

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

16 NOVEMBRE 2010

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



■ ECONOMIE	3 - 9
■ INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS DJEUROSTOXX	10 - 11
■ ANALYSE GRAPHIQUE	12 - 13
■ SYNTHÈSE	14
■ STATISTIQUES SBF 120	15 - 20

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.

LA CROISSANCE RÉSISTE

➤ Aux USA, le bilan du mois écoulé est plutôt positif. Certes la croissance de 2% du PIB pour le T3 fait partie du passé, mais elle est rassurante en affichant une croissance tirée par la consommation privée (+2,6%) et en ligne avec un scénario de reprise molle de l'économie. De même, l'enquête ISM du mois d'octobre sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier s'est redressée plus vite qu'attendu, soutenue par la demande étrangère, elle-même stimulée par la faiblesse du dollar ; l'enquête menée auprès des secteurs non manufacturiers s'est également améliorée, effaçant dans le même temps sa chute du mois d'août. Et les bonnes surprises ne s'arrêtent pas là : le marché de l'immobilier digère l'expiration du crédit d'impôt et donne des signes de stabilisation avec des ventes de logements neufs et anciens en net rebond depuis deux mois (+10% et +6,6%); le moral des ménages cesse de se dégrader avec un indice de confiance du Conférence Board en progression ; les gains de productivité restent soutenus au T3. Enfin et surtout le rapport sur l'emploi du mois d'octobre s'est avéré meilleur que prévu avec 159 000 créations nettes d'emplois dans le secteur privé en dépit d'un taux de chômage stable à 9,6%.

La croissance est moins forte qu'il y a quelques mois mais elle résiste et s'affiche conforme à un scénario de reprise molle de l'économie américaine. S'agissant du nouveau plan de soutien de la Fed à l'économie, les opinions sont partagées sur son efficacité : beaucoup, y compris au sein de la Fed, pensent qu'il pourrait plus contribuer à la hausse du prix des actifs physiques qu'influencer les perspectives de croissance à court terme. En tout état de cause, son impact sur l'économie réelle reste très incertain ce que traduit l'évolution récente du consensus des économistes sur la croissance US pour 2011, révisée en baisse de +2,5% à +2,4%.

➤ Les données sont plus mitigées en zone euro, traduisant en particulier de fortes divergences d'un pays à l'autre. Si l'indicateur du sentiment économique a progressé de 0,9 point en octobre à 104,1 et si la majorité des pays ont connu une amélioration de la confiance, des divergences fortes persistent au sein de la zone : la France a

enregistré la plus forte hausse, les pays de la périphérie la moins bonne avec une timide amélioration en Grèce mais une nette détérioration du climat des affaires en Espagne et au Portugal. De même, les enquêtes PMI pour l'ensemble de la zone euro ont reculé et réaffirmé que les écarts de croissance au sein de la zone euro restent forts avec d'un côté un groupe mené par l'Allemagne (avec l'Autriche, la Belgique, la Finlande) qui devrait enregistrer une croissance supérieure à la moyenne, de l'autre les pays qui font face à des finances publiques sous pression. De fait, l'Irlande se prépare à un plan d'austérité d'une extrême rigueur visant une réduction de 15Mds€ de ses dépenses et un déficit budgétaire de 3% en 2014 ; le Portugal un plan d'austérité portant sur une hausse de la fiscalité et un gel des embauches de la fonction public avec pour objectif un déficit budgétaire de 4,6% en 2013; l'Espagne un plan d'austérité de 80Mds€ d'ici 2013 ; la Grèce un programme visant une baisse du déficit public de 11 points en 5 ans et un déficit sous la barre des 3% en 2014. De son côté le taux de chômage s'est établi à 10,1% de la population active en septembre (+0,1%) avec 15,9 millions de chômeurs et là encore un écart important entre pays du centre (France 10%, Allemagne 6,7%) et ceux de la périphérie (Espagne 20,8%, Irlande 14,1%, Grèce >12%).

Avec une croissance de 0,7% de son PIB pour le T3 (vs +2,3%/T2), l'Allemagne continue de tirer l'activité de la zone euro, en progression de 0,4% au T3 (vs +1%/T2). Mais l'effet d'entraînement est de plus en plus faible alors que l'appréciation de l'euro et le renforcement des mesures d'austérité budgétaire viendront peser sur l'activité de fin 2010.

➤ En Chine, le PIB réel a progressé de 9,6% sur un an au T3 2010 après une croissance de 10,3% au T2 et de 11,7% au T1, donnant l'image d'une économie engagée sur la voie d'un freinage graduel depuis le début de l'année. Durant le trimestre écoulé, l'activité industrielle qui avait ralenti au printemps s'est reprise, en progression de 13,3% en septembre, tout comme les ventes de détail, en hausse de 18,8%. L'inflation en revanche accélère fortement à 4,4% sur un an en

octobre après +3,6% en septembre, en grande partie liée à la hausse du prix des matières premières, notamment alimentaires, un secteur essentiel à la stabilité sociale en Chine. Elle est toujours sous contrôle mais est redevenue au cours de l'année 2010 un sujet de préoccupation pour les autorités comme l'atteste les différentes décisions de resserrement monétaire prises par la banque centrale chinoise sur la période : actions de contrôle administratif, relèvement des taux directeur de 25 pb du mois d'octobre, relèvement d'un demi point des réserves obligatoires des banques à partir du 15 novembre.

Les autorités cherchent à placer l'économie chinoise sur une trajectoire de croissance et d'inflation soutenable pour éviter tout dérapage incontrôlé à la hausse ou à la baisse. Pour l'instant, l'objectif est atteint mais les inquiétudes sur la croissance chinoise pointent.

➤ Dans les pays émergents comme à l'échelle mondiale, le climat des affaires recule depuis plusieurs mois maintenant. Pour autant le FMI, dans ses dernières prévisions chiffrées de début octobre, n'anticipe qu'un tassement modéré de la croissance de la zone. Globalement, l'activité de ces pays croîtrait de 6,4% en 2011 contre 7,1% en 2010. En Asie, la croissance serait encore de 8,4% l'année prochaine grâce aux moteurs chinois (+9,6%) et indien (+8,4%). En Amérique Latine, la

croissance passerait de 5,7% à 4%. Parmi les principaux risques néanmoins évoqués, une forte hausse du prix des biens alimentaires qui pourrait lourdement peser sur le pouvoir d'achat des ménages de la zone.

