

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

12 AVRIL 2011

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



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

LES CHOCS PASSENT, L'ACTIVITÉ RÉSISTE JUSQU'À PRÉSENT

Depuis septembre dernier, le contexte macro économique reste robuste à l'échelle mondiale, autorisant le consensus à tabler sur des niveaux de croissance globale bien au dessus des 4% pour 2011 comme pour 2012. Pour l'OCDE, la reprise s'achemine vers une croissance de plus en plus autoentretenue qui ne nécessiterait plus de soutien politique.

➤ Aux USA, les principaux indicateurs pointent dans l'ensemble toujours dans la bonne direction. Le plus important, le rapport sur l'emploi, a surpris positivement avec 216 000 créations nettes d'emplois salariés non agricoles au mois de mars et un taux de chômage en baisse à 8,8%. Egalement toujours bien orientées, l'enquête ISM sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier pour le mois de mars, les dépenses de consommation, en hausse de 0,7% sur le mois de février et la poursuite de la hausse du crédit à la consommation des ménages pour le cinquième mois de suite.

L'économie américaine confirme à ce stade sa bonne orientation. Mais certaines données conjoncturelles ne sont pas toutes aussi encourageantes : en particulier le recul de la confiance des consommateurs pour le mois de mars justifié par le flot des mauvaises nouvelles récentes (hausse des prix de l'essence et des biens alimentaires, risque nucléaire japonais, volatilité des marchés actions, incertitudes budgétaires) qui, s'il se traduisait par un recul de la consommation, pourrait créer beaucoup plus d'incertitudes sur les perspectives de croissance US.

La Fed reste pour sa part relativement confiante sur la croissance, jugeant les risques baissiers, pétrole et budget principalement, bien compensés par un ensemble de facteurs positifs dont la baisse du dollar, l'extension des baisses d'impôt fin 2010 ou la hausse du patrimoine des ménages. Reste pour autant un débat animé entre 1- les partisans d'une politique monétaire accommodante devant contribuer à soutenir une économie toujours fragile et bousculée par de multiples chocs et 2- les partisans d'une politique monétaire moins accommodante jugeant les bénéfices du QE2 incertains et la taille du bilan de la Fed dangereuse.

➤ En zone euro, le taux de chômage pour le mois de février s'améliore à 9,9%, en dépit d'une hétérogénéité toujours forte. Parmi les grands pays membres, le taux de chômage poursuit son recul en Allemagne où les créations d'emplois se poursuivent et en Italie. Il est stable en France et au Pays-bas et redémarre en Espagne. Il est stable également dans les pays de la périphérie, en Irlande et au Portugal. De son côté, le climat des affaires s'est replié au mois de mars, recul à attribuer à la baisse de l'indice PMI dans l'industrie manufacturière, sans doute déstabilisé par l'instabilité géopolitique au Moyen-Orient. Sur l'ensemble du premier trimestre 2011 néanmoins le climat des affaires s'améliore et se diffuse, venant conforter l'anticipation d'une accélération assez forte de la croissance du PIB européen au T1 2011 après une fin d'année perturbée par des conditions climatiques défavorables (+0,3%t/t au T4).

➤ Au niveau mondial, l'indice du climat des affaires du secteur manufacturier pour le mois de février retrouvait ses plus hauts historiques du printemps 2010, traduisant une nette réaccélération de l'activité industrielle depuis le deuxième semestre 2010. Pour autant, les obstacles à une reprise substantielle se multiplient puisqu'aux contraintes budgétaires des pays industrialisés et à la surchauffe des émergents vient désormais s'ajouter la hausse brutale des prix du pétrole et des matières premières (que les directeurs d'achats signalent depuis quelques temps déjà) et les conséquences du séisme japonais.

1 - **Contraintes budgétaires** : les politiques monétaires restrictives contraignent la sortie de crise dans les pays industrialisés. Dans l'immédiat, le niveau élevé des dettes publiques crée des difficultés dans les pays périphériques de la zone euro que les décisions politiques européennes n'ont que partiellement réglées. Les mesures prises à l'occasion du Conseil de l'UE des 24 et 25 mars dernier pour renforcer la stabilité financière en zone euro sont positives mais elles restent encore insuffisantes à garantir la soutenabilité des dettes des pays fragiles et créer un choc positif pour la confiance.

Principales décisions du Conseil de l'UE des 24 et 25 mars

- La capacité effective du Fonds de Stabilité Financière (FESF) sera relevée de 250Mds€ à 440Mds€ ; le MES qui lui succèdera en 2013 sera doté de 500Mds€. Mais les modalités pour y parvenir ne seront probablement pas finalisées avant fin juin.
- Le fonds aura la possibilité d'intervenir sur le marché primaire pour les pays sous conditions (Grèce, Irlande) mais pas sur le marché secondaire.
- Les conditions de prêts à la Grèce ont été assouplies (allongement de la maturité du prêt de 3,5 à 7,5 ans, réduction des taux d'intérêt de 100pb) en contre partie de la poursuite de ses efforts. Celles de l'Irlande restent en revanche en cours de négociation, conditionnées à l'harmonisation de la fiscalité des entreprises irlandaises (taux de 12,5%) avec les standards européens (taux moyen 27%).
- le « Pacte de l'Euro » visant à mettre en place une coordination renforcée des politiques économiques de la zone euro entrera en vigueur fin mars mais il n'a pas de caractère contraignant et n'est accompagné d'aucune sanction automatique.

Les difficultés financières des Etats périphériques restent importantes. La pression vient de faire plier le Portugal qui appelle enfin à une aide européenne (80Mds€ estimés vs 110Mds€ pour la Grèce et 85Mds€ pour l'Irlande) après l'avoir refusé jusqu'à présent et supporté des conditions de refinancement exorbitantes après dégradation de sa dette par les agences de notation. Cela va régler les problèmes de liquidités pour quelques années mais, comme en Grèce et en Irlande, le problème de fond, celui de la solvabilité du pays, n'est pas assuré : les marchés estiment ainsi que la Grèce ne pourra échapper que difficilement à une restructuration de sa dette publique qui pourrait dépasser 150% du PIB en 2011 ; de même l'actualité reste lourde en Irlande qui n'a obtenu aucun aménagement de sa dette mais doit trouver les moyens de recapitaliser son système bancaire (24Mds€ estimés après publication des stress tests) tout en ramenant les finances de l'Etat sur une trajectoire plus soutenable. De son côté, l'Espagne qui connaîtrait une légère accélération de sa croissance au T1, ne semble pas encore véritablement menacée, sous réserve que la situation de son système bancaire (caisses d'épargne) et des finances publiques locales ne se

détériorer. C'est plutôt une bonne nouvelle sauf à ce que les marchés ne viennent tester la résistance espagnole, d'autant que le resserrement monétaire qui s'annonce, même très graduel, pourrait avoir un impact non négligeable sur des agents privés très endettés et déjà contraints par le chômage et l'austérité.

