Plusieurs pays affichent même des taux négatifs dont les USA, le Japon, l'Espagne, l'Irlande.

Effets de base aidant, les indices vont continuer à baisser d'ici le mois de juillet. Une situation qui présente l'avantage à court terme de redonner du

pouvoir d'achat aux ménages ; un impact important que l'OFCE chiffrait en janvier dernier à 0,2% de gain de PIB pour une baisse de 15 dollars du prix du baril, soit, sur la base de l'hypothèse actuelle de 50 dollars le baril pour 2009, un surplus de croissance de 0,6 points de PIB sur l'année qui devrait être par ailleurs rapidement relayé par les baisses d'impôts.

RESSEREMENT DES SPREADS

Les taux courts sont toujours très bas au niveau des différentes banques centrales. La FED est toujours proche de zéro. De son côté, la BCE a baissé de 0,25% son taux d'intervention le 7 mai dernier, comme attendu par les intervenants. C'est la septième baisse depuis le mois d'octobre et sans doute la dernière avec un taux directeur désormais à 1%. Le taux des dépôts (taux de rémunération des dépôts bancaires au jour le jour) est inchangé à 0,25% pour ne pas pénaliser les banques. Le taux des prêts est abaissé de un demi point à 1,75%. L'écart entre les taux directeurs passe de 1% à 0,75%.

La BCE a également annoncé qu'elle allait acheter pour 60 MM€ d'obligations sécurisées (obligations avec des actifs gagés) afin de soutenir l'économie : une mesure non conventionnelle qui n'est pas

habituelle et dont la mise en place était attendue positivement par le marché des obligataires.

La banque d'Angleterre a laissé inchangé son taux d'intervention à 0,5% et augmenté le montant de ses achats de titres de 50MM€, pour le porter à 125MM€.

Le taux moyen de la BCE prévu par le panel Agefi se situe à 1% sur 3 mois comme sur 6 mois.

Sur le marché monétaire, l'EONIA et l'Euribor 3 mois ont encore baissé le mois dernier : l'EONIA jusqu'à 0,5% et l'Euribor 3 mois à 1,3%.

Les taux longs des emprunts d'Etat français à 10 ans sont au même niveau que lors de notre précédente lettre, autour de 3,73%. Mais les taux

des emprunts corporates ont baissé et les spreads rétréci suite à la bonne orientation des marchés actions et aux meilleures nouvelles économiques. Si le risque de défaillance est toujours présent, il semble que les investisseurs regardent à nouveau toutes les signatures et cherchent à profiter des rendements encore élevés de certaines signatures. Le Panel Agefi voit les taux longs de la zone euro baisser à 3% dans les 6 mois à venir.

Le marché primaire obligataire a été actif le mois dernier, les obligations corporates ont offert de

bons taux. Il est cependant difficile d'y accéder, les livres étant ouverts sur une période de temps de plus en plus courte et les demandes dépassant très largement les offres. Certaines émissions n'ont servi que 10% des demandes...

La baisse des taux est toujours d'actualité mais ne devrait pas tarder à toucher à sa fin. Pour leur part, les taux longs ont peu bougé ce mois-ci. Nous restons à l'affût d'opportunités sur certaines obligations à bons rendements.

L'EURO FERME APRÈS L'ANNONCE D'UN PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIFS PAR LA BCE

Sur le marché des changes, la parité euro/dollar s'est inscrite dans une fourchette de 1,29 à 1,36 le mois dernier, prise entre deux mouvements contraires :

- la perspective d'une crise plus profonde en Europe qu'aux Etats-Unis d'une part ;
- le recul de l'aversion au risque, la bonne orientation des marchés d'actions et la mise en œuvre des toutes premières mesures non

conventionnelles par la BCE (80MM€) qui ont porté l'euro à un plus haut de 1,36\$ depuis début mars d'autre part.

Le consensus, par ailleurs très disparate à 6 mois (anticipations s'échelonnant de 1,15 à 1,45) s'affiche relativement stable d'un mois sur l'autre à 1,31€ et 1,32€ à 3 et 6 mois vs 1,32€ et 1,33€ précédemment.