L'activité économique marque des signes d'essoufflement mais la reprise mondiale n'est pas remise en cause. Aux USA, la croissance est moins forte qu'il y a quelques mois mais elle résiste et s'affiche conforme à un scénario de reprise molle de l'économie américaine. En Europe, l'Allemagne continue de tirer la croissance, mais moins fortement qu'au deuxième trimestre. Dans les pays émergents, la croissance se tasse mais la dynamique reste largement positive, y compris en Chine et devrait le rester.

De fait, les chiffres chinois pour le T3 sont rassurants après le trou d'air du printemps. Il justifie un peu plus de rigueur pour prévenir un possible risque d'inflation mais pas un resserrement brutal qui pourrait remettre en question la dynamique future. C'est ce que craignent les investisseurs pour qui la Chine focalise toutes les attentions : qu'elle soit pour certains un formidable réservoir de croissance ou pour d'autres une source de déstabilisation des grands équilibres mondiaux, notamment au plan monétaire.

PUBLICATIONS TRIMESTRIELLES : BONNE IMPRESSION GÉNÉRALE

La saison de publication des résultats du T3 s'est dans l'ensemble bien déroulée en traduisant une nouvelle révision des chiffres 2010 à la hausse.

En Europe, la hausse est de 0,6 % pour 2010, portée par un effet devises positif et l'impact des premières publications dont celles du secteur automobile ; la révision est en revanche négative de 0,8% pour 2011. Au total, les estimations bénéficiaires ressortent en progression de 46,3% et 38,2% hors financières pour 2010, de 16,9% et 14,3% hors financières pour 2011.

De même aux USA, les chiffres 2010 ont été révisés à la hausse de 1,1% quand ils ont été ajustés à la baisse de 0,6% pour 2011. Les estimations s'affichent en croissance de 41,1% et 27,8% hors financières pour 2010, de 13,5% et 11,2% hors financières pour 2011, avec des niveaux de comparaisons qui deviendront plus difficiles pour plusieurs secteurs dont les

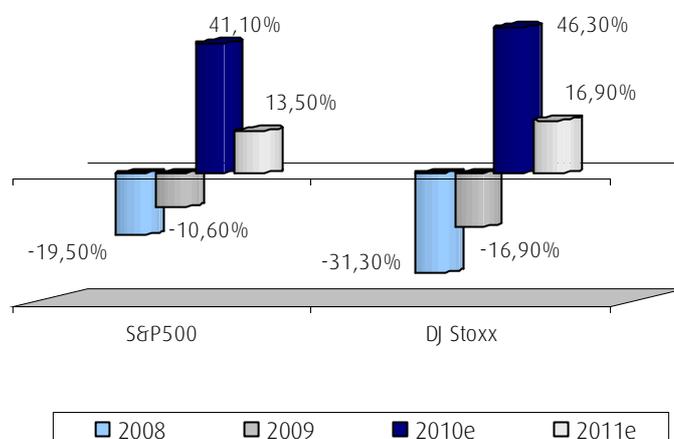
Technologiques, les Services aux Collectivités, l'Industrie et l'Énergie.

Ces chiffres sont clairement rassurants à court terme, même si certains incitent à la prudence (UBS, Arcelor-Mittal, Vestas, SAP, Cisco Systems, Eiffage, Ciment Français). Certes les entreprises font face à une hausse de leurs coûts de production et à une pression forte sur leurs prix de vente mais d'importants gains de productivité permettent d'absorber une partie de ces pressions. Une situation qui devrait s'avérer plus difficile à tenir dans les prochains trimestres compte tenu d'un effet base moins favorable, d'une reprise probable des investissements en marketing et R&D et de nouvelles hausses de prix de revient. En particulier, l'impact des matières premières dont la hausse est encore devant nous devra être appréciée différemment selon les secteurs : plus important pour les sociétés directement confrontées au prix des matières premières ou à faible pricing power (Acier, Matériaux de construction, Télécom, Utilities, Distribution alimentaire), moins important

pour celles situées en aval de la chaîne de production ou disposant d'un fort pricing power

(Luxe, Boisson, Biens consommation courantes, Aéronautique civile..).

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



Les publications du T3 ont été plutôt bonnes et l'impression générale positive, même si les résultats ont parfois traduit une certaine volatilité.

S'ils n'ont que marginalement influencé le marché, largement focalisé sur les décisions de la Fed et le

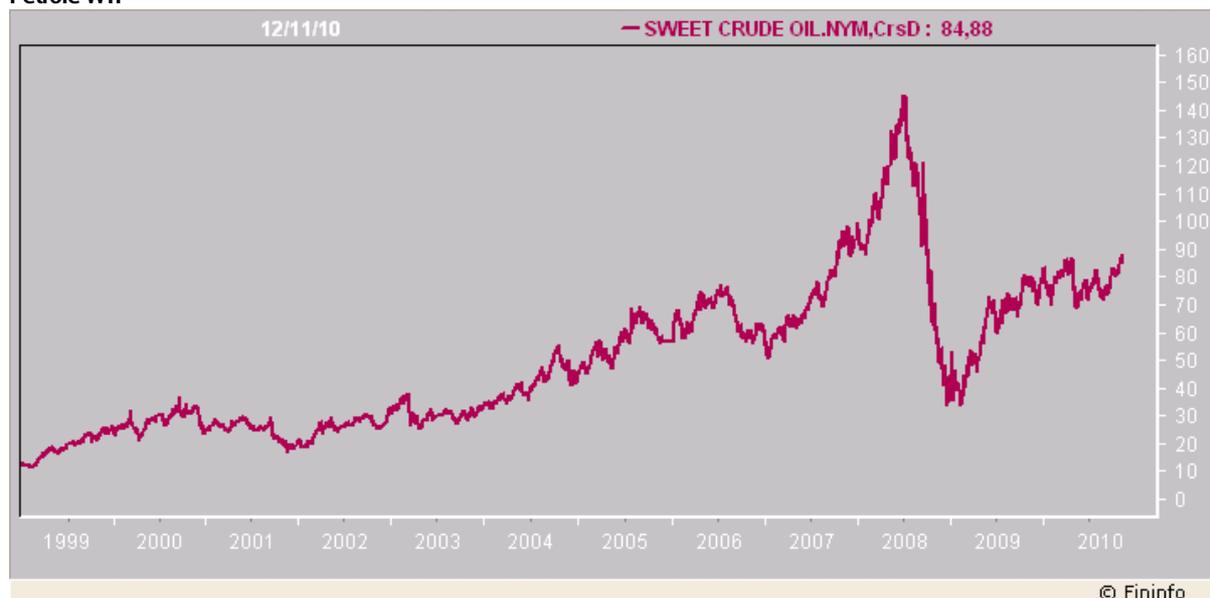
résultat des élections américaines, ils devraient progressivement reprendre un peu de place aux yeux des investisseurs aux côtés des grands indicateurs économiques.

