

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

15 DÉCEMBRE 2009

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



■ ECONOMIE	3 - 8
■ INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS DJEUROSTOXX	9 - 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

VERS UNE REPRISE GRADUELLE DE L'EMPLOI... ET UNE NORMALISATION PROGRESSIVE DES POLITIQUES MONÉTAIRES?

Aux USA, les données publiées confirment le scénario d'une économie en reprise mais sous perfusion.

Au rang des bonnes nouvelles, les chiffres de l'emploi ont très positivement surpris les attentes avec 11000 destructions d'emplois pour le mois de novembre et un taux de chômage revenu à 10% vs 10,2% ; de même la moyenne des heures travaillées hebdomadaires est en hausse de 0,2 à 33,2, indiquant que les entreprises doivent désormais augmenter le volume d'emploi pour soutenir la croissance. Combinés à l'annonce du Président Obama de mesures complémentaires en faveur de l'emploi (170MM\$/crédits d'impôt, aides aux PME, dépenses d'infrastructures...) et à la consolidation de la reprise dans les prochains trimestres, ces facteurs militeraient, même s'il faudra encore quelques mois pour en avoir confirmation, pour une augmentation du volume de travail et un retournement graduel de l'emploi en cours d'année prochaine. Nouvelles favorables également, l'indice de confiance des ménages du Conference Board s'inscrit en hausse pour le mois de novembre tout comme les ventes de détail (+1,3%) et les ventes de logements neufs et anciens en hausse de 10,1% et 6,2% sur le mois de novembre.

Coté déception, la croissance du troisième trimestre a été révisée à la baisse, à +2,8% en rythme annuel (vs +3,5%), traduisant un moindre rebond de la demande privée finale dont une moindre consommation (+2,9% vs +3,4%) et un soutien plus important du public. De même, les nouvelles commandes de biens durables pour le mois d'octobre ont surpris négativement ; l'enquête ISM sur le climat des affaires dans les secteurs manufacturiers (53,6) et non manufacturiers (48,7) également, à nouveau sous la barre des 50 et révélateur des fragilités persistantes de l'économie américaine.

De son côté, la Fed révisé ses prévisions de croissance à la hausse tout en soulignant les incertitudes et obstacles du moment dont la fragilité persistante de la situation financière des banques, des conditions de crédit toujours difficiles

et une grande faiblesse du marché de l'emploi. Son scénario central reste celui d'une reprise « molle » et d'une croissance comprise dans une fourchette de -0,4% à -0,1% pour 2009 et +2,5% à +3,5% pour 2010, assortie d'un taux de chômage durablement élevé entre 9,3% et 9,7% d'ici fin 2010 et d'un noyau dur d'inflation faible, entre 1% et 1,5% en 2010 et 1% à 1,6% en 2011.

En zone euro, la progression de 0,4% du PIB en rythme trimestriel pour le T3 confirme la fin technique de la récession, même si le rebond est en large partie lié à des facteurs techniques (stabilisation du destockage) ou temporaires (prime à la casse). A l'exception de l'Espagne, toujours en récession (-0,3%), tous les grands pays de la zone euro affichent une hausse de leur volume d'activité au troisième trimestre, Allemagne en tête avec une croissance de 0,7% après +0,3% au T2.

Cette reprise intervient de manière coïncidente avec les USA, soutenue par la force des stabilisateurs automatiques, d'importants efforts budgétaires et une meilleure tenue des marchés extérieurs. Elle devrait se poursuivre au quatrième trimestre (+0,4% estimé) au regard de l'amélioration constatée de l'indice de confiance de la zone euro en dépit de premiers chiffres de production industrielle plutôt décevants pour le mois d'octobre en France et en Allemagne. Le taux de chômage reste par ailleurs élevé, stable à 9,7% de la population active pour le mois d'octobre avec, à l'exception de l'Allemagne (8,1%), une hausse dans tous les grands pays de la zone dont la France (10,1%). Les destructions d'emplois ont ralenti dans l'industrie mais la reprise est encore trop faible pour provoquer un retournement du marché du travail ; d'où la prudence des propos de la BCE sur les perspectives économiques de la zone avec un retrait de 4% attendu en 2009, une modeste croissance de 0,8% attendue en 2010 et de 1,2% en 2011.

A l'échelon mondial, les indices de confiance du secteur industriel ont montré de premiers signes de consolidation en novembre, mais sans rien d'inquiétant sauf penser que la majeure partie de

l'embellie industrielle est derrière nous. Le climat des affaires dans le secteur manufacturier s'affiche toujours dans la zone d'expansion (>50) et en progression pour le cinquième mois consécutif. En revanche l'indice PMI mondial aurait reculé dans une majorité de pays à l'exception de la zone euro. En Asie en particulier, les indices PMI s'effritent presque partout sauf en Chine et en Corée où ils sont restés stables.

La première phase de la reprise est à l'œuvre depuis le printemps dernier. Après généralisation de la reprise à l'ensemble des pays industrialisés au T3, elle devrait se traduire par une nette amélioration de l'activité et des résultats au T4, soutenue par d'importants efforts budgétaires et une meilleure tenue des marchés extérieurs.

La reprise de l'emploi n'est en revanche pas encore visible, pas plus que la distribution de crédit ou l'investissement lesquels ne se redressent

traditionnellement que plusieurs mois après la reprise d'activité. Pour autant, la surprise des chiffres du chômage américain est indéniablement une bonne nouvelle en remettant en question le scénario actuel de « reprise sans emplois » même s'il remet dans le même temps en cause le maintien d'une politique monétaire durablement accommodante.

Il ne devrait en réalité y avoir que peu d'incertitudes économiques sur la première partie de l'année prochaine, la reconstitution des stocks et les plans de relance permettant d'anticiper, effet base aidant, une poursuite de la reprise sur le premier semestre 2010. En revanche la question de la normalisation se posera - normalisation de la politique monétaire, normalisation des finances publiques, normalisation de la structure bilancielle ou patrimoniale des agents économiques (banque, consommateur américain) - et conditionnera étroitement les perspectives économiques futures.

