



BANQUE PRIVÉE
EDMOND DE ROTHSCHILD S.A.
GENÈVE

GROUPE
LCF ROTHSCHILD



Tendances

Novembre 2005



Ce mois ci ...

Point de vue

Patrick Ségal

3

Perspectives et stratégie

Le successeur désigné d'Alan Greenspan, Ben Bernanke, est l'un des économistes monétaristes les plus respectés de sa génération. Il s'est engagé à assurer la continuité de la politique actuelle de la Réserve Fédérale.

Conjoncture américaine
Michel Lagier

5

Conjoncture européenne
Bruno Jacquier

8

Prévisions économiques

11

Analyse sectorielle

Secteur des Médias
Michael Strauss

12

Pour la seconde année consécutive, le secteur sombre dans la morosité et sous-performe sans ambages les principaux indices de marché. Les rai-

sons conjoncturelles se sont alliées aux craintes structurelles pour plomber l'évolution des principaux groupes média des deux côtés de l'Atlantique.

Grilles de placement

15



Contacts & adresses

Economie et Stratégie :	Michel Lagier	+41.22.818.88.56	mlagier@bper.ch
	Bruno Jacquier	+41.22.818.88.55	bjacquier@bper.ch
	Lun Xu	+41.22.818.88.52	lxu@bper.ch
Point de vue :	Patrick Ségal	+41.22.818.93.30	psegal@bper.ch
Marché des capitaux :	Claude Charmillot	+41.22.818.94.91	ccharmillot@bper.ch
Analyse sectorielle :	Pierre-Yves Brack	+41.22.818.88.54	pybrack@bper.ch
	Michael Strauss	+41.22.818.88.58	mstrauss@bper.ch
	Linda Abdelli	+41.22.818.88.51	labdelli@bper.ch
	Philippe Lederrey	+41.22.818.88.57	plederrey@bper.ch
Responsable de la Communication :	Valérie Boscat	+41.22.818.94.62	vboscat@bper.ch
PAO :	Communication - Marketing	+41.22.818.93.15 +41.22.818.92.70	mbarranco@bper.ch fresin@bper.ch
Distribution :	Françoise Resin	+41.22.818.92.70	fresin@bper.ch



Bagdad sur Seine

Patrick Ségal

Le modèle social français a eu un vrai coup de chaud. Il est même parti en fumée. Les émeutes des banlieues et des cités ont rappelé qu'il ne sert à rien de gaver les associations de subventions. L'action en profondeur passe par une adaptation aux réalités et un pragmatisme de terrain. L'éducation nationale française livre un constat de faillite responsable en grande partie des dérives actuelles.

tre, il y a trente ans en 1975 quand, sous Giscard d'Estaing, fut décidé le regroupement familial le plus laxiste que l'on puisse imaginer. C'est encore lui qui décida de la suppression du service militaire qui était la seule possibilité de cadrer les jeunes des banlieues et leur apprendre un minimum de choses. De l'Algérie française à la France algérienne ... on comprend que le dollar ait continué sa reprise avec force. De plus les rapatriements de capitaux des sociétés américaines avant la fin de l'année

50% en 20 ans tandis que le taux d'épargne passait de 6,5% à négatif. La bulle immobilière peut-elle continuer longtemps avec des hausses de taux déterminées de la Fed? L'immobilier à New York et en Floride est en baisse de plus de 10% depuis l'été et les transactions diminuent rapidement en nombre. Il était temps. Le patrimoine immobilier représente 150% de la production intérieur brut aux Etats-Unis.

Entre la baisse amorcée de l'immobilier et le doublement de la facture énergétique à l'approche de l'hiver, il est difficile de penser que la ruée vers la consommation ne va pas se tarir. Même si le pétrole revient à 45 - 50 dollars le baril, on ne peut pas penser à un effondrement. Le taux d'utilisation des raffineries est descendu de 97% à 82%, signe encourageant, mais le risque géopolitique est toujours omniprésent. L'économie américaine nous paraît devoir ralentir l'année prochaine contrairement à l'opinion générale.

Le manque de leadership dans le monde est accablant. Bush est au plus bas, Blair est en chute libre, Berlusconi en pleine difficulté, l'Allemagne sans leaders, Chirac au plus bas de tous les temps. Curieusement les deux pays où la bourse est bonne sont le Japon et la Russie où le leadership est en bonne posture. Le Japon sort de la déflation, l'immobilier reprend, les banques prêtent à nouveau, les résultats des sociétés sont bons. Seule ombre au tableau, le Japon est devenu l'idole des gérants de fortune qui ne voulaient pas en entendre parler il y a dix huit mois quand le marché était au plus bas. La Russie est au plus haut, les finances de l'état sont pléthoriques et augurent bien de l'élection du successeur de Poutine avec des réserves suffisantes pour améliorer la grande pauvreté des citoyens russes avant l'élection.