FAIBLE INFLATION DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS MAIS FORTE PRESSION SUR LES MATÉRIAUX DE BASE

Les cours des matières premières connaissent un fort mouvement de hausse depuis plusieurs mois maintenant, qu'il s'agisse des métaux précieux (Or +27% depuis le début de l'année, Argent +54%), des métaux industriels (Cuivre +28,5%) ou des denrées alimentaires (Blé +35%, Sucre +46%, Lait +20%), pour certaines à leurs plus hauts niveaux d'avant crise en 2008. Seul le pétrole reste encore un peu en retrait, à désormais 85\$ le baril (+4% sur un mois, +6,7% sur un an).

Indépendamment des pays émergents qui dictent la tendance en tant que premiers consommateurs de matières premières, les politiques monétaires accommodantes des pays industrialisés favorisent la hausse des cours alors que les principales matières premières sont devenues des actifs financiers au même titre que les actions ou les obligations. Les dernières mesures de Quantitative Easing décidées par la Fed n'ont fait qu'amplifier ce mouvement.

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 largement inférieur à l'objectif moyen terme de la Fed, compris dans une fourchette de 1% à 2%.

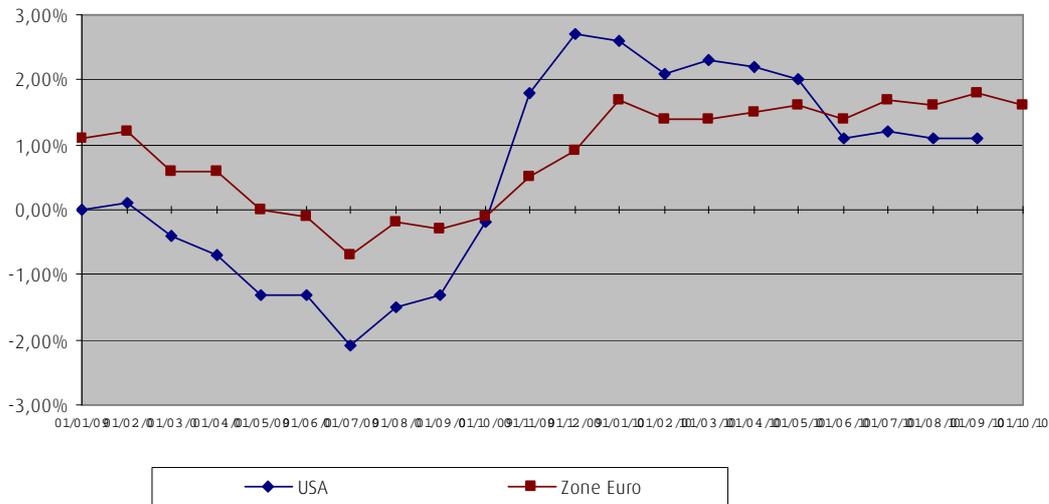
En zone euro, l'indice des prix à la consommation du mois de septembre est ressorti conforme aux attentes, en hausse de 0,2% sur un mois, inchangé par rapport au mois d'août. Sur un an, la hausse des prix s'affiche à 1,8% après 1,6% le mois précédent ; elle s'afficherait à 1,6% en première estimation pour le mois d'octobre. Hors énergie et alimentation, l'indice ressort stable à 1% sur un an.

La faiblesse de l'inflation se confirme dans les pays développés. Les rythmes annuels de hausse des prix sont pratiquement repassés sous les 1% aux

USA et dans la zone euro pour les indices « core », c'est à dire hors alimentation et énergie. Elle devient suffisamment faible pour que l'on s'inquiète d'un risque de déflation, d'où le nouvel assouplissement quantitatif de la Fed qui aura au moins eu des effets positifs immédiats sur les anticipations d'inflation. Le rythme d'inflation devient en revanche non négligeable dans les pays émergents (4,4% en Chine, >8% en Inde), tiré par la hausse du prix des matières premières, mais encore insuffisant à relancer une inflation encore modérée au niveau global.

Cette tendance a tout lieu de se prolonger dans les prochains mois, encore exacerbée par les politiques d'assouplissement quantitatif : croissance modeste et faible inflation dans les pays industrialisés vu l'importance du chômage et l'ampleur des surcapacités actuelles d'une part, forte croissance dans les pays émergents et prix élevés des matières premières d'autre part.

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



Les conditions semblent en place pour que le régime de faible inflation se maintienne dans les pays développés. Pour autant, les effets des hausses récentes des cours des matières premières que pourrait encore amplifier la politique d'assouplissement quantitatif de la Fed ne se sont

pas encore pleinement diffusés dans les économies. Leur impact est pour l'essentiel encore devant nous et sera différent selon les secteurs d'activité.

LE MARCHÉ OBLIGATAIRE SOUTENU PAR LA FED

Politiques des banques centrales : L'objectif de la Fed est de conserver des taux bas sur l'ensemble de la courbe afin de favoriser l'investissement et la consommation dans un contexte de croissance molle et d'inflation trop basse. Il est clair qu'elle fera tout pour y arriver. Pour cela elle agit sur deux tableaux :

- les taux courts, en laissant entendre que ses taux directeurs resteront bas (entre 0 et 0,25%) pour une période prolongée,
- les taux longs, la Fed ayant annoncé début novembre la mise en place d'un deuxième programme d'achat d'obligations du trésor à échéance 5/6 ans pour 600Mds\$ d'ici fin juin 2011, en plus des réinvestissements de tombées de titres en portefeuilles pour 250 à 300Mds\$. La taille du programme peut être modifiée en fonction de l'environnement financier. Son 1er programme, commencé au printemps 2009, avait porté sur 1 500Mds\$ d'actifs. Cette stratégie est controversée, certains s'inquiétant des effets inflationnistes d'une augmentation inhabituelle du bilan de la banque centrale et de la baisse du dollar.

