

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

11 MAI 2010

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

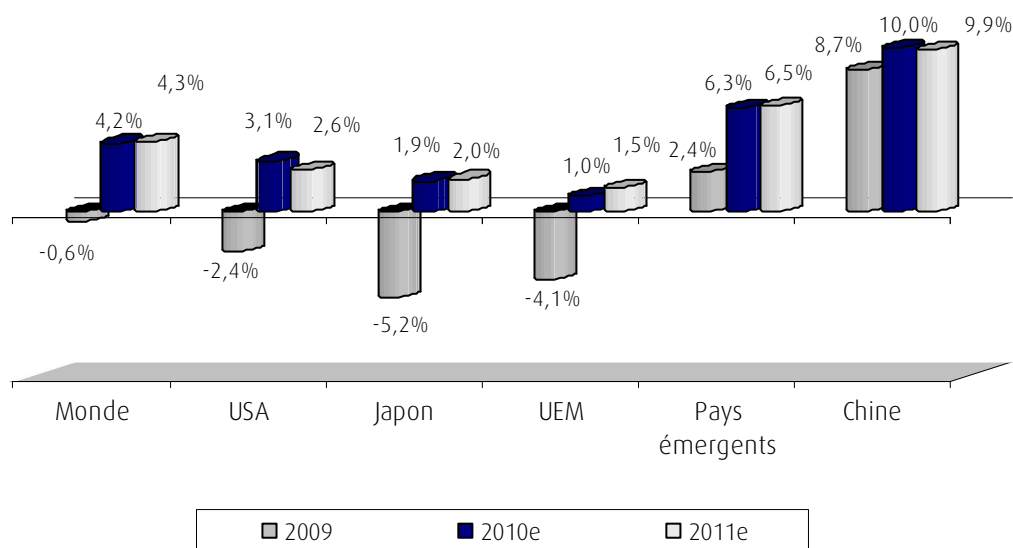
## LA CROISSANCE MENACÉE PAR LA CRISE GRECQUE

Le FMI voit la reprise se raffermir et relève pour la deuxième fois consécutive ses estimations de croissance pour l'économie mondiale à 4,2% pour l'année en cours (vs 3,9% en janvier) et 4,3% pour 2011 (inchangé).

La croissance serait plus forte qu'initialement attendue aux USA à 3,1% (vs 2,7%) pour 2010 et 2,6% pour 2011 et beaucoup plus vigoureuse dans

les pays émergents qui afficheraient une croissance de 6,3% en 2010 puis 6,5% en 2011. Elle atteindrait en revanche péniblement 1% en zone euro en 2010 et 1,5% en 2011, handicapée par un taux de chômage traditionnellement difficile à faire baisser, une situation de crise et un endettement public peu soutenable dans certains Etats membres.

### Prévisions de croissance du FMI en % du PIB (avril 2010)



Faisant échos à cette analyse, les indicateurs conjoncturels restent dans l'ensemble plutôt bien orientés.

➤ Aux USA, la première estimation du PIB pour le T1 2010 est ressortie en hausse de 3,2%, un rythme inférieur au T4 2009 (+5,6%) mais plus solide avec une croissance plus équilibrée entre consommation des ménages (+3,6%, sa plus forte hausse depuis le T1 2007), investissements en équipements et logiciels des entreprises (+13,4%) et variation des stocks (+1,6%). Deux importants bémols néanmoins : l'investissement résidentiel, toujours déprimé (-10,9%) et des dépenses publiques en retrait (-1,8%), pénalisées par la détérioration de la situation financière des Etats.

De leur côté, les indicateurs d'activité restent très positifs. L'indice de confiance des ménages du Conference Board a favorablement évolué en soulignant une amélioration notable du jugement des ménages sur la situation du marché du travail. De même l'ISM Manufacturier a positivement surpris au mois d'avril (>60) en traduisant une remontée des nouvelles commandes, une accélération de la production, une forte demande étrangère et une hausse du volume de travail (plutôt que des créations d'emplois). La reprise est forte et partagée par tous les secteurs, confortant un schéma de reprise aux USA.

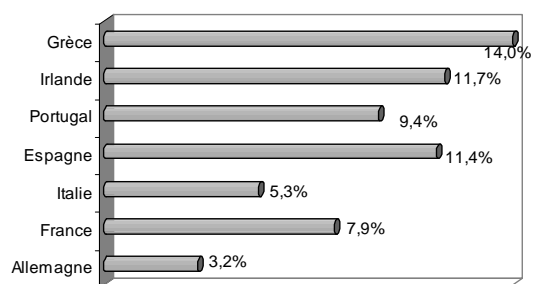
Le marché du travail enfin, s'il ne traduit pas encore de changement spectaculaire, semble avoir passé son point d'inflexion. La durée du travail

augmente dans le secteur manufacturier, les perspectives d'embauche s'améliorent dans les services, le rebond de l'emploi temporaire confirme un redressement plus général. Des nouvelles dans l'ensemble positives qui se sont traduites par la création de 290 000 postes en avril, niveau bien supérieur aux attentes du consensus mais encore insuffisant à faire baisser un taux de chômage aujourd'hui équivalent à 9,9% de la population active.

➤ En zone euro le climat des affaires se redresse également en dépit de la situation grecque, suggérant une accélération de la croissance au T2. Pour la première fois depuis mai 2008, l'indice de confiance de la zone dépasse sa moyenne de long terme à 100,6 en avril : une hausse concernant le secteur des services, celui de l'industrie et le moral des consommateurs. Au plan géographique, les divergences entre pays persistent néanmoins avec une nouvelle baisse de confiance en Grèce et au Portugal comparée à un redressement considérable de la confiance et du climat des affaires en Allemagne et dans une moindre mesure en France.

De fait, au-delà des indicateurs positifs du mois, c'est bien le déséquilibre des finances publiques et le niveau des déficits de la zone euro qui inquiète : soit 3,2% du PIB en Allemagne, 7,9% en France, 5,3% en Italie, 11,4% en Espagne, 9,4% au Portugal, 11,7% en Irlande, 12,9% en Grèce et une moyenne supérieure à 6,6% du PIB de la zone.

#### Déficit public dans quelques pays de la zone euro (%PIB)



En décembre dernier le problème grec était considéré comme mineur (3% PIB de la zone) et comme devant être facilement enrayé. Mais les attermoissements des dirigeants dans la gestion de la crise ont été tels que la contagion à d'autres pays de la zone est désormais bien là : deux pays supplémentaires, le Portugal et l'Espagne, ont subi de nouvelles dégradation ces derniers jours et si les agences de notation sont critiquées au motif qu'elles sont des indicateurs retardés de la

perception du risque de défaut, il n'en demeure pas moins que leurs décisions ont des répercussions sur les grilles d'investissement et qu'elles augmentent mécaniquement la pression vendeuse sur ces signatures.