"Le gouvernement français choisit la fermeté contre la violence urbaine"
Dessin signé Chappatte paru dans le journal "LE TEMPS" daté du 8 novembre 2005

Un bon apprentissage vaut mieux que des études forcées sans débouché aucun. Le Président Chirac, occupé à des accolades et congratulations avec Hugo Chavez, le leader révolutionnaire du Venezuela, a fini par prononcer un discours de constat sur la situation. On comprend mieux sa crédibilité dans les sondages à 29% quand on sait qu'il était Premier minis-

tre, il y a trente ans en 1975 quand, sous Giscard d'Estaing, fut décidé le regroupement familial le plus laxiste que l'on puisse imaginer. C'est encore lui qui décida de la suppression du service militaire qui était la seule possibilité de cadrer les jeunes des banlieues et leur apprendre un minimum de choses. De l'Algérie française à la France algérienne ... on comprend que le dollar ait continué sa reprise avec force. De plus les rapatriements de capitaux des sociétés américaines avant la fin de l'année



Ce qui manque à l'occident, ce sont des leaders capables d'entraîner l'adhésion de leurs peuples pour accomplir des réformes pourtant évidentes. Malheureusement, on le voit actuellement en France, seules les crises amènent à poser les problèmes dans leur réalité.

Les marchés financiers marquent le pas après le coup de torchon du mois d'octobre. Il y a peu de cash dans les fonds et chacun tente de préserver sa performance, coquette en Europe, maigre aux Etats-Unis, pléthorique au Japon, avant la fin de l'année. La liste des escroqueries financières s'est allongée avec la disparition brutale du plus grand courtier de Futures, REFCO. A peine introduite en bourse pour 4 milliards de dollars par Crédit Suisse First Boston, audité, surveillé par les autorités de marché, REFCO a succombé à une dette cachée frauduleusement de 500 millions de dollars. Le prestigieux fonds de commodities Diapason dirigé par l'ancien associé de Georges Soros, Jim Rogers se retrouve en l'air de quelques centaines de millions de dollars. Sociétés d'audits impuissantes ou incapables de débusquer les fraudes, complicité d'institutions financières, avidité de commissions des banques d'affaires enregistrant des honoraires mirifiques pour un travail bâclé? Navrant! Comment la confiance n'a pas plus accusé le coup? Probablement à cause de l'immense liquidité financière mondiale dont les banques centrales vont entreprendre de réduire la taille avec doigté. Tout en évitant, si l'économie mondiale ralentit, de nous produire des courbes de taux inversées créatrices de récession.

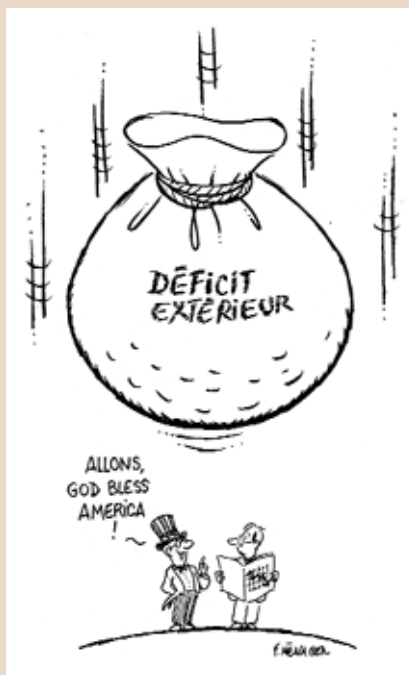
Nous croyons à une consolidation des marchés d'ici la fin de l'année chaque intervenant essayant de préserver son résultat. Le dollar devrait rester soutenu et rebaisser en janvier. L'avenir de l'Euro sera déterminé par la crédibilité et le succès des réformes de la grande coalition allemande face à une France qui continue à emprunter massivement pour subventionner des acteurs économiques improductifs. L'Euro va subir un test interne en 2006. Nous ne voyons pas de grand mouvement sur les bourses où les pays émergents continuent à surper-



"Souvenez-vous, il ne s'agit pas d'un mensonge si cette affaire nous rapporte."
Dessin signé Mike Shapiro paru dans le journal "BARRON'S"

former. L'Asie a notre préférence pour le moment. Nous prendrions des bénéfiques sur la zone Euro. Dès que nous aurons quelques éléments qui permettront de mieux appréhender la

conjoncture de 2006, il sera plus facile d'articuler un pronostic. L'investissement en capacités productives et en équipement doit absolument progresser pour amortir un ralentissement de la consommation. Assez de stériles rachats d'actions malthusiens par les grandes sociétés, les cash-flow sont faits pour investir, moderniser les équipements et augmenter la productivité.