La banque d'Angleterre a également déclaré qu'elle souhaitait stimuler son économie par un assouplissement quantitatif. La BCE, à l'inverse des américains, n'a pas renoncé à sa stratégie progressive de sortie de crise mais sa politique devrait rester accommodante. L'Australie et l'Inde ont, quant à elles, augmenté leurs taux de 0,25% pour les porter à respectivement 4,75% et 6,25%.

Sur le marché monétaire l'EONIA est monté à 0,69% en moyenne sur octobre pour clôturer à 0,79% le 12 novembre. De même l'Euribor 3 mois s'est apprécié à 0,997% en moyenne sur octobre pour se situer à 1,05% le 12 novembre. Nous profitons donc d'une petite amélioration des taux offerts sur les TCN, mais ceux-ci sont encore trop bas pour attirer à nouveau les capitaux.

Tensions sur les pays périphériques : Les banques irlandaises connaissent des difficultés de refinancement et les taux à 10 ans irlandais sont montés au plus haut depuis 13 ans (8,9% le 11 novembre). La tension s'accroît aussi sur les spreads de la Grèce et du Portugal : en ce début novembre, le 10 ans portugais se situe à 6,24% et

le 10 ans grec à 10,8%, à comparer à l'Allemagne, autour de 2,46%. En effet, la probabilité d'une restructuration des dettes de ces pays augmente : à 5 ans, elle dépasse 45% pour l'Irlande et 37% pour le Portugal.

Marché obligataire : Le marché obligataire sera soutenu par les achats de la Fed jusqu'à juin 2011, ce qui garantit l'alimentation du marché en liquidités et décale les anticipations de resserrement monétaire. La faiblesse du rendement sur le monétaire et les emprunts d'état oriente l'afflux de liquidités sur les corporates

offrant de meilleurs rendements. D'où une baisse des spreads qui se confirme ce mois-ci et devrait se poursuivre quelques mois. Le dernier panel Agefi ne contient plus aucune prévision à la hausse des spreads : les investisseurs sont devenus enfin plus confiants sur le crédit.

Les Etats-Unis soutiennent les marchés obligataires grâce à leurs achats massifs, empêchant les taux de remonter. Les taux monétaires sont toujours bas, d'où un transfert des liquidités sur les obligations plus risquées : les corporates et les obligations des pays émergents.

LA VOLATILITÉ DES CHANGES, UNE MENACE POUR LA REPRISE MONDIALE

Après l'annonce du QE2, le dollar a connu, sans vraie surprise, un nouvel accès de faiblesse contre euro à 1,42\$.

Il a en revanche rapidement repris de la hauteur pour revenir sur des niveaux du 1,36\$ après de bonnes nouvelles sur l'emploi américain et le solde du déficit commercial, alors que les inquiétudes quand au risque souverain et au financement des pays les plus faibles de la zone euro, notamment l'Irlande mais aussi le Portugal et la Grèce, reprenaient de l'importance.

En tout état de cause, le contraste entre les décisions des Banques centrales (QE2 de la Fed par opposition à la hausse des taux de la banque centrale d'Australie et au statut quo annoncé en zone euro, Royaume-Uni et Japon) maintient une pression baissière sur le dollar et des tensions sur plusieurs devises développées et émergentes.

Une pression qui porte en elle plusieurs risques : 1- accroître les tensions et récriminations à l'égard des USA, accusés de mener une politique d'affaiblissement de leur monnaie, 2- engendrer une plus grande volatilité des changes, laquelle se nourrit des incertitudes, préjudiciable au commerce mondiale, 3- alimenter la hausse des prix des

matières premières industrielles et agricoles avec des conséquences non négligeables sur le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, 4- provoquer un afflux de capitaux dans les pays émergents au risque de les déstabiliser et de les inciter à prendre des mesures forcément négatives pour modérer la croissance de leurs économies.

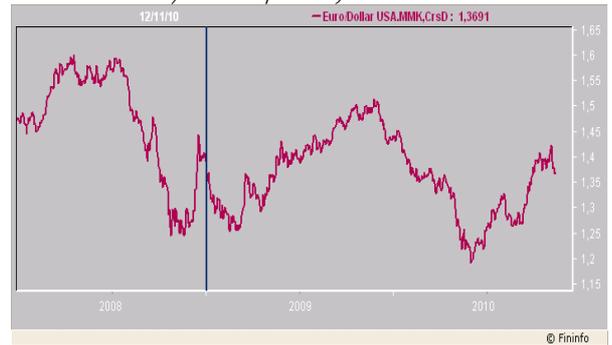
La réunion du G7 de début octobre a échoué à provoquer un recul de la volatilité des taux de change. La réunion du G20 de Séoul des 11-12 novembre dernier n'a pas non plus tranché sur la question de la volatilité des changes, préjudiciable à la reprise mondiale, ni sur celle d'un nouveau système monétaire international où le dollar pourrait être amené à perdre de son importance dans les échanges. Tout juste les pays du G20 ont-ils convenu de s'abstenir de toute « dévaluation compétitive », de « favoriser des taux de change davantage déterminés par le marché » et de réfléchir à des « lignes directrices » pouvant aider à réduire les déséquilibres mondiaux, mais sans engagement contraignant. Une situation laissant penser que la volatilité des changes devrait rester élevée ces prochaines semaines.

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

Dans le prolongement du mouvement de reprise amorcé en septembre, les marchés ont traduit une nouvelle accélération après levée de l'incertitude concernant les élections américaines et annonce par la Fed d'un nouveau plan de soutien à l'économie : soit 600Mds\$ d'achats de titres publics sur les 8 prochains mois et 900Mds\$ y compris le réinvestissement des tombées de titres déjà détenus en portefeuille avec pour premier objectif de créer un effet de richesse positif pour les ménages.

