

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

10 MAI 2011

CATHERINE VIAL

# SOMMAIRE



■ ECONOMIE	3 - 9
■ INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS DJEUROSTOXX	10 - 11
■ ANALYSE GRAPHIQUE	12
■ SYNTHÈSE	13
■ STATISTIQUES SBF 120	14 - 18

Avertissement : Entreprise d'investissement 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

## VERS UNE MODÉRATION DES RYTHMES D'ACTIVITÉ

➤ Aux USA, la croissance a connu un coup de frein au T1 en affichant en première estimation une hausse de 1,8% du PIB après une croissance de 3,1% au trimestre précédent. Des chiffres intégrés par la Fed qui annonce désormais moins de croissance mais aussi moins de chômage par rapport à son scénario de janvier, et par le consensus des économistes lequel a pour sa part rabattu ses estimations de 30pb à désormais 2,9% de croissance pour l'année en cours.

Fed, estimation de la croissance US, avril 2011

	2011e	2012e	2013e	Tendance LT
<b>PIB %</b>	<b>3,1 à 3,3%</b>	<b>3,5 à 4,2%</b>	<b>3,5 à 4,3%</b>	<b>2,5 à 2,8%</b>
Prévision janvier	3,4% à 3,9%	3,5% à 4,4%	3,7 à 4,6%	2,5 à 2,8%
<b>Chômage %</b>	<b>8,4 à 8,7%</b>	<b>7,6 à 7,9%</b>	<b>6,8 à 7,2%</b>	<b>5,2 à 5,6%</b>
Prévision janvier	8,8 à 9%	7,6 à 8,1%	6,8 à 7,2%	5 à 6%
<b>Inflation %</b>	<b>2,1 à 2,8%</b>	<b>1,2 à 2%</b>	<b>1,4 à 2%</b>	<b>1,7 à 2%</b>
Prévision janvier	1,3 à 1,7%	1 à 1,9%	1,2 à 2%	1,6 à 2%
<b>Inflation ss jacente</b>	<b>1,3 à 1,6%</b>	<b>1,3 à 1,8%</b>	<b>1,4 à 2%</b>	<b>-</b>
Prévision janvier	1 à 1,3%	1 à 1,5%	1,2 à 2%	-

S'ils sont sévères, ces chiffres ne préjugent pour autant pas d'un deuxième trimestre qui a de bonnes chances d'être supérieur. D'abord par ce que le T1 a été largement pénalisé par la contribution négative des dépenses publiques (-1,1%) et de l'investissement résidentiel (-0,1%) alors que la consommation des ménages (+1,9%) et l'investissement (+1%) se sont bien tenus. Ensuite parce que les derniers indicateurs d'activité restent plutôt bien orientés : en particulier le rebond des chiffres de l'immobilier sur le mois de mars (hausse de 7,2% des mises en chantier et de 11,2% des permis de construire), la hausse de 2,5% des nouvelles commandes de biens durables et celle de 3% des commandes à l'industrie, également le redressement de la confiance des ménages en avril après son plongeon le mois précédent et les bons chiffres de l'emploi (244 000 créations nettes d'emplois vs 200 000 attendues) en dépit d'un taux de chômage toujours élevé à 9% de la population active et de la lourde chute de l'ISM des services pour le deuxième mois d'affilée en avril.

La Fed reste pour sa part relativement confiante en constatant une reprise « molle » de l'activité et un marché du travail plutôt mieux orienté qu'elle ne l'anticipait jusque là. Elle reste néanmoins prudente en annonçant conserver une politique monétaire durablement accommodante même si un Q3 n'est plus jugé nécessaire à ce stade.

➤ En Europe, alors que le premier PIB publié, celui de la Belgique (+1% t/t au T1 2011 vs +0,5% au T4 2010), confirme l'anticipation d'une accélération assez forte de la croissance au T1 après une fin d'année perturbée par des conditions climatiques défavorables (+0,6% estimé après +0,3% t/t au T4 2010), l'horizon paraît moins dégagé pour le T2 sans pour autant avoir à anticiper de rupture. De fait, si l'indice PMI pour l'ensemble de l'économie s'est maintenu à un niveau élevé au mois d'avril, en hausse dans l'industrie manufacturière, en légère baisse dans les services, le moral des ménages et les indices de confiance des directeurs d'achat européens se sont repliés pour le deuxième mois consécutif en focalisant les inquiétudes sur 3 points : 1- les pressions persistantes sur les prix d'input en amont de la chaîne de production, 2- les perturbations de la chaîne de production en Asie qui créent un risque sur l'activité et les commandes, 3- la hausse de l'euro et ses effets sur la compétitivité d'un secteur manufacturier devant faire face au renchérissement de ses coûts d'approvisionnement. De son côté, le taux de chômage reste sur de hauts niveaux au mois de mars à 9,9% de la population active, traduisant la persistance d'une situation du marché du travail toujours dégradée en dépit d'une reprise des embauches dans les pays les plus solides.

Au sein de la zone, le noyau franco-allemand se démarque toujours avec des indicateurs d'activité toujours au dessus de leurs moyennes historiques et un PIB pour le T1 attendu en hausse de 0,9% (après 0,4%) en Allemagne et 0,6% (après 0,4%) en France. Mais un point haut d'activité pourrait avoir été atteint au premier trimestre 2011.

➤ Dans les pays émergents, la croissance économique reste solide en dépit des restrictions monétaires mises en œuvre pour lutter contre l'inflation. En Chine, la croissance conserve son dynamisme comme l'illustre la croissance du PIB

pour le T1, en hausse de 9,7% par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2010. La production industrielle, les investissements et les ventes au détail continuent de croître à un rythme soutenu, pleinement tirés par la reprise du commerce mondial. De même, la croissance reste soutenue en Inde, au-delà des 8%, alors que la Banque Centrale vient de décider de remonter ses taux directeurs de 50pb à désormais 7,25%.

➤ A l'échelle mondiale, le climat des affaires industriel a baissé en avril pour le deuxième mois consécutif après avoir retrouvé en février ses plus hauts historiques du printemps 2010. Les raisons sont multiples : contraintes budgétaires des pays industrialisés, hausse brutale des prix du pétrole et des matières premières, perturbation des chaînes de production amplifiées par les conséquences du séisme japonais, hausse des taux, fin des mesures de relance. La confiance des industriels reste pourtant à peu près partout supérieure à sa moyenne historique, ne présageant pas d'un effondrement des rythmes d'activité. Mais on doit

s'attendre à une modération de ceux-ci dans les prochains mois.

