

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

19 OCTOBRE 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

## DES INDICATEURS ÉCONOMIQUES TOUJOURS VOLATILES

A l'image de l'OCDE le mois dernier, le FMI pointe à son tour la fragilité de la reprise et la faiblesse des USA. La croissance de l'économie mondiale, revue en légère hausse pour 2010, s'afficherait à 4,8%. Mais le rythme ralentirait l'année suivante à +4,2%.

L'essentiel de la croissance serait le fait des pays émergents, en progression de 7,1% en 2010 et

6,4% en 2011 quand celle des économies avancées ne dépasserait pas 2,7% cette année et 2,2% l'an prochain. En particulier, la croissance serait très modérée aux USA où le FMI vient de rabattre ses estimations de 3,3% à 2,6% pour cette année puis à 2,3% en 2011. De même l'Europe, affectée par la dette souveraine, n'est créditée que d'un faible 1,7% en 2010 et 1,5% en 2011.

### Estimation de croissance PIB (FMI, octobre 2010)

PIB réel	Var 96/06	2007	2008	2009	2010e	2011e
Monde	3,8%	5,2%	3,0%	-1,0%	4,8%	4,2%
USA	3,1%	2,2%	1,1%	-2,4%	2,6%	2,3%
Japon	-	2,4%	-0,7%	-5,2%	2,8%	1,5%
UEM	2,6%	2,6%	0,6%	-4,1%	1,7%	1,5%
Pays émergents	-	8,0%	6,1%	1,9%	7,1%	6,4%
Chine	-	13,0%	9,0%	8,7%	10,5%	9,6%
Inde	-	-	-	5,4%	9,7%	8,4%

➤ Aux USA, les données publiées continuent de décrire une croissance molle mais résistante. La hausse des ventes de détail reste soutenue (+0,6%) pour le mois de septembre, celle de la production industrielle (+0,2%) modeste mais solide ; l'activité des secteurs non manufacturiers accélère. De même, les mises en chantiers (+10,5%) et les ventes de logements dans l'ancien (+7,4%), sans traduire une reprise vigoureuse du marché immobilier résidentiel, se sont affichées largement positives. A l'inverse, l'enquête ISM sur le climat des affaires pour le mois de septembre à sensiblement reculé, en phase avec le ralentissement observé des nouvelles commandes adressées à l'ensemble de l'industrie (y compris le secteur des transports) pour le mois d'août. De son côté, le taux de chômage est resté inchangé à 9,6% et le marché du travail morose. Comme au cours du trimestre précédent, les créations de postes dans le secteur privé, 64 000 au total, n'ont pas été suffisantes pour compenser les suppressions de postes du secteur public (159 000) dues aux licenciements « post recensement » et aux réductions budgétaires opérées au niveau des collectivités locales. Autant d'éléments plaidant pour une modération de la croissance au deuxième semestre: la croissance est moins forte qu'il y a

quelques mois mais elle résiste et il n'est pas question de récession.

➤ En zone euro, si la production industrielle du mois d'août a surpris à la hausse (+1%), les derniers chiffres ont plutôt eu tendance à se modérer, présageant un freinage de la croissance dans les trimestres prochains. Le climat des affaires a été plus mitigé au cours du mois de septembre. Les indices PMI dans l'industrie et dans les services se sont repliés pour retrouver leur niveau de début d'année mais ils continuent de progresser en se situant au-delà de la barre des 50. De même les exportations ont commencé à se tasser, notamment en Allemagne (-0,4%/août), même si le moteur industriel allemand continue sa forte progression (production industrielle allemande à +1,7% pour le mois d'août, carnets de commandes à +3,4%). En matière d'emploi, la tonalité reste plutôt encourageante en septembre avec toutefois des situations très contrastées d'un pays à l'autre et un taux de chômage toujours élevé à 10,1%. L'exceptionnelle croissance du PIB au T2, par ailleurs confirmée à +1% en glissement trimestriel contre +0,3% au T1, n'est donc pas reconductible.

➤ A l'échelle mondiale, le climat des affaires dans l'industrie a reculé en septembre pour le cinquième mois consécutif pour se situer autour de 53 et un niveau de croissance de l'activité manufacturière de l'ordre de 5%. Sur 26 pays ayant publié leurs enquêtes PMI Manufacturier, 18 ont enregistré une baisse de la confiance en septembre à l'exception notamment de la Chine où la confiance se redresse depuis 2 mois. 24 pays ont affiché un indice PMI inférieur au pic du printemps dernier à deux exceptions près : la Pologne et la République Tchèque. 8 ont un indice inférieur au seuil des 50 points censé séparer les zones d'expansion et de récession manufacturière : l'Espagne, la Grèce et l'Irlande pour l'Europe, le Japon, l'Australie, la Corée et Taiwan pour l'Asie + l'Afrique du Sud ; le Brésil, la Turquie et la Hongrie sont proches de ce seuil.

L'activité marque de premiers signes d'essoufflement mais 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.

L'économie américaine traverse une zone de turbulence, le ralentissement de la croissance a été sévère au T2. Les données d'activités restent médiocres et l'emploi faible alors que les effets positifs du restockage et des plans de relance s'épuisent. Mais la croissance devrait pouvoir accélérer en 2011 après un point bas au second semestre 2010.

L'Europe, après une reprise exceptionnelle au T2 avant tout liée au dynamisme de l'économie

allemande, fait le grand écart en affichant une grande dispersion de ses performances au sein de la zone. Si l'acquis de croissance pour 2010 est fortement relevé, il reste néanmoins fragile et devra combiner dans les trimestres à venir avec la mise en œuvre des plans de rigueur dont l'impact est évalué à un point de PIB pour la zone.

Les pays émergents enregistrent un tassement de leur croissance. Chine, Brésil, Russie ralentissent avec la fin du restockage et des plans de relance et, pour certains, une politique de ralentissement graduel et contrôlé de la croissance. Mais la dynamique reste largement positive et devrait le rester.