Il n'y aura donc pas eu d'octobre noir cette année mais une hausse de l'ensemble des marchés, même si elle a donné lieu à des prises de bénéfices début novembre à la veille du sommet du G20, dans un contexte de tension sur le marché des changes et de rumeurs sur un possible refinancement de la dette irlandaise.

Sur le marché américain les indices, après avoir dépassé leurs plus hauts annuels et pour le DJ

retrouvé son niveau d'avant la faillite de Lehman Brothers, clôturent sur une hausse mensuelle de près de 2%. Le Dow Jones progresse de 1,7% sur un mois, positif de 7% depuis le début de l'année; le S&P500 de 2% sur un mois et 7,5% depuis le 1^{er} janvier, le Nasdaq de 2% sur un mois et 11% sur l'année. Les marchés européens qui avaient suivi le mouvement de hausse dans un premier temps, clôturent en ordre dispersé après retour des incertitudes sur les pays de la périphérie (Irlande, Portugal, Grèce) : l'indice DJStoxx600 cède 0,1% sur un mois et 0,7% depuis le 1^{er} janvier, le CAC 40 2,7% sur l'année à désormais 3831 points après être temporairement repassé positif à 3945 points le 9 novembre dernier. De son côté le DAX confirme sa bonne orientation, en progression de 3,7% sur un mois et 13% depuis le début de l'année. Le Nikkei enfin regagne 3,8% sur un mois pour une perte annuelle toujours importante de 6,5%.

Indices internationaux au 12/11/2010

Indices	Var. 2009	Clôture 12-nov.-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 15-oct.-10
Dax Xetra	23,8%	6 735	13,0%	3,7%
CAC Mid&Small 190	39,7%	6 863	12,5%	0,9%
Nasdaq	43,9%	2 518	11,0%	2,0%
S&P 500	23,3%	1 199	7,5%	2,0%
Footsie 100	22,1%	5 797	7,1%	1,6%
Dow Jones	19,9%	11 283	7,0%	1,7%
SBF 120	23,7%	2 857	-0,1%	0,1%
DJ STOXX 600	23,3%	273	-0,7%	-0,1%
CAC 40	22,3%	3 831	-2,7%	0,1%
Nikkei 225	19,0%	9 861	-6,5%	3,8%

LES INDICES SECTORIELS : DJEuroSTOXX

Sans véritablement dégager de grandes tendances, le mois écoulé aura plutôt opté en faveur des secteurs cycliques avec un grand gagnant, le secteur automobile (+15,8% sur un mois, +35,5%

sur 10 mois) lequel capitalise sur le bond des immatriculations chinoises du mois d'octobre. A l'inverse, les inquiétudes sur l'Irlande ont fortement

pesé sur le secteur bancaire qui abandonne 8,1% sur un mois.

Au total, le secteur Automobile confirme très largement sa position en tête de classement avec une progression de 35,5% depuis le début d'année, devant les Biens de consommation, portés par le secteur du Luxe (+24,3%) et les

Biens et services industriels (+19,8%) qui remontent en 3^{ème} position. Dans le bas du tableau, les Banques conservent leur dernière place, malmenées par les incertitudes sur les pays de la périphérie (-20,1%), précédées des services aux Collectivités (-14,1%), et de la Construction et Matériaux (-11,1%).

Indices sectoriels DJ EuroStoxx au 12/11/2010

Secteurs	Var. 2009	Clôture 12-nov.-10	Var. depuis 31-déc.-09	Var. depuis 15-oct.-10
Automobile & Equipements	17,4%	315	35,5%	15,8%
Biens de consommation	38,7%	390	24,3%	7,5%
Biens & Services industriels	34,8%	460	19,8%	9,3%
Voyages & Loisirs	-1,9%	117	18,2%	8,1%
Distribution	26,6%	324	17,8%	3,1%
Chimie	42,7%	635	15,6%	12,1%
Alimentation & Boisson	38,6%	318	7,6%	1,7%
Médias	5,3%	160	2,8%	1,8%
Technologie	14,4%	222	2,1%	4,4%
Assurances	8,6%	155	-3,1%	4,4%
Santé	18,4%	404	-3,9%	1,1%
Métaux	53,1%	267	-4,4%	3,6%
Télécommunications	6,5%	402	-4,5%	0,2%
Services financiers et foncières	14,7%	227	-5,3%	3,7%
Pétrole & Gaz	18,0%	309	-6,4%	2,7%
Construction & Matériaux	30,9%	257	-11,1%	6,7%
Services aux collectivités	-0,8%	336	-14,1%	0,1%
Banques	48,9%	176	-20,1%	-8,1%

ANALYSE GRAPHIQUE

DANSE AVEC LES LOUPS (CAC 40 : 3831)



Supports	MM50 : 3780	Résistances	MM20 : 3860
	MM250 : 3750		MM7 : 3900 et haut de canal
	MM200 : 3720		Ancienne résistance : 3980
	MM100 : 3670		Plus haut annuel : 4080
	MM150 : 3660		

Après avoir testé à plusieurs reprises notre haut de canal (3900) sans succès, la séance du 4 novembre perforait enfin cette résistance avec brio (+2% et 5Mds€ de volume) laissant ainsi augurer une poursuite du mouvement vers 3980 puis 4080. Las, c'était sans compter sur la permanente frilosité des opérateurs, qui, sans états d'âme font implorer les modestes supports MM7 et MM20 pour venir tester la MM50 (3780) beaucoup plus représentative dans un climat délétère durant la séance du 12 novembre. La construction de marché reste

positive et notre sentiment aussi, sans pour autant être euphorique.

Pour l'instant, de solides supports nous protègent, le bon choix des valeurs ou des secteurs fera la différence dans les mois qui viennent. Sur ce dernier point et pour compléter notre analyse du mois précédent, il nous semble judicieux, cette fois-ci, d'étudier de plus près quelques valeurs de rendement dites « défensives ». Une idée à creuser dans un contexte toujours délicat. Il serait temps

que le bon sens reprenne le dessus et que les prédateurs mordent la poussière ...