Dessin signé F. Ménager paru dans le journal "LES ECHOS" daté du 3 novembre 2004



Croissance vigoureuse et renchérissement maîtrisé

Le successeur désigné d'Alan Greenspan, Ben Bernanke, est l'un des économistes monétaristes les plus respectés de sa génération. Il s'est engagé à assurer la continuité de la politique actuelle de la Réserve Fédérale. Pour l'instant, l'économie américaine affiche une santé insolente. En dépit des bouleversements provoqués par les cyclones, la croissance du PIB aurait

atteint 3,8% au troisième trimestre selon une première estimation gouvernementale. Ce résultat meilleur que prévu a été possible grâce à une accélération surprenante de la productivité. Les entreprises ont ainsi réussi à maîtriser leurs coûts de production malgré la hausse des prix pétroliers. La menace d'un retour brutal de l'inflation devrait s'atténuer.

Michel Lagier

Ben Bernanke, le prochain timonier de la politique monétaire

Bien que la succession du Président de la Réserve Fédérale soit toujours un moment délicat, le choix de Ben Bernanke semble faire l'unanimité. La bourse a salué la nouvelle par une hausse, le dollar est demeuré impassible et les rendements obligataires se sont à peine tendus. Cette bienveillance des investisseurs contraste avec l'accueil glacial qui avait été réservé à Alan Greenspan à sa désignation en 1987. Il est vrai que le futur Président de la Fed cumule les bons points. Il est reconnu comme étant l'un des économistes monétaristes les plus respectés de sa génération. De plus, il a déjà officié pendant près de 3 ans, d'août 2002 à juin 2005, dans le comité de la Fed, le fameux FOMC. Il s'y est distingué par son influence et ses prises de positions originales. Les traders sur le dollar l'avaient d'ailleurs surnommé "Helicopter Ben" après sa métaphore sur sa méthode pour combattre la déflation, en arrosant le pays de billets de banque jetés par hélicoptère (peu orthodoxe pour un membre de la Fed). Ben Bernanke a également fourni une explication non conventionnelle au très bas niveau des rendements réels des obligations du Trésor: il résulte selon lui d'un excédent d'épargne à l'échelon de la planète. En dépit de ses prises de position remarquables, il a cependant déjà annoncé qu'il souhaitait assurer la continuité de la politique monétaire



From Federal Reserve Gov.

*Il est reconnu
comme étant l'un des
économistes monétaristes
les plus respectés de sa
génération*

actuelle. La remontée des taux directeurs va donc vraisemblablement se poursuivre jusqu'à atteindre 4,5% au

*La remontée des
taux directeurs va donc
vraisemblablement
se poursuivre jusqu'à
atteindre 4,5% au premier
semestre 2006*

premier semestre 2006. A moyen terme, sa gestion pourrait toutefois différer de celle de son prédécesseur. Comme fervent monétariste, il prône le principe de "l'inflation targeting", c'est à dire donner la priorité à la poursuite d'un objectif de taux d'inflation

clairement défini (2% par exemple), sans trop s'occuper du plein-emploi. Cette approche se distingue de celle d'Alan Greenspan, qui se voulait plus interventionniste dans les périodes de crise. L'éclatement annoncé de la bulle immobilière aux Etats-Unis pourrait être l'un des prochains défis qui devrait permettre au nouveau locataire de la Fed de tester son pragmatisme.

L'économie américaine affiche une santé insolente.

Après une décélération au second trimestre, la croissance économique américaine a repris de la hauteur durant les trois derniers mois (au 30 septembre). Le PIB est sorti à 3,8%, alors que le chiffre attendu n'était que de 3,6%.