#### FMI, estimation de la croissance mondiale, mars 2011

PIB réel	2009	2010	2011e	2012e
<b>Monde</b>	<b>-1,0%</b>	4,9%	4,4%	4,5%
USA	-2,4%	2,9%	2,8%	2,9%
Japon	-5,2%	2,8%	1,4%	2,1%
UEM	-4,1%	1,7%	1,5%	1,5%
Pays émergents	1,9%	7,1%	6,5%	6,4%

Le climat des affaires se maintient à un niveau élevé même s'il décélère, le chômage poursuit sa dégrue. Mais il est certain qu'une période de plus grande incertitude se dessine avec, outre les difficultés déjà connues, contraintes budgétaires dans les pays industrialisés et surchauffe dans les émergents, des difficultés supplémentaires dont un cours du pétrole toujours pénalisant pour l'économie mondiale, des perturbations observées dans les chaînes de production, une hausse des taux et la fin des effets de rattrapage post-crise.

## RÉSULTATS TRIMESTRIELS : DE BONNES SURPRISES MAIS UNE GRANDE ATTENTION PORTÉE AU PRICING POWER.

Si l'on était en droit d'imaginer le consensus entamer un processus d'ajustement des résultats à la baisse, force est de constater que les récentes publications trimestrielles ont dépassé dans leur grande majorité les estimations des analystes.

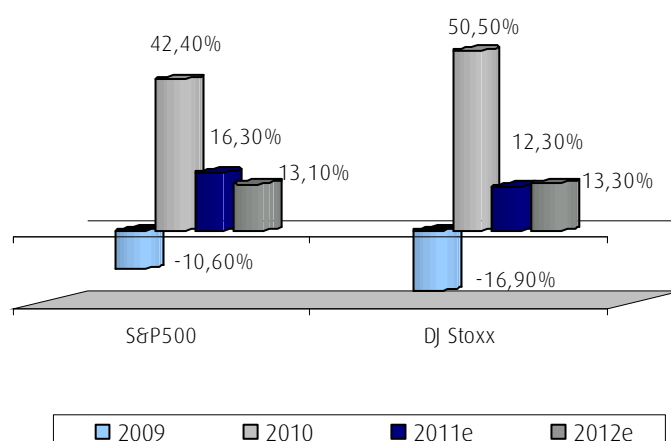
En Europe, si le consensus s'est ajusté en baisse de 0,4% en 2011 et 0,5% en 2012, -0,7% est à attribuer à un effet change négatif d'où un impact net des changes positif de 0,3%, portant la variation annuelle attendue à 12,3% pour 2011 (+11,9% hors financières) et +13,3% pour 2012 (+10,9% hors financières). Aux USA, les révisions sont positives de respectivement 0,5% pour 2011 et 0,4% pour 2012, portant la variation annuelle attendue à 16,3% pour 2011 (16,1% hors financières) et 13,1% pour 2012 (11,4% hors financières).

Le secteur technologique a créé la surprise, même affecté par les événements du Japon, en affichant une grande solidité de ses résultats et une demande toujours soutenue (Apple, Intel, Microsoft, AMD, Google, IBM, Capgemini, Dassault Systèmes). De fait, si les ventes aux ménages sont

contrastées, l'investissement des entreprises est resté solide au T1, la demande dans le cloud computing en progression, les achats de logiciels bien orientés, la demande en Asie et dans les grands pays émergents toujours forte. Dans l'industrie, les résultats sont positifs également avec une solide progression des carnets de commandes (GE, Caterpillar) en dépit d'une hausse des coûts de production et de pressions plus fortes sur les marges. Ils sont exceptionnels dans les biens d'équipement (Siemens, Schneider Electric, MAN group, Manitou), excellents dans la Chimie (Rhodia, Arkema, Goodyear), bons dans le secteur automobile (Michelin, Renault, Peugeot). Dans la santé, le discours est mitigé mais l'activité du trimestre portée par les pays émergents à l'image de bon nombre de secteurs dont le luxe (LVMH), les vins et spiritueux (Pernod Ricard) ou les biens de consommation (SEB). Les résultats des banques enfin, dans l'ensemble supérieurs aux objectifs grâce aux reprises de provisions (BNP Paribas, JP Morgan, Goldman Sachs), restent contrastés en présentant pour certains une contraction importante de l'encours de crédit.

---

## Croissances bénéficiaires comparées du S&P500 et du DJ Stoxx (FactSet avril 2011)



Les résultats du trimestre se maintiennent à un bon niveau et dépassent dans leur grande majorité les objectifs du consensus. Les déceptions, quand elles s'expriment, ne portent pas sur les CA (très largement tirés par les émergents) ou les BPA (qui ont, pour certains, bénéficié d'importants programmes de rachat d'actions) mais plutôt sur

les perspectives et les pressions observées sur les marges alors que les gains de productivité devraient nettement ralentir et que les chaînes de production pourraient être perturbées par les problèmes d'approvisionnement liés au séisme japonais.

---

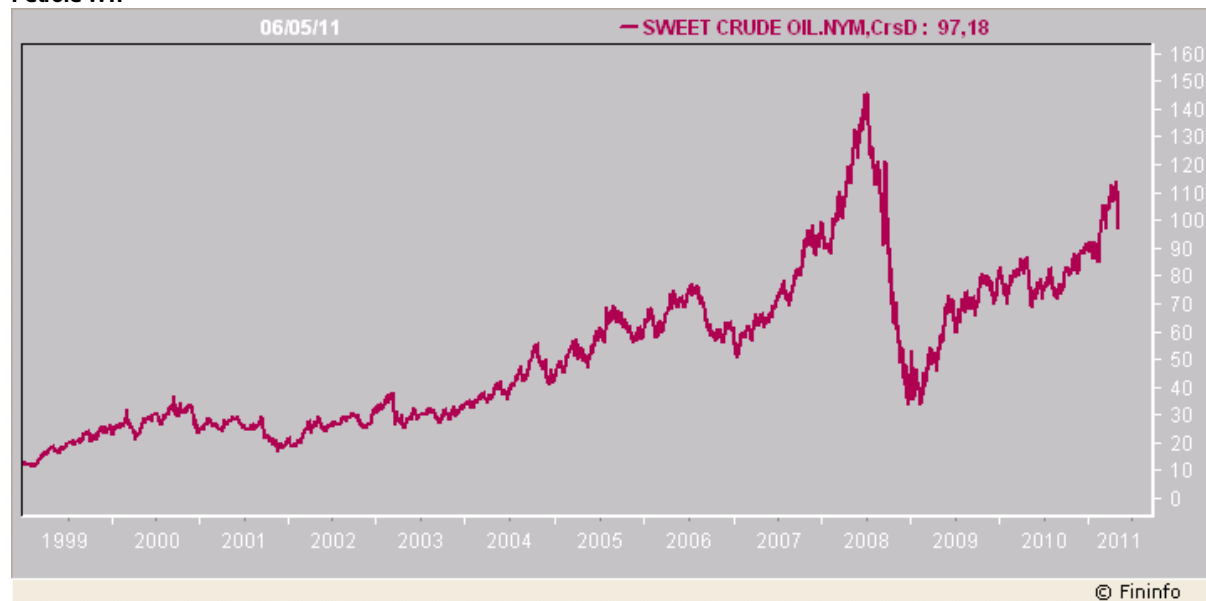
## BRUTAL RETOURNEMENT DU MARCHÉ PÉTROLIER

Les prix des matières premières et du pétrole se sont brutalement repliés en fin de semaine dernière (97,5\$/baril) après poursuite du durcissement des politiques monétaires dans les pays émergents (Inde) et publication d'indicateurs mitigés aux USA, notamment une enquête ISM dans le secteur des services, en forte chute sur le mois d'avril.