Nous avons fait le choix de sélectionner les valeurs du CAC 40 qui affichent un rendement d'au moins 4%, sachant que ce choix, arbitraire, donnerait les mêmes résultats sur un paramétrage taux différent

ou sur une autre zone géographique. L'exercice consiste à déterminer les actions ayant déjà développé un signal d'achat long terme et celles susceptibles de le faire. Cette analyse purement technique ne remplace en rien l'analyse fondamentale.

Valeur	Cours 12/11/10	Rendement	PER 2010	Support LT	Résistance LT	Poids indiciel	Perf. 1er janvier	Opinion technique	Commentaire
FRANCE TELECOM	16,80€	8,16%	9,30	16,25€		4,43%	-3,59%	Positif	Achat
VIVENDI	20,20€	6,85%	9,40	18,75€		3,35%	-2,86%	Positif	Achat
*VEOLIA	21,73€	5,66%	18,10		21,75€	1,03%	-6,03%	Neutre	Achat stop au-delà de 21,8€
*TOTAL	39,47€	5,62%	8,70		39,95€	11,96%	-12,30%	Neutre	Achat stop au-delà de 40€
NATIXIS	4,00€	5,43%	9,60	3,95€		0,54%	+12,91%	Positif	Achat
*UNIBAIL	144,15€	5,30%	16,70		145,10€	1,91%	-6,21%	Neutre	Achat stop au-delà de 145,5€
GDF	27,02€	5,28%	14,70	26,50€		4,97%	-10,76%	Positif	Achat
*AXA	13,24€	5,19%	8,40		14,10€	3,26%	-19,95%	Neutre	Achat stop au-delà de 14,2€
*SANOFI	49,48€	4,94%	7,40		50,40€	7,95%	-10,13%	Neutre	Achat stop au-delà de 50,6€
BOUYGUES	32,87€	4,90%	10,20		34,10€	0,97%	-9,76%	Neutre	Achat stop au-delà de 34,2€
SUEZ ENVIRONNEMENT	13,95€	4,59%	17,20		14,75€	0,53%	-13,46%	Neutre	Achat stop au-delà de 14,8€
LAFARGE	44,06€	4,49%	13,60		46,10€	1,16%	-23,78%	Neutre	Achat stop au-delà de 46,2€
VINCI	39,58€	4,10%	12,70	38,50€		2,43%	+0,29%	Positif	Achat

* VALEURS PROCHES D'UN RETOURNEMENT DE TENDANCE LONG TERME

Conclusion : Un certain nombre de réflexions s'impose à la lecture de ce tableau d'où émergent 13 valeurs qui représentent 45% du CAC 40 en poids indiciel. Dix d'entre elles développent des signaux d'achat long terme ou sont en passe de le faire. Le PER moyen 2010 ressort à 12x et la performance de ces titres depuis le 1er janvier à -8,12% (-9,87% si l'on exclut NATIXIS qui a bénéficié d'une forte reprise sectorielle) à

comparer aux -2,4% de l'indice de référence. Contre-performance notable, tout autant qu'en 2009 d'ailleurs... Depuis cette date, jamais la configuration technique de ce type de valeurs n'a été aussi favorable ; après deux années d'excès et de rattrapage et dans un contexte de taux longs à bas niveau, il est assez probable que ce mouvement perdure et s'amplifie dans les mois qui viennent.

SYNTHESE

LES MARCHÉS PORTÉS PAR LA POLITIQUE DE LA FED

La Banque Centrale américaine a finalement adopté un nouveau plan de soutien qui passera par l'achat de 600Mds\$ de titres obligataires d'Etat (+300Mds\$ dans le cadre de la poursuite du réinvestissement des titres en portefeuille qui arrivent à échéance) avec l'idée de soutenir la reprise économique par des taux d'intérêts réels les plus faibles possible susceptibles de provoquer « un effet richesse » positif pour les ménages. Cette décision a été perçue positivement par les marchés qui prennent le cash à court terme.

Mais des questions émergent sur les effets secondaires potentiels de cette décision pour l'économie mondiale. La faiblesse du dollar et la volatilité des changes perturbent les échanges commerciaux. Les émissions de la Fed et l'augmentation de près de 2600Mds\$ de la taille de son bilan ont conduit à une hausse record des marchés obligataires dans le monde, tant au niveau des dettes des Etats développés que des pays émergents ou des entreprises. Les liquidités créées pourraient ne pas s'investir dans l'économie et alimenter des entrées de capitaux non maîtrisées dans les pays émergents comme en Chine ou dans les pays d'Amérique latine. Elle pourraient aussi nourrir la hausse des prix des matières premières industrielles et agricoles avec des conséquences non négligeables sur le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. De même, et en dépit des déclarations de M. Bernanke ces mesures pourraient susciter de nouvelles craintes de reprise de l'inflation.

Dans l'ensemble cependant, la situation économique tend à s'améliorer. Aux USA, des signes plus encourageants apparaissent depuis quelques semaines, notamment sur le front de l'emploi et du marché de l'immobilier. En Europe, la situation est toujours très contrastée avec une Allemagne en bonne santé, mais des pays de la périphérie repris dans une spirale d'incertitudes liées aux problèmes budgétaires. La dynamique émergente et la croissance chinoise ne sont pas remises en cause même si leur principal problème reste celui de l'inflation.

La première préoccupation et la priorité de l'après crise pour la très grande majorité des économies mondiales est la reprise à court terme. D'où le

nouveau plan de soutien de la Fed laquelle s'est engagée dans le même temps à protéger les taux long. La seconde et dont l'horizon est nécessairement plus lointain est le rééquilibrage. La très grande difficulté étant de concilier les deux par la voie de la coopération et d'en fixer les priorités.

Difficile dans ce contexte d'être négatif sur les marchés à court terme alors que les taux longs devraient rester bas dans les mois à venir, protégés par les achats de la Fed, que les liquidités restent abondantes et la rémunération offerte par les actions élevée par opposition aux rendements obligataires ou monétaires. Nous restons en conséquence positifs sur le marché, mais de manière mesurée compte tenu des incertitudes attachées aux effets secondaires des plans de relance et au nécessaire rééquilibrage de l'après crise. Nous conseillons une sélection d'autant plus vigilante que les indices pourront monter. Les belles défensives à fort rendement pourraient dès lors offrir de réelles opportunités.