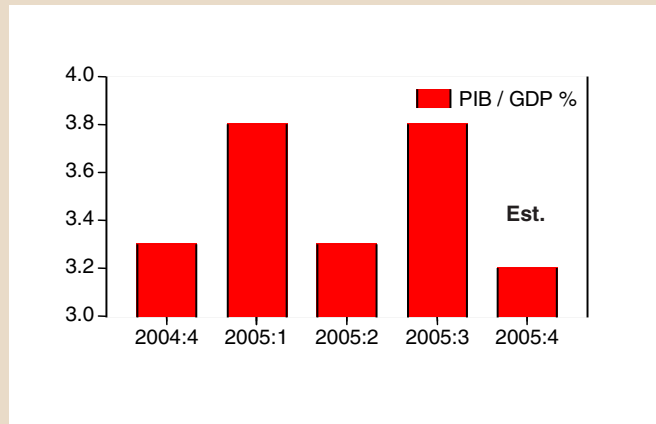


- Le consommateur est resté de loin le plus gros contributeur à l'augmentation du PIB. Après avoir repris son souffle pendant deux trimestres, il s'est approché de nouveau de l'excellent score de la fin 2004.
- Les entreprises ont également continué d'apporter leur pierre à l'édifice avec un **rythme soutenu de dépenses d'équipements**. Elles sont cependant légèrement en retrait par rapport à leur contribution du trimestre précédent. Elles affichent, notamment, une certaine prudence au niveau de l'accumulation des stocks.
- La balance commerciale a été pour le second trimestre consécutif en territoire positif mais de justesse. La progression des exportations a été décevante et l'amélioration du solde extérieur n'a été possible que grâce au quasi-gel des importations (causé en partie par la baisse de la demande de services étrangers).
- En raison de la hausse des prix pétroliers, l'inflation s'est accélérée à 3,1%, contre 2,6% au trimestre

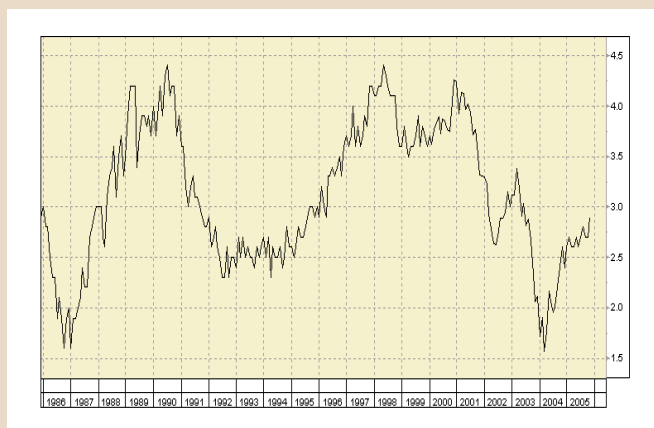
L'inflation s'est accélérée à 3,1%

précédent. Toutefois, en excluant l'énergie et l'alimentation, le renchérissement n'est que de 1,3%. Ce dernier chiffre, combiné avec une pression salariale pratiquement inexistante (+2,3% sur les 12 derniers mois), tempère les craintes de spirale inflationniste.

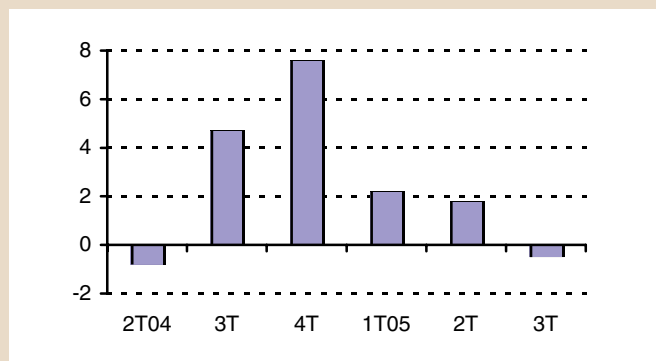
- Les pronostics pour le PIB du 4e trimestre demeurent réservés, compte tenu de l'impact négatif des ravages causés par les ouragans et la hausse consécutive des prix de l'énergie. La croissance de l'économie pourrait ainsi retomber à 3,2%. Ce ralentissement ne devrait être, toutefois, que passager. Le budget fiscal de reconstruction, promis par le gouvernement, va très certainement relancer l'activité au début 2006.



Croissance trimestrielle du produit intérieur brut réel



Augmentations annuelles des salaires, en %



Coûts unitaires de main-d'œuvre, variations trimestrielles en %



Le bond avant de la productivité tempère les craintes inflationnistes

Toujours dans la foulée des perturbations causées par les ouragans *Katrina* et *Rita*, le marché de l'emploi

*Le marché de l'emploi
a affiché des résultats
un peu décevants
en octobre*

a affiché des résultats un peu décevants en octobre. Au lieu des 120'000 créations d'emplois attendus, l'économie américaine n'a en fait généré que 56'000 nouvelles places de travail, c'est-à-dire même pas la moitié. Le taux de chômage a pourtant légèrement baissé. Ce dernier est calculé à partir d'une enquête auprès des ménages, alors que le nombre de créations d'emplois est obtenu grâce

à une collecte auprès des entreprises. Il y a donc fréquemment une divergence entre ces séries de données. Les chiffres fournis par les entreprises sont cependant réputés plus fiables.