Le rythme de la croissance mondiale va ralentir. Le consensus doit corriger son excès d'optimisme ce qu'il a commencé à faire après freinage de l'économie US au T2. Ce mouvement devrait se prolonger encore quelques mois pour converger vers des niveaux de croissance plus modérés mais plus soutenables : la croissance sera très faible aux USA au S2, largement inférieure à son potentiel ce qui pèsera sur les chiffres 2010 et 2011 ; elle restera faible en Europe avec d'importantes disparités entre pays ; elle ralentira en Chine.

Mais il n'est pas question de récession à ce stade d'autant qu'à défaut de reprise, les banques centrales devraient de nouvelles mesures non conventionnelles ; la détermination de la Fed en faveur d'un nouvel assouplissement monétaire dès la réunion du 3 novembre en étant la plus belle expression....

## PUBLICATIONS TRIMESTRIELLES : VERS UN RALENTISSEMENT, MAIS RIEN DE DRAMATIQUE

La saison des résultats qui a officiellement démarré le 7 octobre avec Alcoa va être l'occasion de faire le point sur un consensus jugé encore ambitieux après les fortes révisions de croissance opérées par les économistes. De fait, même si les chiffres se sont plutôt effrités d'un mois sur l'autre, en particulier en Europe où l'effet conversion/change a été négatif, les estimations bénéficiaires ressortent toujours sur de hauts niveaux : aux USA, croissance de 40% et 26,8% hors financières attendue pour 2010, de 14,1% et 11,7% hors financières pour 2011; en Europe, hausse de 45,7% et 37% hors financières attendue pour 2010, de 17,7% et 15% hors financières pour 2011.

Il est sans doute trop tôt pour voir le ralentissement économique dans les comptes et il est fort probable que les chiffres du T3 ne traduiront pas d'inflexion majeure par rapport aux derniers mois. Pour autant, entre la hausse des cours des matières premières, la volatilité des changes, la reprise nécessaire des investissements des entreprises en marketing et R&D ou même l'obligation pour certains de procéder à des embauches, le risque d'une forte volatilité entre les entreprises existe.

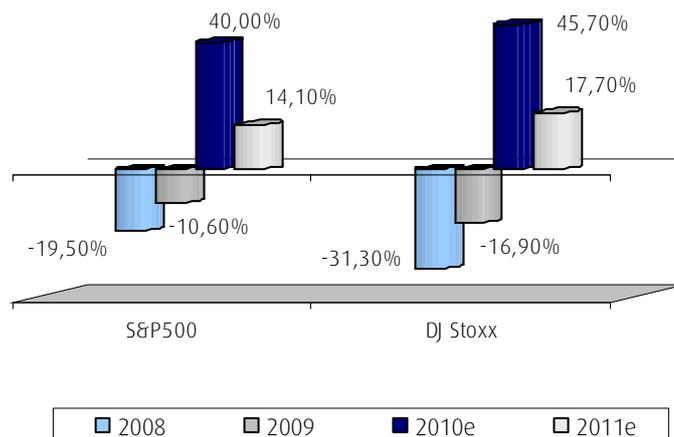
La publication d'Alcoa, hormis un CA plutôt supérieur aux attentes, n'a apporté que peu d'éléments. Celle d'Intel, le sentiment que le

marché reste sain et en croissance dans le secteur technologique avec des stocks à un bas niveau et une demande toujours dynamique en provenance des entreprises et des pays émergents. Celle de JP Morgan Chase le fait que les inquiétudes sur le potentiel de croissance des banques américaines restent importantes (encours de crédit en baisse, banques d'investissement moins rentables) en dépit d'une stabilisation du taux de défaut et d'une

baisse des reprises de provisions. Celle de GE l'idée que l'activité industrielle reste encore fragile en dépit de la bonne tenue des résultats.

Au-delà des chiffres et comme à l'habitude, les carnets de commandes et le discours des entreprises pour le dernier trimestre seront déterminants.

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



Si le décalage entre chiffres macro-économiques et micro-économiques est important, il est sans doute encore trop tôt pour voir le ralentissement économique dans les comptes.

Les entreprises devraient pouvoir maintenir leur profitabilité, que ce soit grâce aux gains de

productivité ou au retour de la croissance. L'impression générale devrait donc rester positive. Tout au plus devrait-on constater une forte hétérogénéité entre les publications d'entreprises, encore amplifiées par la volatilité des changes et des prix des matières premières.

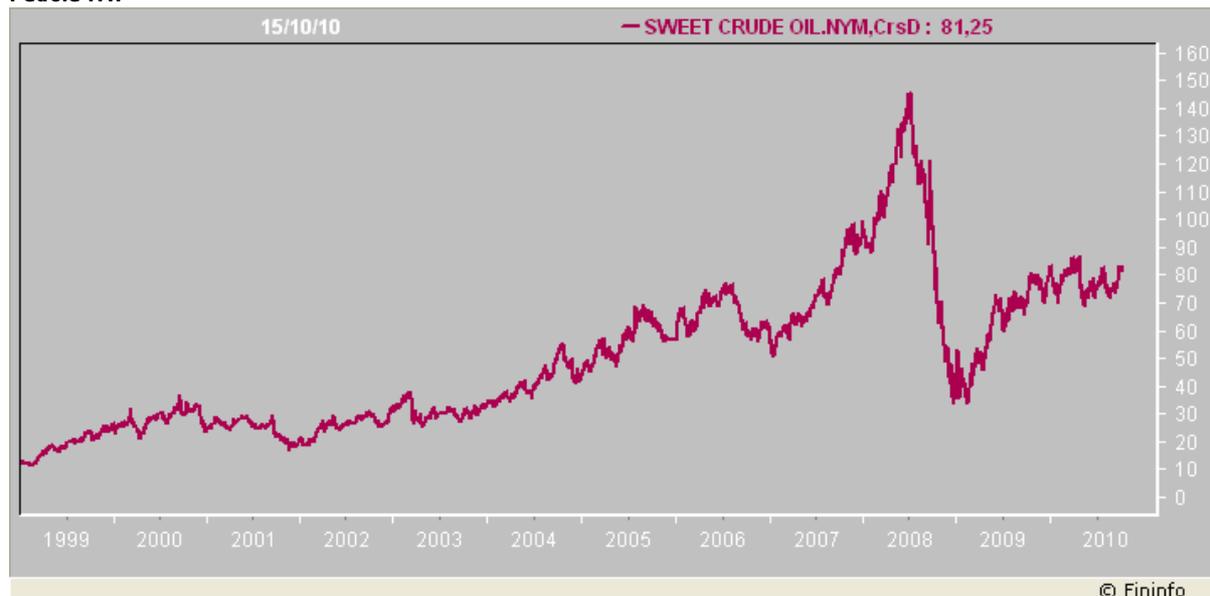
### INFLATION : DES CHIFFRES PLUS FAIBLES QU'ATTENDUS

La faiblesse du dollar tout comme la publication du PMI chinois ont soutenu les prix du pétrole à désormais 81,5\$/baril. Pour autant, rien n'a fondamentalement changé au niveau de l'offre et de la demande.