2 – **Surchauffe des émergents** : dans les pays émergents, la croissance reste solide à l'image des derniers chiffres chinois (PIBe T1-2011 +9,4% sur un an vs +9,8% au T4 2010 et +11,9% au T1 2010) et devrait rester forte en 2011, proche de 6,5% soit un niveau bien supérieur à celui des pays développés (2/2,5%). Pour autant, les difficultés qui s'expriment prennent de plus en plus d'ampleur : en particulier la hausse des prix des matières premières, le retour de l'inflation et un vaste mouvement de resserrement monétaire entamé dans les pays d'Asie, en Chine, Indonésie, Thaïlande, mais aussi en Inde et au Brésil où la lutte contre la hausse des prix s'intensifie.

3 – **Hausse des prix des matières premières** : le maintien de prix élevés pour le pétrole et les matières premières pénalise l'économie mondiale. En particulier les pays émergents où le poids de l'alimentation dans la consommation des ménages peut atteindre 30% mais aussi les pays développés où ils exercent une pression sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Outre peser sur la croissance, l'accélération des prix du baril accroît les tensions inflationnistes déjà bien visibles sur toute la chaîne de production comme en atteste la hausse des prix à la production. Des hausses de taux vont suivre comme déjà observé dans les pays émergents et tout récemment en Chine et en zone euro. Les politiques monétaires étaient ultra stimulantes, elles ne seront plus que stimulantes à l'exception de la politique conduite par la Fed.

4 – **Séisme japonais** : le séisme japonais aura un impact à court terme sur la zone asiatique (plus de 50% des exportations japonaises, Chine compris, et 45% des importations) même s'il doit être temporaire et si le poids du Japon reste modeste à l'échelle mondiale (autour de 9% du PIB global en valeur). De son côté, l'OCDE se dit incapable de chiffrer les conséquences économiques des catastrophes qui ont ravagé le nord du Japon. Tout au plus estime-t-il que la croissance, attendue jusque là à 1,7% pour 2011 et 1,3% pour 2012 au Japon, devrait être amputée de 0,2% à 0,6% de PIB au T1 et de 0,5% à 1,4% au T2 pour être compensée dès le T3 par les efforts de reconstruction, sous réserve du bon approvisionnement en énergie des usines qui reste

l'une des principales incertitudes pour l'économie de l'Archipel.

Le contexte macro-économique poursuit son amélioration, le climat des affaires se maintient à un niveau élevé, le chômage amorce sa décrue. 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, deux nouveaux obstacles dont un cours du pétrole pénalisant pour l'économie mondiale et, dans une moindre mesure, les conséquences du séisme au Japon.

Les sources d'incertitudes sont plus nombreuses que jamais. Un ralentissement conjoncturel devient plus probable même s'il n'est pas encore vraiment lisible dans les indicateurs économiques.

LES PRÉVISIONS DE RÉSULTATS DES SOCIÉTÉS DEVIENNENT PLUS VULNÉRABLES

Après le fort recul de 2009, les chiffres 2010 se sont fortement appréciés, y compris au T4, pour regagner dans l'ensemble les niveaux d'activité qu'ils avaient perdu en 2009 et enregistrer un accroissement significatif des marges. D'où les progressions bénéficiaires de plus de 40% observées sur le S&P500 et mêmes 50% sur le DJStoxx, lesquelles se sont par ailleurs accompagnées d'un mouvement de réévaluation continu entre le début et la fin de l'année.

Les toutes dernières révisions opérées dans la foulée des publications de résultats n'ont donné lieu, effet change mis à part, qu'à de modestes ajustements des prévisions. A la veille des publications de résultats pour le T1 2011, les estimations pour 2011 se situent à +13,4% et +12,5% hors financières en Europe, +14,2% et +13,5% hors financières aux USA.

Pour autant, il n'est pas impossible d'imaginer le consensus avoir à entamer un processus d'ajustement plus sévère à la baisse, comme conséquence logique du freinage qui devrait se produire dans les prochains mois :

- les niveaux d'activité se normalisent après la vigueur observée en 2010. Les estimations de croissance actuelles pour 2011 se situent autour de 6,5% pour le S&P500 et 5% pour le Stoxx600 hors financières après plus de 13% observé en 2010 et il semble que le potentiel de révision à la hausse devienne très modeste.

- Le redressement des marges opéré à la faveur de la reprise est spectaculaire. En volume, la masse des bénéfices de l'indice Stoxx600 aurait pratiquement retrouvé son niveau de 2007. Au niveau des marges, le point haut historique de 2007 serait à portée de main dès 2011 et dépassé en 2012 sur la base des estimations actuelles.

DJ STOXX 600 hors financières (FactSet, Oddo Securities, avril 2011)

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Croissance CA	-	-	-9,6%	13,4%	5,1%	5,5%
Marge nette	8,2%	7,4%	5,7%	7,3%	7,9%	8,4%
Bénéfices en masse (Mds€)	442	428	303	436	494	550
Variation en %	7,6%	-3,1%	-29,1%	44,0%	13,2%	11,4%

- Les déterminants de la croissance de l'activité et des résultats sont de moins en moins favorables.

- Volume : les prévisions actuelles de croissance pour 2011 et 2012 suggèrent un rythme de croissance deux fois inférieur à celui de 2010, rythme qui pourrait par ailleurs être remis en

question par les événements récents (pétrole et tremblement de terre au Japon). Il ne faut donc pas attendre d'effets volumes importants en 2011 et 2012.

- Coûts matières : avec la hausse des cours du baril, c'est désormais l'ensemble des matières

premières qui pourrait subir une hausse voisine de 30% en rythme annuel pour 2011.

- Coûts salariaux : l'inflation salariale reste très modérée dans les pays industrialisés à l'exception de quelques pays d'Europe du Nord dont l'Allemagne où une accélération est possible. Elle est en revanche importante dans les pays émergents, renchérissant d'autant les coûts salariaux directs mais également le coût des achats externes et de la sous-traitance.
- Gains de productivité : les entreprises vont devoir réembaucher et réinvestir si la sortie de crise se confirme, ce qui limitera les gains de productivité.
- Pricing power : si l'inflation reste modérée en bout de chaîne en dépit d'une forte inflation des prix des matières premières en amont, c'est que tous les secteurs ne sont pas capables de faire passer des hausses de prix : avec à la clé un risque de pincement des marges, sous réserve de gisements de productivité encore importants.