#### Rating et taux des obligations d'Etat de quelques pays de la zone euro

	Rating	Taux 2 ans	Taux 10 ans
Allemagne	AAA	0,68%	2,95%
France	AAA	0,90%	3,25%
Espagne	AA	1,70%	3,98%
Portugal	A-	2,96%	5,00%
Grèce	BB+ *	8,50%	7,70%

\* non investment grade

Source Bloomberg, lundi 10 mai 12H

#### Exposition des systèmes bancaires allemand et français à la dette grecque, espagnole et portugaise

vis-à-vis	Total dette		Exposition relative des banques	
	Mds\$	dt Service public	Allemagne	France
Grèce	236	54%	19%	32%
Espagne	1146	13%	21%	19%
Portugal	286	29%	17%	16%

La dramatisation de la crise, le risque de voir la Grèce se retrouver en cessation de paiement, celui de voir d'autres pays emportés, le risque également de voir les banques grecques et tout le système bancaire européen en difficulté a finalement contraint les dirigeants européens à une première puis à une seconde série de mesures le week-end dernier à Bruxelles pour enrayer la défiance des marchés.

- Finalisation et approbation par tous les chefs d'Etat et de gouvernement de l'accord d'assistance à la Grèce : un plan de 110MM€ sur 3 ans dont 45MM€ pour la première année assorti d'un programme d'austérité de la Grèce lui-même durci (punitif et normalement dissuasif pour les autres pays européens) prévoyant une baisse du déficit public de 11 points en 5 ans et un déficit sous la barre des 3% en 2014.

#### Plan d'assistance financière à la Grèce

Mds €	sur 3 ans	%T	Année 1
Total	110	100%	45
dt FMI	30	27%	15
dt UE	80	73%	30
Allemagne	21,7	20%	8,1
France	16,3	15%	6,1
Italie	14,3	13%	5,4
Espagne	9,5	9%	3,6
Hollande	4,6	4%	1,7
Belgique	2,8	3%	1
Autres	10,8	10%	4

- Suspension par la BCE du rating minimal pour l'éligibilité des titres publics grecs aux opérations de refinancement de tel sorte que si Moody's et Fitch abaissaient leur notation en dessous de BBB-, elles n'auraient pas d'effet néfaste sur les banques grecques.
- Mise en place d'un fonds européen de soutien de 60Mds€ assis sur des emprunts contractés par la Commission européenne ; création d'un mécanisme d'assistance de 440Md€ complété par un engagement complémentaire de 250Mds€ venant du FMI pour défendre les pays en difficulté, défendre l'euro et dissuader les spéculateurs.
- Intervention de la BCE sur les marchés secondaires de la dette privée et publique pour assurer la liquidité des marchés et réouverture des lignes de swap dollar/devises entre la Fed et les autres grandes banques centrales.
- Renforcement de la discipline budgétaire et accélération des efforts de réduction des déficits pour revenir au plus vite dans les limites autorisées par l'Union.
- Renforcement du pacte de stabilité enfin avec mise en œuvre de sanctions plus efficaces.

L'adoption définitive de l'accord d'assistance à la Grèce était incontestablement positive en permettant d'écarter une crise de liquidité à court terme : les fonds arriveraient bien d'ici au 19 mai dans les caisses de l'Etat grec. Mais l'inquiétude ne pouvait s'effacer instantanément. L'accord n'offrait aucune garantie contre un risque de solvabilité à moyen terme : 1- capacité de la Grèce à supporter le choc des mesures d'austérité sans instabilité sociale et politique et donc sans remise en cause des mesures d'ajustement ; 2- volonté des dirigeants européens à honorer leurs programmes d'assistance, sinon à court terme, au moins en

2011 et 212. De même l'accord, s'il faisait le choix de la solidarité, n'apportait aucune garantie contre un risque de contagion ni aucune réponse aux insuffisances de l'UE : une organisation dont les mécanismes de surveillance et de sanction s'avéraient inefficaces et une organisation dont le processus de décision apparaissait totalement défaillant en période de crise. D'où les annonces fortes du dernier sommet de Bruxelles lequel s'est engagé à renforcer la discipline budgétaire des états membres et à mettre en place des mécanismes de solidarité financière et de fonds d'entraide, inexistant jusque là et de nature à préserver la stabilité financière de la zone euro.

L'évolution du flux de nouvelles macro suggère une amplification de la reprise au niveau mondial en début d'année. On est passé de l'arrêt du destockage à un cycle de restockage concernant la production industrielle. La demande finale montre des signes d'amélioration un peu partout : elle est redevenue très forte dans les pays émergents et donne des signes de vie aux USA.

Mais si les tendances de court terme restent favorables, la situation de crise observée en Europe inquiète : les déficits publics des principaux pays industriels, non seulement ceux de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal, deviennent un problème et obligent à des mesures correctives à court terme. Parce qu'au-delà du risque de remontée des taux à court terme, c'est la question de l'impact des mesures d'assainissement sur la croissance des années futures qui se pose.

De fait, alors que la reprise accélère partout dans le monde, l'Europe se traîne et laisse craindre qu'en assumant collectivement le fardeau de la dette, la croissance n'en devienne que plus poussive encore avec des effets négatifs sur la reprise de l'économie mondiale.

## DES TRIMESTRIELS NETTEMENT SUPÉRIEURS AU CONSENSUS

Coté résultats, les trimestriels des entreprises du S&P500 sont nettement supérieurs aux consensus, non seulement dans l'industrie mais dans un grand nombre de secteurs d'activité. Les performances sont bonnes (Intel, Caterpillar, Whirlpool, Texas Instrument, Apple), parfois exceptionnelles, portées par la forte croissance des pays émergents, un effet change très positif et une forte réduction des coûts de production. De même les banques rassurent (JP Morgan, Bank of America, Citigroup)

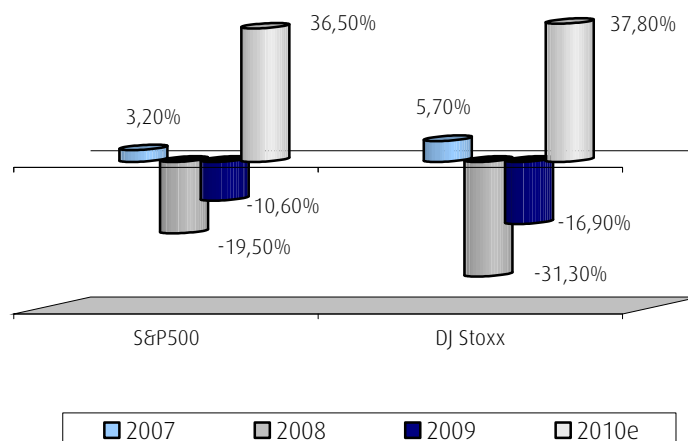
en affichant des taux de rentabilité supérieurs aux attentes et une bonne maîtrise du coût du risque. L'impression est positive également en Europe où les groupes cotés publient de bons chiffres à l'image de LVMH, Philips, Pernod Ricard, Danone, Peugeot, Essilor, SEB ou L'Oréal.

Dans ce contexte, les estimations bénéficiaires sont très largement révisées à la hausse, de 3,6% sur la base des bénéfices 2010 aux USA et de 4,6% en Europe. En variation annuelle, et après une baisse

de 10,6% des profits du S&P500 (18,2% hors financières) en 2009, les estimations ressortent désormais en hausse de 36,5% et +23,9% hors financières pour 2010 et de 17,7% et +14,3% hors financières pour 2011. En Europe, la croissance

atteindrait 37,8% et 33,4% hors financières pour 2010, 22,2% et 17,3% hors financières pour 2011 après une baisse de 16,9% (28,7% hors financières) des BPA du DJ Stoxx observée en 2009.