Dollar

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

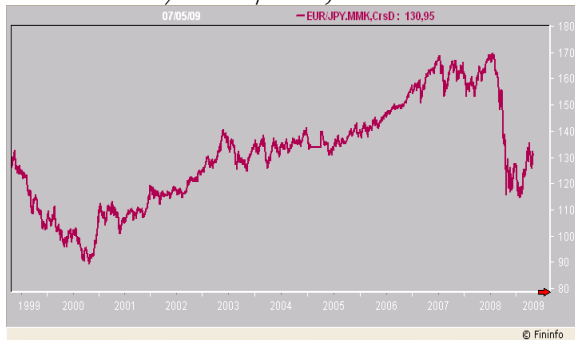


Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2005



Yen

Cours de l'euro/Yen depuis 1 janvier 1999



Cours du Yen/USD depuis 1 janvier 1999



INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS

LES INDICES INTERNATIONAUX

Le marché ne voit que les signaux positifs. Ni l'épidémie de grippe A, ni même la chute de la croissance américaine pour le premier trimestre ou les résultats des stress tests conduits par la Réserve Fédérale n'ont semblé émouvoir les marchés. La hausse se poursuit, permettant aux principaux indices S&P500, DJSTOxx600, CAC40, Nikkei, d'effacer leurs pertes depuis le 31 décembre 2008.

Fin février le marché anticipait le pire de façon imminente : un scénario de dépression et une crise systémique du secteur bancaire. Depuis, un faisceau de nouvelles est venu alimenter un rebond technique alors que les valorisations étaient terriblement dépréciées. Outre les déclarations rassurantes selon lesquelles les banques avaient renoué avec les profits en début d'année, une série d'événements est venu confirmer une amélioration : les détails du plan Geithner de sauvetage du système bancaire et le « Quantitative easing » de la Fed, c'est-à-dire l'acquisition de titres longs du Trésor (300MM\$), le succès du G20 associé à la perspective de voir injecter 5000MM\$ dans l'économie mondiale, plus récemment les

dernières statistiques faisant état d'une amélioration conjoncturelle en Asie, aux Etats-Unis et en Europe.

Les progressions sont significatives, 5% à 14% sur un mois, 30% en moyenne par rapport aux plus bas du 9 mars. Aux USA, le Dow Jones qui s'était inscrit sous le seuil psychologique des 7000 points regagne 26% sur ses plus bas à 8410 points, ramenant la baisse à 4,4% depuis le début de l'année ; de son côté le S&P500 redevient positif d'un petit 0,3% sur l'année, tout comme le Nasdaq en hausse plus prononcée de 8,8% depuis le 1^{er} janvier. En Europe, l'indice DJ Stoxx600 regagne 13% sur un mois et près de 30% sur ses plus bas, désormais positif de 3,2% depuis le début de l'année ; le CAC40 12% sur un mois, 29% sur ses plus bas et 2,9% depuis le début de l'année, le DAX 31% sur ses plus bas et 2,2% sur l'année, le Footsie 25% sur ses plus bas et 0,6% sur l'année ; même tendance au Japon avec un Nikkei en progression de 7,8% sur un mois, 30% sur ses plus bas et positif de 6,5% sur l'année.

Indices internationaux au 08/05/2009

Indices	Var. 2008	Clôture 8-mai-09	Var. depuis 31-déc.-08	Var. depuis 3-avr.-09
CAC Mid&Small 190	-43,6%	4 974	13,9%	14,4%
Nasdaq	-40,5%	1 716	8,8%	7,1%
Nikkei 225	-42,1%	9 433	6,5%	7,8%
SBF 120	-43,1%	2 403	4,0%	12,3%
DJ STOXX 600	-38,9%	230	3,2%	13,0%
CAC 40	-42,7%	3 313	2,9%	12,0%
Dax Xetra	-40,4%	4 914	2,2%	12,1%
Footsie 100	-31,3%	4 462	0,6%	10,7%
S&P 500	-38,4%	907	0,3%	8,8%
Dow Jones	-33,7%	8 410	-4,4%	5,4%