De fait, si l'AIE vient de relever ses estimations de demande pour 2010 à 86,9Mb/j, portant le rebond attendue à +2,5% pour 2010 et +1,4% pour 2011, la croissance viendrait toujours quasi exclusivement des pays émergents : soit une hausse de la

demande de 4,4% en 2010 et de 3,6% en 2011, principalement portée par l'Asie (dont Chine +9,3% en 2010) contre une croissance de 0,7% pour les pays de l'OCDE en 2010 et un déclin structurel de 0,6% en 2011. De même les stocks de produits pétroliers de la zone OCDE, désormais proches du record absolu d'août 1998 tendent toujours à s'accumuler, autour de 60 jours de consommation depuis 18 mois maintenant.

## Pétrole WTI



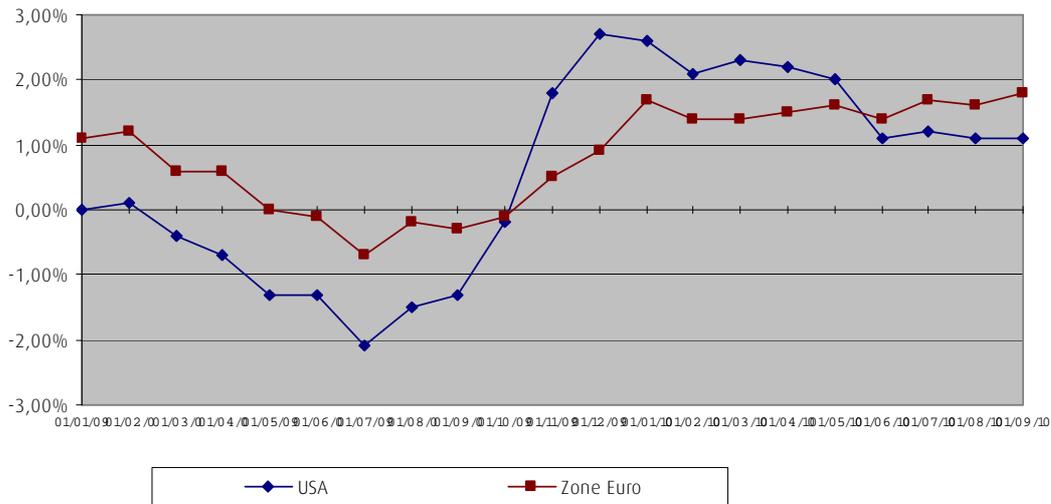
Au plan de l'inflation, les prix à la consommation du mois de septembre sont ressortis en progression modeste de 0,1% contre +0,3% en août aux USA. Sur un an, la hausse ressort inchangée à 1,1%. Hors énergie et alimentation, la hausse des prix s'établit à 0,8% en glissement annuel contre 0,9% le mois précédent; un niveau inférieur aux attentes et largement inférieur à l'objectif moyen terme de la Fed (entre 1% et 2%).

En zone euro, l'indice des prix à la consommation du mois de septembre est ressorti conforme aux attentes, en hausse de 0,2% sur un mois, inchangée par rapport au mois d'août. Sur un an, la hausse des prix s'affiche à 1,8% après 1,6% le mois précédent. Hors énergie et alimentation, l'indice ressort stable à 1% sur un an. De son côté, la masse monétaire est ressortie en progression

sensible au mois d'août, en hausse de 1,1% sur un an contre +0,2% en juin et juillet. Les prêts accordés au secteur privé ont augmenté de 1,2% après 0,8% en juillet. Ceux accordés aux ménages ont progressé de 2,9% alors que les prêts aux entreprises non financières ont diminué de 1,1%.

La faiblesse de l'inflation se confirme dans les pays développés et devrait se prolonger au regard de l'importance du chômage et du sous emploi des facteur de production. La déflation devient une menace même si les risques sont faibles et directement liés à un retour en récession des économies, américaine en particulier. De fait, tout ce qui peut orienter les anticipations d'inflation à la hausse devient bon à prendre; y compris la perspective de plus de « Quantitative Easing » et d'une nouvelle expansion du bilan de la Fed.

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



L'inflation sous jacente, déjà largement inférieure à l'objectif moyen terme de la Fed, continue de

ralentir. Tout ce qui peut orienter les anticipations d'inflation à la hausse devient bon à prendre...

## MARCHÉ OBLIGATAIRE TOUJOURS BIEN ORIENTÉ

### Marché monétaire

Aucun changement de taux directeurs pour les grandes banques centrales. La reprise économique est trop molle, la révision en baisse de la croissance aux USA ne permet pas de hausse de taux dans un futur proche. La Fed a annoncé lors de sa dernière réunion la mise en place rapide de nouvelles mesures de soutien à l'économie, dont probablement des rachats de titres obligataires dès le mois de novembre : l'objectif étant de relancer les anticipations inflationnistes pour baisser les taux réels et stimuler la croissance.

La banque d'Angleterre maintient son programme de rachat d'actifs et pourrait injecter des liquidités rapidement.

La BCE juge toujours son taux approprié à 1% étant donné la modération de la reprise et le niveau actuel de l'inflation. Sa politique devrait rester accommodante.

Sur le marché interbancaire français, la volatilité s'accroît. Les liquidités de la BCE diminuent légèrement en raison de la meilleure santé financière des banques et devraient continuer à baisser. L'EONIA remonte en conséquence et pourrait rejoindre le taux de refinancement de la BCE. Il est aujourd'hui à 0,74% après un pic à 0,88% fin septembre. De son côté l'Euribor 3 mois

monte depuis début octobre pour atteindre presque 1% aujourd'hui, mais pour des raisons techniques de bilan de fin d'année.