Les augmentations de salaires se sont modérément accélérées en octobre. Cette tendance est observée de près, car elle nous renseigne à la fois

*Croissance étonnante
de la productivité*

sur le pouvoir d'achat des ménages (facteur clef de la consommation privée) et sur les possibles pressions inflationnistes (renchérissement par les coûts). Pour l'instant, ce dernier aspect ne soulève pas trop de préoccupation. Les hausses de salaires sont demeurées contenues et l'économie américaine a continué au

troisième trimestre d'afficher une croissance étonnante de la productivité. En conséquence, **les coûts unitaires de main-d'œuvre ont, contre toute attente, reculé de 0,5%**. Dans ce contexte, **la menace inflationniste semble presque dérisoire**. En effet, **les coûts de la main-d'œuvre pèsent autrement plus lourd que ceux de l'énergie** dans les comptes d'exploitation des entreprises. La stabilité, voire le tassement, des premiers compense très largement l'envolée des seconds.



Sans pétrole et sans idées...

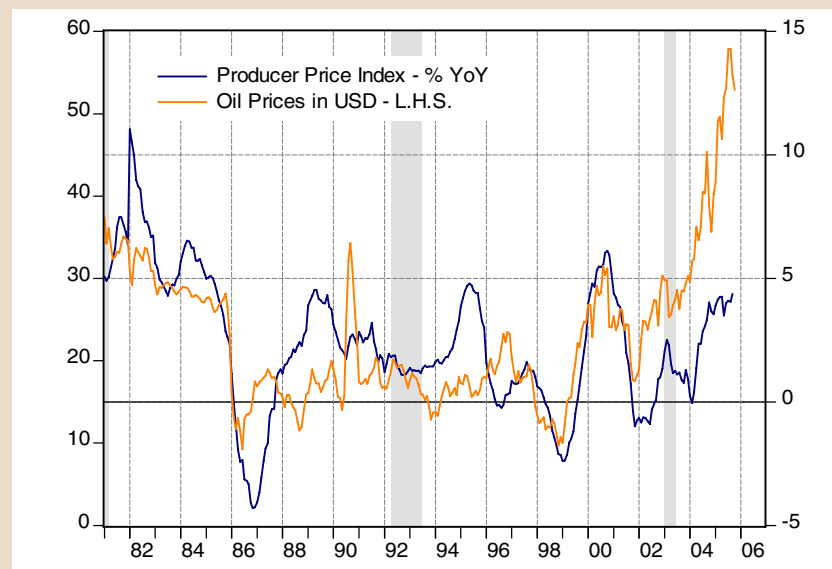
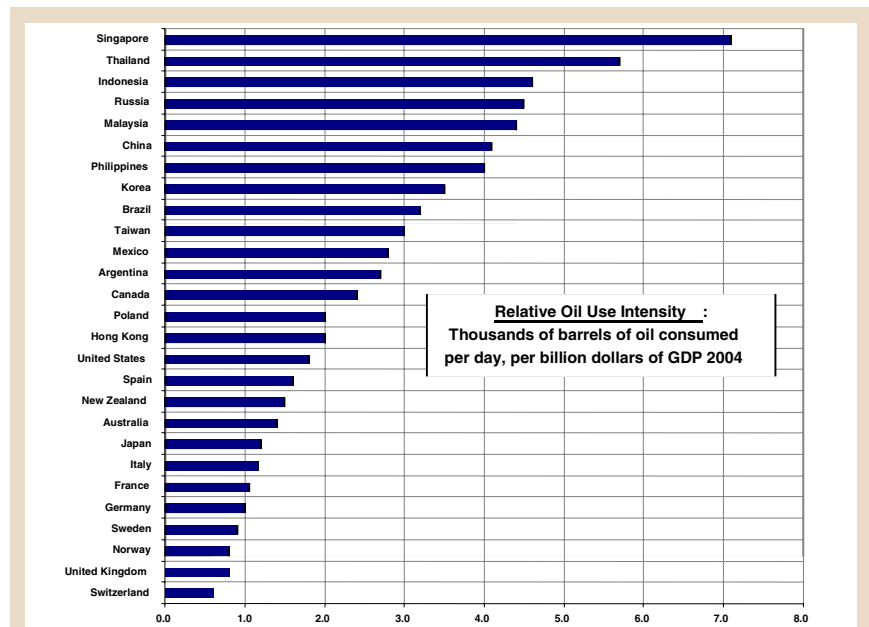
Pour mieux appréhender les conséquences d'une progression rapide des prix sur la croissance économique de la Zone Euro, il est intéressant d'analyser le comportement des ménages et des entreprises lors d'un choc pétrolier. Au cours du dernier en date, en 2000, le choc n'avait pas réussi à enrayer la forte croissance de l'économie européenne. Lancée sur une dynamique vertueuse depuis 1998, elle avait même culminé à 4.4 %

au deuxième trimestre de l'an 2000. Mais depuis, les replis conjoncturels de 2001 et de 2003 ont dégradé la faculté de l'économie à supporter un nouveau choc inflationniste. Aujourd'hui, la crise de capacité qui sévit chez les pays producteurs de pétrole, c'est-à-dire leur impuissance à répondre idéalement à la demande internationale d'or noir, met en danger la stabilité des prix et, in fine, notre scénario de reprise dans la Zone Euro en 2006.