Les investisseurs semblent recommencer à douter de la solidité de la croissance mondiale et de l'économie US même si les indicateurs disponibles ne sont pas négatifs mais seulement plus erratiques, signalant un ralentissement dans les prochains mois.

Dans ce contexte, les prochains indicateurs devraient être déterminants. Si le tassement de l'activité US devait être modéré et si les indices de prix ne marquaient pas une forte accélération, alors la correction pourrait être de courte durée et le baril revenir au-delà des 100\$. Dans le cas contraire, le prix des matières premières et du pétrole pourraient revenir à des niveaux plus proches de leur équilibre de marché; une situation qui apporterait une bouffée d'oxygène à l'économie mondiale et permettrait aux banques mondiales une remontée progressive et sans précipitation de leurs taux directeurs.

## Pétrole WTI



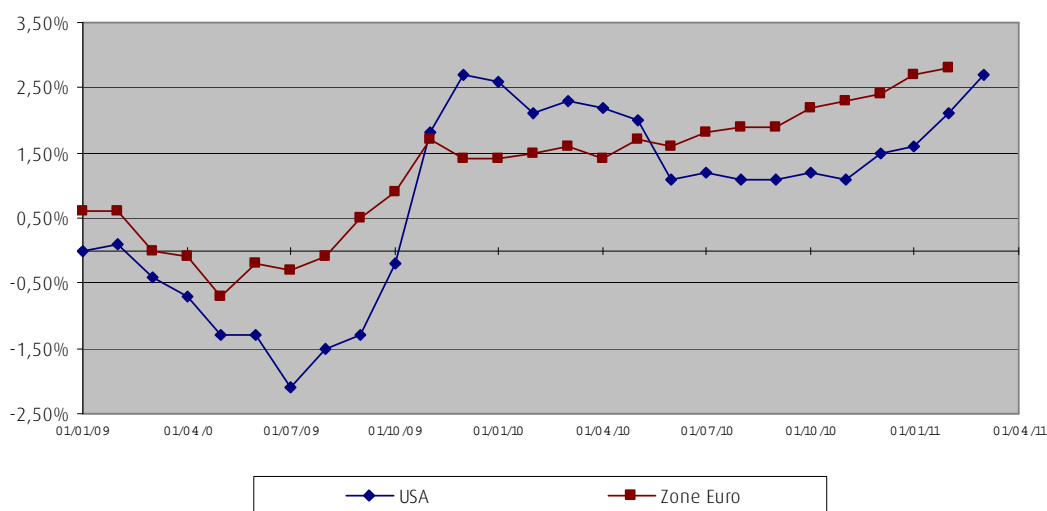
Au plan de l'inflation, les prix à la consommation du mois de mars sont ressortis en progression de 0,5% aux USA, soit un rythme identique à celui de février. Sur un an, la hausse ressort à 2,7%, un record depuis décembre 2009, après une hausse de 2,1% le mois précédent. Hors énergie et alimentation, la hausse des prix est plus modeste et ressort à 0,1% sur un mois et 1,2% en glissement annuel, après 1,1% le mois précédent.

En zone euro, l'accélération de l'inflation se confirme avec un indice des prix à la consommation du mois de mars en hausse de 2,7% sur un an et de 2,8% pour le mois d'avril selon l'estimation préliminaire d'Eurostat et un indice hors énergie et alimentation en progression de 1,5% sur un an pour le mois de mars après 1,3% en février. Parmi les pays de la périphérie, la Grèce enregistre la plus forte inflation en mars

(+4,3%) suivie par le Portugal dont l'indice de prix à la consommation a sensiblement accéléré (+3,9%). De son côté, la hausse des prix à la production se poursuit également, en progression de 0,7% sur un mois et de 6,7% sur un an glissant.

L'inflation sous jacente reste historiquement faible aux USA et en Europe. Pour l'essentiel, l'accélération récente de la hausse des prix a des causes bien identifiées : des agitations politiques dans les pays producteurs de pétrole et une demande structurelle forte en matière de produits alimentaires. Pour autant, même s'il n'est pas question « d'effets de second tour », il y a bien une diffusion progressive des tensions de prix le long de la chaîne de production et une hausse parallèle des anticipations d'inflation que la BCE tient à tout prix à éviter quand la Fed se dit moins concernée car elle surveille avant tout l'inflation sous jacente.

## Indices des prix à la consommation en glissement annuel - USA/Zone euro 2009/2011



Les taux d'inflation ont partout connu une forte accélération depuis l'été 2010. Pour autant, les conditions d'un « effet de second tour » ne sont pas réunies aujourd'hui, ni aux USA, ni en Europe. Les mécanismes d'indexation automatique des salaires sur les prix ont largement disparu d'autant

que les conditions du marché du travail sont encore très dégradées. La pression salariale est inexistante et a peu de chance de se matérialiser, contrairement aux économies dynamiques dont la Chine et l'Inde où le risque inflationniste est plus élevé.

## L'EONIA DÉCOLLE ENFIN

Les pays périphériques sont englués dans leurs problèmes d'endettement : tandis que le Portugal met en place des mesures sévères, la Grèce voit ses taux continuer à monter fortement, avec un taux à 2 ans désormais supérieur à 25%.

Marché monétaire: la BCE n'a pas bougé ses taux lors de la réunion de mai. Son taux d'intervention est fixé à 1,25% depuis le mois dernier. Le discours de Mr Trichet va dans le sens d'une pause prolongée en juin, mais d'une hausse au 2<sup>ème</sup> semestre car l'accélération de l'inflation constitue toujours un problème à surveiller de près pour la BCE. Le marché anticipe toujours des hausses du taux de refinancement d'ici la fin de l'année qui pourrait atteindre 1,75%.

Sur le marché monétaire français, l'EONIA a fortement monté depuis 1 mois, pour atteindre et même dépasser fin avril le niveau du taux directeur, avec un maximum à 1.42% le 29 avril à cause de besoins de liquidités importants après le long week end de Pâques. Sa moyenne en avril a été de 1% contre 0,65% en mars. Or, depuis 2 ans l'EONIA a toujours été très inférieur au taux de refinancement de la BCE à l'exception de quelques rares journées. Cela pourrait être le signe d'un

début de normalisation du marché monétaire et du retour à la confiance des banques entre elles. Les taux courts augmentent tous régulièrement, mais de façon moins importante au fur et à mesure que la durée augmente. Alors que le jour le jour passe de 0,65% en moyenne en mars à 1% au mois d'avril, le 3 mois passe de 1,17% à 1,32% et le 1 an de 1,93% à 2,08% en avril. Ces taux à moins d'un an commencent à être intéressants et compétitifs par rapport aux obligations de même maturité.