Les émetteurs reviennent sur les marchés des TCN, et proposent des taux en légère hausse ce qui permet aux fonds monétaires de retrouver un minimum de rentabilité.

### Marché obligataire

Les taux des emprunts d'Etat sont à peu près stables d'un mois sur l'autre en France (l'OAT 10 ans est à 2,7%) et devraient remonter dès lors que la conjoncture confirmera son amélioration et que l'inflation se redressera. Les spreads, eux, continuent à se resserrer car les investisseurs recherchent une meilleure rentabilité que l'on ne trouve plus sur les emprunts d'Etats français, encore moins sur les emprunts allemands. Ils acceptent à nouveau de prendre un peu plus de risque. Les émissions de la catégorie spéculative augmentent fortement en 2010. Les investisseurs sont de plus en plus attirés par cette classe d'actif, qui présente du potentiel pour l'année à venir.

Les emprunts grecs connaissent une amélioration de leur situation, la dernière adjudication a été demandée pour 4,2 fois l'offre, avec des taux en baisse de 0,3%.

En France les taux courts devraient rester durablement bas. Les taux longs pourraient remonter avec la reprise, mais pas dans l'immédiat car l'inflation est toujours très basse. Les spreads

devraient rester orientés à la baisse tant que le marché obligataire attire les capitaux et que l'afflux de liquidité se détourne du monétaire, trop peu rentable.

## LA PRESSION BAISSIÈRE SUR LE DOLLAR NE SE DÉMENT PAS

---

En un mois, l'euro a regagné près de 10% contre le dollar et 3,5% contre un panier de devises à désormais 1,40\$ (vs 1,28). La hausse est plus significative encore si l'on se réfère au point bas de début juin. Pour autant, les problèmes structurels de l'Europe n'ont pas disparu même si la crise de la dette souveraine s'est apaisée.

La hausse récente de l'euro s'est déroulée parallèlement aux décisions prises par plusieurs grandes banques centrales. Le Japon est intervenu sur le marché des changes pour vendre du yen le 15 septembre dernier et vient d'assouplir sa politique monétaire en baissant son taux directeur au jour le jour et en s'engageant sur un programme de rachat d'actifs de 43Mds€. Les USA ont intensifié leur pression sur la Chine pour obtenir une appréciation du yuan pendant que la Fed préparait les marchés à une seconde vague d'assouplissement quantitatif, sans doute dès le 3 novembre. Le RU, par la voie de la Banque d'Angleterre a laissé comprendre qu'il n'écartait pas la possibilité de réactiver un programme d'assouplissement quantitatif. Plusieurs pays émergents ont suivi et se sont joints aux manipulations monétaires dont le Brésil, Taiwan, la Corée du Sud, Singapour. L'Europe à l'inverse est restée silencieuse sur le sujet. En d'autres termes, la hausse récente de l'euro ou plutôt la pression baissière sur le dollar ne serait que le reflet des écarts de politiques monétaires présents et

anticipés entre zone euro et reste du monde : normalisation progressive de la politique monétaire pour la BCE, assouplissement monétaire pour de nombreux pays dont les USA pour qui un nouveau « Quantitative Easing » est attendu début novembre.

Mais les problèmes demeurent en Europe. Les tensions restent fortes sur la périphérie de la zone euro (Irlande, Espagne), les perspectives de croissance sont fragiles, par ailleurs marquées par l'effet restrictif des politiques budgétaires en place. Et l'appréciation de la devise, à mesure qu'elle se poursuit, ne fera que peser sur les perspectives de croissance et d'inflation de la zone : une hausse de l'ordre de 5% de l'euro équivaldrait ainsi à un resserrement monétaire de près de 50pb.

Là est tout le problème, l'euro se présentant à ce stade comme la variable d'ajustement dans ce qui pourrait s'apparenter à une « guerre des changes » et, de là, à une « guerre économique ». La réunion du G7 de début octobre a échoué à provoquer un recul de la volatilité des taux de change même s'il est acquis que le FMI sera au cœur d'une procédure prochainement renforcée des taux de change. La balle est désormais dans le camp du G20 de Séoul des 11-12 novembre prochain.

---

## Dollar

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



Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2008



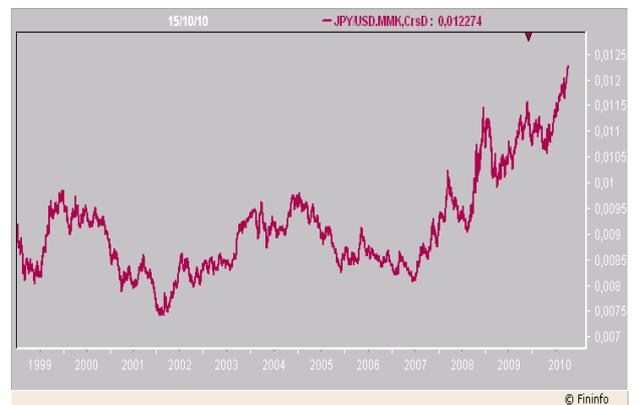
---

## 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

Après un moment d'hésitation conduit par quelques médiocres statistiques US et de nouvelles craintes sur la dette souveraine, les marchés ont reconduit le mouvement de reprise amorcé en septembre, portés par la perspective d'un nouvel assouplissement quantitatif de la Fed.

La hausse est générale sur l'ensemble des marchés qui repassent positifs dans leur grande majorité. Sur le marché américain, les indices regagnent 6% à 10% sur la période, désormais proches de leurs plus hauts annuels. Le Dow Jones progresse de 6,5% sur un mois, positif de 5,2% depuis le début

de l'année ; le S&P500 de 6% sur un mois et 5,5% depuis le 1<sup>er</sup> janvier, le Nasdaq de 10% sur un mois et 8,8% sur l'année. Les marchés européens suivent le mouvement en dépit de nouvelles pressions haussières sur l'euro : l'indice DJStoxx600 regagne 3% sur un mois, pratiquement à l'équilibre depuis le 1<sup>er</sup> janvier, le CAC 40 2,7%, en retrait de 2,8% sur l'année, le DAX 4,5%, positif de 9% depuis le début de l'année. Le Nikkei pour sa part, toujours plombé par la force du yen, regagne un modeste 2,8% pour une perte annuelle proche de 10%.