LES INDICES SECTORIELS : DJEuroSTOXX

Jusqu'à-là très concentré sur un petit nombre de secteurs dont la hausse s'amplifie par ailleurs, Banques (+27% sur un mois, +83% sur ses plus bas), Assurances (+18% sur un mois, +63% sur ses plus bas), Services financiers et foncières (+15% sur un mois, +48% sur ses plus bas), Automobile (+10% sur un mois, +40% sur ses plus bas), le mouvement de hausse se généralise à l'exception des Télécoms. Les dernières statistiques faisant état d'une amélioration des promesses de ventes de logements aux Etats-Unis ont bénéficié au secteur de la Construction (+15% sur un mois, +39% sur ses plus bas) ; l'amélioration des indices manufacturiers chinois et ISM américain du mois d'avril et la bonne tenue relative des comptes trimestriels des valeurs industrielles et technologiques ont soutenu les deux secteurs, en progressions respectives de +14% et 10% sur un mois et de plus de 33% sur leurs plus bas.

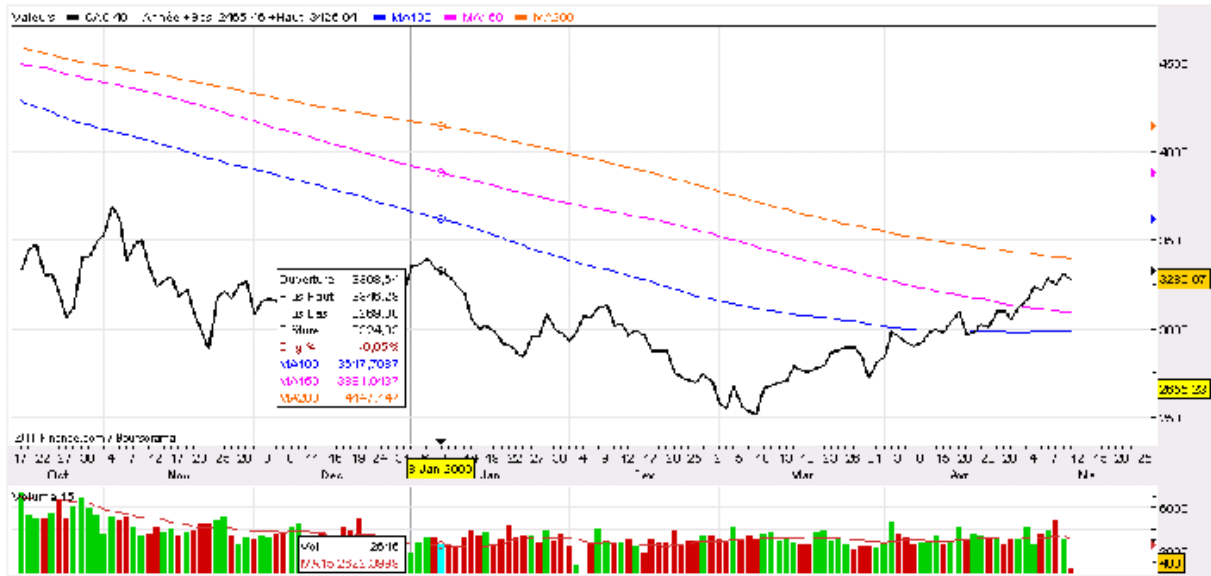
Contrairement aux 18 derniers mois, les mauvaises nouvelles deviennent porteuses d'espoir en raison de la faiblesse des stocks, de l'intensification des mesures d'économies et des premiers signes d'une moindre dégradation de l'activité économique. Les baisses qui avaient atteint des niveaux vertigineux début mars se corrigent au profit des cycliques. La très grande majorité des secteurs est désormais positive avec en tête des hausses la Banque (+19%) dont on disait que la reprise des marchés ne se ferait pas sans elle, suivie des Métaux (+16,4%), de la Construction (+13%) et de la Distribution (+10,4%). Télécoms (-12,4%), Services aux Collectivités (-11,5%), Assurances (-3,6%), Médias (-3,1%) et Santé (-2,7%) figurent inchangés dans le bas du classement, avec des performances toujours négatives depuis le début de l'année.