RETOUR A LA CROISSANCE DES BPA CONFIRMÉ POUR 2010

Depuis les points bas du mois de mars, ré appréciation des cours de bourse et réévaluation des anticipations de croissance sont allées de pair. Et si le consensus des prévisions de croissance économique s'est retourné dès le printemps, celui des prévisions bénéficiaires des sociétés s'est lui retourné pendant l'été, d'abord aux Etats- Unis, puis plus récemment en Europe.

A ce stade, et après publication de bons chiffres pour le T3, supérieurs aux anticipations des analystes, le consensus anticipe :

- Une baisse des résultats de 8,1% et 19,6% hors financières sur le S&P 500 pour 2009 et une baisse plus sévère de 17,1% et 28,3% hors financières sur le DJ Stoxx,
- Un retour de la croissance des BPA pour 2010, estimé à +25,2% et +19,2% hors financières sur le S&P500, +27,6% et +22,2% hors financières en zone euro, fondé sur deux principales

hypothèses: 1- le retour à une vraie reprise de l'activité, respectivement +7% pour les valeurs industrielles du S&P500, +5% pour les sociétés industrielles du DJ Stoxx, 2- un niveau de marge nette de 7,2% pour le DJ Stoxx soit un niveau proche de 7,5%, sa moyenne observée sur la période 1996/2007.

- Une hausse moyenne de près de 20% des profits du DJ Stoxx sur la période 2009/2012 qui nous ramènerait à peu de chose près au volume de bénéfices du précédent point haut de 2007.

Ces anticipations, déjà ambitieuses, ne sont pas irréalistes au regard de la chute des résultats observée en 2008 et 2009 et du rebond anticipé sur certains compartiments très cycliques dont les financières et les matériaux de base. En tout état de cause, elles confirment le retour à un trend de croissance positif des résultats d'entreprises pour 2010 et 2011 et traduisent un niveau de valorisation toujours modéré des marchés.

BPA et PER 2009/2012 - S&P500 et DJ Stoxx (Factset, décembre 2009)

03/12/2009	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P500				
Croissance BPA	-8,1%	25,2%	ne	ne
PER	18x	14,4x	ne	ne
DJ Stoxx				
Croissance BPA	-17,1%	27,6%	21,9%	12,7%
PER	16,7x	13,1x	10,7x	9,5x

Les anticipations de croissance bénéficiaires pour la période 2010/2011 confirment, après publication de bons résultats pour le troisième trimestre, un scénario de sortie de crise pour 2010 et une

poursuite de la croissance pour 2011. A plus court terme, les chiffres du T4 devraient traduire une nouvelle accélération et surtout une première reprise de la croissance des chiffres d'affaires.

LA FAIBLESSE DE L'INFLATION COMME VECTEUR DE SOUTIEN DE LA CONSOMMATION DE FIN D'ANNÉE

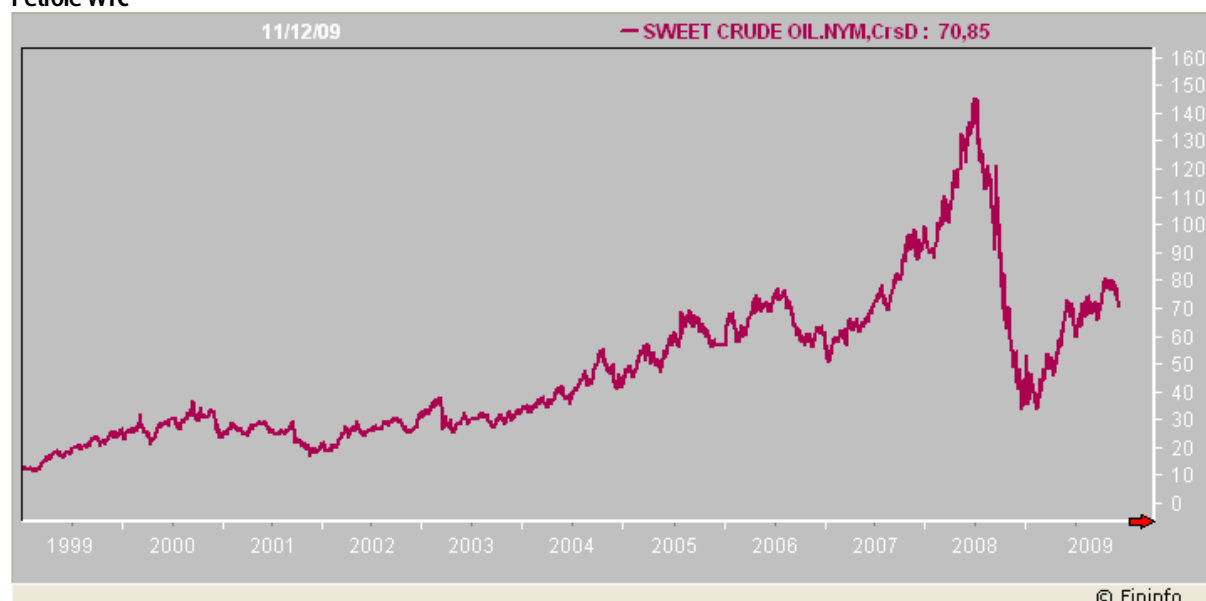
L'AIE a une nouvelle fois marginalement révisé à la hausse ses estimations de demande de pétrole à l'échelle mondiale, traduisant principalement une amélioration de la conjoncture en Amérique du Nord et en Asie/Moyen Orient, et une légère baisse en Europe. La contraction estimée de la demande se situerait à présent à -1,7% pour 2009, le rebond à +1,7% pour 2010, le taux de croissance annuel moyen pour la période 2009/2014 à +1,4%.

Par ailleurs, l'AIE explique le récent rallye du baril au dessus des 80\$ par des raisons essentiellement techniques, confirmé par la baisse spectaculaire de

ces derniers jours (70\$) concomitante au redressement du dollar américain. Elle estime également une trop grande fermeté du baril dangereuse et susceptible de menacer la reprise de la demande, la zone des 70/80\$ le baril permettant tout à la fois de satisfaire les pays producteurs et les compagnies pétrolières sans compromettre la reprise de la demande mondiale.

La médiane du consensus Reuters se situe à 61\$ en 2009, 74\$ en 2010 et 82\$ en 2011, ne suggérant aucune remontée violente des prix à moyen terme.