### Indices internationaux au 15/10/2010

Indices	Var. 2009	Clôture 15-oct.-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 10-sept.-10
CAC Mid&Small 190	39,7%	6 805	<b>11,6%</b>	6,0%
Dax Xetra	23,8%	6 492	<b>9,0%</b>	4,5%
Nasdaq	43,9%	2 469	<b>8,8%</b>	10,1%
S&P 500	23,3%	1 176	<b>5,5%</b>	6,0%
Footsie 100	22,1%	5 703	<b>5,4%</b>	3,7%
Dow Jones	19,9%	11 095	<b>5,2%</b>	6,5%
SBF 120	23,7%	2 853	<b>-0,2%</b>	3,1%
DJ STOXX 600	23,3%	273	<b>-0,6%</b>	3,0%
CAC 40	22,3%	3 827	<b>-2,8%</b>	2,7%
Nikkei 225	19,0%	9 500	<b>-9,9%</b>	2,8%

## LES INDICES SECTORIELS : DJEuroSTOXX

La dynamique enclenchée au cours de l'été se poursuit, plutôt en faveur des secteurs cycliques dont l'Automobile (+8%), la Chimie (+9,4%), les Biens et Services industriels (+6%), les Technologiques (+6,6%) mais également en faveur de secteurs solides à bon rendement.

Au total le secteur Automobile confirme sa place en tête de classement avec une progression de

26,4% depuis le début d'année devant les Biens de consommation (+23,7%), très présents dans la zone émergente et les Voyages/Loisirs (+17,3%). Dans le bas du tableau, la Banque reprend la dernière place (-15,8%), précédée des services aux Collectivités (-14,9%) et de la Construction (-12,9%).

---

**Indices sectoriels DJ EuroStoxx au 15/10/2010**

Secteurs	Var. 2009	Clôture 15-oct.-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 10-sept.-10
Automobile & Equipements	17,4%	294	<b>26,4%</b>	8,0%
Biens de consommation	38,7%	388	<b>23,7%</b>	7,1%
Voyages & Loisirs	<b>-1,9%</b>	116	<b>17,3%</b>	7,2%
Distribution	26,6%	321	<b>16,7%</b>	2,2%
Biens & Services industriels	34,8%	447	<b>16,2%</b>	6,0%
Chimie	42,7%	620	<b>12,8%</b>	9,4%
Alimentation & Boisson	38,6%	315	<b>6,7%</b>	0,8%
Technologie	14,4%	227	<b>4,2%</b>	6,6%
Médias	5,3%	161	<b>3,5%</b>	2,4%
Télécommunications	6,5%	414	<b>-1,6%</b>	3,2%
Santé	18,4%	412	<b>-2,2%</b>	3,0%
Assurances	8,6%	155	<b>-3,5%</b>	4,0%
Métaux	53,1%	264	<b>-5,3%</b>	2,6%
Services financiers et foncières	14,7%	226	<b>-5,8%</b>	3,1%
Pétrole & Gaz	18,0%	308	<b>-6,9%</b>	2,2%
Construction & Matériaux	30,9%	252	<b>-12,9%</b>	4,5%
Services aux collectivités	<b>-0,8%</b>	333	<b>-14,9%</b>	<b>-0,8%</b>
Banques	48,9%	185	<b>-15,8%</b>	<b>-3,1%</b>

---

# ANALYSE GRAPHIQUE

## DEUX PAS EN AVANT, UN PAS EN ARRIÈRE (CAC 40 : 3827)



Supports

- MM7 : 3780
- MM20 : 3760
- MM200 (Bas du 2<sup>ème</sup> canal) : 3720
- MM50 : 3680
- Bas du 3<sup>ème</sup> canal : 3620
- Ancien support long : 3500

Résistances

- Haut du 2<sup>ème</sup> canal : 3830
- Haut du 1<sup>er</sup> canal : 3900
- Ancienne résistance : 3980
- Plus haut récent : 4080

Depuis près de 2 mois, une construction haussière des marchés se dessine sans pour autant être validée par un accroissement des volumes, ce qui nous rend perplexe à court terme mais confiant à l'horizon de quelques mois.

29 valeurs du CAC 40 sont en configuration positive, encore un peu court pour être franchement positif sur l'ensemble de l'indice. Un déplacement récent et notable vers nos belles oubliées du marché à gros dividendes contre une pression accrue sur le secteur financier est de bon augure pour l'avenir.

Un recentrage des zones d'intérêts sur des valeurs solides à haut rendement contre des phénomènes

spéculatifs ou de rattrapage ne peut que profiter au marché. Cette année de transition semble se terminer sur une bonne base pour construire sur ce concept. Dès à présent, nous bâtissons nos positions en restant à l'écart du reste de la côte, beaucoup trop sensible.

L'année 2011 devrait être celle du réveil de nos belles endormies. Une rotation sectorielle s'impose de manière flagrante, compte tenu de taux longs beaucoup trop bas, ne la ratons pas !

Exit, financières, cycliques et automobiles pour l'instant, investissons désormais lourd et long, ce devrait être le pari gagnant des prochains mois.

---

# SYNTHESE

---

## LA FED PRÊTE A PASSER L'ACTE

---

Le mouvement de reprise des marchés boursiers amorcé en septembre dernier semble s'amplifier au fur et à mesure que l'annonce par la Fed de nouvelles mesures de rachats de titres se rapproche.

La problématique du ralentissement de milieu de cycle est loin d'être épuisée : le marché du travail s'est structurellement détérioré aux USA, le chômage de longue durée s'installe, les divergences de performances s'accroissent au sein de la zone euro, renforcent les défaillances institutionnelles et compliquent les choix de politique économique, la stabilisation de la dette des Etats devient une contrainte de moyen terme.