Indices sectoriels DJEuroStoxx au 08/05/2009

Secteurs	Var. 2008	Clôture 8-mai-09	Var. depuis 31-déc.-08	Var. depuis 3-avr.-09
Banques	-68,0%	176	19,0%	27,7%
Métaux	-52,8%	212	16,4%	27,0%
Construction & Matériaux	-50,6%	250	13,0%	15,7%
Distribution	-34,8%	240	10,4%	6,0%
Automobile & Equipements	-31,0%	218	9,9%	9,7%
Pétrole & Gaz	-34,3%	302	7,8%	12,7%
Services financiers et foncières	-59,0%	223	6,8%	15,5%
Technologie	-45,9%	202	6,0%	10,3%
Biens & Services industriels	-42,5%	302	5,9%	14,4%
Alimentation & Boisson	-30,5%	222	4,3%	10,1%
Biens de consommation	-34,4%	235	3,8%	10,3%
Chimie	-24,8%	397	3,0%	8,8%
Voyages & Loisirs	-44,9%	101	0,8%	16,9%
Santé	-34,7%	346	-2,7%	7,2%
Médias	-40,0%	143	-3,1%	6,2%
Assurances	-53,6%	142	-3,6%	18,7%
Services aux collectivités	-22,4%	349	-11,5%	12,0%
Télécommunications	-19,7%	346	-12,4%	-4,1%

ANALYSE GRAPHIQUE

UN TEST DE GRANDE AMPLIEUR



Supports	3100 (MM 150) 2980 (MM 100) 2850 (MM 50)	Résistances	3280 (MM 30 ans) 3400 (MM 200)
----------	--	-------------	-----------------------------------

Après avoir consolidé sur le support MM 50 à 2845 comme il était probable, le marché a vigoureusement repris sa marche en avant sous l'effet de nouvelles macro-économiques moins mauvaises que prévues et une plus faible rémunération des produits de taux qui accélèrent le mouvement dans cette période de copieux dividendes.

Alors quid de l'avenir ? Le marché évolue depuis l'été 2007 dans un grand canal baissier signalé à plusieurs reprises dont le point d'inflexion se situe dans la zone des 3400 points sur le CAC 40 ; ce canal est toujours d'actualité. Cependant nous avons constaté le mois dernier et pour la première fois depuis presque 2 ans des supports MM 7/20/50.

Depuis lors, la fulgurante ascension des marchés nous assure les mêmes mais beaucoup plus puissants : MM150 à 3100 et MM100 à 2980. Nous avons même enfoncé la résistance à 30 ans zone

3280, autant de signaux d'une force incontestable...

La tendance long terme d'un marché démarre toujours par la rupture technique de titres qui composent les indices. Or, nous avons depuis peu une inflexion très nette sur un certain nombre de valeurs dont la liste est jointe.

Les indicateurs mathématiques sont en surchauffe au niveau actuel et militent en faveur d'une consolidation.

On surveillera donc attentivement tout test de ces nouveaux supports pour accumuler paisiblement quelques belles lignes ayant donné de beaux signaux d'achat long terme.

Signal d'achat : ACCOR, BNP, BOUYGUES, CARREFOUR, CREDIT AGRICOLE, EADS, ESSILOR, LAFARGE, LVMH, MICHELIN, PPR, SCHNEIDER, TOTAL, UNIBAIL RODAMCO

A confirmer : ALCATEL, ALSTOM, CAP GEMINI, DEXIA, SAINT GOBAIN, SANOFI, SOCIETE GENERALE, VIVENDI, VEOLIA.