Bruno Jacquier

Pour les pays importateurs nets de pétrole, comme le sont majoritairement les pays de l'Union Européenne, un choc pétrolier est assimilable à un prélèvement sur la richesse nationale. La hausse des prix de l'énergie provoque un renchérissement du coût des consommations intermédiaires dans l'industrie et les services. Celui-ci se répercute sur les prix à la production puis sur ceux à la consommation. Ainsi le choc inflationniste se propage non seulement aux produits pétroliers consommés par les ménages mais à l'ensemble des biens et services leurs étant destinés. Ces effets sont respectivement nommés directs et indirects. Ainsi, face à l'érosion de leur pouvoir d'achat, les ménages ajustent leurs dépenses, tandis que les entreprises sont amenées à réviser leurs plans d'investissement à la baisse. La demande intérieure fonctionne alors au ralenti.

Dans un deuxième temps, si le choc perdure, la hausse des prix pousse les agents à reconstituer leurs revenus. Les ménages revendiquent des hausses de salaires plus importantes, qui alimentent à leurs tours les pressions inflationnistes. Dans ce cas, nous parlons d'effets de second tour. Face à la progression généralisée des prix, la Banque centrale est amenée à durcir sa politique monétaire et la hausse des taux d'intérêt vient freiner la croissance. Dans un tel cas de figure, les besoins en importations ralentissent, tout comme les exporta-

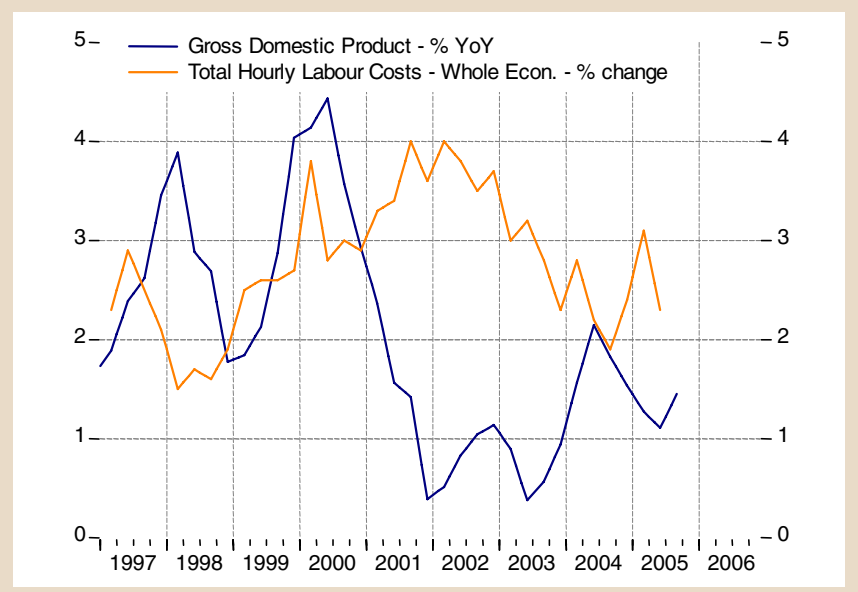
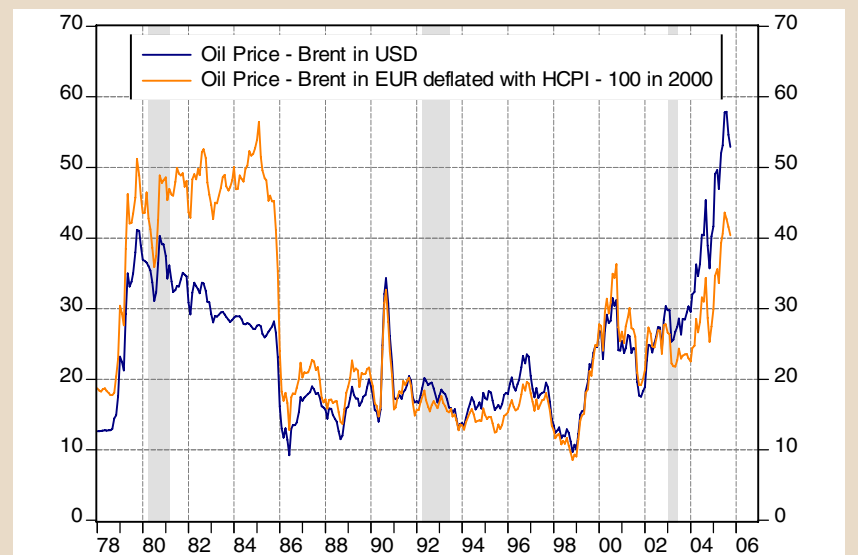
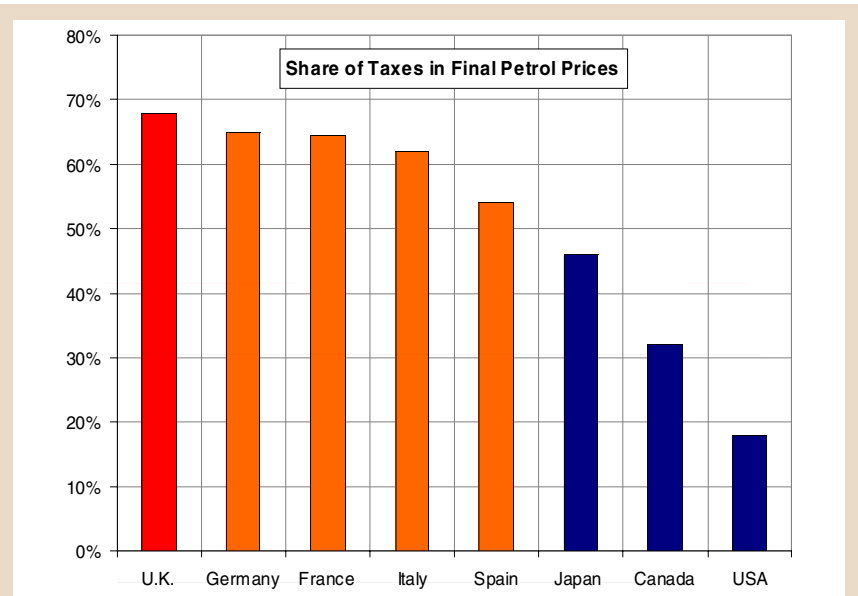