Pour autant, tout n'est pas négatif. Les banques qui ont réussi les stress tests ne présentent plus de risque de solvabilité aux yeux des autorités monétaires, le marché de l'immobilier américain se stabilise, la situation financière du secteur privé s'assainit, les ménages américains ont absorbé le choc patrimonial et commencent à se désendetter, la rentabilité des entreprises du secteur non financier se redresse très nettement, la dynamique émergente n'est pas remise en cause même si, à ce stade, la priorité de certains pays dont la Chine est à un ralentissement contrôlé et graduel de la croissance.

Le rythme de la croissance mondiale va ralentir, le consensus doit corriger son excès d'optimisme. De fait, les anticipations de croissance ont commencé à s'effriter au niveau global après freinage de l'économie US au T2 ; un mouvement qui devrait se poursuivre encore quelques mois pour converger vers des niveaux de croissance plus modérés mais plus soutenables : la croissance sera très faible au S2 aux USA et largement inférieure à son potentiel ce qui pèsera sur les chiffres 2010 et 2011 ; elle restera faible également en Europe qui devra combiner avec la réduction de ses déficits sans compter la force retrouvée de l'euro ; elle ralentira en Chine. Mais il n'est pas question de récession à ce stade d'autant qu'à défaut de reprise, les banques centrales devraient de nouvelles mesures non conventionnelles ; la détermination de la Fed à peser sur le cycle économique en étant la plus belle expression, quitte à prolonger une situation exceptionnelle...

La probabilité de nouveaux chocs reste forte mais les mesures prises par les pays développés en réduisent le risque. Les indicateurs économiques resteront mitigés mais les attentes ont commencé à se recalibrer. Les marges des entreprises resteront élevées au T3 avec une probabilité de déception modérée et un faible risque d'ajustement des PER à court terme. L'impact des consolidations budgétaires est un danger mais pas dans l'immédiat. La menace inflationniste est inexistante et les politiques monétaires durablement accommodantes. Les liquidités sont abondantes, les multiples de valorisations modestes et toujours inférieures aux moyennes historiques. Les opérations de fusions/acquisition sont en forte augmentation.

Au total, les conditions actuelles semblent suffisamment favorables aux actions pour que la hausse se poursuive à court terme même si nous pensons le potentiel nécessairement limité par les risques sur les prévisions 2011. Nous pensons en revanche opportun de transiter vers plus de sécurité en privilégiant les sociétés de qualité à bon rendement et en tirant profit de la hausse actuelle pour réduire l'exposition aux secteurs les plus cycliques et les plus exposés au risque d'ajustement (Lettre Mensuelle septembre).



STATISTIQUES

SBF 250

Source : FU Reuters  
Cours de clôture (15 octobre 2010)

## Performances

SBF 120 : -0,2%

### Les plus élevées

Société	Cours au 15-oct.-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Hermes International	180,35	<b>93,3%</b>	183,4	91,8
Zodiac Aerospace	48,31	<b>65,8%</b>	53,4	22,2
Arkema	42,85	<b>64,8%</b>	43,4	23,7
SEB	65,20	<b>64,2%</b>	66,1	36,3
Ipsos	32,80	<b>55,0%</b>	34,6	19,9
Rhodia	19,10	<b>51,5%</b>	19,9	9,3
Safran	19,93	<b>45,6%</b>	23,9	10,7
LVMH	111,90	<b>42,8%</b>	112,4	68,1
PPR	119,20	<b>41,5%</b>	120,5	72,5
Bureau Veritas	51,34	<b>41,0%</b>	52,4	31,7
Remy Cointreau	49,69	<b>39,6%</b>	52,8	32,3
Valeo	34,22	<b>39,5%</b>	35,0	17,7
Legrand	26,72	<b>37,2%</b>	27,4	18,0
Rexel	13,98	<b>37,1%</b>	14,0	8,6
Ingenico	21,27	<b>31,7%</b>	22,2	15,0

### Les plus faibles

Société	Cours au 15-oct.-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
NicOx	2,51	<b>-57,0%</b>	8,5	2,1
Ipsen	25,01	<b>-35,5%</b>	42,2	23,9
Technicolor	4,73	<b>-35,0%</b>	11,3	3,7
Lafarge	41,82	<b>-27,7%</b>	66,6	35,6
Alstom	36,07	<b>-26,5%</b>	55,1	35,4
Soitec	7,36	<b>-26,4%</b>	12,5	6,5
EDF	30,80	<b>-25,9%</b>	42,8	30,1
Sechilienne-Sidec	21,21	<b>-25,2%</b>	31,2	20,0
CNP Assurances	14,00	<b>-17,4%</b>	18,9	12,9
Thales	29,74	<b>-17,3%</b>	36,0	25,0
AXA	13,73	<b>-17,0%</b>	19,4	11,5
Ubisoft Entertainment	8,30	<b>-16,3%</b>	13,6	6,1
Maurel & Prom	10,67	<b>-15,8%</b>	15,1	8,5
EDF Energies Nouvell	30,51	<b>-15,3%</b>	39,2	26,8
Altran Technologies	3,16	<b>-15,2%</b>	4,5	2,6

## Potentiels

### Les plus élevées

Société	Cours au 15-oct.-10	Objectif consensus	Potentiel
STMicroelectronics	5,65	9,4	<b>66,0%</b>
Sechilienne-Sidec	21,21	29,3	<b>38,3%</b>
EDF	30,80	42,4	<b>37,7%</b>
AXA	13,73	18,7	<b>36,5%</b>
Ipsen	25,01	34,1	<b>36,4%</b>
Medica	13,22	17,9	<b>35,0%</b>
CNP Assurances	14,00	18,7	<b>33,2%</b>
Technicolor	4,73	6,2	<b>30,2%</b>
Vinci	39,38	50,4	<b>28,1%</b>
Soitec	7,36	9,4	<b>27,7%</b>
Societe Generale	41,52	52,8	<b>27,2%</b>
BNP Paribas	52,08	66,2	<b>27,0%</b>
Alstom	36,07	45,4	<b>25,7%</b>
Suez Environnement	13,74	17,2	<b>25,4%</b>
EDF Energies Nouvelles	30,51	38,1	<b>24,8%</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 15-oct.-10	Objectif consensus	Potentiel
Hermes International	180,35	108,8	<b>-39,7%</b>
Fonciere des Regions	80,33	70,4	<b>-12,4%</b>
SILIC	98,63	89,3	<b>-9,5%</b>
Derichebourg	3,46	3,2	<b>-9,0%</b>
Gecina	87,40	79,8	<b>-8,7%</b>
Mercialys	30,52	28,0	<b>-8,4%</b>
Eramet	240,30	222,5	<b>-7,4%</b>
NicOx	2,51	2,3	<b>-6,8%</b>
Eurofins Scientific	44,37	42,1	<b>-5,0%</b>
Klepierre	29,02	27,8	<b>-4,2%</b>
Mersen	32,05	30,8	<b>-4,0%</b>
Remy Cointreau	49,69	47,9	<b>-3,7%</b>
Arkema	42,85	41,3	<b>-3,6%</b>
Air Liquide	94,16	91,1	<b>-3,3%</b>
Icade	81,10	78,7	<b>-3,0%</b>