Concernant la Fed sa position reste identique : elle ne devrait pas bouger ses taux dans les mois à venir et le marché n'attend pas de hausse de ses taux d'intervention dans les 6 mois. Le QE2 sera mené à terme sans changement de taille et un QE3 ne sera pas nécessaire.

Marché obligataire: aux Etats-Unis, les taux longs ont baissé ce mois-ci (le 10 ans est passé de 3,34% fin mars à 3,01% début mai), suite au ralentissement économique mis en évidence dans les derniers chiffres. En Europe, l'explosion des taux sur la Grèce, le Portugal et l'Irlande, a favorisé un « Fly to Quality » sur les obligations allemandes et françaises. De plus, le discours de Mr Trichet a

calmé les anticipations de hausse des taux à très court terme et les taux longs ont corrigé temporairement leur tendance haussière. En France, les taux à 10 ans ont baissé de 3,62% fin mars à 3,47% en ce début mai. Les spreads sur les corporates se sont encore un peu resserrés et devraient continuer dans ce sens quelque temps.

Les obligations convertibles sont toujours très recherchées et se tiennent mieux que leur sous-jacent lorsque le marché baisse.

Les taux courts montent toujours et de façon plus marquée que les taux longs, ce qui se traduit par un aplatissement de la courbe des taux. Le marché monétaire commence donc à redevenir plus intéressant par rapport au marché obligataire. Nous attendons de voir si cette tendance se renforce pour investir à nouveau sur ce marché.

## L'EURO DESTABILISÉ PAR LA DETTE DES ÉTATS PÉRIPHÉRIQUES

Après un nouveau plus haut depuis décembre 2009 à 1,49\$, la monnaie unique s'est brutalement dépréciée à 1,43 après publication par le magazine allemand Der Spiegel d'une possible sortie de la Grèce de la zone euro. Information rapidement démentie qui a permis à l'euro de se redresser à 1,44\$ mais qui focalise l'attention des cambistes autour de la dette grecque et d'une réunion de

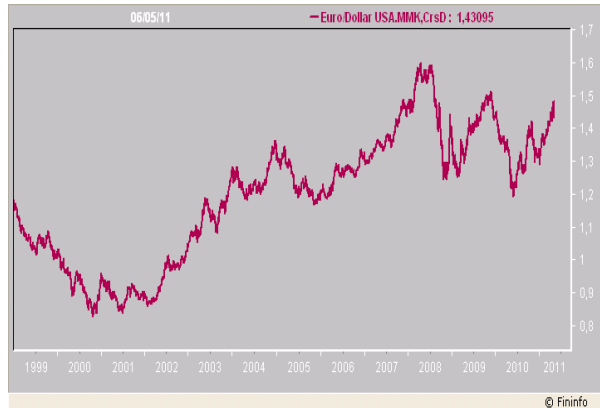
crise entre les Ministres des Finances et les représentants de la Commission européenne. Une aide supplémentaire à la Grèce à hauteur de 30Mds€ est évoquée pour tenir jusqu'à la mise en place du Mécanisme Européen de Stabilité quand l'Irlande réclame de son côté une renégociation des conditions du prêt de 85Mds€ accordé par l'UE et le FMI et un traitement identique à celui de la Grèce.



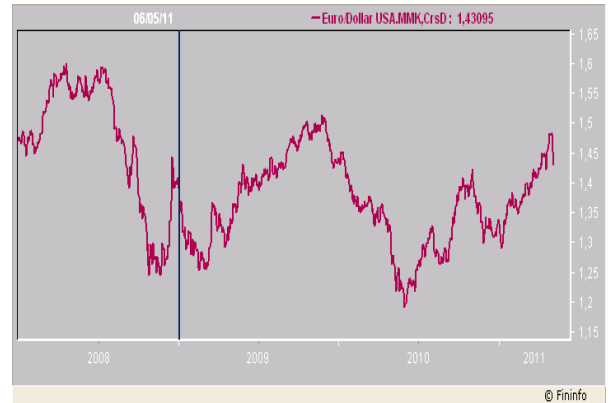
---

## Dollar

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



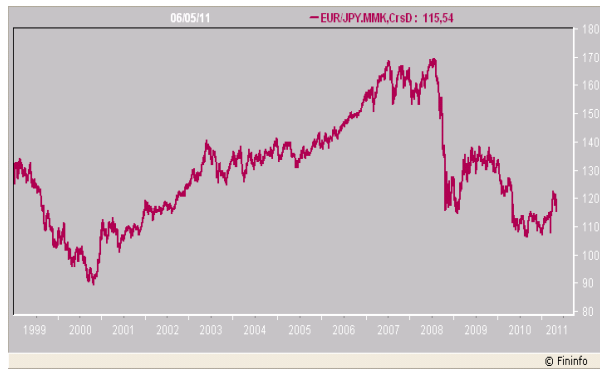
Cours de l'euro/USD depuis le 1 janvier 2008



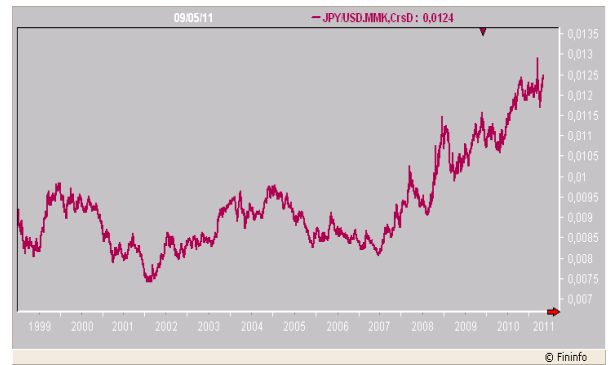
---

## Yen

Cours de l'euro/Yen depuis le 1 janvier 1999



Cours du Yen/USD depuis le 01 janvier 1999



# INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS

## LES INDICES INTERNATIONAUX

Après une période de doute liée à la dégradation possible de la note de la dette américaine, les bourses ont vivement rebondi, portées par les bons résultats des sociétés, le discours toujours accommodant de la Fed et plusieurs opérations de fusion/acquisition (OPA Arch Coal/International Coal dans le charbon aux USA, offre amicale Teva/Cephalon dans le domaine pharmaceutique, offre amicale PPR/Volcom en France et offre Solvay/Rhodia...) avant de céder à nouveau et temporairement sous la pression des mauvais chiffres de l'ISM non manufacturier aux USA pour le mois d'avril et de la baisse brutale des prix du pétrole et des matières premières.