### Croissances bénéficiaires comparées du S&P500 et du DJ Stoxx (FactSet avril 2010)



Reste désormais aux entreprises à confirmer la reprise au T2 alors qu'une partie des soutiens observés en début d'année va disparaître avec la hausse du prix des matières premières, le rebond du dollar pour les entreprises américaines et l'annonce des premières embauches pour répondre à la demande, déjà bien visible dans les industries technologiques.

Les publications trimestrielles ont très favorablement surpris et bon nombre d'entreprises ont d'ors et déjà effacé la crise alors qu'il faudra

plusieurs années aux économies développées pour retrouver les niveaux de production d'avant crise. Elles ont clairement constitué un soutien important au marché ces dernières semaines, laissant penser que la correction des indices aurait pu être supérieure s'il n'y avait pas eu de bonnes nouvelles coté entreprises.

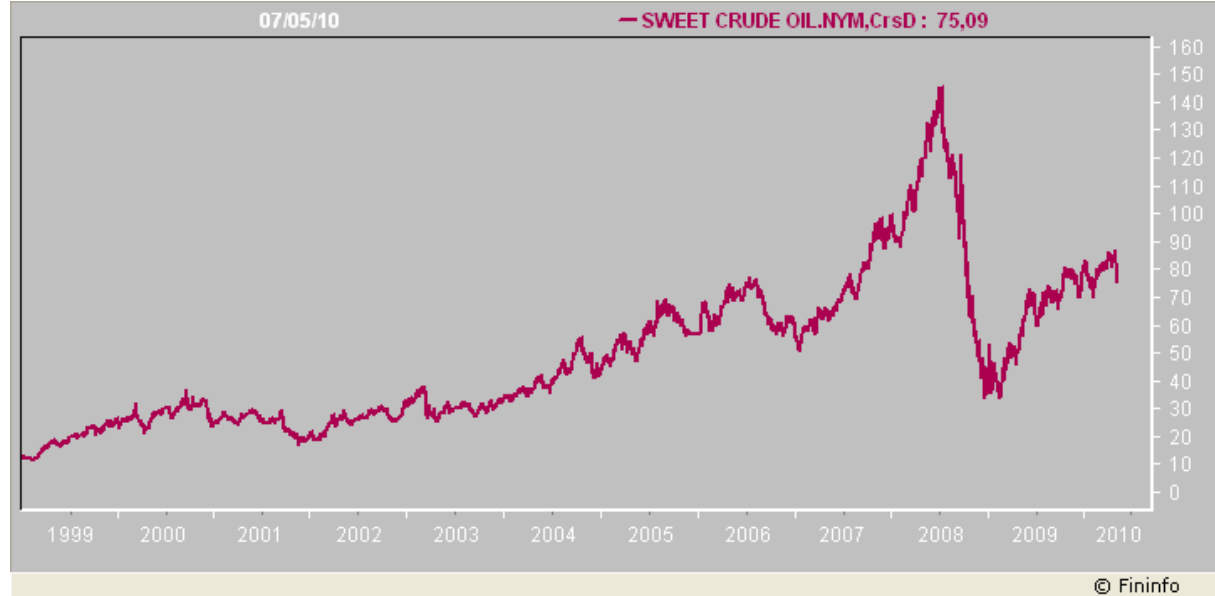
Reste aux sociétés, dans l'ensemble confiantes mais toujours prudentes à confirmer ces bons résultats au T2 et aux économies à traduire des signes clairs de reprise.

### UNE INFLATION TOUJOURS SOUS CONTRÔLE

Le prix du pétrole, plutôt ferme sur la dernière période, a fini par lâcher sous la pression des marchés à désormais 78\$ le baril, affecté à son tour par les difficultés de la zone euro,

l'appréciation du dollar et le retour de l'aversion au risque dans le sillage de la dégradation des dettes souveraines grecques, portugaises et espagnoles.

## Pétrole WTI



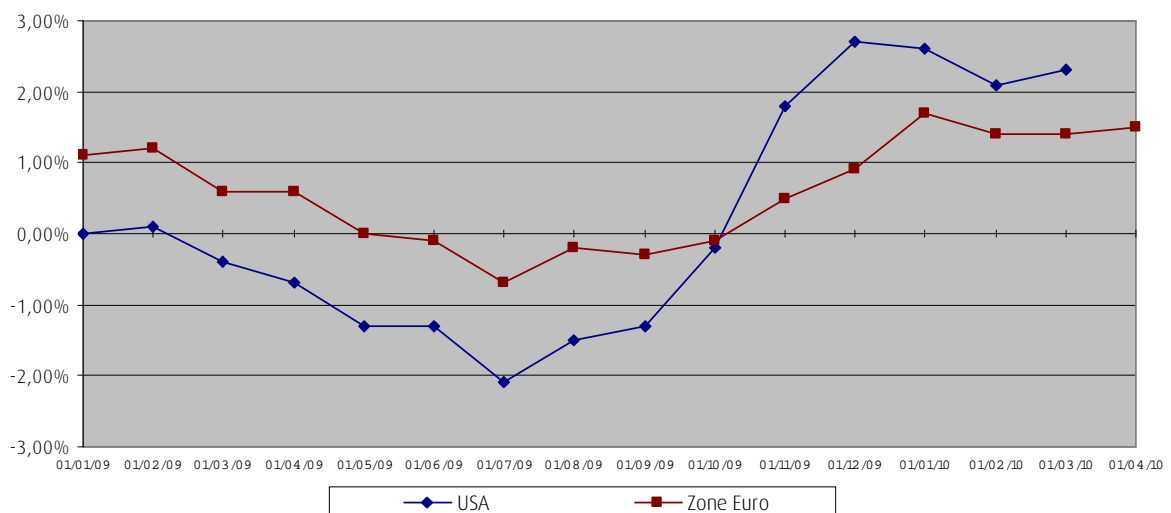
Au plan de l'inflation, les prix à la consommation du mois de mars sont ressortis en progression de 0,1% par rapport au mois précédent aux USA. Sur un an, la hausse des prix décélère, de 2,3% en février à désormais 2,1%. Hors énergie et alimentation, la hausse des prix affiche un plus bas depuis janvier 2004, en progression de 1,1% sur un an, après +1,3% le mois précédent.

En zone euro, l'indice des prix à la consommation du mois de mars est ressorti stable à 1,4% sur un an quand l'indice préliminaire du mois d'avril s'inscrit en légère hausse, à 1,5%. Hors énergie et

alimentation, l'indice ressort en légère hausse à 1% sur un an mais devrait retrouver une tendance baissière en avril et se maintenir en deçà des 1% d'ici la fin de l'année.

Les pressions désinflationnistes restent fortes aux USA et en zone euro en dépit de la hausse constatée des coûts de production des entreprises. L'inflation sous jacente reste faible et s'achemine progressivement sous la barre des 1% aux USA. En tout état de cause, elle reste sous contrôle et sensiblement sous la barre des 2%.