Plus ponctuellement, il ne faut pas non plus négliger les perturbations temporaires associées à l'arrêt d'unités de production japonaises, en

particulier dans les filières électroniques et automobiles où le Japon occupe une place prépondérante dans la production de certains composants.

Certains secteurs parmi les plus exposés à la hausse des matières premières ont vu leurs prévisions de bénéfices révisées à la baisse récemment, dont l'Agro-alimentaire. Mais de fortes hausses de marges sont encore attendues sur des secteurs qui pourraient ne pas être épargnés (indépendamment des perturbations temporaires associées au séisme japonais) dont les Matériaux de Construction, l'Automobile, les Biens d'Équipements, les Semi Conducteurs...

Plusieurs paramètres conditionnant les marges vont être sous pression en 2011 et 2012. Les prévisions de résultats des sociétés deviennent plus vulnérables alors que s'ouvre la période des publications pour le premier trimestre 2011. Ouverture des hostilités le 11 avec Alcoa, suivi dans la semaine par JP Morgan, Google et Bank of America.

DES ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES A LA HAUSSE

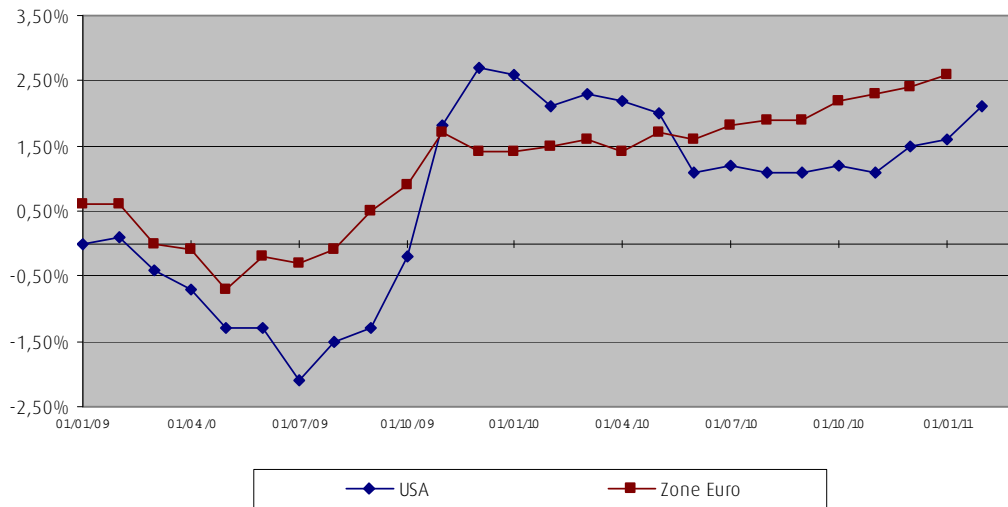
Aux USA, les prix à la consommation du mois de février sont ressortis en progression de 0,5% contre +0,4% en janvier. Sur un an, la hausse ressort à 2,1% après 1,6% le mois précédent. Hors énergie et alimentation, la hausse des prix ressort à 0,2% sur un mois et 1,1% en glissement annuel, après 1% le mois précédent. De même, la hausse des prix à la production s'est accélérée en février, en progression de 1,6% sur un mois.

En zone euro, l'accélération de l'inflation se confirme avec un indice des prix à la consommation du mois de février en hausse de 2,4% sur un an et de 2,6% pour le mois de mars selon l'estimation préliminaire d'Eurostat et un indice hors énergie et alimentation en progression

de 1,1% sur un an pour le mois de février. La hausse des prix à la production se poursuit également en février, en progression de 0,8% sur un mois et 6,6% sur un an glissant.

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.

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

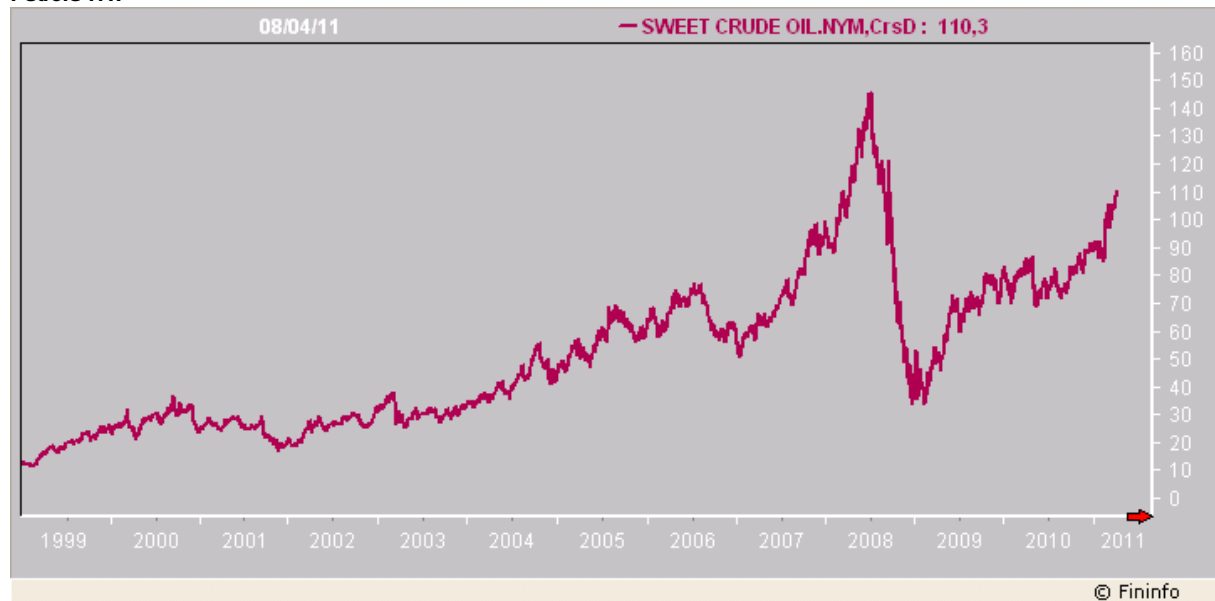


En ce qui concerne les prix du pétrole, ils restent élevés et au-delà de leurs points hauts récents, autour de 124\$ le baril de Brent de la mer du Nord et 111\$ le cours du WTI à NY, bousculé par la situation confuse en Libye et la poursuite des troubles au Moyen Orient. La zone Afrique du Nord/Moyen Orient reste incontournable et compte déjà pour près de 35% de la production mondiale de pétrole et 60% des réserves reconnues dans le monde. En d'autres termes, le fait que cette région soit sous le choc de bouleversements politiques majeurs ne peut être qu'une source de préoccupation pour les marchés

pétroliers alors que la reprise de la croissance se confirme à l'échelle mondiale et que la demande mondiale de pétrole ne fait qu'augmenter : soit une hausse attendue de l'ordre de 1,7% et 1,5Mb/j pour les deux exercices 2011 et 2012 selon les dernières estimations de l'AIE, hors impact du séisme et du tsunami japonais sur la demande mondiale de pétrole.