Au total, après avoir franchi de nouveaux points hauts annuels, les indices américains ont fait preuve d'une très belle résistance : le Dow Jones progresse de 2,5% sur un mois et de 9,9% depuis le début de l'année, le S&P500 de 0,5% sur un mois et 6,2% depuis début janvier, le Nasdaq de respectivement 1,2% et 6,1%. Les performances ont été plus chahutées en Europe où le CAC40 et le Footsie abandonnent respectivement 1,4% et 2,2% sur un mois quand le DAX progresse de 2,2% et le CAC Mid&Small d'un magnifique 7%. De son côté l'indice Nikkei regagne un peu du terrain perdu avec la catastrophe de Fukushima, en hausse de 2,4% sur un mois, limitant à 2,2% son retrait depuis le début de l'année.

### Indices internationaux au 05/05/2011

Indices	Variation 2010	Clôture 5-mai-11	Var. depuis 31-déc.-10	Var. depuis 8-avr.-11
Dow Jones	9,7%	12 724	<b>9,9%</b>	2,5%
Dax Xetra	16,1%	7 377	<b>6,7%</b>	2,2%
S&P 500	12,8%	1 335	<b>6,2%</b>	0,5%
Nasdaq	16,9%	2 815	<b>6,1%</b>	1,2%
CAC 40	-3,3%	4 005	<b>5,3%</b>	-1,4%
SBF 120	0,1%	3 009	<b>5,2%</b>	-1,2%
DJ STOXX 600	-0,1%	288	<b>4,9%</b>	-0,9%
Footsie 100	9,0%	5 920	<b>0,3%</b>	-2,2%
Nikkei 225	-3,0%	10 004	<b>-2,2%</b>	2,4%

## LES INDICES SECTORIELS : DJEUROSTOXX

La pression a été forte et les prises de bénéfices significatives sur plusieurs secteurs dont les Métaux (-7,4%) et le Pétrole (-5%) après la chute brutale des matières premières et sur le secteur financier, Banque (-5,9%) et Assurances (-4%). Santé (+6%), Biens de consommation (+3,3%) et Chimie (+3,2%) sont à l'inverse les grands gagnants du mois.

Le classement des performances s'en trouve bouleversé avec désormais la Santé en première position, en hausse de 14% depuis le début d'année, suivie des Assurances (+13,5%) et des Services Financiers (+12,3%), reléguant la Banque en 6ème position. De même, le classement évolue dans le bas du tableau en portant bon dernier le secteur des Métaux (-7,4%), derrière les Loisirs (-5,2%) et les Médias (-3,7%).

---

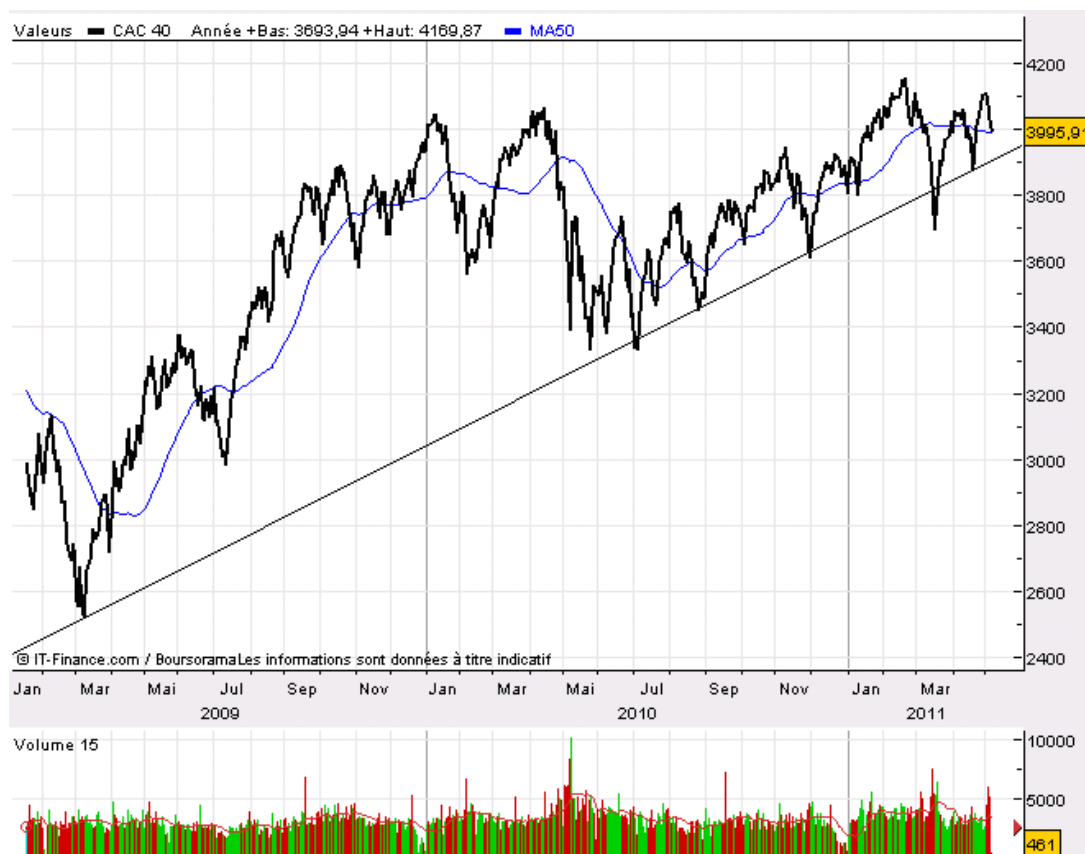
**Indices sectoriels DJ EuroStoxx au 05/05/2011**

Secteurs	Variation 2010	Clôture 5-mai-11	Var. depuis 31-déc.-10	Var. depuis 8-avr.-11
Santé	-5,4%	454	<b>14,0%</b>	6,0%
Assurances	-6,9%	169	<b>13,5%</b>	-3,9%
Services financiers et foncières	-3,0%	261	<b>12,3%</b>	1,0%
Chimie	22,2%	720	<b>7,3%</b>	3,2%
Construction & Matériaux	-6,1%	291	<b>7,2%</b>	-2,1%
Banques	-26,8%	169	<b>5,2%</b>	-5,8%
Télécommunications	-9,9%	398	<b>4,9%</b>	-2,4%
Pétrole & Gaz	-3,3%	333	<b>4,1%</b>	-5,0%
Services aux collectivités	-14,7%	347	<b>4,1%</b>	-0,7%
Technologie	9,1%	246	<b>3,6%</b>	-2,0%
Automobile & Equipements	43,0%	343	<b>3,2%</b>	3,2%
Biens & Services industriels	27,0%	500	<b>2,5%</b>	-1,5%
Distribution	12,6%	311	<b>0,2%</b>	0,3%
Alimentation & Boisson	11,3%	329	<b>0,0%</b>	1,8%
Biens de consommation	26,7%	390	<b>-1,9%</b>	3,3%
Médias	4,2%	156	<b>-3,7%</b>	-4,7%
Voyages & Loisirs	22,5%	114	<b>-5,2%</b>	0,1%
Métaux	6,8%	276	<b>-7,4%</b>	-7,2%

---

# ANALYSE GRAPHIQUE

## LE PRISME DES DIVIDENDES (CAC 40 : 4058)



Supports	MM 20 : 4020	Résistances	MM7 : 4060
	MM 50/100 : 3990		Ancienne résistance : 4080
	MM 150 et bas de canal haussier : 3935		Plus haut annuel : 4180
	MM 200 : 3860		Haut de canal haussier : 4250

Il serait vain d'imaginer que les crises sont terminées ; en revanche, la solidité du marché reste remarquable.