## Indices des prix à la consommation en glissement annuel - USA/Zone euro 2009/2010



Le recul de l'inflation se confirme même si les entreprises commencent à subir une hausse de leurs coûts de production sous la pression de la remontée des prix des matières premières. La reprise économique reste fragile et les excès de capacité de production trop importants pour

autoriser un relèvement de leurs prix de vente par les entreprises. L'inflation sous-jacente devrait rester faible en 2010 et toujours dans une zone de confort pour les banques centrales.

## MARCHÉ DES TAUX CHAHUTÉ

---

Ces dernières semaines, les obligataires ont eu les yeux rivés sur la Grèce après dégradation par Standard & Poor's de 3 crans de sa notation (27 avril), classant la dette Grecque au niveau des obligations pourries. De fait les taux grecs, très volatils, ont évolué au gré de l'avancement de la mise en place de l'aide apportée par les états européens et le FMI : 110Mds€ au total dont 80Mds€ apportés par les pays de l'union européenne (proportionnellement au poids de leur PIB dans l'euro zone) et 30Mds€ par le FMI ; plan complété ce week-end par un plan de soutien aux pays de la zone euro en difficulté d'un montant de 750Mds€ (dont 250Mds€ du FMI) et l'annonce par la BCE qu'elle allait racheter de la dette souveraine et privée sur le marché secondaire.

### Marché monétaire :

Les taux courts n'ont pas bougé, tant au niveau de la BCE que de la Fed. Le panel Agefi, dans sa grande majorité, n'attend pas de mouvement sur les taux des banques centrales d'ici 6 mois, une situation logique étant donné la crise actuelle.

Sur le marché monétaire, les taux sont à peu près stables : l'Eonia moyen est à 0,34% en avril et l'Euribor 3 mois à 0,64%. Toutefois nous avons remarqué une légère hausse de l'euribor 3 mois au plus bas des marchés en fin de semaine dernière à 0,68%, signe des nouvelles difficultés du marché inter bancaire. A aujourd'hui, la crise n'a pas atteint le marché des TCN : les spreads sont bas et nous n'avons toujours que peu d'opportunités sur le moins de un an.

### Marché obligataire :

Les obligations se sont dans l'ensemble bien comportées mis à part les emprunts d'Etat de la Grèce et, dans une moindre mesure, de l'Espagne et du Portugal.

Au pire de la crise, les taux grecs à 2 ans ont dépassé les 20% ; ils sont revenus à environ 8,5% aujourd'hui, grâce à la mise en place des plans de

soutien. Le 1 an a pratiquement atteint 20% lui aussi fin avril, puis est redescendu sous les 14% ; le 10 ans est à 7,7% : une inversion de la courbe des taux prouvant les inquiétudes du marché sur la capacité de la Grèce à rembourser dans 2 ans.

L'Espagne a émis 2345M€ à 5 ans à 3,532%, l'émission a été sursouscrite de 2.35 fois. La dernière émission de début mars était passée à 2,816% pour 4500M€. Les conditions se sont dégradées mais les taux sont encore corrects pour l'émetteur.

En France et en Allemagne les taux restent sous contrôle, avec même une baisse des taux à 10 ans : l'OAT 10 ans est à 3,15% et le Bund à 2,98%, les investisseurs préférant la sécurité sur les pays les mieux notés.

Le panel AGEFI prévoit une hausse des taux à 10 ans d'ici 6 mois : aux Etats Unis à 4,07% (contre 3,5% environ aujourd'hui) et en Europe à 3,55% (contre 3,15%).

De son côté, le marché des corporates s'est bien tenu, à l'exception de vendredi dernier où la chute généralisée des bourses a entraîné un écartement des spreads sur les valeurs les plus risquées. Les obligations les plus touchées sont les titres perpétuels bancaires, très volatils et très sensibles, puis les obligations de moins bonnes signatures ou non notées. Mais la baisse a été corrigée dès lundi avec la reprise des marchés ; les cours des corporates sont très vite remontés.

Le marché des taux a été chahuté suite à la crise grecque. Après une période difficile où les acheteurs ne recherchaient que les emprunts des Etats les mieux notés au dépend des « high yields », le marché a corrigé suite aux diverses interventions des Etats pour soutenir la Grèce. Les taux devraient rester bas en France. Quant aux spreads, ils réagiront en fonction de l'évolution de la crise et pourraient être pénalisés si celle-ci ne se réglait pas.



## L'EURO EN CRISE

La crise grecque a révélé le manque flagrant de gouvernance au sein de la zone euro. De même, elle a mis en évidence les insuffisances institutionnelles de l'UEM : une monnaie unique et des critères de convergence qui ont permis d'homogénéiser les niveaux de taux pendant 10 ans, aussi longtemps que les disparités entre pays n'étaient pas trop importantes, mais des budgets décentralisés sans mécanisme de mutualisation ou de transfert qui ont conduit aux turbulences actuelles dès lors que les disparités entre pays se sont amplifiées.

L'Europe se voit affaiblie par la crise : 1- disparités géographiques sans précédent entre pays de la zone tant au plan du niveau des affaires que du marché du travail, des taux d'inflation ou des déficits publics ; 2- pression sur la croissance au regard de l'accroissement des dettes publiques, de la hausse des primes de risque et des perspectives de resserrement budgétaire à venir ; 3- pression sur la monnaie unique, amplifiée depuis l'annonce du plan de sauvetage grec et la crainte d'un début de contagion à d'autres pays de la zone.

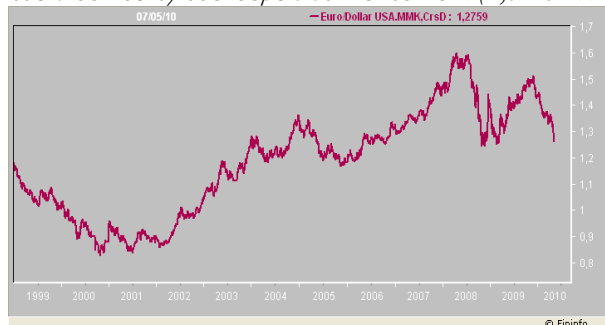
Sous les 1,26\$ au plus fort de la crise la semaine dernière, la devise européenne a finalement rebondi au dessus des 1,28\$ après le sommet de Bruxelles, la mise en place de mécanismes visant à préserver la stabilité financière de la zone euro et l'engagement des états membres à plus de discipline budgétaire.

L'hémorragie devrait s'arrêter et l'euro se redresser à court terme : une condition essentielle pour limiter la propagation de la crise alors que le président Obama s'inquiétait déjà d'une rechute de l'activité si la baisse précipitée de la devise devait entraîner une spirale de dévaluation « compétitive ».