Pétrole WTC



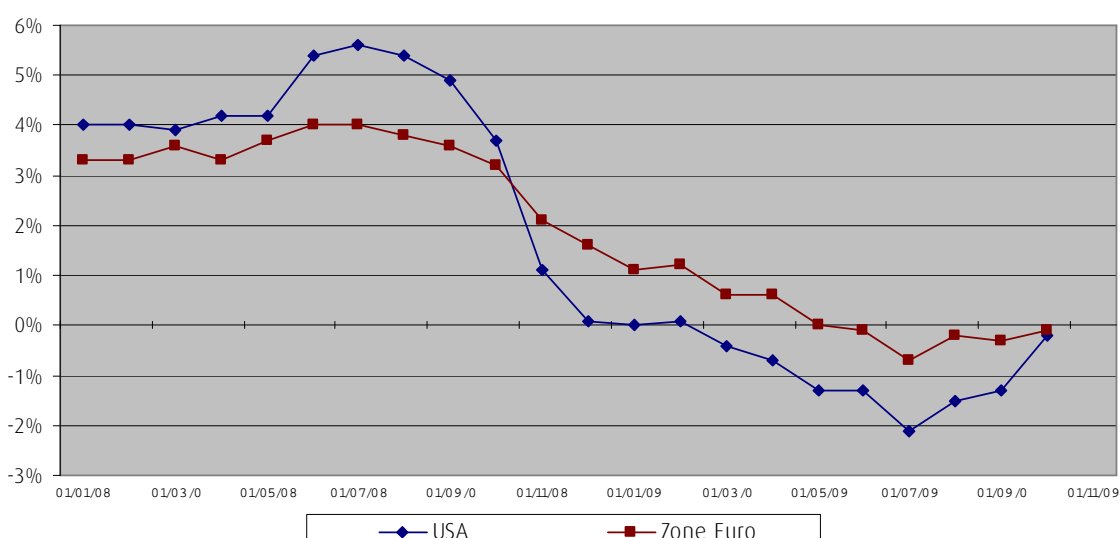
Au plan de l'inflation, les prix à la consommation sont ressortis en hausse de 0,3% au mois d'octobre aux USA, essentiellement portés par la hausse des cours de l'énergie. Sur un an, le rythme de baisse des prix ralentit sensiblement, de -1,3% en septembre à désormais -0,2%. Hors énergie et alimentation, la hausse des prix progresse de +0,2% à +1,7% sur un an, après +1,5% le mois précédent.

En zone euro, l'indice des prix à la consommation est ressorti en retrait de 0,1% sur un an en octobre après une baisse de 0,3% au mois de septembre.

Hors énergie et alimentation, il ressort stable à +1,2% sur un an.

Les effets de base devenant défavorables, l'inflation en glissement annuel devrait repasser en territoire positif dès le mois de novembre, tant aux USA qu'en Europe où la première estimation flash la situe à +0,6%. Mais l'inflation sous jacente reste fondamentalement baissière sous le poids des surcapacités.

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



Le retour vers des taux d'inflation positifs se confirme d'ici la fin de l'année. Mais l'inflation ne constitue pas un risque majeur au cours des mois à venir et ne remet pas en cause le scénario dominant de reprise molle sans inflation. Sa

faiblesse actuelle reste non seulement rassurante pour les banquiers centraux mais soutient également les perspectives de consommation de fin d'année.

STABILITÉ SUR LE MARCHÉ DES TAUX

Marché monétaire : La Fed n'annonce aucun changement de taux pour une longue période et personne n'attend de hausse au cours du premier semestre. Les débats ne portent pas encore sur une hausse potentielle des taux mais sur l'opportunité de reprendre progressivement des liquidités. La réunion du 26 juin 2010 sera importante car elle pourrait être l'occasion pour la Fed d'annoncer un réajustement de ses taux. La majorité des économistes cependant n'attend une première hausse que pour septembre.

Pas de changement au niveau de la BCE qui annonce que la situation sur les marchés s'est suffisamment améliorée pour retirer quelques mesures exceptionnelles, tout en insistant sur le fait que ces retraits ne sont pas annonciateurs d'une remontée des taux. Le panel des économistes de l'Agefi est unanime pour défendre le scénario d'un maintien des taux de la BCE sur les 6 mois à venir.

De son côté, la banque d'Angleterre laisse son taux d'intervention à 0,5% et ne devrait pas le modifier

avant plusieurs mois. Elle ne modifie pas non plus sa politique non conventionnelle laquelle ne devrait pas changer avant février en fonction de l'évolution de l'inflation.

L'Euribor 3 mois et l'Eonia sont stables, avec des moyennes respectives de 0,716% et 0,358% en novembre. Les taux des Billets de Trésorerie d'entreprises sont toujours très bas, à des niveaux inférieurs à 1% et les BTF ont tendance à baisser leur rémunération sur la fin d'année, à moins de 0,35%.

Marché obligataire : Le marché monétaire étant toujours aussi peu attractif, les investisseurs allongent leur durée de placement et recherchent de plus en plus d'obligations. Les taux des emprunts d'Etat sont peu rémunérateurs, d'où un transfert d'intérêt sur les corporates.

Les taux à 10 ans des emprunts d'Etat ont encore baissé en France : ils sont passés de 3,55% début novembre à 3,38% début décembre. Ils sont remontés aux Etats Unis, après une baisse de 0,3% en novembre et reviennent au même niveau qu'un mois auparavant. En Europe, la question du risque crédit sur certains Etats est relancée et les « spreads » de certains pays s'écartent suite à la dégradation par les agences de notation de la note

de la Grèce de A- à BBB+ et à la mise sous surveillance négative de l'Espagne et du Portugal. Leurs déficits publics se dégradent, la dette publique grecque devrait atteindre 124,9% du PIB en 2010 ; mais il est improbable de penser que l'UE laissera tomber l'un de ses membres et des aides pourraient se mettre en place par le biais des banques publiques européennes ou du FMI. Même l'Angleterre souffre et pourrait voir sa note dégradée.

Le panel Agefi de fin novembre a fortement révisé à la hausse ses anticipations sur les taux longs. Il attend une hausse des taux 10 ans de la zone euro à 3,64% (vs 3,17%) d'ici 6 mois, à 3,82% aux Etats Unis (vs 3,22%) et à 4,04% en Angleterre (vs 3,54%).