Après avoir consolidé de manière appuyée, comme il était prévisible depuis notre dernier comité, le CAC 40 reprend sa marche en avant de manière mesurée mais prometteuse.

Le mois de mai se caractérise par un nombre considérable de détachements de dividendes ; toutes les valeurs concernées ont tendance à perdre en cotation tout ou partie après détachement, ce qui pèse de manière mécanique sur l'indice et bride la hausse à court terme.

Mais ces coupons restent acquis, ce qui valorisera nos actifs de près de 3% en fin de période au-delà de l'apparence indicielle.

Les valeurs bancaires restent sous pression et depuis peu, également celles liées aux matières premières ; cependant, nos indicateurs techniques sont neutres et près de 30 titres du CAC 40 restent en territoire positif, ce qui reste satisfaisant.

Il faudra donc attendre la fin de ce prisme des dividendes pour y voir plus clair mais notre sentiment d'un optimisme raisonnable reste d'actualité.

---

# SYNTHESE

---

## DES SIGNAUX CONTRADICTOIRES

---

Les résultats trimestriels ont laissé une bonne impression d'ensemble et confirmé la vive croissance des pays émergents et la bonne santé de l'investissement industriel (notamment dans la technologie). Les ajustements du consensus ont été positifs contrairement à ce que l'on était en droit d'imaginer et il est hors de question de remettre en question ces très belles performances même si elles ont plutôt concerné les niveaux d'activité et les BPA que les niveaux de marge.

De fait les déceptions, quand elles se sont exprimées, se sont plus focalisées sur les perspectives et les pressions observées sur les marges alors que les gains de productivité devraient nettement ralentir dans les prochains mois et que les chaînes de production pourraient être perturbées par les problèmes d'approvisionnement liés au séisme japonais. La question étant de savoir si les entreprises pourront ou non remonter leurs prix de vente dans les prochains mois.

Par ailleurs, si l'activité résiste bien à l'échelle mondiale, il ne faut pas perdre de vue les contraintes fortes pesant sur une économie certes sortie de la crise mais devant désormais s'acheminer vers une croissance de plus en plus auto-entretenu.

Au prix de déficits publics et de politiques monétaires expansionnistes on a pu éviter la déflation et remettre en marche l'activité et le commerce mondial. Mais les déficits et la dette publique sont devenus insoutenables, en zone euro où un cordon sanitaire a été placé autour de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal pour limiter les risques de contagion, mais également aux USA qui viennent de faire l'objet d'un premier avertissement par Standard & Poor's. L'assainissement des finances publiques est une contrainte forte pour la reprise en Europe comme vient de l'illustrer les nouvelles inquiétudes autour de la Grèce et pourrait le devenir rapidement aux USA.

De même les niveaux de prix du pétrole et des matières premières ont pris une dimension suffisamment importante pour pénaliser la demande, dans les pays émergents bien sûr mais aussi dans les pays développés, en dépit d'un début d'amélioration du côté de l'emploi. Outre déstabiliser un consommateur déjà affaibli par la récession, l'accélération des prix du baril a également donné un prétexte aux banques centrales pour abandonner les politiques de crise et revenir à plus de neutralité.

Dans la foulée des bonnes publications de sociétés et d'un message de la Fed toujours favorable aux actions, les marchés sont restés dans l'ensemble bien orientés malgré une volatilité toujours marquée. L'abondance des liquidités, des niveaux de valorisation modérés, le retour des OPA sont des éléments de soutien. De même une baisse des cours des matières premières offrira, si elle se confirme, une bouffée d'oxygène à l'économie mondiale tout en permettant aux banques centrales américaines et européennes d'envisager une remontée progressive et sans précipitation des taux directeurs. Mais les éléments de vulnérabilité sont également toujours bien présents.

---



STATISTIQUES

SBF 120

Source : FU Reuters  
Cours de clôture (05 mai 2011)

## Performances

SBF 120 : +5,16%

### Les plus élevées

Société	Cours au 5-mai-11	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Alcatel-Lucent	4,29	<b>96,7%</b>	4,5	1,8
Altran Technologies	5,21	<b>60,2%</b>	5,6	2,6
Technicolor	5,02	<b>41,2%</b>	7,4	3,4
Maurel & Prom	14,68	<b>39,2%</b>	15,0	8,5
Arkema	73,49	<b>36,4%</b>	73,9	27,4
Eiffage	44,77	<b>35,7%</b>	47,8	32,4
Eurofins Scientific	71,33	<b>32,3%</b>	73,7	26,7
Soitec	10,39	<b>28,5%</b>	11,5	6,5
Rhodia	31,60	<b>27,7%</b>	31,8	11,8
EDF Energies Nouvell	40,17	<b>26,9%</b>	40,9	26,8
Faurecia	27,40	<b>26,7%</b>	30,3	11,0
Bull	4,31	<b>26,4%</b>	4,8	2,2
Michelin	66,05	<b>23,0%</b>	68,5	48,4
Derichebourg	6,32	<b>21,3%</b>	6,6	2,6
AXA	15,03	<b>20,7%</b>	16,2	10,9

### Les plus faibles

Société	Cours au 5-mai-11	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
NicOx	1,79	<b>-18,8%</b>	7,9	1,5
Ubisoft Entertainment	6,51	<b>-18,7%</b>	10,1	6,1
AREVA	30,67	<b>-15,2%</b>	38,7	28,0
Air France - KLM	11,81	<b>-13,4%</b>	15,3	8,6
Accor	29,20	<b>-12,3%</b>	36,2	22,3
Bourbon	30,67	<b>-11,7%</b>	36,1	28,2
Renault	39,67	<b>-8,8%</b>	50,5	26,6
Zodiac Aerospace	51,67	<b>-8,1%</b>	57,2	36,5
EDF	28,24	<b>-8,0%</b>	40,5	26,4
Lagardere	28,57	<b>-7,4%</b>	36,4	24,1
SEB	73,22	<b>-5,8%</b>	82,8	49,2
Havas	3,67	<b>-5,6%</b>	4,3	3,3
Rubis	82,46	<b>-5,4%</b>	91,5	56,6
Vivendi	19,14	<b>-5,3%</b>	22,1	16,2
Sequana	11,11	<b>-4,6%</b>	14,3	9,2

