

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

14 SEPTEMBRE 2010

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



■ ECONOMIE	3 - 9
■ INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS DJEUROSTOXX	10 - 11
■ ANALYSE GRAPHIQUE	12
■ SYNTHÈSE	13
■ STATISTIQUES SBF 120	14 - 19

Avertissement : Entreprise d'investissement agréé par le CECEI (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement de la Banque de France) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext. Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.

ECONOMIE

RALENTISSEMENT, DISPERSION MAIS TOUJOURS UN PEU DE CROISSANCE ...

Les signes de ralentissement de la croissance qui s'étaient accumulés au cours de l'été aux USA se sont récemment atténués, recentrant le débat sur l'hypothèse du simple ralentissement plutôt que sur la rechute en récession. Hors des USA, la croissance a nettement dépassé les objectifs en Europe et reste robuste en Asie et en Amérique Latine.

➤ Aux USA, si le message dominant de l'été s'est concentré sur un freinage plus rapide qu'anticipé de la croissance, il semble bien que les récents indicateurs écartent la possibilité d'un retour en récession à court terme. Certes le PIB a été révisé en baisse à 1,6% pour le deuxième trimestre (vs +3,7% en T1). La consommation des ménages progresse mais reste faible et l'amélioration du marché du travail lente alors que certains facteurs techniques à l'origine de la reprise sont en train de s'épuiser. De même, les chiffres du secteur de la construction résidentielle qui, traditionnellement, jouent un rôle moteur dans la reprise ont été franchement mauvais pour le mois de juillet après la fin des mesures de crédit d'impôt. Pour autant, les tout derniers indicateurs économiques, sans être véritablement positifs, ont plutôt rassuré en ne décrivant pas une économie en récession mais plutôt un tassement de l'activité. De fait, les destructions d'emplois ont été moins nombreuses que prévu pour le mois d'août (-54K) alors que les créations d'emplois restaient positives dans le secteur privé (+67K) ; chiffres par ailleurs confirmés par les dernières statistiques hebdomadaires. L'ISM manufacturier, attendu en baisse pour le mois d'août, s'est affiché en hausse à 56,3 en dépit d'un infléchissement des commandes à l'exportation et des carnets de commandes ; le déficit commercial en net repli, associé au rebond des exportations et au recul des importations. Autant d'éléments plaidant pour une modération de la croissance plutôt que pour une contraction de l'activité à court terme, scénario par ailleurs en phase avec celui de la Fed laquelle retient une accélération de la croissance en 2011 après une période de ralentissement au deuxième semestre 2010.

➤ En zone euro, la croissance s'est affichée en progression de 1% au T2 contre 0,2% au T1, avant

tout tirée par la vigueur de l'économie allemande qui a engrangé une croissance de 2,2% entre avril et juin. Si le climat des affaires reste élevé en Allemagne et les indices PMI Composite (56,2), PMI Manufacturier (55) et PMI des Services (55,9) de la zone euro toujours bien orientés pour le mois d'août, les chiffres ont néanmoins plutôt tendance à se modérer, présageant un freinage de la croissance dans les trimestres prochains. De fait, les pays entrés plus vite que prévu dans la rigueur budgétaire sont en difficulté ; les perspectives budgétaires sont au cœur des préoccupations de tous les Etats pour l'an prochain alors que le secteur bancaire est fragilisé. L'exceptionnelle performance du T2 n'est donc pas reconductible.

➤ Dans les pays émergents, la croissance reste forte, en Amérique Latine et en Asie notamment, même si plusieurs pays enregistrent un premier tassement de leur rythme de croissance : la Chine (devenue cet été la deuxième économie mondiale devant le Japon) dont le freinage est voulu par les autorités pour prévenir les tensions inflationnistes mais aussi la Corée, Taiwan ou la Thaïlande.

➤ Au plan mondial, le tassement du climat des affaires est général. Dans toutes les grandes économies la confiance dans le secteur manufacturier est en repli depuis plusieurs mois, avec d'importantes disparités néanmoins : le Brésil, la Norvège, Taiwan qui comptaient parmi les zones les plus dynamiques ont franchi à la baisse le seuil des 50 points. En Chine, les indices se sont légèrement repris en août (51,6) mais sont inférieurs à leur moyenne (53,5). En Allemagne, Suède et Suisse à l'inverse les indicateurs sont à leur plus hauts niveaux. A son pic à 57,7 points en avril, l'indice PMI mondial se situe désormais autour de 53,4 (vs 51,9 en moyenne sur la dernière décennie) : un niveau ne signalant pas de contraction de l'activité mais un net ralentissement, notamment en Asie.

La reprise de l'activité marque de premiers signes d'essoufflement alors même que les plans de rigueur adoptés par les grands pays industriels n'ont pas encore été mis en œuvre. La reprise mondiale n'est pas remise en cause : elle est plus

incertaine alors que l'accélération portée depuis la fin de l'été 2009 par les plans de relance et le restockage va progressivement arriver à son terme. C'est le message délivré par l'OCDE qui vient de

réviser à la baisse ses projections de croissance pour le G7 en retenant une nette décélération sur le trimestre en cours et le dernier trimestre de l'année 2010.

Estimation de croissance PIB G7 (OCDE, septembre 2010)

PIB (T/T-1, annualisé %)	T3-09	T4-09	T1-10	T2-10	T3-10e	T4-10e
G7	1,1%	3,6%	3,2%	2,5%	1,4%	1,0%
USA	1,6%	5,0%	3,7%	1,6%	2,0%	1,2%
Japon	-1,0%	4,1%	4,4%	0,4%	0,6%	0,7%
Allemagne	3,0%	1,2%	1,9%	9,0%	0,7%	1,1%
France	1,1%	2,3%	0,7%	2,5%	0,7%	0,3%
Italie	1,7%	-0,4%	1,6%	1,5%	-0,3%	0,1%
UK	-1,0%	1,7%	1,3%	4,9%	2,7%	1,5%
Canada	0,9%	4,9%	5,8%	2,0%	2,2%	2,3%

La publication simultanée de chiffres médiocres pour les USA et de chiffres plus élevés que prévu en Europe illustre la dispersion des performances économiques au sein des grandes régions du monde. Mais les tendances lourdes restent largement les mêmes. Après une phase de rattrapage tirée par la relance budgétaire et le restockage des entreprises, ce sont maintenant la consommation et l'investissement qui doivent tirer la demande. Et ils font face à de nombreux freins, en particulier la faiblesse du système financier et des finances publiques.