Le marché des convertibles est toujours intéressant, certaines d'entre elles offrant des taux plus importants que les obligations classiques.

Les produits monétaires sont toujours très peu rémunérateurs. Nous conseillons de rester sur le marché obligataire qui permet encore de gagner du « spread ». Pour autant, la fin d'année approchant, les opportunités sont peu nombreuses. Nous espérons que 2010 offrira de nouvelles émissions sur le marché primaire.

LES ALERTES DES AGENCES DE NOTATION FRAGILISENT L'EURO

L'aversion au risque est remontée à vive allure et le dollar avec, à ses meilleurs niveaux face à l'euro depuis début octobre à 1,46. De fait, la publication du rapport sur l'emploi américain, lequel a alimenté les anticipations d'un durcissement plus précoce que prévu des conditions de crédit, puis les difficultés financières du conglomérat Dubai World et enfin la mise en garde de plusieurs agences de notation sur la dette de certains pays de la zone euro (abaissement par l'agence Fitch de la note long terme de la Grèce de A- à BBB+ et dégradation de stable à négative de la perspective du Portugal et de l'Espagne par S&P) ont tour à tour raffermi le dollar et jeté la suspicion sur l'euro.

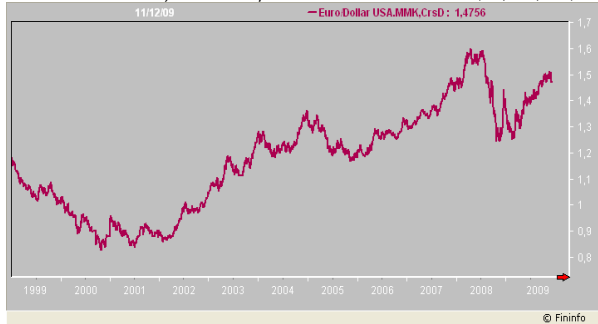
Le débat est ouvert, les uns condamnant le dollar à redevenir une monnaie de portage, les autres

évoquant les divergences économiques et les écarts de conjoncture entre les différents pays de la zone euro et jetant la suspicion sur l'euro. Plus probablement, les mouvements du dollar devraient rester guidés à court terme par le degré d'aversion au risque des investisseurs et ne devrait pas s'apprécier tant que la sortie de crise ne sera pas assurée ; le constat en sera donné par les banques centrales.

Le consensus s'est ajusté dans le sens d'une plus grande fragilité du dollar, à 1,50\$ et 1,47\$ à 3 et 6 mois vs 1,48\$ et 1,45\$; mais avec une grande hétérogénéité et des écarts pouvant aller de 1,31 à 1,60 à 6 mois d'une banque à l'autre.

Dollar

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

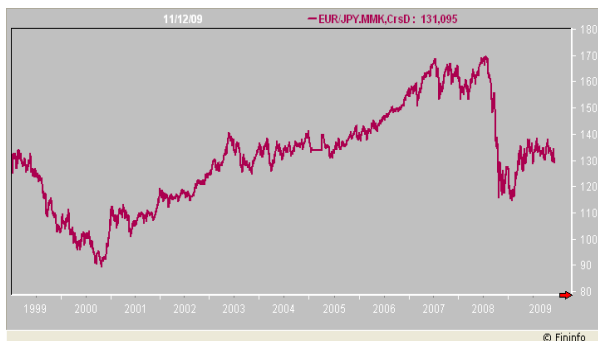


Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2005

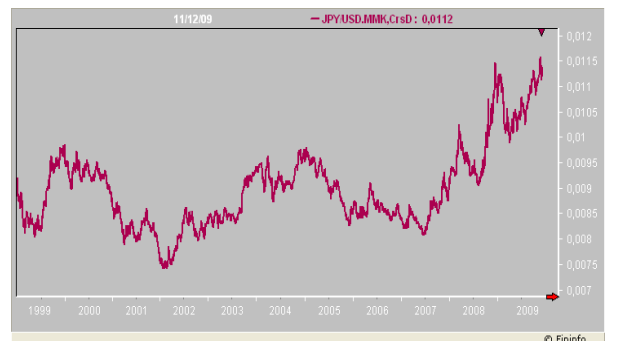


Yen

Cours de l'euro/Yen depuis 1 janvier 1999



Cours du Yen/USD depuis 1 janvier 1999



L'or de son coté a atteint un nouveau record historique à 1226,5\$ l'once après l'annonce des difficultés financières de Dubai World, avant de revenir autour des 1125\$. De fait, l'or cumule de nombreux atouts dans un contexte de grande incertitude : il permet de se couvrir contre la baisse du dollar et de se protéger contre un retour éventuel des tensions inflationnistes ; il permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles et aux banques centrales de diversifier leurs réserves de change.

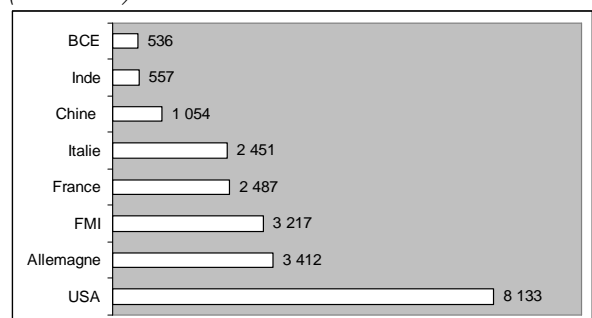
Pour certains économistes, une nouvelle accélération du prix de l'or serait engagée, déclenchée par la hausse du déficit budgétaire américain et les doutes sur la capacité du dollar à préserver son statut de monnaie de réserve et de monnaie de référence. Si tel était le cas, ce mouvement traduirait une crise de confiance majeure sur le dollar, crise qui le ferait brutalement décrocher contre l'ensemble des autres monnaies ; une situation peu souhaitable qui serait préjudiciable à l'ensemble des économies mondiales.

Or

Cours de l'once d'or à Londres depuis 2000



Principaux détenteurs d'or parmi les banques et la FMI (en tonnes)



INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS

LES INDICES INTERNATIONAUX

Un pas en avant, un pas en arrière ; les indices s'alimentent de nouvelles souvent contraires et semblent avoir du mal à trouver un chemin. De fait, si les promesses de soutien à l'économie des ministres du G20, la bonne tenue de la croissance japonaise et les nouvelles positives sur le front macro économique aux USA dont les chiffres de l'emploi ont soutenu la tendance, à l'inverse les prises de bénéfices ont été significatives à l'annonce des difficultés financières de Dubaï et de la mise en garde de plusieurs agences de notation sur la dette de certains pays de la zone euro dont la Grèce, le Portugal et l'Espagne.