## PER

SBF 120 :

PER 2010e: 14,2x

PER 2011e: 12,9x

### Les plus élevés

Société	Cours au 15-oct.-10	PER 2010e	PER 2011e
Hermes International	180,35	47,84	<b>42,64</b>
Icade	81,10	30,26	<b>30,49</b>
Accor	29,38	31,26	<b>25,11</b>
AREVA	325,00	35,56	<b>24,94</b>
Eurofins Scientific	44,37	41,08	<b>23,11</b>
Mercialys	30,52	25,86	<b>22,78</b>
Stallergenes	63,15	26,87	<b>22,55</b>
JCDecaux	20,32	28,62	<b>20,95</b>
CGG Veritas	18,15	67,22	<b>20,63</b>
Aéroports de Paris	63,40	21,56	<b>20,06</b>
Essilor International	49,23	22,48	<b>19,69</b>
LVMH	111,90	22,03	<b>19,29</b>
L'Oreal	84,00	20,95	<b>18,96</b>
Dassault Systemes	51,65	22,07	<b>18,85</b>
Remy Cointreau	49,69	21,70	<b>18,54</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 15-oct.-10	PER 2010e	PER 2011e
Wendel	53,60	7,94	<b>5,76</b>
PSA Peugeot Citroen	27,88	7,41	<b>6,15</b>
Sequana	10,50	7,39	<b>6,25</b>
Credit Agricole	11,47	10,33	<b>6,55</b>
CNP Assurances	14,00	7,29	<b>6,60</b>
STMicroelectronics	5,65	8,31	<b>6,73</b>
Renault	39,23	8,42	<b>6,86</b>
Rhodia	19,10	7,89	<b>6,87</b>
AXA	13,73	8,58	<b>6,90</b>
Societe Generale	41,52	8,95	<b>6,97</b>
BNP Paribas	52,08	8,20	<b>7,25</b>
Sanofi-Aventis	50,47	7,47	<b>7,56</b>
Derichebourg	3,46	14,42	<b>7,69</b>
TOTAL	39,19	8,39	<b>7,76</b>
SCOR	18,14	9,26	<b>7,79</b>

## PEG

### Les plus élevés

Société	Cours au 15-oct.-10	PEG 2010e	PEG 2011e
Klepierre	29,02	29,09	<b>29,71</b>
Hermes International	180,35	4,10	<b>3,66</b>
Fonciere des Regions	80,33	3,72	<b>3,64</b>
Metropole TV	17,67	3,61	<b>3,37</b>
Vivendi	20,60	3,22	<b>3,16</b>
Aéroports de Paris	63,40	2,69	<b>2,50</b>
Neopost	58,26	2,59	<b>2,46</b>
Mercialys	30,52	2,67	<b>2,35</b>
Icade	81,10	2,30	<b>2,32</b>
Vinci	39,38	2,08	<b>1,99</b>
BIC	61,44	2,05	<b>1,92</b>
L'Oreal	84,00	2,03	<b>1,84</b>
Air Liquide	94,16	1,92	<b>1,74</b>
BioMerieux	74,74	1,75	<b>1,59</b>
Suez Environnement	13,74	1,69	<b>1,57</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 15-oct.-10	PEG 2010e	PEG 2011e
Club Mediterranee	13,60	1,02	<b>0,03</b>
CGG Veritas	18,15	0,45	<b>0,14</b>
Derichebourg	3,46	0,27	<b>0,14</b>
Credit Agricole	11,47	0,26	<b>0,16</b>
Maurel & Prom	10,67	0,32	<b>0,17</b>
Wendel	53,60	0,26	<b>0,19</b>
PSA Peugeot Citroen	27,88	0,23	<b>0,19</b>
Altran Technologies	3,16	0,35	<b>0,19</b>
Faurecia	19,52	0,30	<b>0,20</b>
Renault	39,23	0,28	<b>0,23</b>
Thales	29,74	0,41	<b>0,23</b>
Bourbon	32,52	0,39	<b>0,24</b>
Vallourec	78,37	0,41	<b>0,25</b>
Eramet	240,30	0,37	<b>0,26</b>
Nexans	53,13	0,44	<b>0,26</b>

## VE / CA

### Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
Mercialys	2 799	<b>19,09</b>	17,13
Fonciere des Regions	4 293	<b>17,91</b>	17,96
SIUC	1 706	<b>16,65</b>	15,68
Gecina	5 324	<b>16,43</b>	16,14
Unibail-Rodamco	13 588	<b>15,11</b>	14,72
Klepierre	5 418	<b>14,18</b>	13,70
Eurotunnel	3 231	<b>9,01</b>	8,07
Hermes International	18 966	<b>8,10</b>	7,45
Eutelsat	6 133	<b>7,60</b>	7,04
Icade	4 152	<b>4,77</b>	4,75
Stallergenes	835	<b>3,87</b>	3,47
Maurel & Prom	1 229	<b>3,87</b>	2,58
NicOx	181	<b>3,79</b>	3,91
Sechillienne-Sidéc	603	<b>3,73</b>	3,31
Pagesjaunes	2 242	<b>3,66</b>	3,56