A moins d'un ralentissement économique fort dans les pays consommateurs, il y a tout lieu de penser que les prix du baril resteront élevés ces prochains mois.

Pétrole WTI



Si le risque de dérapage de l'inflation sous jacente est toujours très limité, la hausse rapide des prix de l'énergie et des produits alimentaires a bien fait surgir certaines tensions inflationnistes depuis quelques mois. Elle commence en particulier à

contaminer la chaîne de production comme en atteste la hausse des prix à la production et alimente les anticipations d'inflation à la hausse, ce que la BCE tient à tout prix à éviter.

HAUSSE DES TAUX COURTS

La crise est loin d'être résolue pour les pays européens en difficulté. Après la Grèce et l'Irlande, c'est au tour du Portugal de demander l'aide financière de l'Europe pour 80Mds€.

Marché monétaire: la BCE avait préparé le marché à une hausse de ses taux lors de sa dernière réunion pour endiguer l'inflation. Cette hausse de 0,25% a effectivement eu lieu début avril, ce qui porte le taux à 1,25% contre 1% depuis mai 2009. Mr Trichet a précisé qu'il ne s'agissait pas du début d'une série de hausse mais son discours laisse clairement penser à d'autres augmentations dans les prochains mois. Le marché n'a pas réagi à cette hausse car elle était prévue. Il anticipe des hausses des taux courts d'ici 1 an de 2 fois 0,25% d'ici la fin de l'année pour atteindre 1,75%. L'EONIA a arrêté sa hausse et vaut 0,65% en mars. En revanche les taux Euribor de 3 mois à 1 an augmentent et l'écart se creuse encore entre les différentes échéances. Le 3 mois passe de 1,09% en février à 1,18% en mars, le 1 an monte de 1,72% à 1,93% sur la même période. Ces taux sont toutefois encore insuffisants pour attirer les capitaux sur le marché monétaire.

La Banque d'Angleterre n'a toujours pas modifié son taux de 0,5% et maintient son programme de rachat de titres. La reprise est trop fragile et le chômage trop élevé pour craindre un effet de second tour, permettant à la banque centrale d'attendre encore pour durcir sa politique monétaire.

La Fed ne devrait pas bouger ses taux dans les mois à venir car le chômage reste important, l'immobilier fragile et l'inflation contenue à 2,1%.

Marché obligataire: en France, les taux longs ont monté de 3,28% fin décembre à 3,62% fin mars, dans le sillage d'une inflation en hausse (2,6% au mois de mars en zone euro) et désormais supérieure aux objectifs de la BCE de 2%. Nous avons anticipé cette hausse et conseillé de désensibiliser les portefeuilles sur les taux en achetant des emprunts courts ou des taux variables. Votre portefeuille est ainsi protégé contre une hausse des taux et ne devrait pas souffrir tant qu'il n'y pas de crack obligataire. Nous écartons cette possibilité car le marché a très bien réagi aux problèmes d'endettement des Etats et les Banques Centrales, tant européennes qu'américaines, se donnent les moyens de lutter contre une éventuelle crise obligataire.

Au total, le marché obligataire sera certainement difficile en 2011 mais nous l'avons anticipé depuis plusieurs mois et remodelé les investissements obligataires pour obtenir une performance satisfaisante sur l'année.

Les obligations convertibles constituent toujours une alternative intéressante aux obligations grâce à leur lien avec le sous jacent action qui leur permettra de monter cette année si le marché actions est bon. Elles restent très demandées et se tiennent en général bien, même lorsque le sous jacent baisse. Nous conseillons toujours ces placements.

La hausse des taux courts est engagée en Europe mais ceux-ci demeurent encore bas, les marchés ne s'en inquiètent pas. Les obligations devraient subir un peu la hausse des taux sans toutefois baisser grâce à leurs coupons. Les convertibles sont toujours très recherchés.

L'EURO REPREND L'AVANTAGE

La succession de catastrophes au Japon a eu des effets importants sur le marché des changes : le yen s'est sensiblement apprécié, notamment face au dollar ; un mouvement si brutal qu'il a conduit les membres du G7 à intervenir conjointement sur le marché des changes.

Avec la crise de la dette souveraine de la zone euro et les inquiétudes provoquées par la forte hausse des cours du pétrole et des matières premières, le yen avait déjà joué le rôle de valeur refuge. Sur la période récente, plus précisément entre le 10 mars, veille du séisme qui a frappé le nord est du Japon et le 17 mars, veille des interventions concertées des banques centrales du G7, le yen s'est à nouveau vivement apprécié face au dollar et à l'euro, motivé par l'anticipation de rapatriements massifs de capitaux investis par les japonais sur les marchés étrangers.

Investissement du portefeuille japonais (BoJ, Aurel)

Total 2010 en Mds€	2567	100,0%
Asie	63	2,5%
USA	829	32,3%
UE	895	34,9%
dt zone euro	731	

D'après les statistiques de la Banque du Japon, les avoirs japonais sous forme d'investissements de

portefeuilles s'élevaient à un peu plus de 2500Mds€ dont un tiers aux USA et la même chose dans l'Union Européenne. Les destructions causées par le tremblement de terre et le tsunami étant pour l'instant estimées entre 130Mds\$ et 235Mds\$, le rapatriement d'une partie même mineure des avoirs japonais de l'étranger permettrait de couvrir facilement les coûts de reconstruction.