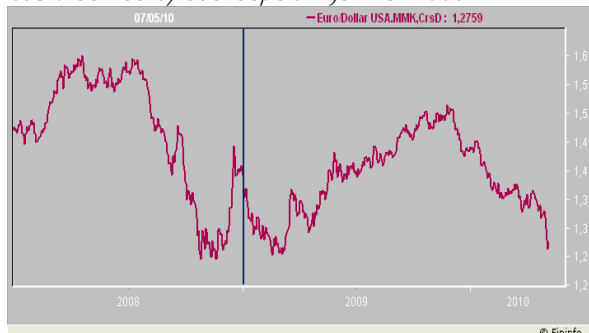
Au plan fondamental, la correction de l'euro qui était auparavant surévalué devrait soutenir les exportations et la croissance aujourd'hui anémique des Etats membres; de même elle devrait alléger le fardeau de l'ajustement budgétaire domestique. Mais cette correction est aussi le reflet d'une défiance des investisseurs et milite plutôt à notre avis dans le sens d'une faiblesse relative de l'euro face au dollar, encore amplifiée par la publication de statistiques économiques favorables aux USA.

### Dollar

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

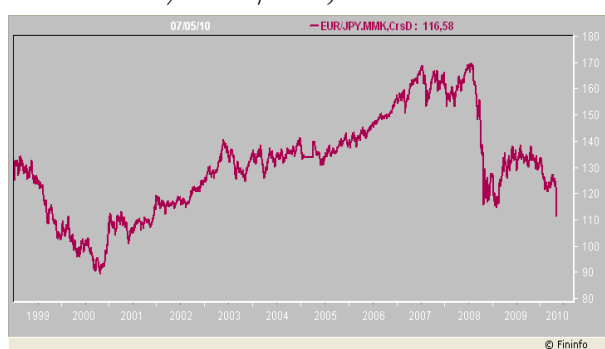


Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2008



### Yen

Cours de l'euro/Yen depuis 1 janvier 1999



Cours du Yen/USD depuis 1 janvier 1999



# INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS

## LES INDICES INTERNATIONAUX

L'Europe est à la dérive. Politiques et dirigeants ont abandonné les marchés aux fonds spéculatifs. Les atermoiements sur la mise en place d'un plan d'aide à la Grèce, les craintes de contagion à d'autres pays, le Portugal, L'Espagne, l'Italie, la manipulation des informations, l'irresponsabilité des agences de notation ont provoqué la panique des investisseurs. Les prises de bénéfice se sont multipliées, la nervosité est revenue et la volatilité avec.

Le recul des indices s'est en priorité concentré sur l'Europe mais le choc de la crise grecque et le doute des investisseurs a progressivement gagné toutes les places mondiales. En quelques semaines, le redressement engagé sur les plus bas de mi-janvier s'est vu balayé, ramenant dans le rouge la

très grande majorité des places boursières. Les indices américains qui avaient résisté dans un premier temps ont à leur tour cédé sous la pression des marchés : le Dow Jones abandonne 3,7% sur un mois, le S&P500 7%, le Nasdaq 7,7%, tous désormais légèrement négatifs depuis le début de l'année. De même au Japon, le Nikkei cède 7,5% sur un mois soit 1,7% depuis le début de l'année. La chute est à l'évidence beaucoup plus terrible en Europe laquelle enfonce de nouveaux seuils annuels à la baisse : l'indice DJStoxx600 cède 15% sur un mois et 12,4% depuis le 1<sup>er</sup> janvier. De son côté, le CAC40 abandonne 16,2% sur un mois et 13,8% sur l'année à désormais 3393 points, le Dax 8,6% sur un mois, le Footsie 11,2%.

### Indices internationaux au 07/05/2010

Indices	Var. 2009	Clôture 7-mai-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 9-avr.-10
CAC Mid&Small 190	39,7%	6 133	<b>0,5%</b>	-9,7%
Nasdaq	43,9%	2 266	<b>-0,2%</b>	-7,7%
Dow Jones	19,9%	10 520	<b>-0,3%</b>	-3,7%
S&P 500	23,3%	1 111	<b>-0,4%</b>	-7,0%
Nikkei 225	19,0%	10 365	<b>-1,7%</b>	-7,5%
Dax Xetra	23,8%	5 715	<b>-4,1%</b>	-8,6%
Footsie 100	22,1%	5 123	<b>-5,4%</b>	-11,2%
SBF 120	23,7%	2 519	<b>-11,9%</b>	-15,4%
DJ STOXX 600	23,3%	241	<b>-12,4%</b>	-15,0%
CAC 40	22,3%	3 393	<b>-13,8%</b>	-16,2%

## LES INDICES SECTORIELS : DJEuroSTOXX

La totalité des secteurs de l'indice européen plie, en tête desquels le secteur financier qui abandonne plus de 20% sur un mois (Banque -24,9%, Assurances -22%), pulvérisé par l'impact de la crise grecque sur les bilans des banques, lourdement chargés d'emprunts d'Etat des « Pigs » (Portugal, Irlande, Grèce et Espagne) et les déclarations de l'agence Moody's selon laquelle la crise financière grecque représentait un risque pour

le secteur dans plusieurs pays dont le Portugal, l'Espagne, l'Italie, l'Irlande et le Royaume Uni. Secteurs sinistrés également, les Métaux, en retrait de 18% sur un mois, le secteur pétrolier (-15,4%) qui outre la crise, paie un lourd tribut à la marée noire du golfe du Mexique, celui enfin des Voyages/Loisirs qui pâtit de l'irruption volcanique islandaise. Pour autant, le mouvement de prise de

bénéfice est général et la baisse massive, affectant indifféremment secteurs cycliques et défensifs.

Au total et depuis le début de l'année, la Distribution prend la tête du classement, en progression de 2,2%, suivie des Biens de

consommation (+2,1%) et de la Technologie, tout juste à l'équilibre à -0,2%. Dans le bas du tableau le secteur bancaire retrouve sans surprise sa place de bon dernier, en retrait de 27,4% depuis le début de l'année, précédé du secteur des Assurances (-17,4%), à égalité avec les Télécoms (-17,4%).

#### Indices sectoriels DJ EuroStoxx au 07/05/2010

Secteurs	Var. 2009	Clôture 7-mai-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 9-avr.-10
Distribution	26,6%	281	2,2%	-9,7%
Biens de consommation	38,7%	321	2,1%	-7,5%
Technologie	14,4%	217	-0,2%	-14,2%
Biens & Services industriels	34,8%	377	-2,0%	-10,9%
Voyages & Loisirs	-1,9%	96	-2,4%	-15,0%
Alimentation & Boisson	38,6%	288	-2,5%	-8,7%
Automobile & Equipements	17,4%	220	-5,2%	-3,8%
Santé	18,4%	391	-7,1%	-10,9%
Médias	5,3%	142	-8,6%	-12,2%
Chimie	42,7%	501	-8,8%	-9,8%
Métaux	53,1%	253	-9,5%	-18,0%
Services financiers et foncières	14,7%	214	-10,7%	-11,9%
Construction & Matériaux	30,9%	251	-13,2%	-14,9%
Pétrole & Gaz	18,0%	285	-13,9%	-15,4%
Services aux collectivités	-0,8%	331	-15,4%	-14,6%
Assurances	8,6%	133	-17,3%	-22,0%
Télécommunications	6,5%	348	-17,4%	-14,1%
Banques	48,9%	160	-27,4%	-24,9%

# ANALYSE GRAPHIQUE

## SELL IN MAY AND GO AWAY? (CAC 40 : 3392)



Supports	3400	Résistances	3550
	3250		3750
	3000		3800 (MM 200)

Pour une fois, n'écoutez pas ce vieil adage boursier pas plus que les cassandres partisans d'un « double deep » en aucune manière d'actualité. Alerte rouge sur les marchés, tous les supports (MM50/100/150/200) sont balayés par des déficits abyssaux : tous, sauf un, le haut du grand canal baissier (zone 3 400) dont nous sommes sortis l'été dernier.