Le pic de croissance est derrière nous, la décélération de l'économie se confirme. Le rythme instantané de la croissance mondiale va ralentir en deuxième partie d'année, ne serait-ce parce que le dynamisme des derniers mois en Chine et aux USA (par ailleurs en train de mettre en place un nouveau plan de relance économique de 180Mds\$) est difficilement tenable. Ce qui est devant nous n'est pas une contraction de l'activité mais plutôt une modération de la croissance et une remise à niveau du climat des affaires et de la croissance associée.

DES PUBLICATIONS TRIMESTRIELLES POSITIVES

Les publications du T2 sont solides, marquées par un rebond significatif des résultats.

- Dans le domaine bancaire, les résultats des principales banques américaines sont dans l'ensemble mitigés en traduisant un fort recul des activités de marché (Citigroup, Bank of America, JP Morgan, Goldman Sachs) et une contraction des encours de crédit alors même que les investisseurs se questionnent sur l'impact de la crise et de la nouvelle réglementation sur les crédits à la consommation. En Europe en revanche, les banques rassurent après quelques belles publications (BNP Paribas, Société Générale, CMCIC, Crédit Agricole, BPCE, HSBC), une baisse du coût du risque et des stress tests ayant prouvé la solidité du système bancaire européen (7 banques en échec sur un total de 91 dont 5 espagnoles, 1 allemande et 1 grecque). Élément positif également, l'annonce des nouvelles règles de Bâle

III, jugées plutôt rassurantes par les investisseurs parce que plus souples que prévu, notamment en matière d'exigences en capital et en liquidité (ratio de fonds propres porté à 7% au minimum dont ratio « core tier 1 » porté de 2% à 4,5% à partir de 2013 + « matelas de protection » de 2,5% introduit entre 2016 et 2019).

- Coté technologiques, les résultats sont excellents, en particulier aux USA à l'image des sociétés Intel, EMC, IBM, HP. Les perspectives restent favorables même si elles deviennent moins homogènes, portées par la reprise des investissements en technologies de l'information des entreprises et, plus généralement, par le cycle de remplacement des matériels informatiques.

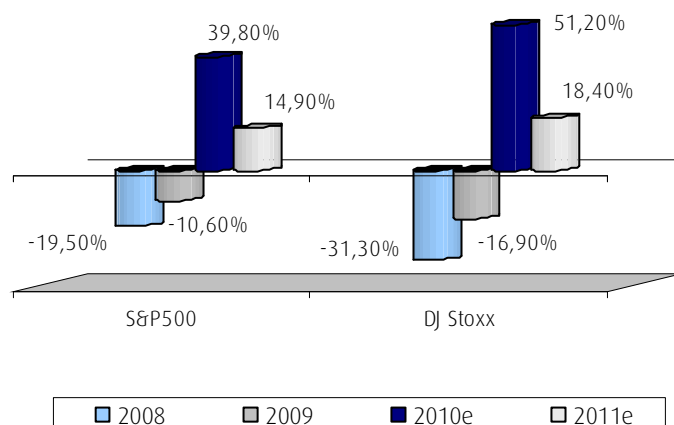
- De même le secteur automobile affiche un beau retournement (GM, Peugeot, Renault) après les violentes restructurations de l'année dernière. Si la concurrence reste forte dans le secteur, les capacités de production sont aujourd'hui saturées,

autorisant même certains industriels (GM) à procéder à des hausses de tarifs.

- D'une façon plus globale, les redressements les plus spectaculaires sont à mettre au compte des sociétés cycliques, Technologique, Automobile, Banque y compris les pétrolières qui redressent leurs marges de raffinage et les industrielles (Caterpillar, GE, 3M) qui voient leurs carnets de commandes se redresser. A l'inverse, le secteur alimentaire et la distribution annoncent une déflation sur leurs prix de vente et un comportement toujours prudent des consommateurs, notamment américains, dans leurs achats. Les résultats n'en restent pas moins solides et les niveaux de marge importants, parfois à leurs plus hauts historiques, traduction directe des restructurations 2008/2009 et d'un niveau élevé de productivité au travail.
- Pour la fin d'année, si les discours négatifs sont rares, les sociétés annoncent un effet base

moins favorable, des points hauts en terme de rentabilité au S1 et une croissance future des profits avant tout conduite par le niveau d'activité plutôt que par une nouvelle amélioration de la rentabilité dans un contexte de reprise de l'investissement productif et des dépenses de publicité. Au total, les analystes revoient à la hausse leurs prévisions de résultats pour 2010, dans des proportions significatives pour le marché européen pour qui une hausse de +51,2% des profits est désormais attendue (+41% hors financières). A l'inverse, les chiffres de croissance bénéficiaire s'effritent pour 2011 à respectivement +18,4% (+15,3% hors financières) pour le DJStoxx et +14,9% (+12,3% hors financières) pour le S&P500.

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



Parallèlement au retournement confirmé des résultats, la confiance semble, dans certains secteurs au moins, être devenue suffisante pour réamorcer des opérations de fusions/acquisitions : un mouvement qui s'accélère depuis le mois de juillet et qui traduit, à fin août, une progression de 23% en cumul du volume des opérations depuis le début de l'année (International Power/GDF Suez, Cairn India/Vedanta dans l'énergie ; Potash Corp/BHP Billiton, Lihir Gold/New Crest Mining, Red Back/Kinross dans les Mines ; McAfee/Intel, 3PAR/Dell HP dans la high tech ; QWest CI/Century Tel, Carso Global Telecom/America Movil, Vivo/Telefonica dans les Télécoms ;

Alcon/Novartis, Sanofi Aventis/Genzyme dans la Santé...). Sans prétendre au redémarrage d'un vaste mouvement de consolidation, il est un fait que le retour à des niveaux de rentabilité importants dans certains secteurs doit pouvoir alimenter le mouvement : dans le secteur Télécom qui reste le plus actif depuis le début de l'année (11,5% des volumes) et la Pharmacie où la notion de taille reste stratégique ; sans doute également dans d'autres secteurs ayant à la fois reconstitué marges et FCF comme le suggère Oddo dans une note du mois d'août 2010, dont les secteurs des Métaux, l'Alimentaire, le Luxe, la High Tech ou la Chimie.