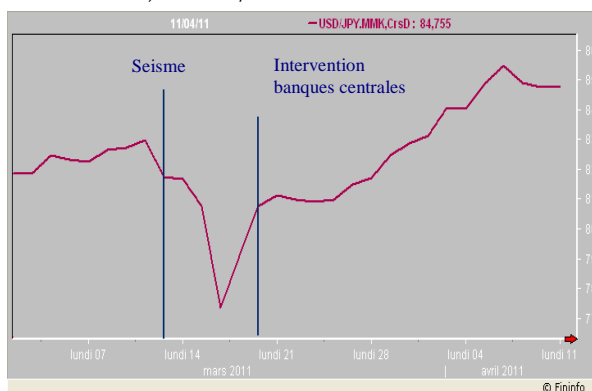
De fait, si les flux de financement en provenance du Japon et à destination des marchés étrangers vont incontestablement diminuer parce que le Japon va devoir utiliser une large partie de son épargne pour financer la reconstruction, le mouvement d'achat de yens a lui été très largement amplifié par l'incertitude extrême qui a suivi le tremblement de terre et le tsunami. Celle-ci n'est pas levée mais son impact a été amorti par les interventions concertées des banques centrales du G7 puis totalement effacé par le grand retour des stratégies de portage (carry trade). Le dollar se redresse ainsi à 84,5 yens (contre 76,2 veille de l'intervention des Banques Centrales et 80,9 au 31/12/2010), l'euro autour de 122 yens (contre 107 veille de l'intervention des banques centrales et 108,4 au 31/12/2010) face à une devise nipponne malmenée par une politique monétaire durablement accommodante.

Yen

Cours du USD/Yen depuis 1 janvier 2008

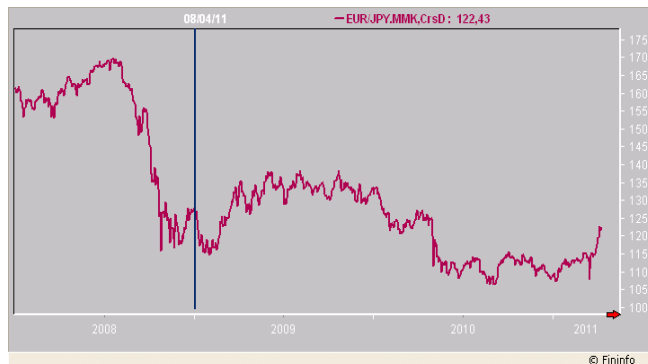


Cours du USD/Yen depuis 1 avril 2011

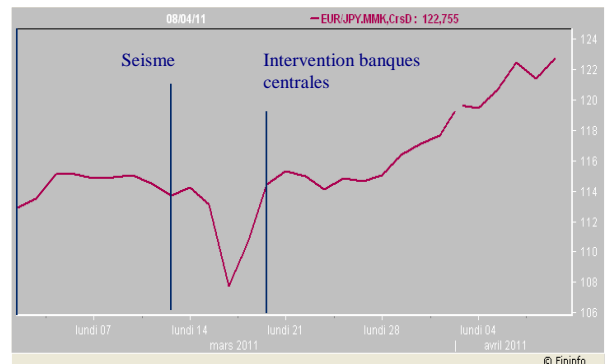


Yen

Cours de l'euro/Yen depuis 1 janvier 2008



Cours de l'euro/Yen depuis 1 mars 2011



Au final, l'euro reste le grand gagnant, au dessus des 122 yens et 1,44 dollars, au regard de perspectives de politiques monétaires favorables : la Banque du Japon n'a pas d'autre choix que de maintenir une politique accommodante pour encore de longs mois ; la Fed conserve un discours très prudent alors que le débat s'enlise sur le relèvement du plafond de la dette aux USA ; la BCE au contraire a décidé d'un début de normalisation de sa politique monétaire et d'une première hausse de taux de 25pb.

En dépit de difficultés majeures au sein des Etats européens en difficulté, il est fort probable que les divergences de politique monétaire entre Etats Européens, USA et Japon exercent une pression à la hausse sur l'euro. Une situation qui à défaut d'aider nos entreprises exportatrices, présente au moins l'avantage d'amortir l'impact de la hausse des prix des matières premières et de limiter l'inflation importée en Europe.

Dollar

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



Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2008



INDICES INTERNATIONAUX ET INDICES SECTORIELS

LES INDICES INTERNATIONAUX

Un mois pour rien ou presque et des indices qui renouent avec une tendance haussière après les catastrophes qui se sont abattues au Japon dans un contexte de marché rendu déjà fébrile par l'instabilité géopolitique au Moyen-Orient.

De fait, la situation à la centrale nucléaire de Fukushima reste imprévisible mais elle ne se dégrade plus. La situation en Libye est confuse mais l'offensive en cours contre le colonel Kadhafi est supposée nous rapprocher d'un dénouement. Le sommet européen du mois de mars n'a pas réglé les problèmes de solvabilité des pays de la périphérie mais il a donné lieu à quelques décisions importantes. Le Portugal est dans l'impasse politique mais il vient d'accepter l'aide de l'Europe. Le marché immobilier américain se dégrade mais l'emploi se redresse... Les marchés ne savent plus s'ils doivent se réjouir d'une conjoncture toujours intacte ou s'inquiéter de son éventuelle dégradation face aux chocs qui

s'abattent sur l'économie mondiale. Toujours est-il que les indices boursiers ont renoué avec une tendance haussière, effaçant du même coup les pertes enregistrées, jusqu'à 10%, après le séisme japonais.

Le Dow Jones progresse ainsi de 1,2 % sur un mois et 7,2% depuis le début de l'année, le S&P500 de 0,5% sur un mois et 5,6% depuis début janvier. De même, le marché fait preuve d'une bonne résistance en Europe où la BCE vient de procéder à un premier relèvement de ses taux. L'indice DJStoxx600 gagne 1,2% sur un mois et 5,8% depuis le début de l'année ; le CAC40 1% sur un mois et 10% sur ses récents plus bas du 16 mars dernier et 6,8% depuis début janvier ; le Dax 0,5% sur un mois et 4,4% depuis janvier ; le Footsie 1,1% sur un mois et 2,6% depuis le début de l'année. En bonne logique néanmoins, l'indice Nikkei abandonne 8,7%, désormais négatif de 4,5% depuis le début de l'année.

Indices internationaux au 08/04/2011

Indices	Variation 2010	Clôture 8-avr.-11	Var. depuis 31-déc.-10	Var. depuis 4-mars-11
Dow Jones	9,7%	12 409	7,2%	1,2%
CAC 40	-3,3%	4 062	6,8%	1,0%
SBF 120	0,1%	3 045	6,4%	1,1%
DJ STOXX 600	-0,1%	290	5,8%	1,2%
S&P 500	12,8%	1 328	5,6%	0,5%
Nasdaq	16,9%	2 780	4,8%	-0,2%
Dax Xetra	16,1%	7 217	4,4%	0,5%
Footsie 100	9,0%	6 056	2,6%	1,1%
CAC Mid&Small 190	18,0%	7 228	0,5%	-3,8%
Nikkei 225	-3,0%	9 768	-4,5%	-8,7%

LES INDICES SECTORIELS : DJEuroSTOXX

Si la volatilité est restée extrêmement importante ces dernières semaines, tant au niveau sectoriel que des valeurs, le bilan du mois fait la part belle à quelques secteurs cycliques – Automobile +2,9%, Construction et Matériaux +3,9%, Biens et Services

industriels +2,4%, Chimie +3% - et au secteur financier après appel à l'aide du Portugal, levées de capitaux de plusieurs établissements bancaires et apaisement des craintes sur les détenteurs de dettes bancaires irlandaises.