Au niveau actuel, notre analyse milite pour une reprise technique et ce, pour plusieurs raisons.

Après une telle baisse, nous n'imaginons pas passer ce point bas, d'autant que tous nos indicateurs sont survendus et sauf à imaginer un vent de panique, une riposte des « bulls » devrait pouvoir s'organiser. Certes, la zone euro n'est guère attractive pour l'instant pour les

investisseurs : croissance molle, déficits et chute de notre monnaie mais nos entreprises sont bien là où il faut être... Jamais la main ne doit trembler dans la crise.

Reprise technique à prévoir donc mais d'ampleur limitée puisque nous sommes sortis de notre canal haussier. En l'état, notre objectif se situe aux environs des 3 750 points, pas plus, pas moins.

En ce temps, troublé, les plus audacieux achètent, les plus prudents courbent l'échine mais ne vendent pas en attendant d'y voir plus clair...

PS : Compte tenu de la séance euphorique du 10 mai (+9,60%/CAC 3720), nous redevons « neutre » avec un biais négatif.

---

# SYNTHESE

---

## LA CRISE GRECQUE ET L'URGENCE EUROPÉENNE

---

La demande d'activation par la Grèce du plan d'aide européen, si elle écartait une crise de liquidité à court terme, n'a pas suffi à ramener le calme sur les marchés financiers. L'inquiétude ne pouvait s'effacer instantanément.

- Les marchés restaient sceptiques sur la capacité du gouvernement grec à supporter le choc des mesures d'austérité sans instabilité sociale et politique et donc sans remise en cause des mesures d'ajustement.
- De même l'accord, s'il faisait le choix de la solidarité, n'apportait aucune garantie contre un risque de contagion, encore amplifié par la décision de l'agence S&P d'abaisser successivement les notes de plusieurs pays du sud de la zone euro. Facteurs aggravant, le marché a également intégré un risque bancaire compte tenu des engagements réciproques des banques entre elles.
- Enfin l'accord n'apportait aucune réponse aux insuffisances de l'UE : une organisation dont les mécanismes de surveillance et de sanction s'avéraient inefficaces et une organisation dont le processus de décision apparaissait totalement défaillant en période de crise.

Il aura fallu « l'artillerie lourde » du week-end dernier pour arrêter l'hémorragie : la mise en place d'un mécanisme d'aide d'un montant global pouvant aller jusqu'à 750Mds€, inexistant jusque là et de nature à préserver la stabilité financière de la zone euro, le renforcement de la discipline budgétaire des états membres et l'annonce d'une intervention directe de la BCE sur les marchés secondaires de la dette privée et publique.

Un rebond des marchés d'actions devient possible à court terme. Il n'y a plus de raison de céder à la panique.

- Si le risque existe toujours sur plusieurs Etats, il est à moyen terme et non à court terme. Dans le cas grec en particulier, il se concentre sur 2013 mais pas avant. De même aucune banque européenne ni même grecque n'est en risque de liquidité à court terme : la BCE fournit autant de liquidités que nécessaire en contrepartie d'obligations d'Etat, y compris de l'Etat grec.
- Au plan macro, la croissance de l'économie mondiale est forte. Le commerce mondial n'a pas

cessé d'accélérer depuis les points bas de mars 2009, les perspectives de croissance se raffermissent, les résultats des entreprises sont constamment révisés à la hausse, l'amélioration des chiffres d'affaires prend forme, l'emploi se stabilise, au moins aux USA. La dynamique de fond est redevenue positive.

- Au niveau politique, l'Europe n'a plus de raison de conserver un discours ambigu après adoption définitive du plan d'aide à la Grèce. De son côté la BCE a accepté de déroger à ses principes en allant jusqu'à procéder à des achats sur le marché d'obligations d'état sous pression. Le dernier sommet de Bruxelles enfin, en mettant en place un fonds de soutien de 750Mds€ et des procédures de contrôle et de surveillance des états membres semble s'atteler au renforcement de ses institutions communes. Les engagements pris et la création de ces mécanismes de solidarité constituent une avancée incontestable dans la construction européenne.

Comme lors de la faillite de Lehman Brothers, le sauve qui peut général finit par provoquer ce que tous le monde redoute : la faillite du débiteur. La situation appelait l'annonce de mesures fortes de nature à calmer la spéculation, éviter toute faillite et tout risque de contagion. Reste qu'il n'existe pas de solution miracle aux problèmes des économies de la zone euro : la réduction des déficits est nécessaire pour retrouver la confiance des investisseurs mais elle aura un impact négatif sur la croissance.

L'Europe ne va pas s'écrouler. Mais au-delà d'un rebond technique légitime suite aux dernières annonces, nous ne pouvons que reconduire un message de prudence dans un marché que nous imaginons volatile aussi longtemps que des signes clairs d'une crédibilité retrouvée ne se seront pas manifestés de la part des autorités politiques européennes.

---



STATISTIQUES

SBF 250

Source : FU Reuters  
Cours de clôture (7 mai 2010)

## Performances

SBF 120 : -11,9%

### Les plus élevées

Société	Cours au 7-mai-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Safran	19,33	<b>41,2%</b>	20,0	8,5
Sperian Protection	70,00	<b>38,9%</b>	70,9	28,8
SEB	52,80	<b>33,0%</b>	58,4	24,1
Havas	3,69	<b>32,2%</b>	4,2	1,7
CGG Veritas	19,69	<b>31,9%</b>	25,0	10,6
Ipsos	27,49	<b>29,9%</b>	30,4	16,5
Zodiac Aerospace	37,35	<b>28,2%</b>	41,0	20,4
Legrand	22,94	<b>17,8%</b>	25,1	14,1
NicOx	6,79	<b>16,5%</b>	9,4	4,8
JCDecaux	19,82	<b>16,4%</b>	22,7	10,3
PagesJaunes	8,98	<b>15,2%</b>	9,6	6,4
Dassault Systemes	45,61	<b>14,7%</b>	49,4	29,1
Euler Hermes	60,00	<b>14,7%</b>	64,5	33,3
Eutelsat	25,37	<b>12,9%</b>	28,3	16,5
Cap Gemini	35,92	<b>12,4%</b>	40,3	24,5

### Les plus faibles

Société	Cours au 7-mai-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Societe Generale	32,77	<b>-33,1%</b>	54,3	32,0
AXA	11,82	<b>-28,5%</b>	19,4	11,3
Credit Agricole	9,06	<b>-26,7%</b>	15,7	8,6
Thales	26,72	<b>-25,7%</b>	36,0	26,4
Sechilienne-Sidec	21,25	<b>-25,1%</b>	31,2	21,2
Saft	25,60	<b>-24,2%</b>	37,0	20,8
BNP Paribas	43,93	<b>-21,4%</b>	60,4	40,4
Unibail-Rodamco	121,45	<b>-21,0%</b>	161,5	103,9
GDF Suez	24,09	<b>-20,5%</b>	31,3	23,5
Klepierre	22,80	<b>-19,7%</b>	30,8	17,2
Eurofins Scientific	30,78	<b>-19,4%</b>	43,8	29,1
Alstom	39,62	<b>-19,2%</b>	55,1	38,6
Vivendi	16,82	<b>-19,1%</b>	21,6	16,3
PSA Peugeot Citroen	19,24	<b>-18,7%</b>	27,5	15,7
Lafarge	47,19	<b>-18,4%</b>	66,6	41,5