## Potentiels

### Les plus élevés

Société	Cours au 5-mai-11	Objectif consensus	Potentiel
STMicroelectronics	8,01	13,2	<b>64,3%</b>
Valeo	41,94	58,3	<b>39,0%</b>
Renault	39,67	53,1	<b>33,8%</b>
Faurecia	27,40	36,5	<b>33,1%</b>
Ubisoft Entertainment	6,51	8,6	<b>31,6%</b>
Sechilienne-Sidex	19,01	24,8	<b>30,3%</b>
Societe Generale	43,26	56,1	<b>29,7%</b>
Credit Agricole	10,80	13,9	<b>28,9%</b>
Air France - KLM	11,81	15,2	<b>28,5%</b>
Accor	29,20	37,4	<b>27,9%</b>
Lagardere	28,57	36,3	<b>27,1%</b>
CNP Assurances	15,07	19,1	<b>27,0%</b>
Eurotunnel	7,18	9,1	<b>26,7%</b>
Teleperformance	25,51	32,2	<b>26,3%</b>
EDF	28,24	35,5	<b>25,8%</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 5-mai-11	Objectif consensus	Potentiel
Derichebourg	6,32	5,1	<b>-19,3%</b>
Hermes International	159,00	132,9	<b>-16,4%</b>
Eurofins Scientific	71,33	60,6	<b>-15,0%</b>
Rhodia	31,60	28,1	<b>-11,1%</b>
Alcatel-Lucent	4,29	3,8	<b>-10,5%</b>
Eramet	254,80	237,5	<b>-6,8%</b>
SILIC	101,50	96,3	<b>-5,1%</b>
Arkema	73,49	71,5	<b>-2,7%</b>
Essilor International	56,09	54,8	<b>-2,3%</b>
Icade	84,92	83,1	<b>-2,1%</b>
EDF Energies Nouvelles	40,17	39,5	<b>-1,6%</b>
Mersen	40,32	39,9	<b>-1,1%</b>
Gecina	95,36	95,1	<b>-0,3%</b>
Unibail-Rodamco	149,95	150,7	<b>0,5%</b>
Mercialys	28,64	28,9	<b>0,8%</b>

## PER

SBF 120 :

PER 2011e: 13,6x

PER 2012e: 11,8x

### Les plus élevés

Société	Cours au 5-mai-11	PER 2011e	PER 2012e
Eurotunnel	7,18	179,50	<b>89,75</b>
Soitec	10,39	-115,44	<b>51,95</b>
Hermes International	159,00	34,12	<b>30,64</b>
Ubisoft Entertainment	6,51	-15,50	<b>26,04</b>
Icade	84,92	29,08	<b>24,26</b>
SILIC	101,50	24,58	<b>22,07</b>
Iliad	88,26	17,69	<b>21,96</b>
Remy Cointreau	55,25	24,67	<b>21,01</b>
Eurofins Scientifc	71,33	28,42	<b>20,50</b>
Essilor International	56,09	22,17	<b>19,82</b>
EDF Energies Nouvelles	40,17	24,20	<b>19,13</b>
Mercialys	28,64	20,17	<b>18,84</b>
JCDecaux	22,87	21,99	<b>18,30</b>
Stallergenes	57,00	21,51	<b>18,27</b>
Gecina	95,36	18,09	<b>18,16</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 5-mai-11	PER 2011e	PER 2012e
PSA Peugeot Citroen	29,88	5,31	<b>4,12</b>
Renault	39,67	6,61	<b>4,41</b>
Credit Agricole	10,80	6,28	<b>5,12</b>
Societe Generale	43,26	7,23	<b>5,93</b>
BNP Paribas	53,98	7,38	<b>6,55</b>
Valeo	41,94	7,91	<b>6,58</b>
Faurecia	27,40	9,38	<b>6,87</b>
Natixis	3,81	7,94	<b>6,93</b>
AXA	15,03	7,37	<b>6,99</b>
Vivendi	19,14	7,88	<b>7,31</b>
CNP Assurances	15,07	7,85	<b>7,32</b>
TOTAL	41,18	7,50	<b>7,33</b>
SCOR	20,90	12,37	<b>7,33</b>
STMicroelectronics	8,01	8,34	<b>7,35</b>
Wendel	81,97	12,16	<b>7,59</b>

## PEG

### Les plus élevés

Société	Cours au 5-mai-11	PEG 2011e	PEG 2012e
Unibail-Rodamco	149,95	10,41	<b>10,60</b>
PagesJaunes	7,25	7,29	<b>7,21</b>
SILIC	101,50	7,93	<b>7,12</b>
Fonciere des Regions	75,53	6,63	<b>6,34</b>
Rhodia	31,60	5,80	<b>5,37</b>
Mercialys	28,64	4,87	<b>4,55</b>
Sechilienne-Sidec	19,01	3,87	<b>3,58</b>
Metropole Television	17,80	2,81	<b>2,72</b>
Neopost	62,46	2,51	<b>2,41</b>
Hermes International	159,00	2,41	<b>2,17</b>
L'Oreal	85,89	2,35	<b>2,15</b>
TOTAL	41,18	2,05	<b>2,00</b>
BIC	64,39	2,14	<b>2,00</b>
Essilor International	56,09	2,04	<b>1,82</b>
Eutelsat	29,32	1,87	<b>1,71</b>

### Les plus faibles

Société	Cours au 5-mai-11	PEG 2011e	PEG 2012e
Maurel & Prom	14,68	0,32	<b>0,06</b>
Renault	39,67	0,17	<b>0,11</b>
CGG Veritas	22,48	0,40	<b>0,14</b>
Bourbon	30,67	0,36	<b>0,16</b>
PSA Peugeot Citroen	29,88	0,23	<b>0,18</b>
Eramet	254,80	0,28	<b>0,19</b>
Faurecia	27,40	0,28	<b>0,21</b>
EADS	20,40	0,40	<b>0,21</b>
SCOR	20,90	0,37	<b>0,22</b>
Club Mediterranee	16,12	0,46	<b>0,23</b>
Eurazeo	55,40	0,30	<b>0,23</b>
Wendel	81,97	0,38	<b>0,24</b>
Credit Agricole	10,80	0,33	<b>0,27</b>
Vallourec	81,02	0,40	<b>0,27</b>
Technicolor	5,02	0,47	<b>0,29</b>



## VE / CA

### Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2011e	VE/CA 2012e
NicOx	129	<b>79,36</b>	7,99
Gecina	5 971	<b>18,10</b>	17,48
Foncière des Régions	4 148	<b>17,62</b>	17,17
Unibail-Rodamco	14 028	<b>17,28</b>	16,68
SILIC	1 770	<b>17,19</b>	16,14
Mercialys	2 634	<b>16,66</b>	15,24
Klepierre	5 256	<b>13,61</b>	13,15
Eurotunnel	3 810	<b>8,70</b>	8,29
Eutelsat	6 453	<b>7,70</b>	7,18
Icade	4 400	<b>6,66</b>	6,39
Maurel & Prom	1 781	<b>6,33</b>	3,84
Hermès International	17 112	<b>6,18</b>	5,65
EDF Énergies Nouvelles	3 177	<b>4,26</b>	3,66
Pernod Ricard	18 393	<b>3,73</b>	3,55
Bourbon	1 882	<b>3,58</b>	2,98