SYNTHESE

BASSE DE L'AVERSION AU RISQUE

Les indicateurs avancés de conjoncture traduisent un début d'amélioration à l'échelle mondiale. L'attention se focalise sur la matérialisation des signes d'une stabilisation des économies, l'appétit pour le risque s'améliore, les marchés semblent mieux disposés, ce qui alimente la reprise.

La récession s'atténue, les indicateurs avancés traditionnels se redressent, la croissance américaine pourrait même traduire un fort rebond technique dès le deuxième trimestre, soutenu par une accumulation de facteurs favorables : une inflexion du cycle des stocks et une probable correction technique, des plans de relance conséquents, une baisse du prix du pétrole et une politique monétaire expansionniste. Mais rien d'exceptionnel à cela compte tenu de l'effondrement sans précédent enregistré fin 2008/début 2009.

L'activité globale, si elle s'améliore, ne s'est pas encore redressée. De mauvaises surprises sont encore devant nous, même sans remettre en question les acquis positifs des dernières semaines. L'économie réelle peine à confirmer les premiers signaux positifs ; activité industrielle, investissement, marché de l'emploi restent fortement déprimés ; le secteur bancaire américain reste fragile et n'a pas achevé ses ajustements structurels ; la pression reste forte sur la production de crédit.

Pour autant, le rebond actuel vient clairement saluer une amélioration des conditions économiques et un début de stabilisation de l'activité. La page de la dépression et du risque systémique est tournée, le sentiment des investisseurs s'améliore, les liquidités sont abondantes, les rendements flatteurs quand dans le même temps les obligations d'état demeurent peu rémunératrices.

Difficile dans ce contexte de dire jusqu'où peut nous mener le rebond actuel, même si l'analyse technique envisage un premier objectif à 3400 points. Les publications pourraient surprendre encore agréablement ces prochaines semaines, le point bas est sans doute derrière nous ; mais il ne faut pas non plus s'emballer, les interrogations sur

les perspectives de moyen et long terme réapparaîtront.

La reprise de près de 30% des marchés par rapport à leurs plus bas a été rapide ; le rattrapage est probablement excessif sur certaines valeurs et appelle une phase de consolidation. Mais l'appétit pour le risque s'améliore et confirme l'intérêt d'une stratégie progressivement plus offensive dans une optique de point bas ou de sortie de crise. Il faut continuer à accompagner le mouvement en faveur de plus de cycliques tout en privilégiant les valeurs de rendement et en conservant un socle défensif. Nous reconduisons l'idée selon laquelle Construction et Matériaux de construction auraient vu le pire et pourraient bénéficier des plans de relance décidés par les pouvoirs publics ; également l'idée selon laquelle pétrole et produits de base devraient accompagner le redressement progressif de la production industrielle. Il semble également que le secteur technologique ne présente plus le caractère d'extrême cyclicité observé lors des crises précédentes et qu'il soit en mesure de bénéficier d'une amélioration de la conjoncture. Nous restons en revanche toujours réservé sur la situation des banques et de l'automobile avec une démarche d'investissement essentiellement tactique visant à tirer parti de rebonds potentiellement ponctuels.

La situation économique s'améliore et c'est une bonne nouvelle. De même, la remontée des bourses est un message d'espoir si l'on considère que les marchés, toujours en avance sur les fondamentaux, anticipent les tendances futures.



STATISTIQUES

SBF 120

Source : FU Reuters
Cours de clôture (08 mai 2009)

Performances

SBF 120 : 4,0%

Les plus élevées

Société	Cours au 8-mai-09	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Nexity	23,59	112,5%	29,5	5,3
Rodriguez	2,90	110,3%	16,0	1,3
Fimalac	41,01	83,1%	54,9	20,4
Steria	13,78	72,9%	23,4	7,3
Havas	2,47	68,1%	3,0	1,3
Bourbon	29,72	64,7%	47,3	16,1
Valeo	16,65	56,8%	27,8	8,0
Natixis	1,94	55,3%	8,3	0,8
Soitec	4,85	52,5%	6,7	2,0
Technip	33,14	51,9%	63,1	16,8
BNP Paribas	45,89	51,7%	73,0	20,7
Arkema	18,46	50,7%	43,9	9,7
Maurel & Prom	12,14	48,4%	16,5	7,0
Credit Agricole	11,74	46,8%	19,8	5,9
PSA Peugeot Citroen	17,56	44,5%	46,3	11,3