## Potentiels

### Les plus élevées

Société	Cours au 7-mai-10	Objectif consensus	Potentiel
AXA	11,82	20,4	<b>72,9%</b>
Credit Agricole	9,06	14,6	<b>60,9%</b>
Valeo	21,44	34,4	<b>60,4%</b>
STMicroelectronics	6,33	10,1	<b>59,4%</b>
Societe Generale	32,77	51,9	<b>58,3%</b>
PSA Peugeot Citroen	19,24	30,4	<b>57,7%</b>
Faurecia	12,68	19,5	<b>53,8%</b>
BNP Paribas	43,93	66,3	<b>51,0%</b>
Eurotunnel	6,14	8,9	<b>45,0%</b>
Maurel & Prom	10,60	15,2	<b>43,3%</b>
Sechilienne-Sidec	21,25	30,4	<b>42,8%</b>
Alstom	39,62	56,4	<b>42,3%</b>
Renault	31,00	43,8	<b>41,3%</b>
Vinci	36,57	51,5	<b>40,8%</b>
Saft	25,60	35,8	<b>39,6%</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 7-mai-10	Objectif consensus	Potentiel
Hermes International	100,00	84,7	<b>-15,3%</b>
Eramet	228,00	195,0	<b>-14,5%</b>
Technicolor	0,68	0,6	<b>-8,8%</b>
Sperian Protection	70,00	66,9	<b>-4,5%</b>
Dassault Systemes	45,61	46,7	<b>2,3%</b>
Zodiac Aerospace	37,80	38,8	<b>2,5%</b>
PagesJaunes	8,98	9,2	<b>2,6%</b>
Fonciere des Regions	69,34	72,1	<b>3,9%</b>
Gecina	69,11	72,3	<b>4,6%</b>
Legrand	22,94	24,1	<b>5,0%</b>
Zodiac Aerospace	37,35	39,3	<b>5,1%</b>
Ipsos	27,49	29,0	<b>5,3%</b>
JCDecaux	19,82	20,9	<b>5,6%</b>
Euler Hermes	60,00	63,4	<b>5,7%</b>
Bureau Veritas	39,79	42,1	<b>5,7%</b>

## PER

SBF 120 :

PER 2010e : 12,6x

PER 2011e : 11,2x

### Les plus élevés

Société	Cours au 7-mai-10	PER 2010e	PER 2011e
Eurotunnel	6,14	-307,00	<b>76,75</b>
Hermes International	100,00	31,65	<b>28,49</b>
Ubisoft Entertainment	8,50	-20,73	<b>27,42</b>
JCDecaux	19,82	31,97	<b>22,78</b>
Stallergenes	54,64	26,78	<b>21,51</b>
Accor	37,93	27,89	<b>21,19</b>
AREVA	331,95	27,37	<b>20,49</b>
Eutelsat	25,37	21,14	<b>19,22</b>
Essilor	44,90	20,50	<b>18,33</b>
Aéroports de Paris	55,70	19,82	<b>18,08</b>
Dassault Systemes	45,61	20,64	<b>17,82</b>
SILIC	79,75	18,33	<b>17,72</b>
Remy Cointreau	38,75	21,06	<b>17,61</b>
Club Mediterranee	11,61	-16,35	<b>17,59</b>
BioMerieux	80,36	19,18	<b>17,32</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 7-mai-10	PER 2010e	PER 2011e
Technicolor	0,68	2,62	<b>2,52</b>
Credit Agricole	9,06	7,02	<b>4,62</b>
Societe Generale	32,77	8,40	<b>5,29</b>
PSA Peugeot Citroen	19,24	52,00	<b>5,36</b>
AXA	11,82	6,29	<b>5,47</b>
Renault	31,00	19,62	<b>5,77</b>
Wendel	40,83	12,08	<b>6,11</b>
BNP Paribas	43,93	8,66	<b>6,32</b>
CNP Assurances	57,95	7,34	<b>6,45</b>
Rhodia	14,10	9,79	<b>6,98</b>
Natixis	3,19	9,67	<b>7,09</b>
Sanofi-Aventis	48,50	7,21	<b>7,14</b>
SCOR SE	16,78	8,39	<b>7,23</b>
Ciments Français	64,99	9,53	<b>7,25</b>
Derichebourg	2,85	23,75	<b>7,31</b>

## PEG

### Les plus élevés

Société	Cours au 7-mai-10	PEG 2010e	PEG 2011e
France Telecom	15,14	5,09	<b>5,00</b>
Fonciere des Regions	69,34	3,71	<b>3,66</b>
Neopost	56,34	3,37	<b>3,27</b>
Hermes International	100,00	2,89	<b>2,60</b>
Unibail-Rodamco	121,45	2,62	<b>2,46</b>
Aéroports de Paris	55,70	2,63	<b>2,40</b>
Gecina	69,11	2,78	<b>2,10</b>
Pagesjaunes	8,98	2,04	<b>2,00</b>
Metropole Television	18,63	2,04	<b>1,89</b>
Eutelsat	25,37	1,98	<b>1,80</b>
Klepierre	22,80	1,74	<b>1,78</b>
Alstom	39,62	1,63	<b>1,70</b>
L'Oreal	71,37	1,79	<b>1,62</b>
Essilor	44,90	1,79	<b>1,60</b>
BIC	53,98	1,59	<b>1,46</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 7-mai-10	PEG 2010e	PEG 2011e
PSA Peugeot Citroen	19,24	0,17	<b>0,02</b>
Renault	31,00	0,17	<b>0,05</b>
Faurecia	12,68	0,19	<b>0,07</b>
Derichebourg	2,85	0,26	<b>0,08</b>
Wendel	40,83	0,17	<b>0,08</b>
Alcatel-Lucent	1,98	0,27	<b>0,10</b>
Technicolor	0,68	0,14	<b>0,13</b>
Credit Agricole	9,06	0,22	<b>0,14</b>
Societe Generale	32,77	0,23	<b>0,15</b>
Valeo	21,44	0,26	<b>0,16</b>
CGG Veritas	19,69	0,40	<b>0,16</b>
Thales	26,72	0,35	<b>0,18</b>
Vallourec	134,75	0,36	<b>0,19</b>
Arkema	28,25	0,35	<b>0,20</b>
Eramet	228,00	0,29	<b>0,20</b>