Sans changement, Assurances (+18%), Banques (+11,7%) et Services Financiers (+11,2%) s'affichent toujours en tête de classement devant les pétrolières (+9,6%) à égalité avec la Construction et Matériaux (+9,6%) et la Santé (+7,6%). Inchangés également mais en bas de

classement figurent les Voyages/Loisirs (-5,3%), immédiatement précédés des Biens de consommation (-5,1%) et de l'Alimentation (-1,8%).

Indices sectoriels DJ EuroStoxx au 08/04/2011

Secteurs	Variation 2010	Clôture 8-avr.-11	Var. depuis 31-déc.-10	Var. depuis 4-mars-11
Assurances	-6,9%	176	18,0%	1,2%
Banques	-26,8%	180	11,7%	0,0%
Services financiers et foncières	-3,0%	259	11,2%	1,5%
Pétrole & Gaz	-3,3%	350	9,6%	0,3%
Construction & Matériaux	-6,1%	298	9,6%	3,9%
Santé	-5,4%	428	7,6%	0,1%
Télécommunications	-9,9%	408	7,5%	2,8%
Technologie	9,1%	251	5,8%	-1,1%
Services aux collectivités	-14,7%	350	4,8%	1,5%
Biens & Services industriels	27,0%	508	4,0%	2,4%
Chimie	22,2%	698	3,9%	3,0%
Médias	4,2%	163	1,0%	-0,9%
Automobile & Equipements	43,0%	332	0,0%	2,9%
Distribution	12,6%	310	-0,1%	2,5%
Métaux	6,8%	297	-0,2%	1,3%
Alimentation & Boisson	11,3%	323	-1,8%	1,3%
Biens de consommation	26,7%	378	-5,1%	-2,2%
Voyages & Loisirs	22,5%	114	-5,3%	-1,2%

ANALYSE GRAPHIQUE

UN SERPENT QUI SE MORD LA QUEUE (CAC 40 : 4061)



Supports	MM 7 : 4040	Résistances	Ancienne résistance : 4080
	MM 50 : 4015		Plus haut annuel : 4180
	MM 100 : 3950		Haut de canal haussier : 4250
	MM 200 et bas de canal haussier : 3820		

Le monde est en fusion et en pleine mutation ... Depuis plus de 3 mois, le marché rode dans la zone des 4050 points, avide d'un sens à trouver avec une volatilité toujours marquée. Après ce terrible drame qui a frappé le Japon, une onde de choc a balayé les indices : rupture de tous les supports et de notre grand canal haussier, réintégré presque aussitôt avec un brin de cynisme...

A ce jour, les volumes restent anémiques. Néanmoins, le retour des OPA en Europe laisse augurer de jours meilleurs. Les éléments négatifs restent pléthores et militent pour la vigilance.

Près de 35 valeurs du CAC restent en territoire positif mais près d'un tiers en situation de "sur achat". Ce qui milite cependant en faveur d'une consolidation limitée à court terme sans remettre en cause notre scénario de hausse sur le long terme.

SYNTHESE

UNE PÉRIODE DE PLUS GRANDE INCERTITUDE SE DESSINE

Le contexte macro-économique poursuit son amélioration, le climat des affaires se maintient à un niveau élevé, le chômage amorce sa décrue. Récemment, le patron du FMI confirmait que la croissance économique mondiale se situerait bien cette année autour de 4,5%.

Pour autant, 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, deux nouveaux obstacles dont un cours du pétrole pénalisant pour l'économie mondiale et, dans une moindre mesure, les conséquences du séisme au Japon.

- Les politiques monétaires restrictives contraignent la sortie de crise dans les pays industrialisés. Dans l'immédiat, le niveau élevé des dettes publiques crée des difficultés dans les pays périphériques de la zone euro que les décisions politiques européennes n'ont que partiellement réglé. Et si les mesures prises à l'occasion du Conseil de l'UE des 24 et 25 mars dernier pour renforcer la stabilité financière en zone euro sont positives, elles restent encore insuffisantes à garantir la solvabilité des pays fragiles et créer un choc positif pour la confiance.

- La croissance reste solide dans les pays émergents et devrait rester forte en 2011. Pour autant, les difficultés qui s'expriment prennent de plus en plus d'ampleur : en particulier la hausse des prix des matières premières, le retour de l'inflation et un vaste mouvement de resserrement monétaire déjà observé dans les pays d'Asie, en Chine, Indonésie, Thaïlande, mais aussi en Inde et au Brésil où la lutte contre la hausse des prix s'intensifie.

- Le maintien de prix élevés pour le pétrole et les matières premières pénalise l'économie mondiale. En particulier les pays émergents où le poids de l'alimentation dans la consommation des ménages peut atteindre 30% mais aussi les pays développés où ils exercent une pression sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Outre peser sur la croissance, l'accélération des prix du baril accroît également les tensions inflationnistes déjà bien visibles sur toute la chaîne de production comme en atteste la

hausse des prix à la production signalée depuis plusieurs mois par les directeurs d'achats. Des hausses de taux vont suivre comme déjà observé dans les pays émergents et très récemment en Chine et en zone euro. Les politiques monétaires étaient ultra stimulantes, elles ne seront plus que stimulantes à l'exception de la politique conduite par la Fed.

- Dernier élément en date, le séisme japonais ne peut impacter que négativement les économies de la zone asiatique à court terme même si cet impact doit être relativisé au regard du poids modeste du Japon à l'échelle mondiale (autour de 9% du PIB global en valeur).

Les marchés ne savent plus s'ils doivent se réjouir d'une conjoncture toujours intacte ou s'inquiéter d'une éventuelle dégradation face aux chocs qui s'abattent sur l'économie mondiale. Toujours est-il qu'ils font preuve d'une grande solidité et que les indices boursiers (à l'exception du Nikkei) ont effacé les pertes enregistrées après le séisme japonais. Des éléments de soutien existent : l'abondance des liquidités et des politiques monétaires toujours accommodantes, un QE3 de la Fed en cas de risque avéré sur la croissance américaine, de bonnes publications d'entreprises et un niveau de marge élevé, des pays émergents disposant d'une flexibilité financière encore importante pour soutenir leur économie, un Fonds Européen de Stabilisation Financière (FESF) pouvant intervenir rapidement en cas de besoin, des valorisations à nouveau modérées après la période de correction récente, des flux d'investissements redevenus favorables aux actions dans les pays industrialisés depuis le début de l'année, le retour des OPA...