STATISTIQUES

SBF 250

Source : FU Reuters
Cours de clôture (12 novembre 2010)

Performances

SBF 120 : -0,08%

Les plus élevées

Société	Cours au 12-nov.-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Zodiac Aerospace	51,88	78,1%	53,4	22,2
Arkema	45,62	75,4%	49,7	23,7
SEB	68,13	71,6%	72,2	37,1
Rhodia	21,52	70,6%	22,7	10,9
Safran	22,28	62,8%	23,9	11,0
Hermes International	151,05	61,9%	207,8	91,8
Ipsos	34,15	61,4%	35,7	20,0
Valeo	38,07	55,2%	40,4	18,5
Bureau Veritas	55,91	53,6%	58,6	33,1
LVMH	116,10	48,1%	120,5	69,0
Legrand	28,58	46,8%	29,3	18,0
Remy Cointreau	52,19	46,6%	52,8	33,0
Ingenico	23,64	46,4%	24,6	15,0
Wendel	60,86	42,2%	63,3	36,8
Rexel	14,42	41,3%	15,2	8,8

Les plus faibles

Société	Cours au 12-nov.-10	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
NicOx	2,23	-61,7%	8,5	2,1
Technicolor	4,27	-41,4%	10,0	3,7
Ipsen	24,25	-37,4%	42,2	23,8
Alstom	33,82	-31,1%	55,1	33,3
Sechilienne-Sidec	19,96	-29,6%	29,8	19,7
Saft Groupe	25,31	-25,0%	36,0	23,0
Lafarge	44,06	-23,8%	63,0	35,6
EDF	32,56	-21,7%	42,8	30,1
AXA	13,24	-20,0%	17,6	11,5
Thales	28,78	-19,9%	36,0	25,0
Maurel & Prom	10,26	-19,1%	13,4	8,5
EDF Energies Nouvell	29,71	-17,5%	39,2	26,8
Altran Technologies	3,09	-17,0%	4,5	2,6
CNP Assurances	14,17	-16,4%	18,6	12,9
Soitec	8,56	-14,3%	11,9	6,5

Potentiels

Les plus élevées

Société	Cours au 12-nov.-10	Objectif consensus	Potentiel
STMicroelectronics	6,43	9,6	48,8%
Technicolor	4,27	6,2	44,5%
Steria	18,85	26,9	42,9%
AXA	13,24	18,7	41,0%
Sechilienne-Sidec	19,96	28,0	40,4%
Saft Groupe	25,31	34,8	37,6%
Ipsen	24,25	32,8	35,4%
Faurecia	18,65	24,8	32,7%
CNP Assurances	14,17	18,6	31,3%
Medica	13,87	17,9	28,7%
Alstom	33,82	43,5	28,6%
Eurotunnel	7,00	9,0	28,1%
EDF	32,56	41,6	27,8%
EDF Energies Nouvelles	29,71	37,7	26,8%
Vinci	39,59	50,1	26,5%

Les plus faibles

Société	Cours au 12-nov.-10	Objectif consensus	Potentiel
Hermes International	151,05	118,1	-21,8%
Eramet	255,70	232,1	-9,2%
Fonciere des Regions	77,17	72,6	-5,9%
Remy Cointreau	52,19	49,4	-5,3%
CGG Veritas	19,74	18,8	-4,7%
Neopost	63,27	63,1	-0,2%
Rhodia	21,52	21,6	0,3%
NicOx	2,23	2,2	0,4%
Accor	31,63	31,8	0,5%
Bureau Veritas	55,91	56,3	0,8%
Gecina	83,00	83,6	0,8%
Derichebourg	3,62	3,7	0,8%
Mersen	31,26	31,7	1,3%
Ubisoft Entertainment	9,45	9,6	1,5%
Legrand	28,58	29,1	1,9%

PER

SBF 120 :

PER 2010e: 14,8x

PER 2011e: 12,9x

Les plus élevés

Société	Cours au 12-nov.-10	PER 2010e	PER 2011e
Eurotunnel	7,00	-116,67	87,50
Soitec	8,56	-95,11	77,82
Hermes International	151,05	38,93	34,57
AREVA	347,65	17,37	26,38
Icade	76,88	25,04	25,46
CGG Veritas	19,74	394,80	25,31
Alcatel-Lucent	2,18	-12,82	24,22
Accor	31,63	29,56	24,15
Eurofins Scientific	49,37	34,52	22,04
Stallergenes	59,22	25,20	21,46
Ubisoft Entertainment	9,45	31,50	21,00
JCDecaux	20,13	27,96	20,54
Mercialys	26,98	22,86	20,29
LVMH	116,10	22,63	19,91
Remy Cointreau	52,19	22,59	19,62

Les plus faibles

Société	Cours au 12-nov.-10	PER 2010e	PER 2011e
PSA Peugeot Citroen	29,25	7,42	6,18
Credit Agricole	11,58	10,62	6,69
AXA	13,24	8,33	6,79
Renault	41,47	6,82	6,84
Sequana	10,24	7,94	6,87
CNP Assurances	14,17	7,66	6,95
Rhodia	21,52	8,34	7,01
Societe Generale	42,41	8,66	7,20
BNP Paribas	52,98	8,29	7,42
Sanofi-Aventis	49,48	7,29	7,44
SCOR	18,17	9,18	7,70
STMicroelectronics	6,43	8,81	7,75
Derichebourg	3,62	14,48	7,87
TOTAL	39,47	8,54	7,99
Maurel & Prom	10,26	18,65	8,08

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 12-nov.-10	PEG 2010e	PEG 2011e
Unibail-Rodamco	144,15	32,11	32,64
Vivendi	20,20	3,41	3,37
Fonciere des Regions	77,17	3,49	3,36
Metropole Television	17,44	3,56	3,33
Hermes International	151,05	3,33	2,96
Neopost	63,27	2,94	2,80
Aeroports de Paris	60,38	2,51	2,33
Mercialys	26,98	2,36	2,09
BIC	63,84	2,13	1,99
Vinci	39,59	2,09	1,98
L'Oreal	85,33	2,11	1,92
Icade	76,88	1,74	1,76
Arkema	45,62	1,77	1,74
PagesJaunes	7,56	1,72	1,67
SEB	68,13	1,73	1,61