tions vers les autres pays importateurs nets de pétrole, eux-mêmes affectés par le choc. A plus long terme, la hausse du chômage et la détente des tensions sur l'appareil productif viendront freiner le rythme de progression des prix, permettant une baisse des taux d'intérêt et favorisant le retour de la croissance. Mais entre temps, l'économie sera passée par une récession.

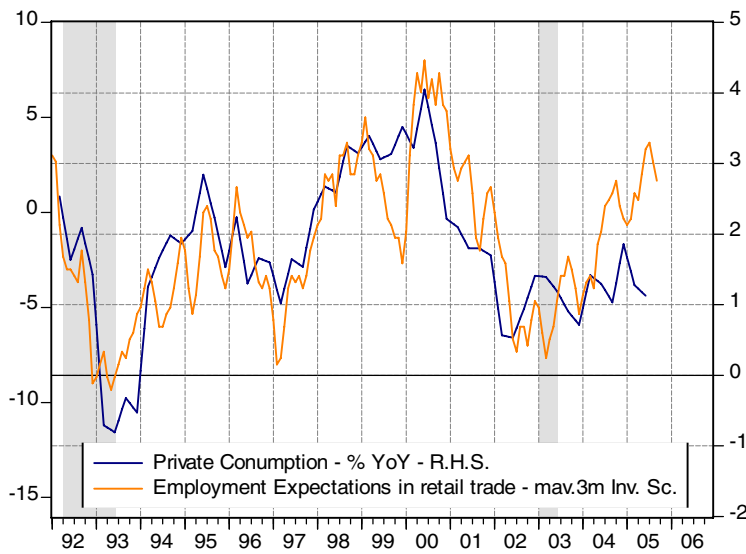
Si, en 2000, la hausse du prix du pétrole n'a pas étouffé la croissance, c'est parce que le choc a été modéré. Pour connaître le véritable impact d'une progression des prix du pétrole sur la croissance européenne, quelques ajustements statistiques sont nécessaires. Il faut ajuster le cours du baril avec l'évolution du coût de la vie et les mouvements du taux de change. Or, déflaté de l'indice des prix à la consommation et corrigé de l'impact de la devise, le prix du baril de pétrole affichait 35 euros seulement en 2000, contre 50 euros lors du choc de 1979. Ensuite, l'atténuation de la dépendance de la Zone Euro vis-à-vis du pétrole a préservé l'économie d'effets potentiellement dangereux pour la croissance. Il faut deux fois moins de pétrole aujourd'hui pour produire une unité de PIB qu'au début des années 80. Enfin, la hausse de la productivité, dans le contexte d'une forte reprise de l'activité, a permis aux entreprises industrielles de maintenir leurs marges sans accroître significativement les prix de production, limitant l'impact inflationniste du choc.