Les plus faibles

Société	Cours au 8-mai-09	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
TF 1	7,72	-26,1%	14,6	5,1
Suez	26,02	-24,8%	44,7	21,0
Lagardere	23,32	-19,6%	47,9	19,1
Sechilienne-Sidec	26,54	-17,1%	56,9	18,6
AXA	13,21	-16,7%	25,0	5,7
France Telecom	16,82	-15,7%	21,1	15,9
Altran Technologies	2,38	-12,5%	6,2	1,7
Electricite de France	36,46	-12,2%	72,0	26,6
Danone	38,50	-10,9%	56,9	33,1
Remy Cointreau	26,59	-10,3%	42,5	15,8
Vivendi	21,00	-9,7%	27,4	16,3
Alten	13,89	-8,6%	27,8	9,6
L'Oreal	56,99	-8,5%	79,7	46,0
Zodiac Aerospace	23,98	-7,8%	37,1	18,6
Saint Gobain	28,19	-7,6%	50,8	16,7

Potentiels

Les plus élevées

Société	Cours au 8-mai-09	Objectif consensus	Potentiel
Suez	26,02	49,6	90,7%
NicOx	9,71	14,2	45,7%
Lagardere	23,32	31,2	33,8%
Electricite de France	36,46	48,3	32,4%
Pierre & Vacances	49,99	64,9	29,9%
France Telecom	16,82	21,5	27,6%
Ipsos	18,69	23,6	26,4%
Eutelsat	16,94	21,4	26,2%
Sechilienne-Sidec	26,54	32,9	23,9%
STMicroelectronics	4,97	6,2	23,7%
Cap Gemini	27,11	32,9	21,4%
Teleperformance	23,07	27,9	21,0%
Altran Technologies	2,38	2,9	20,6%
AXA	13,21	15,8	19,9%
Vinci	35,09	41,9	19,5%

Les plus faibles

Société	Cours au 8-mai-09	Objectif consensus	Potentiel
Thomson	1,12	0,6	-46,4%
Haulotte	5,10	3,2	-36,5%
Hermes	100,00	64,6	-35,4%
Generale de Sante	14,18	9,8	-30,7%
Rodriguez	2,90	2,2	-25,9%
Gecina	53,94	40,2	-25,5%
Nexans	42,62	32,8	-23,2%
Theolia	3,10	2,4	-22,3%
Trigano	6,30	4,9	-21,9%
Soitec	4,85	3,8	-21,6%
Remy Cointreau	26,59	21,0	-20,9%
Legrand	15,70	12,6	-19,9%
Beneteau	7,86	6,4	-19,0%
Havas	2,47	2,0	-17,4%
Nexity	23,59	19,6	-17,1%

PER

SBF 120 :

PER 2009e : 10,9x

PER 2010e : 11,6x

Les plus élevés

Société	Cours au 8-mai-09	PER 2007e	PER 2010e
STMicroelectronics	4,97	-6,81	99,40
Alcatel-Lucent	1,94	-5,88	64,67
Theolia	3,10	-38,75	62,00
TF 1	7,72	24,13	48,25
Hermes	100,00	36,90	34,60
Valeo	16,65	-9,05	32,65
JCDecaux	11,38	37,93	29,95
EDF Energies Nouvelles	31,41	30,79	23,98
NRJ Group	4,97	31,06	23,67
Generale de Sante	14,18	26,75	23,25
Beneteau	7,86	-98,25	23,12
Fimalac	41,01	23,43	21,14
Accor	35,44	19,26	19,16
Orpea	32,09	22,28	18,55
Ubisoft	14,67	19,56	17,89