Une période de plus grande incertitude se dessine et il faudra un peu de temps au marché pour intégrer la perspective d'un freinage de plus en plus probable de la croissance, même s'il n'est pas encore vraiment lisible dans les indicateurs économiques. On restera donc toujours vigilant sur un marché qui a toute les chances de rester volatile pour quelque temps encore.



STATISTIQUES

SBF 120

Source : FU Reuters
Cours de clôture (08 avril 2011)

Performances

SBF 120 : +6,43%

Les plus élevées

Société	Cours au 8-avr.-11	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Alcatel-Lucent	3,98	82,7%	4,2	1,8
Altran Technologies	5,40	66,0%	5,4	2,6
Technicolor	5,10	43,5%	9,2	3,4
Maurel & Prom	14,75	39,8%	14,9	8,5
Soitec	11,01	36,1%	11,7	6,5
Eiffage	43,84	32,8%	44,7	32,4
Bull	4,45	30,5%	4,6	2,2
AXA	15,85	27,3%	17,6	10,9
Rhodia	31,28	26,4%	31,8	11,8
Alstom	45,00	25,7%	48,9	30,8
Arkema	67,60	25,5%	69,9	27,4
Credit Agricole	11,86	24,8%	13,8	7,9
Ingenico	32,56	20,2%	33,7	15,0
Saint Gobain	46,20	20,0%	46,4	27,8
EADS	20,91	19,9%	22,3	13,3

Les plus faibles

Société	Cours au 8-avr.-11	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Air France - KLM	11,46	-15,9%	15,3	8,6
AREVA	31,16	-13,9%	39,6	28,0
EDF	27,38	-10,8%	42,1	27,1
LVMH	111,20	-9,7%	129,1	78,3
Safran	24,02	-9,4%	28,7	18,0
Ubisoft Entertainment	7,32	-8,5%	11,3	6,1
Renault	39,87	-8,4%	50,5	26,6
SEB	71,29	-8,3%	82,8	49,2
Accor	30,81	-7,5%	36,2	22,3
Zodiac Aerospace	52,00	-7,5%	57,2	36,5
Pernod Ricard	65,65	-6,7%	72,8	58,3
Neopost	61,91	-5,1%	70,3	53,9
Suez Environnement	14,68	-5,0%	17,4	12,5
PPR	113,35	-4,8%	128,3	89,4
Rubis	83,19	-4,5%	91,5	56,6

Potentiels

Les plus élevées

Société	Cours au 8-avr.-11	Objectif consensus	Potentiel
STMicroelectronics	8,66	12,7	46,3%
Faurecia	25,47	36,9	44,7%
Valeo	41,06	58,5	42,6%
Renault	39,87	55,6	39,4%
Air France - KLM	11,46	15,6	35,7%
EDF	27,38	36,6	33,6%
Eurotunnel	7,32	9,1	24,3%
Medica	14,30	17,7	23,6%
Maurel & Prom	14,75	18,2	23,4%
Sechilienne-Sidec	20,03	24,7	23,4%
PSA Peugeot Citroën	28,70	35,2	22,8%
BNP Paribas	54,70	66,9	22,4%
Orpea	33,99	41,6	22,4%
Rubis	83,19	101,6	22,1%
Teleperformance	26,41	32,2	22,0%

Les plus faibles

Société	Cours au 8-avr.-11	Objectif consensus	Potentiel
Derichebourg	6,04	5,1	-15,6%
Rhodia	31,28	26,6	-15,1%
NicOx	2,43	2,1	-13,2%
Eramet	268,40	234,0	-12,8%
Hermes International	151,65	132,9	-12,3%
Alcatel-Lucent	3,98	3,7	-7,8%
Mersen	40,90	37,8	-7,5%
Soitec	11,01	10,4	-5,7%
Faiveley	70,90	67,3	-5,1%
Eurofins Scientific	63,45	60,6	-4,5%
Icade	87,08	83,3	-4,3%
SILIC	99,12	95,0	-4,2%
Ingenico	32,56	31,4	-3,5%
Gecina	97,50	94,8	-2,7%
Unibail-Rodamco	153,85	150,2	-2,4%

PER

SBF 120 :

PER 2011e : 13,3x

PER 2012e : 11,7x

Les plus élevés

Société	Cours au 8-avr.-11	PER 2011e	PER 2012e
Eurotunnel	7,32	146,40	91,50
Soitec	11,01	-157,29	50,05
Hermes International	151,65	32,47	29,16
Icade	87,08	29,92	24,95
SIIC	99,12	24,97	22,48
Ubisoft Entertainment	7,32	48,80	22,18
Iliad	87,51	17,61	21,77
Remy Cointreau	55,12	24,39	20,72
Stallergenes	58,68	22,40	18,93
Essilor	53,82	21,27	18,88
JCDecaux	23,35	22,45	18,68
Gecina	97,50	18,36	18,43
Mercialys	27,90	19,65	18,36
Eurofins Scientific	63,45	25,18	18,08
Accor	30,81	22,33	17,81

Les plus faibles

Société	Cours au 8-avr.-11	PER 2011e	PER 2012e
PSA Peugeot Citroën	28,70	5,21	4,05
Renault	39,87	5,89	4,40
Credit Agricole	11,86	6,86	5,59
Faurecia	25,47	8,63	6,43
Societe Generale	47,85	7,98	6,52
BNP Paribas	54,70	7,58	6,66
Valeo	41,06	7,73	6,73
Wendel	78,90	9,60	7,15
AXA	15,85	7,81	7,34
SCOR	19,48	11,07	7,41
Natixis	4,16	8,49	7,43
CNP Assurances	15,99	8,24	7,65
STMicroelectronics	8,66	9,02	7,73
TOTAL	43,15	8,27	7,73
Sequana	12,26	7,96	7,86

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 8-avr.-11	PEG 2011e	PEG 2012e
Fonciere des Regions	74,41	16,60	15,88
Mercialys	27,90	5,68	5,30
Rhodia	31,28	3,73	3,44
Metropole Television	18,43	2,90	2,86
France Telecom	15,87	2,69	2,69
Neopost	61,91	2,49	2,39
Hermes International	151,65	2,32	2,08
Sechilienne-Sidec	20,03	2,18	2,06
SIIC	99,12	2,25	2,03
L'Oreal	83,51	2,08	1,89
BIC	61,83	2,00	1,84
Icade	87,08	2,07	1,73
Eutelsat	28,47	1,82	1,66
Essilor	53,82	1,84	1,63
BioMerieux	74,25	1,73	1,58