Marges nettes Stoxx 600 par secteur (Août 2010)

Secteurs	MN09e	MN10e	MN11e	MN12e	MN moyenne /10ans (96-07)	Max 05/08 (MNM)	MN09e/MNH	MN10e/MNH	MN10e/MNMax
Metaux	6,5%	13,2%	16,2%	15,8%	7,2%	13,8%	90,3%	183,3%	95,7%
Agro, vins et spiritueux	10,0%	10,7%	11,1%	11,6%	7,5%	10,2%	133,3%	142,7%	104,9%
Biens de Consommation/Luxe	6,7%	8,6%	9,2%	9,8%	6,1%	8,3%	109,8%	141,0%	103,6%
Software	18,3%	20,4%	21,2%	22,1%	14,6%	18,4%	125,3%	139,7%	110,9%
Chimie	5,7%	7,0%	7,4%	7,9%	5,1%	7,0%	111,8%	137,3%	100,0%
Télécommunications	10,0%	10,3%	10,6%	10,9%	8,0%	10,5%	125,0%	128,8%	98,1%
Santé	21,6%	21,5%	22,4%	22,3%	17,6%	19,9%	122,7%	122,2%	108,0%
Hotellerie et loisirs	6,1%	5,7%	6,3%	7,3%	4,7%	8,1%	129,8%	121,3%	70,4%
Média	7,9%	8,2%	8,8%	9,2%	7,1%	9,0%	111,3%	115,5%	91,1%
Services aux collectivités	8,6%	8,2%	8,0%	8,2%	7,8%	9,9%	110,3%	105,1%	82,8%
Stoxx 600	5,3%	7,8%	8,8%	9,4%	7,5%	10,3%	70,7%	104,0%	75,7%
Distribution alimentaire	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	2,5%	2,5%	96,0%	104,0%	104,0%
Pétrole	5,6%	6,8%	7,4%	7,7%	7,5%	8,6%	74,7%	90,7%	79,1%
Matériaux de construction	4,1%	4,9%	6,1%	7,1%	5,6%	9,3%	73,2%	87,5%	52,7%
Aérospatial/Défense	2,9%	4,2%	4,9%	5,5%	4,9%	5,6%	59,2%	85,7%	75,0%
Automobile	-2,7%	3,0%	3,9%	4,7%	3,6%	5,8%	-75,0%	83,3%	51,7%
Banques	3,4%	14,4%	18,7%	21,5%	19,5%	32,5%	17,4%	73,8%	44,3%
Services financiers et foncières	13,6%	23,7%	24,4%	26,6%	33,0%	36,5%	41,2%	71,8%	64,9%
Assurances	4,1%	5,4%	5,8%	6,2%	8,0%	10,5%	51,3%	67,5%	51,4%
Construction	2,9%	3,3%	3,5%	3,8%	5,3%	7,2%	54,7%	62,3%	45,8%

Sources: consensus FactSet, Oddo

Les publications de résultats ont dans leur large majorité surpris positivement, tant aux USA qu'en Europe où les banques notamment ont su prouver la solidité du système en place.

Pour la fin d'année, si les discours négatifs sont peu nombreux, les sociétés se veulent néanmoins prudentes en pointant un effet base moins favorable, des niveaux de marge élevés et une croissance future des profits avant tout conduite

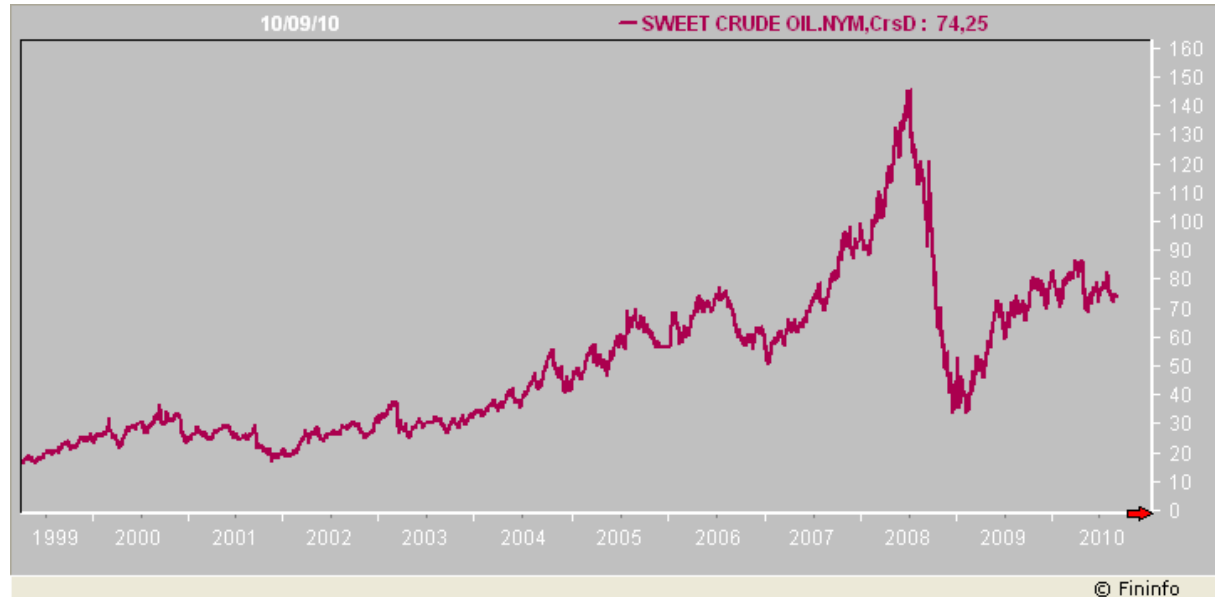
par le niveau d'activité plutôt que par une nouvelle amélioration de la rentabilité. Autant dire que l'ajustement à la baisse des bénéfices 2011 devrait se poursuivre alors que les croissances économiques aux USA et en Europe devraient ressortir en ralentissement par rapport à 2010 et que les fortes croissances bénéficiaires anticipées pour l'année prochaine reflètent avant tout des attentes élevées en termes de remontée des marges.

UN ENVIRONNEMENT DE TRÈS BASSE INFLATION

Le baril de pétrole s'est échangé dans une fourchette de 72 à 76\$ au cours de l'été (75,9\$ au 10/09), ralentissement de la reprise économique et hausse du dollar ayant dans l'ensemble plutôt pesé sur la tendance. De même les stocks de

produits pétroliers ont globalement eu tendance à s'accumuler, tant dans les pays de l'OCDE qu'aux USA, alors que le pic de demande d'essence lié aux vacances d'été et à la « driving season » ne semble pas avoir eu lieu.