Les plus faibles

Société	Cours au 8-mai-09	PER 2009e	PER 2010e
Wendel	33,80	3,12	2,98
Thomson	1,12	-5,60	4,87
AXA	13,21	7,68	6,12
Lagardere	23,32	7,15	6,61
Altran Technologies	2,38	7,93	6,61
Steria	13,78	7,53	7,10
Sanofi-Aventis	44,50	7,30	7,13
SCOR SE	16,43	9,13	7,40
Pierre & Vacances	49,99	7,99	7,66
Fonciere des Regions	49,10	7,77	7,67
CNP Assurances	61,49	9,32	7,84
Alten	13,89	8,63	8,12
Vivendi	21,00	8,79	8,14
Zodiac Aerospace	23,98	7,97	8,33
France Telecom	16,82	8,41	8,33

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 8-mai-09	PEG 2009e	PEG 2010e
Zodiac Aerospace	23,98	48,00	50,17
Bouygues	34,39	17,24	18,29
Pagesjaunes	8,41	16,87	17,28
Guyenne et Gascogne	67,48	15,07	14,32
Publicis	24,07	6,08	5,99
Sanofi-Aventis	44,50	4,72	4,61
Hermes	100,00	4,72	4,43
Metropole Television	14,76	4,29	4,39
Lafarge	47,73	3,59	3,79
Unibail-Rodamco	124,33	3,89	3,77
Neopost	61,20	3,28	3,32
Dassault Systemes	30,85	2,76	2,63
Havas	2,47	2,53	2,53
Eutelsat	16,94	2,20	2,09
L'Oreal	56,99	2,23	2,08

Les plus faibles

Société	Cours au 8-mai-09	PEG 2009e	PEG 2010e
Euler Hermes	39,50	0,34	0,10
Maurel & Prom	12,14	0,35	0,11
Eurazeo	34,74	0,20	0,18
Michelin	42,98	0,42	0,18
Societe Generale	39,48	0,30	0,20
Credit Agricole	11,74	0,38	0,29
Arkema	18,46	0,44	0,29
AXA	13,21	0,37	0,29
Altran Technologies	2,38	0,35	0,29
BNP Paribas	45,89	0,46	0,38
Iliad	79,24	0,58	0,39
Atos Origin	23,98	0,51	0,44
TOTAL	41,02	0,54	0,44
CNP Assurances	61,49	0,59	0,50
Ciments Français	73,50	0,60	0,54

VE / CA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2009e	VE/CA 2010e
Foncière des Régions	1 993	13,93	14,05
NicOx	461	13,28	7,69
Gecina	3 193	12,70	12,94
Unibail-Rodamco	10 137	12,64	12,03
Klepierre	3 773	12,62	12,24
Maurel & Prom	1 385	7,00	4,54
Eutelsat	3 720	6,37	6,00
Hermès	10 505	5,51	5,31
Sechilienne-Sidec	737	4,59	4,14
Theolia	123	4,20	3,48
EDF Energies Nouvelles	2 428	3,82	3,03
Natixis	5 620	3,71	3,26
PagesJaunes	2 358	3,62	3,63
Credit Agricole	25 985	3,46	3,26
Fimalac	1 248	3,05	2,89

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2009e	VE/CA 2010e
EADS	9 783	0,08	0,08
Rodriguez	36	0,16	0,15
Air France - KLM	3 145	0,28	0,30
Valeo	1 249	0,29	0,28
Technip	3 521	0,29	0,33
Alcatel-Lucent	4 379	0,30	0,30
Nexans	1 191	0,30	0,31
Carrefour	20 622	0,31	0,30
Wendel	1 697	0,31	0,30
Arkema	1 115	0,32	0,31
Casino	5 736	0,33	0,32
Cap Gemini	3 889	0,35	0,35
Altran Technologies	341	0,35	0,34
Atos Origin	1 645	0,36	0,36
Pierre & Vacances	435	0,37	0,36