Le bilan du mois s'affiche néanmoins positif mais nettement en faveur des indices américains, sur de nouveaux plus hauts annuel. Dans le détail, le Dow

Jones rattrape son retard avec une très belle hausse de 6,3% sur un mois et recolle au peloton avec une progression de 18,3% depuis début janvier. Le S&P500 progresse de 3,3% sur un mois et de 22,3% sur 11 mois ; le Nasdaq de 2,4% sur un mois et de 38,9% depuis le début de l'année. En Europe, l'indice DJ Stoxx600 cède 1,8% sur un mois, ramenant sa progression à 19,5% depuis début janvier. En France, le CAC 40 stabilise sa progression à 18,2% sur 11 mois alors que le segment Small & Mid fait l'objet de prises de bénéfices appuyées, en retrait de 6,7% sur un mois. Le Nikkei enfin progresse de 1,5% sur un mois et de 11% sur un an, sans pour autant retrouver les 10 000 points.

Indices internationaux au 11/12/2009

Indices	Var. 2008	Clôture 11-déc.-09	Var. depuis 31-déc.-08	Var. depuis 5-nov.-09
Nasdaq	-40,5%	2 190	38,9%	2,4%
CAC Mid&Small 190	-43,6%	5 919	35,6%	-6,7%
S&P 500	-38,4%	1 106	22,3%	3,3%
Dax Xetra	-40,4%	5 756	19,7%	0,8%
SBF 120	-43,1%	2 763	19,6%	-0,8%
DJ STOXX 600	-38,9%	266	19,5%	-1,8%
Footsie 100	-31,3%	5 262	18,7%	1,9%
Dow Jones	-33,7%	10 406	18,3%	6,3%
CAC 40	-42,7%	3 804	18,2%	0,1%
Nikkei 225	-42,1%	9 863	11,3%	-1,5%

LES INDICES SECTORIELS : DJEUROSTOXX

D'un point de vue sectoriel ce sont les financières, Banques (-7,5%), Assurances (-13,5%), Services Financiers et Foncières (-5,8%) qui ont fait l'objet de prises de bénéfices et le plus pesé sur la tendance ce mois-ci ; également plusieurs secteurs cycliques dont la Technologie (-9,6%), les Voyages & Loisirs (-6,1%), la Construction et Matériaux (-5,1%).

Les principaux soutiens sont plutôt venus de secteurs défensifs, l'Alimentation/Boissons (+7,1%), les Biens de Consommation (+8,1%), la Distribution (+6,6%), la Santé (+2,8%) à l'exception de deux secteurs cycliques dont les Métaux (+6,6%) et la Chimie (+12%).

Le tableau des performances s'en trouve modifié à la marge. La Banque se maintient en tête de classement avec une progression de 45,6% sur 11

mois. Suivent les Métaux (+41,8%) et la Chimie (+40,5%), lesquels talonnent désormais le secteur bancaire, puis l'Alimentation/Boissons (+35,6%), rétrogradé en quatrième position.

Dans le bas du tableau, figurent inchangés les Services aux Collectivités, toujours mal aimés (-4,4%), les Voyages et Loisirs (-2,3%) et les Médias lesquels repassent néanmoins positif de 2,2%.

Indices sectoriels DJEuroStoxx au 11/12/2009

Secteurs	Var. 2008	Clôture 11-déc.-09	Var. depuis 31-déc.-08	Var. depuis 5-nov.-09
Banques	-68,0%	215	45,6%	-7,5%
Métaux	-52,8%	259	41,8%	6,6%
Chimie	-24,8%	541	40,5%	12,0%
Alimentation & Boisson	-30,5%	289	35,6%	7,1%
Biens de consommation	-34,4%	307	35,5%	8,1%
Biens & Services industriels	-42,5%	368	29,1%	-1,4%
Construction & Matériaux	-50,6%	279	26,3%	-5,1%
Distribution	-34,8%	270	24,4%	6,6%
Automobile & Equipements	-31,0%	227	14,7%	-2,8%
Santé	-34,7%	405	14,0%	2,8%
Pétrole & Gaz	-34,3%	315	12,3%	1,8%
Services financiers et foncières	-59,0%	228	9,2%	-5,8%
Technologie	-45,9%	207	9,1%	-9,6%
Télécommunications	-19,7%	417	5,4%	0,3%
Assurances	-53,6%	152	3,1%	-13,5%
Médias	-40,0%	151	2,2%	-0,5%
Voyages & Loisirs	-44,9%	98	-2,3%	-6,1%
Services aux collectivités	-22,4%	377	-4,4%	-1,5%

NORMALISATION

LE CASSE TÊTE DES FINANCES PUBLIQUES

Plusieurs agences de notation ont modifié la semaine dernière la note d'émetteurs souverains de plusieurs pays en Europe ou leur appréciation sur cette signature dont la Grèce, le Portugal et l'Espagne, ravivant dans le même temps les préoccupations liées à la situation des finances publiques.

De fait, plusieurs pays de l'UE, des grands (Allemagne, France, Italie, UK) et de plus petits (Irlande, Grèce), sous le coup d'une procédure pour déficit excessif, ont conduit les autorités européennes à se manifester récemment. La France vient d'accepter à demi mot la date de 2013 au lieu de 2014 souhaité. La pression est forte sur la Grèce qui doit présenter en début d'année un plan de réduction de son déficit, équivalent à 13% du PIB attendu en 2009. L'Irlande et l'Espagne ont entamé un premier tour de vis budgétaire.

S'ils alimentent les craintes du marché sur le risque souverain, ces événements ne sont pas de nature à provoquer un risque systémique généralisé, ni même une situation de crise au sein de l'union monétaire en Europe. Une alerte dans un grand

pays développé comme le Royaume Uni ou les Etats-Unis serait en revanche beaucoup plus grave même s'il est peu probable à court terme. A ce sujet, le dernier rapport de Moody's sur les pays Aaa opère une distinction claire entre les pays « résistants » (Allemagne, France) et ceux « résilients » (Etats-Unis, Royaume-Uni) qui présenteraient des profils très fragilisés à l'horizon 2012-2013 dans le cadre d'un scénario pessimiste.