Pétrole WTI

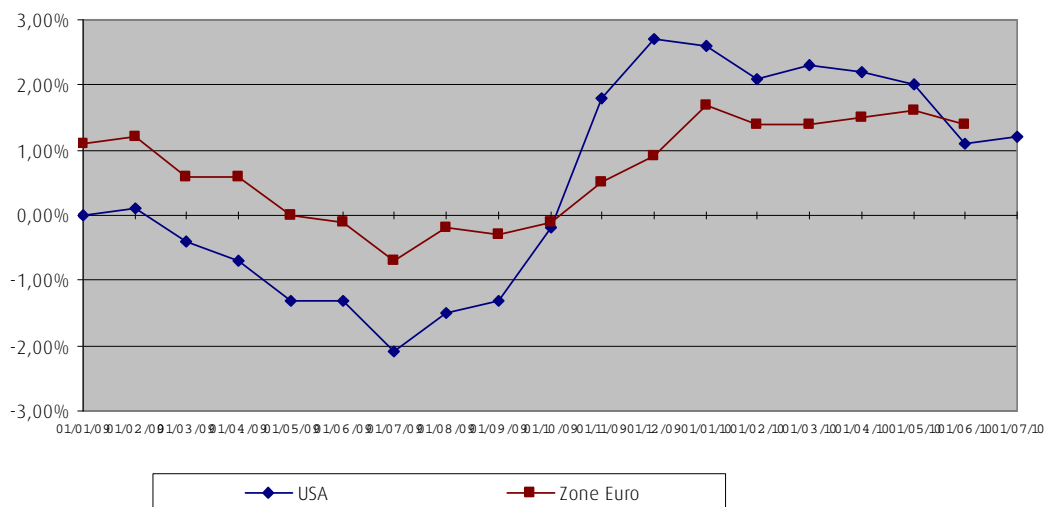


Au plan de l'inflation, les prix à la consommation du mois de juillet sont ressortis en hausse de 0,3% par rapport au mois précédent aux USA. Sur un an, la décélération se poursuit à désormais 1,2% après 1,1% en juin et 2% en mai. Hors énergie et alimentation, la hausse des prix se stabilise à 0,9% en glissement annuel.

En zone euro, l'indice des prix à la consommation du mois de juin est ressorti en hausse de 0,1%, stable d'un mois sur l'autre. Sur un an, la hausse des prix s'affiche à 1,4% après 1,6% le mois précédent. Hors énergie et alimentation, l'indice ressort stable à 0,8% sur un an.

Contrairement à de nombreux pays émergents où la forte reprise d'activité, souvent alimentée par le crédit, a suscité des tensions inflationnistes, la faiblesse de l'inflation se confirme dans les pays développés. Le chômage et la demande domestique restent faibles, les surcapacités des facteurs de production importantes. Aux USA, les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers tendent à se stabiliser sur de bas niveaux. En Europe, les mesures de rigueur budgétaire vont avoir tendance à entretenir les pressions déflationnistes en ponctionnant le pouvoir d'achat via des mesures de gel ou de baisse des salaires et pensions.

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



Au-delà de la volatilité des prix des matières premières, l'inflation reste faible dans les pays développés. Modération salariale, rigueur fiscale, fragilité du marché de l'immobilier et de la croissance plaident toujours pour davantage de

pressions déflationnistes à moyen terme. Il n'y a en conséquence toujours aucun risque de dérapage inflationniste à court terme, pas plus en Europe qu'aux USA.

BEL ÉTÉ POUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

Marché monétaire

Les banques centrales américaines, européennes et anglaises n'ont toujours pas touché à leurs taux d'intervention qui resteront bas aussi longtemps que la conjoncture économique l'exigera et que l'inflation restera basse et sous contrôle.

La BCE juge toujours son taux approprié et le marché n'anticipe pas de mouvement à l'horizon de 6 mois : elle a arrêté ses achats d'emprunts d'Etat en juillet après en avoir accumulé 60 milliards€ mais a reconduit ses opérations de refinancement mensuelles jusqu'à la fin de l'année. La Fed est partagée : d'un côté elle souhaite la sortie de sa politique exceptionnellement accommodante et, de l'autre, elle prépare des mesures de soutien non conventionnelles face à la baisse d'activité du 2^{ème} trimestre. La banque du Canada, pour sa part, a une nouvelle fois relevé de 25pb ses taux en septembre, portant son taux à 1% contre 0,25% en mai dernier. Elle laisse la porte ouverte à d'autres hausses car la consommation est solide, l'activité rebondit et le taux de chômage diminue.

Sur le marché interbancaire français, l'été a connu des tensions : L'EONIA est monté autour de 0,55% en juillet pour redescendre en août à 0,42%, niveau à peu près actuel. De son côté, l'Euribor 3 mois est monté jusqu'à 0,90% en août pour se situer à 0,88% désormais. Sur les marchés des TCN, nous avons donc profité d'une petite hausse des rentabilités depuis 2 mois, les taux des corporates se situant désormais entre 0,5% et 1% sur des signatures correctes. Le marché redevient par ailleurs un peu plus actif et nous retrouvons des

signatures qui s'étaient éloignées de ce marché durant plusieurs mois.

Marché obligataire

L'été a connu un engouement pour le marché obligataire suite aux déceptions sur l'ampleur de la reprise, tant aux USA qu'en Europe. Le « Fly to Quality » a joué fortement et les taux des emprunts d'Etats ont fortement baissé : les taux à 10 ans sont passés de 2,95% début juillet à 2,45% fin août aux USA et se trouvent aujourd'hui autour de 2,78%. Les OAT 10 ans ont baissé de 3% début juillet à 2,48% fin août, pour se retrouver à 2,67% aujourd'hui.

De son côté, le marché des corporates a été bien orienté avec un net resserrement des spreads dû à une forte demande. Les obligations en portefeuille ont donc profité de ces deux baisses simultanées et vu leurs cours augmenter assez fortement ces deux derniers mois. Quelle est la marge de manœuvre pour la fin d'année ? Nous pensons que les taux ne devraient pas monter dans les 3 mois à venir et les spreads rester stables sous réserve d'une forte baisse du marché actions. Les obligations devraient donc se tenir, sans toutefois renouveler la hausse de ces derniers mois.

L'été a été propice aux obligations avec la baisse simultanée des taux longs et des spreads. Les taux courts, quand à eux, ont un peu remonté, induisant un aplatissement de la courbe des taux. Les taux courts devraient rester durablement bas tant que la reprise économique n'est pas avérée ; les taux longs ne pas remonter aussi longtemps que l'inflation sera maîtrisée.