Les plus faibles

Société	Cours au 12-nov.-10	PEG 2010e	PEG 2011e
Club Mediterranee	14,05	1,06	0,03
CGG Veritas	19,74	0,87	0,06
Maurel & Prom	10,26	0,25	0,11
Altran Technologies	3,09	0,33	0,13
Derichebourg	3,62	0,28	0,15
Credit Agricole	11,58	0,26	0,16
PSA Peugeot Citroen	29,25	0,24	0,20
Thales	28,78	0,38	0,21
Faurecia	18,65	0,30	0,22
Nexans	53,43	0,42	0,24
Wendel	60,86	0,29	0,26
Bourbon	31,86	0,43	0,26
EADS	18,16	0,43	0,27
Eramet	255,70	0,37	0,27
Vallourec	75,39	0,44	0,28

VE / CA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
Foncière des Régions	4 124	17,79	17,76
Mercialys	2 474	16,88	15,18
Gecina	5 056	15,96	15,67
SIIC	1 565	15,82	14,83
Unibail-Rodamco	13 163	15,22	14,57
Klepierre	4 883	13,65	13,18
Eurotunnel	3 237	8,98	8,00
Eutelsat Communication:	5 695	7,16	6,65
Hermès International	15 884	6,60	6,06
Icade	3 936	4,53	4,41
Maurel & Prom	1 182	3,78	2,50
Bourbon	1 872	3,64	3,02
Stallergenes	783	3,63	3,26
Dassault Systèmes	6 406	3,61	3,24
Pernod Ricard	16 471	3,60	3,43

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2010e	VE/CA 2011e
Bull	394	0,11	0,11
EADS	14 718	0,20	0,19
Faurecia	2 053	0,26	0,25
Sequana	504	0,26	0,26
Alcatel-Lucent	4 922	0,26	0,25
Nexans	1 501	0,33	0,31
Carrefour	25 778	0,35	0,34
CNP Assurances	8 383	0,37	0,36
Alstom	9 950	0,39	0,39
Valeo	2 867	0,39	0,37
Casino	7 343	0,40	0,37
Steria	526	0,43	0,41
AXA	29 970	0,43	0,41
Altran Technologies	444	0,43	0,41
Thales	5 622	0,44	0,43

VE / EBITDA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
AREVA	12 322	27,9	14,8
Hermès International	15 884	21,3	19,1
Icade	3 936	20,3	17,9
Gecina	5 056	20,2	19,8
Mercialys	2 474	19,6	17,6
Eurotunnel	3 237	18,7	15,9
Foncière des Régions	4 124	18,4	18,1
SIIC	1 565	17,5	16,4
Unibail-Rodamco	13 163	16,9	16,1
Remy Cointreau	2 616	16,3	14,5
Klepierre	4 883	15,7	14,8
Medica	664	15,2	13,4
Orpea	1 384	15,1	12,7
Stallergenes	783	14,4	12,4
Wendel	3 022	13,6	12,3

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2010e	VE/EBITDA 2011e
Ubisoft Entertainment	891	2,1	2,4
Bull	394	2,6	2,3
EADS	14 718	3,0	2,5
STMicroelectronics	5 656	3,1	2,9
Valeo	2 867	3,4	3,2
Rhodia	2 231	3,7	3,6
TOTAL	88 203	3,8	3,5
Faurecia	2 053	4,1	3,7
Vivendi	24 829	4,2	4,1
Alcatel-Lucent	4 922	4,2	2,8
Bouygues	11 576	4,2	4,0
Atos Origin	2 167	4,4	4,0
Arkema	2 795	4,4	4,3
Alstom	9 950	4,5	4,3
Société Générale	30 569	4,5	4,3

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Wendel	3 022	901%
Medica	664	612%
Faurecia	2 053	544%
Eiffage	3 154	481%
Derichebourg	613	449%
Klepierre	4 883	321%
Fonciere des Regions	4 124	223%
EDF Energies Nouvelles	2 295	205%
Orpea	1 384	203%
Veolia Environnement	10 488	201%
PSA Peugeot Citroen	6 636	175%
Eurazeo	3 118	170%
SILIC	1 565	169%
Sechilienne-Sidec	568	168%
Eutelsat Communications	5 695	168%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Technip	6 649	-66%
Dassault Systemes	6 406	-59%
EADS	14 718	-57%
Metropole Television	2 240	-57%
Alstom	9 950	-43%
Eramet	6 755	-41%
Cap Gemini	5 212	-30%
Hermes International	15 884	-29%
Gemalto	2 614	-28%
BIC	3 099	-23%
Alcatel-Lucent	4 922	-22%
Ipsen	2 015	-19%
Havas	1 511	-12%
Vallourec	8 598	-11%
Ubisoft Entertainment	891	-10%

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 12-nov.-10	DIV 2011e	Rdmt 2010e	Rdmt 2011e
Unibail-Rodamco	144,15	8,16	9,4%	5,7%
France Telecom	16,81	1,4	8,3%	8,3%
PagesJaunes	7,56	0,63	8,2%	8,3%
Icade	76,88	3,37	7,9%	4,4%
Vivendi	20,20	1,4	7,0%	6,9%
Fonciere des Regions	77,17	4,85	6,1%	6,3%
Neopost	63,27	3,83	6,0%	6,1%
TOTAL	39,47	2,4	5,9%	6,1%
Natixis	4,01	0,27	5,7%	6,7%
SCOR	18,17	1,11	5,7%	6,1%
Veolia Environnement	21,73	1,26	5,6%	5,8%
GDF Suez	27,03	1,58	5,6%	5,8%
CNP Assurances	14,17	0,82	5,4%	5,8%
Gecina	83,00	4,46	5,3%	5,4%
Metropole Television	17,44	0,95	5,3%	5,4%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Faurecia	2 053	65,1%
Bureau Veritas	6 056	59,7%
Iliad	4 299	34,9%
Stallergenes	783	30,3%
Neopost	2 001	30,2%
Wendel	3 022	26,4%
Valeo	2 867	25,7%
Medica	664	23,9%
Hermes International	15 884	22,8%
Alstom	9 950	22,7%
SEB	3 234	22,1%
Eutelsat Communications	5 695	21,7%
Derichebourg	613	20,3%
BioMerieux	2 760	20,1%
TOTAL	88 203	19,6%



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