## VE / CA

### Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
NicOx	490	<b>87,63</b>	5,26
Fonciere des Regions	3 478	<b>16,25</b>	15,96
SILIC	1 380	<b>14,91</b>	14,14
Gecina	4 207	<b>14,67</b>	14,43
Unibail-Rodamco	11 090	<b>13,21</b>	12,41
Klepierre	4 083	<b>13,21</b>	12,73
Eurotunnel	2 843	<b>8,94</b>	8,21
Eutelsat	5 582	<b>7,66</b>	7,04
Hermes International	10 515	<b>4,85</b>	4,52
Icade	3 224	<b>4,58</b>	4,32
Pagesjaunes	2 519	<b>3,87</b>	3,81
EDF Energies Nouvelles	2 424	<b>3,84</b>	3,26
Maurel & Prom	1 221	<b>3,79</b>	2,83
Sechillienne-Sidéc	604	<b>3,74</b>	3,23
Pernod Ricard	15 785	<b>3,74</b>	3,55

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
EADS	10 992	<b>0,12</b>	0,11
Faurecia	1 130	<b>0,21</b>	0,20
Alcatel-Lucent	4 474	<b>0,24</b>	0,23
Valeo	1 615	<b>0,29</b>	0,27
Carrefour	22 655	<b>0,32</b>	0,31
Nexans	1 467	<b>0,33</b>	0,32
Casino	6 548	<b>0,36</b>	0,35
CNP Assurances	8 579	<b>0,39</b>	0,37
AXA	26 756	<b>0,40</b>	0,38
Thales	5 215	<b>0,40</b>	0,39
Air France - KLM	2 934	<b>0,41</b>	0,39
Club Mediterranee	325	<b>0,42</b>	0,40
Arkema	1 708	<b>0,42</b>	0,40
Bouygues	11 264	<b>0,46</b>	0,45
Alstom	11 459	<b>0,47</b>	0,47

## VE / EBITDA

### Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
Soitec	777	<b>24,2</b>	15,1
Air France - KLM	2 934	<b>20,0</b>	5,6
Gecina	4 207	<b>18,3</b>	18,1
Fonciere des Regions	3 478	<b>17,3</b>	16,8
Eurotunnel	2 843	<b>16,8</b>	15,0
Hermes International	10 515	<b>16,7</b>	15,2
SILIC	1 380	<b>16,4</b>	15,5
Icade	3 224	<b>15,7</b>	14,2
Stallergenes	721	<b>15,2</b>	12,0
Wendel	2 036	<b>15,1</b>	14,5
Unibail-Rodamco	11 090	<b>15,0</b>	13,4
Klepierre	4 083	<b>14,8</b>	14,2
AREVA	11 765	<b>14,4</b>	11,8
Pernod Ricard	15 785	<b>13,5</b>	12,6
Natixis	9 263	<b>12,2</b>	9,6

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
EADS	10 992	<b>1,7</b>	1,5
Ubisoft Entertainment	797	<b>2,5</b>	1,7
Valeo	1 615	<b>2,9</b>	2,6
Alcatel-Lucent	4 474	<b>3,1</b>	2,5
STMicroelectronics	5 562	<b>3,2</b>	2,8
TOTAL	83 471	<b>3,6</b>	3,2
Faurecia	1 130	<b>3,6</b>	2,9
Vivendi	20 662	<b>3,8</b>	3,7
Rhodia	1 410	<b>3,8</b>	3,5
Societe Generale	23 556	<b>4,0</b>	3,6
Ciments Français	2 354	<b>4,1</b>	3,6
Bouygues	11 264	<b>4,1</b>	3,8
Nexans	1 467	<b>4,3</b>	3,5
Alstom	11 459	<b>4,5</b>	4,5
France Telecom	40 071	<b>4,7</b>	4,7

## Gearing

### Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Faurecia	1 130	<b>543%</b>
Eiffage	3 133	<b>481%</b>
Derichebourg	484	<b>449%</b>
Klepierre	4 083	<b>321%</b>
Fonciere des Regions	3 478	<b>223%</b>
EDF Energies Nouvelles	2 424	<b>205%</b>
Veolia Environnement	10 378	<b>201%</b>
PSA Peugeot Citroen	4 365	<b>175%</b>
Eutelsat	5 582	<b>174%</b>
Eurazeo	2 448	<b>170%</b>
SILIC	1 380	<b>169%</b>
Sechilienne-Sidec	604	<b>168%</b>
Suez Environnement	7 390	<b>167%</b>
Vinci	18 278	<b>151%</b>
Renault	8 691	<b>150%</b>

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
NicOx	490	<b>-104%</b>
Technip	5 620	<b>-66%</b>
Dassault Systemes	5 392	<b>-59%</b>
EADS	10 992	<b>-57%</b>
Metropole Television	2 389	<b>-57%</b>
Alstom	11 459	<b>-43%</b>
Eramet	5 994	<b>-41%</b>
Cap Gemini	5 462	<b>-30%</b>
Hermes International	10 515	<b>-29%</b>
Gemalto	2 505	<b>-28%</b>
BIC	2 606	<b>-23%</b>
Ubisoft Entertainment	797	<b>-23%</b>
Alcatel-Lucent	4 474	<b>-22%</b>
Ipsen	2 731	<b>-19%</b>
Havas	1 586	<b>-12%</b>

## Rendements

### Les plus élevés

Société	Cours au 7-mai-10	DIV 2011e	Rdmt 2010e	Rdmt 2011e
France Telecom	15,14	1,4	<b>9,2%</b>	9,2%
Vivendi	16,82	1,42	<b>8,4%</b>	8,4%
Fonciere des Regions	69,34	5,13	<b>7,5%</b>	7,4%
Pagesjaunes	8,98	0,66	<b>7,0%</b>	7,3%
Unibail-Rodamco	121,45	8,68	<b>6,8%</b>	7,1%
Gecina	69,11	4,68	<b>6,7%</b>	6,8%
Neopost	56,34	3,79	<b>6,7%</b>	6,7%
GDF Suez	24,09	1,66	<b>6,5%</b>	6,9%
AXA	11,82	0,88	<b>6,3%</b>	7,4%
TOTAL	37,37	2,42	<b>6,2%</b>	6,5%
Credit Agricole	9,06	0,76	<b>6,1%</b>	8,4%
SILIC	79,75	5,01	<b>6,0%</b>	6,3%
SCOR SE	16,78	1,08	<b>6,0%</b>	6,4%
Nexity	24,48	1,34	<b>6,0%</b>	5,5%
Klepierre	22,80	1,31	<b>5,6%</b>	5,7%

## ROE

### Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Bureau Veritas	4 309	<b>57,1%</b>
Iliad	4 011	<b>33,0%</b>
Neopost	1 799	<b>30,7%</b>
Alstom	11 459	<b>27,9%</b>
Stallergenes	721	<b>26,2%</b>
BioMerieux	3 167	<b>20,6%</b>
Faurecia	1 130	<b>20,5%</b>
Eutelsat	5 582	<b>19,8%</b>
TOTAL	83 471	<b>19,1%</b>
Hermes International	10 515	<b>18,6%</b>
Sanofi-Aventis	63 495	<b>18,3%</b>
Sechilienne-Sidec	604	<b>18,1%</b>
Dassault Systemes	5 392	<b>18,0%</b>
France Telecom	40 071	<b>18,0%</b>
Air Liquide	21 148	<b>18,0%</b>



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](http://www.finuzes.fr)