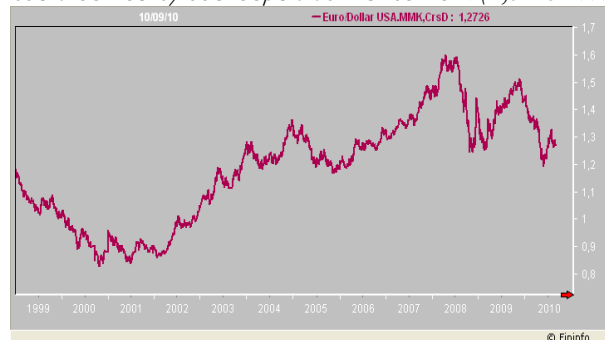
LE COUPLE EURO DOLLAR FRAGILISÉ FACE AU YEN

La crise grecque s'éloigne doucement avec le premier test réussi du contrôle des comptes du pays par l'UE et le FMI. La crise de la dette souveraine s'est apaisée, le système bancaire a passé les stress tests. Le pessimisme qui avait emporté l'euro courant mai s'est atténué. Pour autant les problèmes demeurent comme l'ont illustré la nouvelle dégradation de la dette

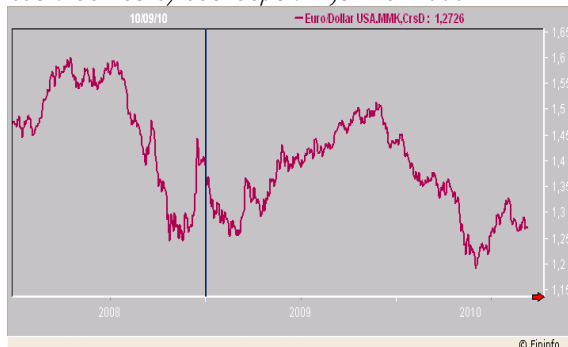
irlandaise par Standard & Poor's et le récent retour des inquiétudes sur la santé et l'endettement des banques européennes. Alors que la parité euro/dollar s'était hissée jusqu'à 1,32 début août (vs 1,18 au plus bas au 7/06 et 1,43 au 31/12), elle s'est tassée par la suite pour revenir sur des niveaux de 1,28 dans un marché hésitant où pèsent les incertitudes sur la reprise.

Dollar

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



Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2008

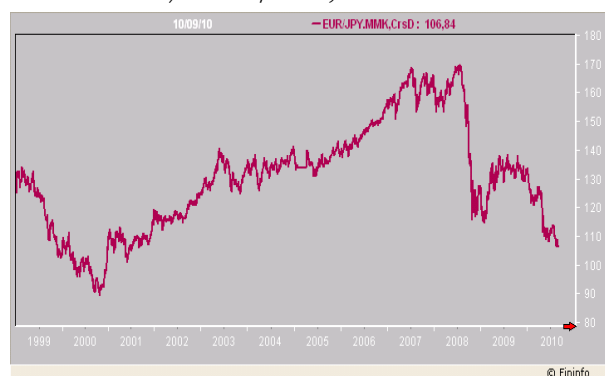


Le yen pour sa part, considéré comme monnaie refuge, s'est fortement apprécié sur la période face au dollar (84 yen/10-sept) et à l'euro (107,7 yen/10-sept), porté par les inquiétudes croissantes des investisseurs sur la vigueur de la reprise économique aux USA et en Europe ; un handicap majeur pour l'économie nipponne qui a conduit le gouvernement japonais à augmenter ponctuellement son programme d'injection de

liquidités dans le système financier en vue d'enrayer la hausse du yen et de stimuler une activité économique mise à mal par la cherté du yen, une consommation insuffisante et la déflation. Les prévisions du consensus qui voyaient encore le dollar/yen à 92 en juillet se sont ajustées en conséquence en anticipant désormais une moyenne de 87,2 yens à 3 mois et de 89,2 yens à 6 mois.

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

Après un bon mois de juillet, les marchés actions ont subi une violente correction au mois d'août avec l'accumulation d'indicateurs inquiétants sur la zone US. Ils ont tout aussi brutalement rebondi début septembre avec la publication de chiffres économiques (dont les statistiques de l'emploi américain pour le mois d'août) qui, sans être véritablement positifs, militent pour un tassement seulement modéré de l'activité.

Sur deux mois les progressions sont significatives pour l'ensemble des indices, dans une fourchette de 4% à 8%, à l'exception du Nikkei, en retrait de 1,5% et 12,4% depuis le début de l'année,

sévèrement pénalisé par l'inertie des autorités japonaises face à la brutale appréciation du yen. De fait, sur le marché américain, les indices regagnent 5,5% à 7,5% pour se retrouver proche de l'équilibre depuis le début de l'année. Les gains sont un peu supérieurs en zone euro qui a nettement dépassé ses objectifs de croissance du PIB pour le deuxième trimestre : l'indice DJStoxx600 regagne 7,7% sur deux mois, en retrait de 3,5% depuis le 1^{er} janvier, le CAC 40 8,2%, en retrait de 5,3% sur l'année, le SBF120 8,4%, en retrait de 3,2% sur l'année, le DAX 4,2%, positif de 4,3% depuis le début de l'année.

Indices internationaux au 10/09/2010

Indices	Var. 2009	Clôture 10-sept.-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 30-juin-10
CAC Mid&Small 190	39,7%	6 422	5,3%	5,7%
Dax Xetra	23,8%	6 215	4,3%	4,2%
Footsie 100	22,1%	5 502	1,6%	11,9%
S&P 500	23,3%	1 110	-0,5%	7,6%
Nasdaq	43,9%	2 242	-1,2%	6,3%
Dow Jones	19,9%	10 415	-1,3%	5,5%
SBF 120	23,7%	2 767	-3,2%	8,4%
DJ STOXX 600	23,3%	2 65	-3,5%	7,7%
CAC 40	22,3%	3 726	-5,3%	8,2%
Nikkei 225	19,0%	9 239	-12,4%	-1,5%

LES INDICES SECTORIELS : DJEUROSTOXX

Au plan sectoriel, les secteurs cycliques dont les Banques (+13,9%), les Métaux (+9,9%), la Chimie (+6,9%), l'Automobile (+11,4%), les Biens et Services industriels (+5,8%) font leur grand retour en force dans le prolongement de statistiques rassurantes, écartant le risque de rechute de l'activité aux USA. De même les secteurs les plus bousculés depuis le début de l'année dont les Télécoms (+13,6%) ou les Services aux Collectivités (+8,5%) bénéficient largement d'achats à bon compte alors que les rendements offerts deviennent particulièrement attractifs.