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2011e	VE/CA 2012e
Bull	531	<b>0,22</b>	0,21
EADS	16 991	<b>0,22</b>	0,21
Sequana	550	<b>0,28</b>	0,27
Faurecia	3 024	<b>0,28</b>	0,26
Carrefour	21 469	<b>0,31</b>	0,30
Valeo	3 362	<b>0,35</b>	0,32
Casino	8 289	<b>0,39</b>	0,36
Nexans	1 994	<b>0,43</b>	0,41
Steria	656	<b>0,43</b>	0,42
CNP Assurances	9 128	<b>0,43</b>	0,41
Thales	5 955	<b>0,44</b>	0,43
AREVA	480	<b>0,44</b>	0,40
Air France - KLM	3 615	<b>0,46</b>	0,43
Atos Origin	2 978	<b>0,47</b>	0,37
Bouygues	12 417	<b>0,47</b>	0,46

## VE / EBITDA

### Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2011e	VE/EBITDA 2012e
Gecina	5 971	<b>22,3</b>	21,4
Hermès International	17 112	<b>19,2</b>	17,4
Mercialys	2 634	<b>19,0</b>	17,3
Unibail-Rodamco	14 028	<b>18,8</b>	19,1
Icade	4 400	<b>18,8</b>	16,6
SILIC	1 770	<b>18,6</b>	17,5
Foncière des Régions	4 148	<b>18,0</b>	17,4
Eurotunnel	3 810	<b>17,7</b>	16,5
Klepierre	5 256	<b>15,8</b>	15,1
Remy Cointreau	2 721	<b>14,6</b>	12,6
Soitec	938	<b>14,0</b>	10,4
Essilor International	12 103	<b>13,4</b>	12,2
Pernod Ricard	18 393	<b>13,4</b>	12,4
L'Oréal	51 619	<b>12,3</b>	11,4
Maurel & Prom	1 781	<b>12,3</b>	6,5

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2011e	VE/EBITDA 2012e
Ubisoft Entertainment	628	<b>1,5</b>	1,4
Valeo	3 362	<b>3,1</b>	2,8
STMicroelectronics	7 438	<b>3,1</b>	2,7
EADS	16 991	<b>3,3</b>	2,5
AREVA	480	<b>3,4</b>	2,7
TOTAL	99 003	<b>3,5</b>	3,4
Faurecia	3 024	<b>3,7</b>	3,2
Vivendi	24 150	<b>3,9</b>	3,8
Bouygues	12 417	<b>4,2</b>	4,0
Technicolor	1 309	<b>4,4</b>	4,1
Eramet	6 887	<b>4,5</b>	3,9
Atos Origin	2 978	<b>4,6</b>	3,6
Michelin	11 892	<b>4,7</b>	4,2
France Telecom	41 335	<b>4,7</b>	4,8
Bull	531	<b>4,8</b>	4,0

## Gearing

### Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Eiffage	4 108	<b>568%</b>
Wendel	4 140	<b>357%</b>
Klepierre	5 256	<b>306%</b>
Derichebourg	1 077	<b>288%</b>
EDF Energies Nouvelles	3 177	<b>258%</b>
SILIC	1 770	<b>206%</b>
Technicolor	1 309	<b>197%</b>
Veolia Environnement	11 113	<b>197%</b>
Foncière des Régions	4 148	<b>183%</b>
Eurazeo	3 214	<b>173%</b>
Eutelsat	6 453	<b>168%</b>
PSA Peugeot Citroen	7 129	<b>157%</b>
Suez Environnement	7 676	<b>156%</b>
Faurecia	3 024	<b>148%</b>
Air France - KLM	3 615	<b>136%</b>

### Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
EADS	16 991	<b>-76%</b>
Metropole Television	2 339	<b>-55%</b>
Eramet	6 887	<b>-48%</b>
Dassault Systemes	6 723	<b>-46%</b>
Stallergenes	766	<b>-45%</b>
Technip	7 878	<b>-42%</b>
Hermes International	17 112	<b>-38%</b>
BIC	3 188	<b>-28%</b>
Cap Gemini	6 445	<b>-23%</b>
STMicroelectronics	7 438	<b>-18%</b>
Gemalto	3 022	<b>-15%</b>
Havas	1 579	<b>-15%</b>
Nexity	1 859	<b>-14%</b>
Ipsen	2 339	<b>-14%</b>
Publicis	7 400	<b>-12%</b>

## Rendements

### Les plus élevés

Société	Cours au 5-mai-11	DIV 2012e	Rdmt 2011e	Rdmt 2012e
France Telecom	15,61	1,41	<b>9,0%</b>	9,0%
PagesJaunes	7,25	0,57	<b>7,7%</b>	7,9%
Vivendi	19,14	1,52	<b>7,6%</b>	7,9%
Natixis	3,81	0,28	<b>6,8%</b>	7,3%
Neopost	62,46	4,08	<b>6,4%</b>	6,5%
GDF Suez	26,48	1,65	<b>5,9%</b>	6,2%
Foncière des Régions	75,53	4,6	<b>5,8%</b>	6,1%
TOTAL	41,18	2,44	<b>5,8%</b>	5,9%
Metropole Television	17,80	1,08	<b>5,7%</b>	6,1%
Veolia Environnement	22,27	1,26	<b>5,7%</b>	5,7%
Nexity	35,97	2,13	<b>5,6%</b>	5,9%
Credit Agricole	10,80	0,73	<b>5,6%</b>	6,8%
TF1	12,41	0,8	<b>5,5%</b>	6,4%
Unibail-Rodamco	149,95	8,24	<b>5,4%</b>	5,5%
AXA	15,03	0,87	<b>5,4%</b>	5,8%

## ROE

### Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Technicolor	1 309	<b>59,9%</b>
Bureau Veritas	6 365	<b>42,4%</b>
Faurecia	3 024	<b>39,8%</b>
Derichebourg	1 077	<b>35,7%</b>
Stallergenes	766	<b>27,2%</b>
Neopost	2 054	<b>26,8%</b>
Iliad	4 828	<b>25,3%</b>
Valeo	3 362	<b>24,4%</b>
Metropole Television	2 339	<b>24,2%</b>
Hermes International	17 112	<b>22,9%</b>
Eutelsat	6 453	<b>22,9%</b>
TOTAL	99 003	<b>21,4%</b>
SEB	3 657	<b>19,8%</b>
Legrand	7 818	<b>19,4%</b>
Klepierre	5 256	<b>19,2%</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)