Au total, sans aller jusqu'à évoquer une situation de crise aigüe, elle est suffisamment tendue pour obliger 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 dès 2010, avec mise en œuvre de mesures d'ajustements à horizon 2011-2012 dans les principaux pays. L'arrêt des mesures de relance et la reprise de l'activité ne seront pas suffisants à assainir des finances publiques ; des mesures plus structurelles à court et moyen terme seront nécessaires, en particulier une réduction graduelle des dépenses totales et un arrêt des baisses d'impôt.

NORMALISATION SUR LE FRONT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DES TAUX D'INTÉRÊT

C'est une voie unique, la hausse. Le schéma couramment admis est une sortie progressive des mesures non conventionnelles (Quantitative Easing, Credit Easing) avant de relever les taux directeurs, sans doute pas avant le second semestre. La Fed a déjà réduit la taille de ses facilités de crédit et ralentit le rythme des achats de titres. En revanche elle n'a jamais remonté ses taux avant que le chômage n'ait atteint son pic. La sortie de crise serait moins compliquée pour la BCE laquelle s'est engagée sur des programmes de rachat bien inférieurs ; et la baisse graduelle de l'excès en liquidité pourrait suffire à amorcer un mouvement de remontée des taux de marché avec pour cible 1% sur l'Eonia.

La période qui s'annonce va traduire un changement de perspective pour le marché boursier avec le passage d'une période de reprise forte assortie de taux très bas, à une période de

croissance plus hésitante où les politiques monétaires ne pourront plus rester aussi accommodantes. Le scénario couramment retenu est celui d'une croissance modérée et d'une hausse modeste des taux directeurs :

- Il est le plus souhaitable et permettrait à la fois d'éviter une rupture violente de perspective préjudiciable au marché et d'amorcer une politique d'assainissement budgétaire tout en limitant le coût.
- Il est assez réaliste pour deux raisons : d'abord parce que la croissance ne semble pas suffisamment forte pour impacter les anticipations d'inflation et exiger une brusque remontée des taux ; ensuite parce qu'il est probable que la remontée des taux soit suffisamment graduelle pour ne pas mettre en danger la croissance.

ANALYSE GRAPHIQUE

UN MARCHÉ SOPORIFIQUE (CAC 40 : 3803)



Supports	MM 20 et 50	: 3780	Résistances	: 3850
	MM100	: 3680		: 4000
	MM 150	: 3550	Haut de canal	: 4250
	MM 200	: 3400		

Un trimestre pour rien ou presque.

Configuration dite en diamant qui congestionne l'indice dans un range étroit, entre la zone des 3780 (MM20 et 50) et une résistance située aux environs des 3850, niveau testé à de nombreuses reprises ces derniers mois. La particularité de cette construction préfigure une faible volatilité et peu de volumes avant une sortie brutale par le haut ou par le bas.

Le marché est bien entendu fragilisé par cette situation. D'un point de vue technique, pour ce qui est des éléments défavorables, nous notons la rupture quasi systématique des supports MM20 et 50 de la majorité des valeurs du CAC 40 et l'attaque régulière de leurs MM100. Par ailleurs, parmi les valeurs qui préfigurent la tendance future de l'indice, DEXIA a rompu son soutien long terme ;

EADS et FRANCE TELECOM en sont à la frontière, une première depuis de nombreux mois...

En revanche, notre canal ci-dessus reste toujours positif, d'autant plus que les MM100/150/200 constituent toujours de puissants soutiens au marché et il n'est pas neutre de noter combien il a remarquablement résisté aux mauvaises nouvelles distillées récemment par les agences de notation, sur la situation financière de certains Etats. En d'autres temps ...

Notre analyse reste donc raisonnablement positive et milite pour une sortie de l'indice par le haut.

Le CAC40 devrait pouvoir sortir de sa léthargie pour viser, à l'horizon des trois mois, notre haut de canal situé vers 4250 points.

SYNTHESE

2010, UNE ANNÉE DE TRANSITION ET DE NORMALISATION

Les investisseurs se montrent optimistes sur les perspectives d'activité. L'Asie dont la Chine et l'Inde se confirment comme les moteurs de la croissance mondiale. Les gouvernements prolongent et amplifient la relance budgétaire tel l'Allemagne, la France, le Japon et les Etats-Unis. Les banques centrales des grandes zones développées continuent d'ancrer les anticipations sur des taux durablement bas.

Pour autant, les difficultés réapparues ces dernières semaines, problèmes actuels de l'émirat de Dubaï, difficultés structurelles de l'Irlande, de la Grèce et de l'Espagne, soulignent que nous n'avons pas encore basculé dans l'après crise, qu'il reste des poches restantes d'insolvabilité et de difficulté de refinancement - l'immobilier commercial américain, les dettes en provenance de certains pays d'Europe de l'Est...- et que la situation est suffisamment tendue (dette publique équivalente à 200% du PIB au Japon en 2010, environ 100% aux Etats-Unis et 84% en zone euro) pour obliger 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.

De même et sauf envisager un retour en récession peu probable à court terme, il est acquis que les autorités monétaires ne pourront laisser en l'état leurs taux directeurs et qu'un début de normalisation s'engagera au cours de l'année 2010. La période qui s'annonce devrait donc traduire un changement de perspective pour le marché boursier avec le passage d'une période de reprise forte assortie de taux très bas, à une période de croissance plus hésitante où les politiques monétaires ne pourront plus rester aussi accommodantes.

Les marchés vont devenir beaucoup plus attentifs aux politiques de sortie de crise et à la période de « normalisation » qui se dessine : normalisation des finances publiques, normalisation de la situation financière des banques et de la situation patrimoniale des consommateurs américains, normalisation des politiques monétaires. Le chemin que suivra ce processus en 2010 conditionnera probablement étroitement la performance des différents actifs financiers dont les marchés actions. Nous attendons une volatilité toujours forte dans les mois à venir avec des périodes de doute et de correction. Mais le maintien, toujours consensuel, d'une perspective de sortie de crise et des niveaux de valorisation raisonnables permettent de rester raisonnablement optimiste pour l'année 2010.