Au total, les écarts de performances entre secteurs, pour autant toujours importants, se resserrent, associés à une redistribution des performances. Le secteur Automobile (+17%) prend ainsi la tête du classement devant les Biens de consommation (+15,6%), très présents dans la zone émergente et la Distribution (+14,3%). Dans le bas du tableau, la Construction prend la dernière place (-16,7%), précédée des Services aux Collectivités (-14,2%) et des Banques (-13,1%) lesquelles réduisent nettement leur retard après publication de bons

semestriels et de nouvelles rassurantes au sujet des règles de Bâle III.

Indices sectoriels DJ EuroStoxx au 10/09/2010

Secteurs	Var. 2009	Clôture 10-sept.-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 30-juin-10
Automobile & Equipements	17,4%	272	17,0%	11,4%
Biens de consommation	38,7%	363	15,6%	4,0%
Distribution	26,6%	315	14,3%	8,1%
Biens & Services industriels	34,8%	421	9,6%	5,8%
Voyages & Loisirs	-1,9%	108	9,4%	11,0%
Alimentation & Boisson	38,6%	313	5,8%	1,6%
Chimie	42,7%	567	3,1%	6,9%
Médias	5,3%	157	1,0%	9,7%
Technologie	14,4%	213	-2,2%	1,9%
Télécommunications	6,5%	401	-4,7%	13,6%
Santé	18,4%	400	-5,0%	-0,8%
Assurances	8,6%	149	-7,2%	6,5%
Métaux	53,1%	258	-7,7%	9,9%
Services financiers et foncières	14,7%	219	-8,7%	4,3%
Pétrole & Gaz	18,0%	301	-8,9%	7,1%
Banques	48,9%	191	-13,1%	13,9%
Services aux collectivités	-0,8%	335	-14,2%	8,5%
Construction & Matériaux	30,9%	241	-16,7%	0,0%

ANALYSE GRAPHIQUE

A L'OUEST, RIEN DE NOUVEAU... (CAC 40 : 3725)



Supports	MM150 : 3690	Résistances	MM200/250 : 3730
	MM7 : 3680		: 3740
	Base de canal : 3500		Ancien bas de canal haussier : 3750
	MM 20/50/100: 3590		Plus haut récent : 3800
	3430		: 3960
	3300		Plus haut annuel : 4080

Depuis notre dernière livraison, un marché toujours chaotique mais positif au cœur de l'été et des franchissements déconcertants de facilité des résistances MM 20/50/100/150 pour venir mourir sur MM 200/250 dans la zone de 3730/3740.

Depuis le début de l'année, le CAC 40 oscille avec une régularité de métronome dans un range d'environ 10% où s'affrontent en rangs serrés "bulls" et "bears". De ce champ de bataille stérile n'émergent que deux routes, celle du nord vers le haut, la plus logique et celle du sud vers le bas, la plus probable.

Le scénario de cette année 2010, transitoire, ne semble pas encore clairement défini ; une certaine tension sur les prix, l'approche de puissantes résistances et un mois d'octobre de sinistre mémoire qui pointe le bout de son nez militent en faveur d'une correction baissière contenue.

La configuration technique de long terme évolue de manière positive avec une reconstruction de base solide. Prudence donc, à court terme, mais toute baisse excessive devra être mise à profit pour investir dans un marché qui donne le sentiment de vouloir sortir par le haut.

SYNTHESE

VERS UNE PHASE DE RALENTISSEMENT DU CYCLE DE REPRISE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Les investisseurs ont retrouvé un certain appétit pour le risque avec la publication de chiffres économiques légèrement plus positifs. La possibilité d'une récession au S2 ou, au moins, d'un ralentissement marqué de l'économie américaine, encore largement présente au mois d'août est écartée à court terme. Le débat s'est recentré sur l'hypothèse du simple ralentissement plutôt que sur la rechute en récession.

Considérer que l'on va sortir rapidement du ralentissement actuel à la lumière des statistiques récentes, c'est aller bien vite en besogne : le ralentissement de l'ISM non manufacturier du mois d'août aux USA est là pour souligner qu'un vrai ralentissement conjoncturel est amorcé. Mais retenir l'hypothèse du retour en récession à court terme l'est tout autant. Si le risque de rechute existe sur plusieurs Etats, il est à moyen terme mais partant d'un niveau d'activité élevé, ce risque paraît faible. L'environnement monétaire reste favorable, les taux bas, l'inflation également.

Ce qui est devant nous n'est donc pas une récession mais un freinage légitime et une remise à niveau du climat des affaires et de la croissance associée. Le rythme de la croissance mondiale va ralentir, ne serait ce parce que la croissance va s'infléchir en Chine et aux USA. Certains facteurs techniques (cycle des stocks) ou ponctuels (crédit d'impôt, plans de relance) qui ont été à l'origine de la reprise depuis mi 2009 sont en train de s'épuiser ; et il est évident que les plans de rigueur budgétaire adoptés par les grands pays industriels au printemps dernier seront autant de contraintes supplémentaires.

Il est peu probable que les signaux de ralentissement s'estompent au cours des prochains mois : le chômage reste élevé, la consommation fragile, l'accès au crédit restreint, la dette publique importante, la crise budgétaire européenne loin d'être soldée. De même il est trop tôt pour exclure une nouvelle catastrophe, qu'elle prenne la forme d'une baisse soudaine du revenu des ménages, d'un défaut sur dette souveraine, de mesures de recapitalisation des banques ou de mesures restrictives pour contrôler les bulles financières en Chine ; tout comme il est trop tôt pour penser que

le ralentissement conjoncturel qui a pris naissance au T2 aux USA est digéré par les marchés.

Nous entrons dans une phase de transition et de ralentissement du cycle de reprise de l'économie mondiale. Ce dernier s'inscrit déjà dans les faits et va s'accroître au fur et à mesure que nous avançons vers 2011. Le problème c'est qu'il n'est pas encore dans les chiffres et, de ce point de vue, l'ajustement ne fait que commencer ; une situation instable pour les marchés actions que traduit la volatilité ambiante et les décotes exigées.

Pour autant il existe clairement des éléments militant pour une progression des indices boursiers : valorisations modestes (PER 10e Stoxx600 : 12x ; PER 11e Stoxx 600 10,2x vs 14x en moyenne historique; taux de rendement du dividende 3,5% et taux de rendement des actions élevés vs taux des Emprunts d'Etat européens à 10 ans 2,8% – Source Factset au 02/09/2010), liquidités abondantes, politiques monétaires durablement accommodantes, marges des entreprises élevées, retour des opérations de fusion/acquisition. Il faudra du temps pour que la confiance revienne. Mais si la reprise économique se révélait en fin de compte plus solide qu'anticipée, l'aversion au risque baisserait au grand bénéfice des marchés actions. Les indices européens ont un potentiel d'appréciation qui passe, en particulier, par une revalorisation des PER même s'ils ne devraient pas retrouver leur niveau moyen de long terme.