VE / EBITDA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2009e	VE/EBITDA 2010e
Natixis	5 620	42,9	13,8
Trigano	132	32,8	9,3
Guyenne et Gascogne	449	28,6	25,2
Hermès	10 505	19,7	18,5
Foncière des Régions	1 993	16,3	15,9
Gecina	3 193	16,3	16,6
Renault	7 190	16,1	13,3
Soitec	401	16,0	13,0
Unibail-Rodamco	10 137	15,0	14,4
Klepierre	3 773	14,7	14,4
Credit Agricole	25 985	13,7	10,2
Theolia	123	13,5	11,2
Maurel & Prom	1 385	13,2	6,5
Beneteau	634	13,1	6,2
EDF Energies Nouvelle:	2 428	11,6	8,5

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2009e	VE/EBITDA 2010e
EADS	9 783	1,0	1,0
Wendel	1 697	1,7	1,7
Technip	3 521	2,5	3,0
CGG Veritas	2 024	3,5	4,1
Valeo	1 249	3,8	2,9
Cap Gemini	3 889	3,9	3,8
Nexans	1 191	3,9	4,1
Pierre & Vacances	435	3,9	3,8
BNP Paribas	41 653	3,9	3,5
Ubisoft	1 369	4,1	3,7
Vivendi	24 572	4,1	3,9
Thomson	298	4,1	3,9
Electricité de France	66 308	4,2	3,8
Atos Origin	1 645	4,2	4,0
France Telecom	43 814	4,3	4,3

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Eiffage	3 779	431%
Klepierre	3 773	329%
Bureau Veritas	3 682	315%
Theolia	123	291%
Fonciere des Regions	1 993	289%
Veolia Environnement	10 474	233%
Sechilienne-Sidec	737	187%
Vinci	16 604	186%
Generale de Sante	797	179%
Eutelsat	3 720	165%
Eurazeo	1 852	162%
PSA Peugeot Citroen	3 983	162%
Neopost	1 869	150%
Iliad	4 307	148%
Renault	7 190	142%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
NicOx	461	-98%
Pagesjaunes	2 358	-86%
Technip	3 521	-68%
EADS	9 783	-57%
Alstom	13 653	-56%
Dassault Systemes	3 657	-49%
April	983	-38%
Beneteau	634	-33%
Hermes	10 505	-30%
Gemalto	2 041	-28%
Cap Gemini	3 889	-21%
NRJ Group	407	-19%
BIC	1 922	-18%
Ingenico	659	-17%
Guyenne et Gascogne	449	-9%

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 8-mai-09	DIV 2010e	Rdmt 2009e	Rdmt 2010e
Fonciere des Regions	49,10	5,15	10,7%	10,5%
Gecina	53,94	4,23	9,0%	7,8%
France Telecom	16,82	1,49	8,6%	8,9%
Pagesjaunes	8,41	0,69	8,4%	8,2%
Vivendi	21,00	1,49	6,8%	7,1%
Unibail-Rodamco	124,33	8,29	6,4%	6,7%
Klepierre	19,57	1,25	6,3%	6,4%
Neopost	61,20	3,78	6,1%	6,2%
Guyenne et Gascogne	67,48	4,09	5,8%	6,1%
Suez	26,02	1,65	5,8%	6,3%
Lagardere	23,32	1,42	5,8%	6,1%
TOTAL	41,02	2,46	5,7%	6,0%
Sanofi-Aventis	44,50	2,53	5,4%	5,7%
Metropole Television	14,76	0,77	5,4%	5,2%
Veolia Env.	22,89	1,27	5,3%	5,5%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Bureau Veritas	3 682	96,4%
Alstom	13 653	43,1%
Thomson	298	39,2%
Neopost	1 869	35,7%
Iliad	4 307	32,0%
Rhodia	527	31,8%
Sechilienne-Sidec	737	22,3%
April	983	22,3%
Electricite de France	66 308	21,6%
France Telecom	43 814	18,9%
Vallourec	4 971	18,6%
Dassault Systemes	3 657	18,2%
Bouygues	11 725	18,1%
Hermes	10 505	17,9%
TOTAL	91 442	17,8%



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