Les plus faibles

Société	Cours au 8-avr.-11	PEG 2011e	PEG 2012e
Maurel & Prom	14,75	0,30	0,10
Renault	39,87	0,20	0,15
CGG Veritas	24,77	0,42	0,17
Bourbon	33,87	0,38	0,17
PSA Peugeot Citroën	28,70	0,23	0,18
Faurecia	25,47	0,28	0,21
EADS	20,91	0,40	0,21
Wendel	78,90	0,31	0,23
Technicolor	5,10	0,40	0,25
Eurazeo	57,14	0,32	0,25
Club Mediterranee	16,27	0,48	0,27
SCOR	19,48	0,42	0,28
Vallourec	84,10	0,42	0,28
Credit Agricole	11,86	0,37	0,30
Ubisoft Entertainment	7,32	0,68	0,31

VE / CA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2011e	VE/CA 2012e
Gecina	6 105	18,42	17,73
Foncière des Régions	4 087	17,42	17,04
Unibail-Rodamco	13 944	17,16	16,59
SILIC	1 728	17,00	15,96
Mercialys	2 567	16,22	14,84
Klepierre	5 296	13,69	13,11
NicOx	176	13,67	6,81
Eurotunnel	3 864	8,78	8,40
Eutelsat	6 267	7,54	7,03
Icade	4 727	7,00	6,70
Maurel & Prom	1 789	6,35	3,86
Hermès International	15 815	5,99	5,48
EDF EN	2 808	4,01	3,48
Pernod Ricard	17 136	3,57	3,38
Remy Cointreau	2 715	3,54	3,34

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2011e	VE/CA 2012e
EADS	16 872	0,22	0,21
Faurecia	2 811	0,26	0,25
Sequana	607	0,29	0,29
Carrefour	21 347	0,31	0,30
Valeo	3 189	0,34	0,31
Casino	7 706	0,38	0,35
Nexans	1 963	0,39	0,37
Thales	5 663	0,41	0,40
Bull	531	0,42	0,40
CNP Assurances	9 385	0,44	0,42
AREVA	472	0,44	0,39
Steria	676	0,44	0,43
Air France - KLM	3 399	0,45	0,42
Bouygues	12 409	0,47	0,46
Atos Origin	2 918	0,47	0,36

VE / EBITDA

Les plus élevées

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2011e	VE/EBITDA 2012e
Gecina	6 105	22,7	21,7
Icade	4 727	19,7	17,4
Unibail-Rodamco	13 944	18,8	19,0
Hermès International	15 815	18,6	16,8
Mercialys	2 567	18,5	16,9
SILIC	1 728	18,4	17,3
Eurotunnel	3 864	18,4	17,1
Foncière des Régions	4 087	17,7	17,7
Remy Cointreau	2 715	17,1	14,8
Klepierre	5 296	15,9	15,2
Stallergenes	788	13,4	11,3
Soitec	951	12,9	9,7
Pernod Ricard	17 136	12,7	11,7
Essilor	11 253	12,4	11,2
Maurel & Prom	1 789	12,4	6,5

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2011e	VE/EBITDA 2012e
Ubisoft Entertainment	685	1,6	1,5
Valeo	3 189	2,9	2,7
STMicroelectronics	7 790	3,1	2,8
EADS	16 872	3,3	2,5
AREVA	472	3,4	2,6
Faurecia	2 811	3,5	3,1
TOTAL	100 154	3,6	3,4
Eurazeo	3 314	3,8	3,5
Vivendi	25 185	4,0	3,9
Bouygues	12 409	4,2	4,0
Michelin	10 651	4,4	3,9
Technicolor	1 306	4,4	4,1
Atos Origin	2 918	4,5	3,6
Eramet	7 030	4,7	4,2
Rhodia	3 231	4,7	4,5

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Eiffage	3 897	568%
Wendel	3 985	357%
Klepierre	5 296	306%
Derichebourg	1 029	288%
EDF EN	2 808	258%
SILIC	1 728	206%
Technicolor	1 306	197%
Veolia Environnement	11 076	197%
Foncière des Régions	4 087	183%
Eutelsat	6 267	168%
PSA Peugeot Citroën	6 636	157%
Suez Environnement	7 101	156%
Faurecia	2 811	148%
Air France - KLM	3 399	136%
Bureau Veritas	6 107	126%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
EADS	16 872	-76%
Eramet	7 030	-48%
Dassault Systemes	6 412	-46%
Alstom	13 088	-43%
Technip	8 369	-42%
BIC	2 966	-28%
Cap Gemini	6 330	-23%
STMicroelectronics	7 790	-18%
Gemalto	3 055	-15%
Havas	1 672	-15%
Ipsen	2 167	-14%
Publicis	7 501	-12%
Ubisoft Entertainment	685	-10%
Soitec	951	-9%
Nexity	1 786	-9%

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 8-avr.-11	DIV 2012e	Rdmt 2011e	Rdmt 2012e
France Telecom	15,87	1,41	8,9%	8,9%
PagesJaunes	7,16	0,58	7,8%	8,1%
Vivendi	20,61	1,52	7,0%	7,4%
Neopost	61,91	4,07	6,4%	6,6%
Natisis	4,16	0,3	6,3%	7,2%
Foncière des Régions	74,41	4,85	6,2%	6,5%
Nexity	34,55	2,13	5,8%	6,2%
GDF Suez	27,43	1,66	5,8%	6,1%
Veolia Environnement	22,19	1,26	5,6%	5,7%
TOTAL	43,15	2,46	5,5%	5,7%
Metropole Television	18,43	1,09	5,5%	5,9%
SCOR	19,48	1,28	5,5%	6,6%
Unibail-Rodamco	153,85	8,23	5,2%	5,3%
TF1	13,28	0,8	5,2%	6,0%
Credit Agricole	11,86	0,74	5,1%	6,2%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Technicolor	1 306	57,9%
Bureau Veritas	6 107	42,7%
Faurecia	2 811	40,2%
Derichebourg	1 029	35,7%
Neopost	1 972	26,8%
Iliad	4 777	25,2%
Valeo	3 189	24,4%
Eutelsat	6 267	22,9%
Alstom	13 088	20,7%
TOTAL	100 154	20,3%
Faiveley	1 021	20,1%
SEB	3 561	19,7%
Klepierre	5 296	19,5%
Legrand	7 846	19,5%
Dassault Systemes	6 412	18,8%



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