Au total, sans déroger à notre message de prudence à court terme, nous gardons une confiance raisonnée dans les actions et pensons toujours opportun de tirer profit de points bas pour arbitrer en faveur de sociétés de qualité, faisant l'objet de valorisations attractives et/ou offrant un rendement pratiquement certain.



STATISTIQUES

SBF 250

Source : FU Reuters
Cours de clôture (10 septembre 2010)

Performances

SBF 120 : -3,2%

Les plus élevées

Société	Cours au 10-sept.-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Sperian Protection	115,70	129,6%	118,0	46,0
Zodiac Aerospace	50,72	74,1%	53,4	22,2
Hermes	155,70	66,9%	155,7	91,8
SEB	60,35	52,0%	61,7	34,7
Ipsos	31,88	50,6%	32,0	19,9
Safran	20,39	48,9%	23,9	10,7
Arkema	36,13	39,0%	38,3	22,0
EADS	19,00	34,9%	19,1	11,5
Natixis	4,78	34,8%	4,8	3,1
Rhodia	16,93	34,2%	18,3	8,5
Bureau Veritas	48,30	32,7%	49,7	31,7
PPR	110,10	30,7%	110,9	72,5
Havas	3,61	29,3%	4,2	2,4
Eutelsat	28,96	28,9%	29,5	19,0
Legrand	25,04	28,6%	27,4	18,0

Les plus faibles

Société	Cours au 10-sept.-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
NicOx	2,86	-51,0%	8,8	2,1
Technicolor	3,95	-45,7%	11,9	3,7
Lafarge	39,84	-31,1%	66,6	35,6
Ipsen	27,22	-29,8%	42,2	24,1
Maurel & Prom	9,17	-27,7%	15,1	8,5
Soitec	7,26	-27,4%	12,9	6,5
Ubisoft	7,36	-25,8%	13,9	6,1
Sechilienne-Sidec	21,26	-25,0%	31,2	20,0
Altran Technologies	2,80	-24,8%	4,5	2,6
Thales	27,09	-24,7%	36,0	25,0
Alstom	37,49	-23,6%	55,1	35,4
EDF	32,84	-21,0%	42,8	30,1
AXA	13,12	-20,7%	19,4	11,5
Suez Environnement	13,21	-18,1%	17,9	12,5
Saft	28,10	-16,8%	37,0	23,0

Potentiels

Les plus élevées

Société	Cours au 10-sept.-10	Objectif consensus	Potentiel
STMicroelectronics	5,53	9,6	74,0%
Technicolor	3,95	6,2	55,9%
AXA	13,12	18,6	41,6%
Soitec	7,26	10,2	40,8%
Altran Technologies	2,80	3,9	40,7%
Sechilienne-Sidec	21,26	29,3	38,0%
Vinci	37,17	51,0	37,2%
Faurecia	15,38	20,9	36,2%
Teleperformance	19,56	26,5	35,4%
EDF	32,84	44,3	34,7%
CNP Assurances	14,18	19,0	34,3%
Steria	21,37	28,7	34,2%
Maurel & Prom	9,17	12,3	34,0%
Eurotunnel	6,44	8,6	33,5%
Suez Environnement	13,21	17,5	32,2%

Les plus faibles

Société	Cours au 10-sept.-10	Objectif consensus	Potentiel
Hermes	155,70	106,5	-31,6%
NicOx	2,86	2,4	-15,4%
Foncière des Régions	78,00	70,6	-9,5%
Derichebourg	3,45	3,2	-8,7%
Natixis	4,78	4,6	-4,8%
Mercialys	27,62	26,7	-3,4%
Unibail-Rodamco	158,85	154,1	-3,0%
Eramet	213,55	207,2	-3,0%
Gecina	80,89	78,9	-2,5%
Icade	78,59	76,8	-2,2%
Casino	69,38	68,2	-1,7%
SILIC	89,00	87,5	-1,7%
Eurofins Scientific	36,26	35,8	-1,3%
Zodiac Aerospace	50,72	50,4	-0,7%
Sperian Protection	115,70	116,6	0,8%

PER

SBF 120 :

PER 2010e: 13,6x

PER 2011e: 12,4x

Les plus élevés

Société	Cours au 10-sept.-10	PER 2010e	PER 2011e
Eurotunnel	6,44	-107,33	71,56
Soitec	7,26	-145,20	48,40
Hermes	155,70	42,66	37,79
AREVA	326,75	35,75	27,90
Accor	25,96	30,90	23,82
Stallergenes	60,93	27,32	22,82
Icade	78,59	25,68	22,71
Mercialys	27,62	23,41	21,75
Eurofins Scientific	36,26	35,90	20,03
JCDecaux	19,39	27,31	19,79
Essilor	48,39	22,10	19,36
Vilmorin	76,74	19,93	18,95
L'Oreal	83,15	20,74	18,73
Sperian Protection	115,70	22,38	18,60
Aéroports de Paris	58,00	20,21	18,47

Les plus faibles

Société	Cours au 10-sept.-10	PER 2010e	PER 2011e
PSA	23,06	6,30	5,21
Rhodia	16,93	7,14	6,11
Wendel	45,50	8,89	6,21
Credit Agricole	10,96	9,96	6,26
Renault	35,89	9,86	6,40
AXA	13,12	8,41	6,59
STMicroelectronics	5,53	8,25	6,66
CNP Assurances	14,18	7,46	6,69
Sanofi-Aventis	48,55	7,16	7,20
Societe Generale	43,91	9,63	7,39
SCOR	17,25	8,80	7,50
TOTAL	39,01	8,48	7,62
Derichebourg	3,45	14,38	7,67
BNP Paribas	54,84	8,92	7,82
Pagesjaunes	7,69	8,45	8,18

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 10-sept.-10	PEG 2010e	PEG 2011e
Unibail-Rodamco	158,85	4,16	4,01
Klepierre	26,11	3,33	3,57
Vivendi	19,49	3,59	3,54
Hermes	155,70	3,74	3,31
Icade	78,59	3,70	3,27
Mercialys	27,62	3,36	3,12
Foncière des Regions	78,00	3,07	2,97
Metropole TV	17,24	2,95	2,75
Vilmorin	76,74	2,74	2,61
Neopost	56,25	2,35	2,23
Aéroports de Paris	58,00	2,29	2,09
Alstom	37,49	1,92	1,93
Vinci	37,17	1,96	1,86
L'Oreal	83,15	1,99	1,80
BIC	59,89	1,88	1,76