STATISTIQUES

SBF 250

Source : FU Reuters
Cours de clôture (11 décembre 2009)

Performances

SBF 120 : 19,6%

Les plus élevées

Société	Cours au 11-déc.-09	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Soitec	9,78	207,7%	12,9	2,0
Natixis	3,49	179,1%	4,7	0,8
Rhodia	12,21	171,0%	13,3	2,0
Steria	20,00	150,9%	25,3	7,3
Arkema	26,35	115,1%	29,9	9,7
Technip	46,60	113,7%	52,0	20,0
Nexity	22,55	103,1%	29,7	8,8
Rexel	9,57	101,1%	10,6	3,6
Valeo	21,34	101,0%	22,5	8,0
PSA Peugeot Citroen	23,75	95,5%	25,7	11,3
Renault	35,19	89,7%	37,4	10,2
Saft Groupe	32,93	88,7%	37,0	14,8
BNP Paribas	54,26	84,6%	58,6	20,1
SEB	38,13	77,7%	40,5	16,4
Eurotunnel	6,83	77,5%	7,7	2,7

Les plus faibles

Société	Cours au 11-déc.-09	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Ubisoft	9,70	-30,5%	17,7	9,7
GDF Suez	29,61	-16,2%	36,0	22,7
Neopost	55,00	-15,2%	68,1	53,3
NicOx	5,77	-13,9%	9,4	5,5
France Telecom	17,25	-13,6%	20,8	15,5
Vivendi	20,38	-12,4%	24,0	16,3
Sechilienne-Sidec	28,60	-10,6%	34,5	18,6
Thomson	0,91	-5,4%	1,8	0,4
Hermes International	95,57	-4,4%	111,7	64,8
EDF	40,33	-2,8%	44,2	26,6
Sodexo	39,63	0,1%	42,6	32,4
AXA	15,62	0,9%	19,4	5,6
Veolia Environnemen	22,48	1,2%	27,1	15,0
Lagardere	29,46	1,6%	35,7	19,1
Danone	41,47	1,8%	44,1	31,2

Potentiels

Les plus élevés

Société	Cours au 11-déc.-09	Objectif consensus	Potentiel
NicOx	5,77	9,5	65,0%
STMicroelectronics	5,77	8,9	54,4%
Nexity	22,55	29,9	32,5%
Maurel & Prom	11,25	14,9	32,4%
Alcatel-Lucent	2,28	2,9	28,5%
Ubisoft	9,70	12,3	27,2%
AXA	15,62	19,7	26,0%
Atos Origin	29,69	37,1	25,0%
Teleperformance	22,02	27,5	24,8%
Bourbon	25,61	31,8	24,0%
April	22,95	28,2	22,7%
Steria	20,00	24,5	22,3%
Gemalto	27,98	34,1	22,0%
Credit Agricole	13,27	16,2	21,9%
EDF	40,33	48,8	20,9%

Les plus faibles

Société	Cours au 11-déc.-09	Objectif consensus	Potentiel
Thomson	0,91	0,4	-51,6%
Hermes International	95,57	73,6	-23,0%
Gecina	70,60	55,9	-20,8%
Soitec	9,78	8,1	-17,4%
Remy Cointreau	36,01	32,1	-10,9%
L'Oreal	76,44	69,5	-9,1%
Eramet	219,60	199,9	-9,0%
Fonciere des Regions	68,30	63,5	-7,1%
JCDecaux	15,24	14,4	-5,7%
TF1	12,55	11,9	-5,3%
Klepierre	27,04	25,6	-5,3%
Zodiac	26,78	25,5	-4,8%
Pernod Ricard	59,93	58,0	-3,3%
Eurofins Scientific	37,27	36,4	-2,4%
Casino	60,17	58,8	-2,3%

PER

SBF 120 :

PER 2009e : 15,3x

PER 2010e : 17,1x

Les plus élevés

Société	Cours au 11-déc.-09	PER 2009e	PER 2010e
Renault	35,19	-3,36	439,88
Alcatel-Lucent	2,28	-8,77	114,00
IMS	9,60	-2,53	80,00
TF1	12,55	41,83	46,48
SILIC	83,38	203,37	43,20
JCDecaux	15,24	101,60	40,11
Hermes International	95,57	34,75	32,07
STMicroelectronics	5,77	-6,41	32,06
Accor	38,20	31,06	30,32
Stallergenes	58,30	39,39	30,21
CGG Veritas	14,15	31,44	26,20
EDF Energies Nouvelles	36,00	33,64	26,09
Valeo	21,34	-9,12	25,40
Eramet	219,60	-44,19	24,27
Eurofins Scientific	37,27	63,17	24,20

Les plus faibles

Société	Cours au 11-déc.-09	PER 2009e	PER 2010e
Derichebourg	2,80	21,54	7,78
SCOR	17,13	9,21	7,82
AXA	15,62	10,01	7,85
Sanofi-Aventis	52,70	8,20	8,17
CNP Assurances	67,76	9,57	8,36
PagesJaunes	7,57	8,60	9,01
Vivendi	20,38	9,61	9,14
France Telecom	17,25	9,80	9,43
Steria	20,00	11,11	9,52
TOTAL	43,03	12,33	9,54
Bouygues	34,32	9,30	9,78
Lagardere	29,46	10,95	9,85
Bonduelle	74,78	11,58	10,05
Credit Agricole	13,27	21,75	10,29
BNP Paribas	54,26	11,01	10,35

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 11-déc.-09	PEG 2009e	PEG 2010e
Sanofi-Aventis	52,70	17,61	17,55
Neopost	55,00	4,64	4,64
Vinci	39,29	4,43	4,56
Bouygues	34,32	4,08	4,29
Metropole Television	18,02	3,69	3,66
Ubisoft	9,70	4,96	3,64
Unibail-Rodamco	148,35	3,20	3,22
Hermes International	95,57	3,46	3,19
L'Oreal	76,44	2,66	2,47
Aéroports de Paris	51,94	2,63	2,46
France Telecom	17,25	2,51	2,42
Danone	41,47	2,38	2,32
Vivendi	20,38	2,19	2,08
Klepierre	27,04	2,24	2,08
Bureau Veritas	34,40	2,03	1,97