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
Bull	415	<b>0,12</b>	0,12
EADS	14 311	<b>0,19</b>	0,18
Sequana	517	<b>0,26</b>	0,26
Faurecia	2 149	<b>0,27</b>	0,26
Nexans	1 493	<b>0,33</b>	0,32
Alcatel-Lucent	5 966	<b>0,33</b>	0,32
Carrefour	26 398	<b>0,36</b>	0,34
CNP Assurances	8 286	<b>0,37</b>	0,35
Valeo	2 577	<b>0,38</b>	0,36
Casino	7 347	<b>0,40</b>	0,37
Alstom	10 597	<b>0,42</b>	0,42
Altran Technologies	453	<b>0,44</b>	0,42
AXA	31 079	<b>0,44</b>	0,42
Thales	5 808	<b>0,46</b>	0,45
Bouygues	11 382	<b>0,46</b>	0,45

## VE / EBITDA

### Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
AREVA	11 519	<b>30,8</b>	14,1
Hermes International	18 966	<b>26,2</b>	23,6
Mercialys	2 799	<b>22,1</b>	19,9
Icade	4 152	<b>20,9</b>	18,9
Gecina	5 324	<b>20,8</b>	20,3
Fonciere des Regions	4 293	<b>19,2</b>	19,0
SIUC	1 706	<b>18,4</b>	17,3
Eurotunnel	3 231	<b>18,4</b>	16,0
Unibail-Rodamco	13 588	<b>17,2</b>	16,2
Klepierre	5 418	<b>16,4</b>	15,5
Remy Cointreau	2 491	<b>15,8</b>	13,9
Stallergenes	835	<b>15,6</b>	13,3
Medica	633	<b>14,9</b>	13,1
Orpea	1 295	<b>14,6</b>	12,6
L'Oreal	49 237	<b>13,2</b>	12,2

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
Ubisoft Entertainment	783	<b>1,9</b>	2,3
STMicroelectronics	5 012	<b>2,8</b>	2,6
EADS	14 311	<b>2,9</b>	2,4
Bull	415	<b>3,0</b>	2,7
Valeo	2 577	<b>3,4</b>	3,3
Rhodia	1 923	<b>3,6</b>	3,4
TOTAL	87 573	<b>3,7</b>	3,4
Bouygues	11 382	<b>4,1</b>	3,9
Vivendi	25 321	<b>4,3</b>	4,2
Faurecia	2 149	<b>4,4</b>	3,9
Arkema	2 626	<b>4,6</b>	4,4
Nexans	1 493	<b>4,6</b>	3,7
Alstom	10 597	<b>4,7</b>	4,6
Atos Origin	2 427	<b>4,8</b>	4,4
Alcatel-Lucent	5 966	<b>4,9</b>	3,5

## Gearing

### Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Wendel	2 661	<b>901%</b>
Medica	633	<b>612%</b>
Faurecia	2 149	<b>544%</b>
Eiffage	3 230	<b>481%</b>
Derichebourg	586	<b>449%</b>
Klepierre	5 418	<b>321%</b>
Fonciere des Regions	4 293	<b>223%</b>
EDF Energies Nouvelles	2 357	<b>205%</b>
Orpea	1 295	<b>203%</b>
Veolia Environnement	9 703	<b>201%</b>
PSA Peugeot Citroen	6 325	<b>175%</b>
Eurazeo	2 931	<b>170%</b>
SILIC	1 706	<b>169%</b>
Sechillienne-Sidéc	603	<b>168%</b>
Eutelsat	6 133	<b>168%</b>

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Technip	6 566	<b>-66%</b>
Dassault Systemes	6 106	<b>-59%</b>
EADS	14 311	<b>-57%</b>
Metropole TV	2 270	<b>-57%</b>
Alstom	10 597	<b>-43%</b>
Eramet	6 348	<b>-41%</b>
Cap Gemini	5 825	<b>-30%</b>
Hermes International	18 966	<b>-29%</b>
Gemalto	2 536	<b>-28%</b>
BIC	2 982	<b>-23%</b>
Alcatel-Lucent	5 966	<b>-22%</b>
Ipsen	2 077	<b>-19%</b>
Havas	1 512	<b>-12%</b>
Vallourec	8 938	<b>-11%</b>
Ubisoft Entertainment	783	<b>-10%</b>

## Rendements

### Les plus élevés

Société	Cours au 15-oct.-10	DIV 2011e	Rdmt 2010e	Rdmt 2011e
Unibail-Rodamco	148,80	8,21	<b>9,7%</b>	5,5%
France Telecom	16,61	1,4	<b>8,4%</b>	8,4%
Pagesjaunes	8,01	0,65	<b>7,7%</b>	8,1%
Icade	81,10	3,36	<b>7,3%</b>	4,1%
Vivendi	20,60	1,4	<b>6,8%</b>	6,8%
Neopost	58,26	3,82	<b>6,5%</b>	6,6%
TOTAL	39,19	2,42	<b>5,9%</b>	6,2%
Veolia Environnemen	20,11	1,22	<b>5,9%</b>	6,1%
Fonciere des Regions	80,33	4,86	<b>5,9%</b>	6,1%
GDF Suez	27,82	1,58	<b>5,6%</b>	5,7%
SCOR	18,14	1,09	<b>5,6%</b>	6,0%
Nexity	28,91	1,33	<b>5,5%</b>	4,6%
CNP Assurances	14,00	0,82	<b>5,5%</b>	5,9%
Natixis	4,36	0,27	<b>5,3%</b>	6,2%
Metropole TV	17,67	0,92	<b>5,1%</b>	5,2%

## ROE

### Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Bureau Veritas	5 561	<b>61,5%</b>
Faurecia	2 149	<b>56,1%</b>
Iliad	4 384	<b>34,8%</b>
Stallergenes	835	<b>30,3%</b>
Neopost	1 842	<b>30,2%</b>
Wendel	2 661	<b>29,0%</b>
Alstom	10 597	<b>24,6%</b>
Medica	633	<b>23,9%</b>
Hermes International	18 966	<b>22,1%</b>
Eutelsat	6 133	<b>21,5%</b>
SEB	3 095	<b>20,8%</b>
BioMerieux	2 947	<b>20,7%</b>
Valeo	2 577	<b>20,5%</b>
TOTAL	87 573	<b>19,9%</b>
Bull	415	<b>19,7%</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)