Les plus faibles

Société	Cours au 10-sept.-10	PEG 2010e	PEG 2011e
Maurel & Prom	9,17	0,29	0,12
CGG Veritas	15,89	0,37	0,12
Faurecia	15,38	0,22	0,13
Renault	35,89	0,20	0,13
Derichebourg	3,45	0,27	0,14
Altran Technologies	2,80	0,29	0,14
Credit Agricole	10,96	0,24	0,15
PSA	23,06	0,19	0,16
Wendel	45,50	0,26	0,18
Eramet	213,55	0,29	0,21
Vallourec	69,87	0,37	0,22
Beneteau	11,20	0,47	0,22
Bourbon	29,99	0,37	0,24
Thales	27,09	0,38	0,24
Nexans	50,89	0,43	0,26

VE / CA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
Foncière des Régions	4 169	17,65	17,67
Mercialys	2 532	17,25	15,46
Unibail-Rodamco	14 505	15,77	15,15
Gecina	4 927	15,70	15,42
SIIC	1 540	15,69	14,73
Klepierre	4 874	13,64	13,18
Eurotunnel	2 979	8,73	7,77
Icade	4 024	7,83	7,44
Eutelsat	6 373	7,71	7,16
NicOx	206	7,24	4,60
Hermès	16 373	7,03	6,46
Sechilienne-Sidéc	605	3,74	3,31
Stallergenes	804	3,72	3,31
EDF Energies Nouvelles	2 379	3,67	3,21
PagesJaunes	2 157	3,58	3,48

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
EADS	15 397	0,22	0,21
Faurecia	1 693	0,24	0,23
Alcatel-Lucent	4 895	0,26	0,26
Nexans	1 430	0,31	0,30
Bonduelle	519	0,33	0,30
Valeo	2 248	0,35	0,33
Carrefour	25 678	0,35	0,34
CNP Assurances	8 389	0,38	0,36
Altran Technologies	402	0,40	0,39
Casino	7 651	0,41	0,38
Thales	5 286	0,41	0,40
AXA	29 698	0,42	0,41
Alstom	11 016	0,44	0,43
Air France - KLM	3 303	0,46	0,44
Bouygues	11 429	0,46	0,46

VE / EBITDA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
AREVA	11 581	32,5	14,2
Hermès	16 373	23,3	21,0
Foncière des Régions	4 169	20,1	20,2
Mercialys	2 532	20,0	17,9
Gecina	4 927	19,9	19,4
Icade	4 024	19,4	17,2
Eurotunnel	2 979	17,6	15,2
Unibail-Rodamco	14 505	17,5	16,3
SIIC	1 540	17,3	16,2
Stallergenes	804	15,9	13,3
Klepierre	4 874	15,7	14,9
Remy Cointreau	2 275	14,6	13,0
Orpea	1 187	14,0	12,1
L'Oréal	48 739	13,1	12,1
Wendel	2 259	12,8	11,4

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
Ubisoft	695	1,7	2,1
STMicroelectronics	4 877	2,7	2,5
Bonduelle	519	2,9	2,6
Valeo	2 248	3,2	3,1
EADS	15 397	3,2	2,8
Rhodia	1 704	3,4	3,2
TOTAL	87 160	3,8	3,4
Faurecia	1 693	3,9	3,4
Alcatel-Lucent	4 895	3,9	2,8
Arkema	2 214	4,1	3,8
Vivendi	23 950	4,1	4,0
Ciments Français	2 258	4,2	3,8
Bouygues	11 429	4,2	3,9
Teleperformance	1 106	4,5	3,9
Alstom	11 016	4,6	4,6

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Wendel	2 259	901%
Faurecia	1 693	544%
Eiffage	3 196	481%
Derichebourg	586	449%
Klepierre	4 874	321%
Fonciere des Regions	4 169	223%
EDF Energies Nouvelles	2 379	205%
Orpea	1 187	203%
Veolia Environnement	9 558	201%
PSA	5 231	175%
Eurazeo	2 680	170%
SILIC	1 540	169%
Sechilienne-Sidec	605	168%
Eutelsat	6 373	168%
Suez Environnement	6 465	167%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Technip	5 813	-66%
Dassault Systemes	5 916	-59%
EADS	15 397	-57%
Metropole TV	2 214	-57%
Alstom	11 016	-43%
Eramet	5 641	-41%
Cap Gemini	5 645	-30%
Hermes	16 373	-29%
Gemalto	2 517	-28%
BIC	2 907	-23%
Alcatel-Lucent	4 895	-22%
Ipsen	2 261	-19%
Havas	1 552	-12%
Beneteau	911	-11%
Vallourec	7 969	-11%

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 10-sept.-10	DIV 2011e	Rdmt 2010e	Rdmt 2011e
France Telecom	16,34	1,4	8,5%	8,6%
PagesJaunes	7,69	0,65	8,1%	8,5%
Vivendi	19,49	1,4	7,2%	7,2%
Unibail-Rodamco	158,85	8,39	7,0%	5,3%
Icade	78,59	3,5	7,0%	4,5%
Neopost	56,25	3,82	6,7%	6,8%
Fonciere des Regions	78,00	5,01	6,3%	6,4%
Nexity	25,73	1,33	6,2%	5,2%
Veolia Environnement	19,81	1,24	6,0%	6,3%
TOTAL	39,01	2,41	5,9%	6,2%
SCOR	17,25	1,1	5,9%	6,4%
GDF Suez	26,62	1,58	5,9%	5,9%
Gecina	80,89	4,48	5,5%	5,5%
CNP Assurances	14,18	0,82	5,4%	5,8%
SILIC	89,00	5,03	5,4%	5,7%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Bureau Veritas	5 232	60,4%
Faurecia	1 693	46,3%
Iliad	4 025	34,0%
Neopost	1 797	31,0%
Stallergenes	804	28,7%
Alstom	11 016	26,7%
Wendel	2 259	22,0%
Eutelsat	6 373	21,7%
Hermes	16 373	21,4%
BioMerieux	3 135	21,4%
SEB	2 864	20,4%
TOTAL	87 160	19,6%
Derichebourg	586	19,5%
Dassault Systemes	5 916	19,1%
France Telecom	43 247	18,5%



10, rue d'Uzès 75002 **PARIS** – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12

9, rue Grenette 69289 **LYON CEDEX 02** - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83

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

4, place Jean Jaurès 42000 **SAINT-ETIENNE** – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12

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