Les plus faibles

Société	Cours au 11-déc.-09	PEG 2009e	PEG 2010e
Euler Hermes	50,01	0,48	0,07
Michelin	52,93	0,38	0,10
Societe Generale	48,38	0,31	0,12
Maurel & Prom	11,25	0,39	0,13
Credit Agricole	13,27	0,28	0,13
Eurazeo	49,06	0,37	0,16
Beneteau	10,39	0,39	0,21
Eurofins Scientific	37,27	0,61	0,24
Thales	33,91	0,44	0,24
SILIC	83,38	1,17	0,25
Nexity	22,55	0,39	0,29
Rexel	9,57	0,42	0,30
Nexans	49,93	0,53	0,31
Alten	17,25	0,52	0,34
AXA	15,62	0,46	0,36

VE / CA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2009e	VE/CA 2010e
NicOx	393	45,96	8,40
Fonciere des Regions	3 148	15,89	15,94
Unibail-Rodamco	12 082	14,74	13,72
SIIC	1 438	14,46	14,00
Gecina	4 316	14,13	14,42
Klepierre	4 819	13,75	13,45
Eurotunnel	1 298	7,27	6,63
Maurel & Prom	1 337	7,21	4,56
Eutelsat Communication:	4 944	7,14	6,60
Natixis	10 116	7,09	4,22
Hermes International	10 050	5,10	4,87
Sechilienne-Sidéc	818	4,96	4,47
Icade	3 233	4,50	4,31
Stallergenes	767	4,08	3,67
EDF Energies Nouvelles	2 787	3,88	3,17

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2009e	VE/CA 2010e
EADS	10 001	0,09	0,09
Derichebourg	475	0,16	0,14
Valeo	1 603	0,34	0,32
Carrefour	22 559	0,34	0,32
Alcatel-Lucent	5 152	0,36	0,35
Casino	6 595	0,37	0,36
Nexans	1 397	0,39	0,39
Air France - KLM	3 296	0,42	0,40
Altran Technologies	430	0,44	0,44
Cap Gemini	4 517	0,44	0,45
Atos Origin	2 049	0,45	0,45
IMS	166	0,46	0,38
Arkema	1 593	0,47	0,43
Club Mediterranee	364	0,47	0,45
Rexel	2 438	0,47	0,48

VE / EBITDA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2009e	VE/EBITDA 2010e
Eramet	5 768	135,0	7,3
Stallergenes	767	21,0	16,9
Soitec	836	20,4	12,0
TF1	2 678	19,0	18,6
Hermes International	10 050	18,4	17,2
Fonciere des Regions	3 148	17,9	17,4
Gecina	4 316	17,9	18,4
Renault	9 718	17,2	11,8
Icade	3 233	16,6	19,1
Unibail-Rodamco	12 082	16,6	16,1
Wendel	2 077	16,6	16,0
Klepierre	4 819	16,1	15,6
SIIC	1 438	16,0	15,5
Altran Technologies	430	15,7	8,9
Orpea	1 172	15,6	13,4

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2009e	VE/EBITDA 2010e
EADS	10 001	1,3	1,2
Ubisoft	909	2,0	2,3
Derichebourg	475	2,9	1,8
Technip	4 951	3,8	4,6
Valeo	1 603	4,2	3,3
Vivendi	25 043	4,2	4,1
Thomson	239	4,6	4,3
CGG Veritas	2 118	4,7	5,0
Atos Origin	2 049	4,7	4,5
EDF	74 505	4,8	4,4
France Telecom	45 671	4,8	4,8
Bouygues	11 699	4,8	4,9
BNP Paribas	64 250	4,8	4,8
Ciments Français	2 561	4,9	4,6
Nexans	1 397	5,0	4,4

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Wendel	2 077	587%
Eiffage	3 480	447%
Klepierre	4 819	329%
Bureau Veritas	3 703	315%
Fonciere des Regions	3 148	289%
Veolia Environnement	10 739	233%
Orpea	1 172	220%
Sechilienne-Sidec	818	187%
Vinci	19 435	186%
Saft Groupe	815	183%
PSA Peugeot Citroen	5 388	175%
Eutelsat Communications	4 944	174%
Suez Environnement	7 936	170%
Icade	3 233	165%
Eurazeo	2 669	163%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
NicOx	393	-98%
Technip	4 951	-68%
EADS	10 001	-57%
Alstom	13 988	-56%
Dassault Systemes	4 400	-49%
Eramet	5 768	-47%
April	931	-38%
Hermes International	10 050	-30%
Gemalto	2 306	-28%
Ubisoft	909	-23%
Cap Gemini	4 517	-21%
BIC	2 358	-18%
Soitec	836	-18%
Ingenico	789	-17%
Ipsen	3 217	-8%

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 11-déc.-09	DIV 2010e	Rdmt 2009e	Rdmt 2010e
PagesJaunes	7,57	0,66	8,9%	8,7%
France Telecom	17,25	1,42	8,2%	8,2%
Fonciere des Regions	68,30	5,18	7,6%	7,6%
Gecina	70,60	4,73	7,3%	6,7%
Neopost	55,00	3,73	6,8%	6,8%
Vivendi	20,38	1,42	6,8%	7,0%
Icade	66,35	3,46	6,3%	5,2%
SILIC	83,38	4,8	5,6%	5,8%
Unibail-Rodamco	148,35	8,3	5,4%	5,6%
GDF Suez	29,61	1,64	5,4%	5,5%
TOTAL	43,03	2,37	5,3%	5,5%
Veolia Environnement	22,48	1,23	5,3%	5,5%
SCOR	17,13	0,87	4,7%	5,1%
Klepierre	27,04	1,26	4,6%	4,7%
Metropole Television	18,02	0,82	4,6%	4,6%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Bureau Veritas	3 703	97,9%
Alstom	13 988	42,8%
Neopost	1 735	34,9%
Iliad	4 401	31,8%
Saft Groupe	815	28,9%
Stallergenes	767	23,6%
April	931	23,1%
Rhodia	1 212	21,4%
Icade	3 233	21,3%
Sechilienne-Sidec	818	20,2%
Sanofi-Aventis	68 803	18,7%
Eutelsat Communications	4 944	18,5%
Danone	25 406	18,3%
Hermes International	10 050	18,2%
Thomson	239	17,5%



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

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