Aujourd'hui, le tableau du choc pétrolier est bien plus sombre. D'un côté, la faible progression de l'activité économique s'accompagne d'une hausse des coûts salariaux unitaires, qui hypothèque la capacité des entreprises à maîtriser les prix de production. De l'autre, les ménages subissent la remontée du chômage depuis juillet 2001 ainsi que la modération de leur pouvoir d'achat. Dans ces conditions, une progression à 50 euros des prix du brut, lié à la mauvaise santé économique de la Zone Euro, rompt l'équilibre précaire qui prévalait jusqu'à maintenant. A ce stade, il ne manque pas grand chose pour pousser les économies de la Zone Euro en récession.



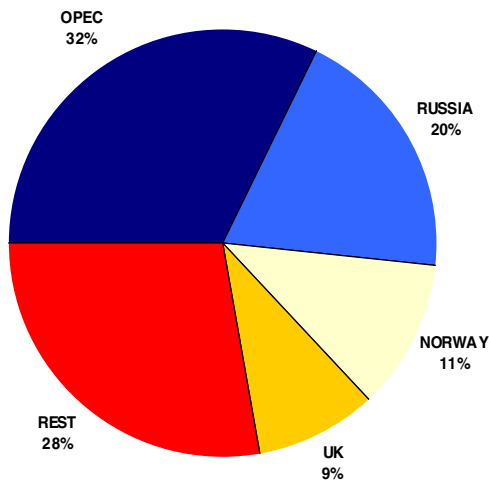


Tendances - Conjoncture européenne



le compenser partiellement. Les exportations de la Zone Euro vers les pays producteurs d'énergie ont progressé de 15% les deux dernières années, tendant à prouver qu'une partie des pétrodollars ont été recyclés sur le Vieux Continent. Les experts estiment que la progression de 1% des prix du pétrole augmente de 0.7% les exportations de la Zone Euro vers les pays producteurs, avec un délai de 6 mois. Bien que paraissant extraordinaire, ce ratio demeure modeste. En effet, compte tenu du faible poids de ces pays dans les exportations totales des Douze, l'impact sur la croissance du PIB est faible. Preuve en est : le doublement des prix du pétrole depuis le 1er janvier 2004 ampute la croissance européenne de 1.2% de PIB alors que le bénéfice des exportations supplémentaires vers les pays producteurs de pétrole ajoute 0.2% de PIB. Maigre consolation.

Share of Euro area energy imports by largest oil exporters, 2004



A défaut d'idées novatrices, permettant de réduire sa dépendance énergétique, la Zone Euro est condamnée à accroître sa demande domestique pour soutenir la croissance économique. Voilà, dans le contexte actuel, la solution la plus pérenne!

Pourtant, malgré la progression des prix de l'énergie, l'horizon n'est pas complètement noir sur le Vieux continent. Premièrement, l'emploi semble vouloir repartir et ainsi venir soutenir la consommation privée. Deuxièmement, le recul de l'euro, de 14% face au dollar depuis le début de l'année, favorise les exportations. Enfin, dans une moindre mesure, si le ren-

chérissement des prix du pétrole dégrade la balance commerciale à court terme, il permet d'accroître les exportations à destination des pays producteurs de pétrole, que ce soit ceux de l'OPEP ou de la Russie et de la Norvège. Certes, ces échanges commerciaux ne viennent pas annihiler l'impact récessif de la progression du coût de l'énergie mais ils viennent



Country	GDP 2004	GDP 2005E	GDP 2006E	Country weights	Growth contribution 2005
United States	4.2	3.7	3.3	20.85	0.83%
Euroland	2.0	1.1	1.5	15.30	0.18%
China	9.5	9.4	8.1	13.20	1.34%
Latin America	5.6	4.1	3.8	7.50	0.33%
Japan	2.7	1.9	1.8	6.86	0.14%
India	7.3	7.1	6.3	5.90	0.45%
smaller EM Asia	5.8	4.9	5.4	5.50	0.29%
Eastern Europe	6.5	4.3	4.6	3.40	0.16%
United Kingdom	3.2	1.8	2.1	3.12	0.06%
Middle East	5.5	5.4	5.0	2.80	0.16%
Russia	7.2	5.5	5.3	2.60	0.15%
Canada	2.9	2.9	3.2	1.89	0.06%
Korea	4.6	3.8	5.0	1.85	0.08%
Australia	3.2	2.2	3.2	1.08	0.03%
Taiwan	5.7	3.4	4.3	1.06	0.04%
	5.00%	4.30%	4.10%	92.9	4.3%

% of the World total and estimated GDP growth

largest contributors



Médias: Les agences en évidence

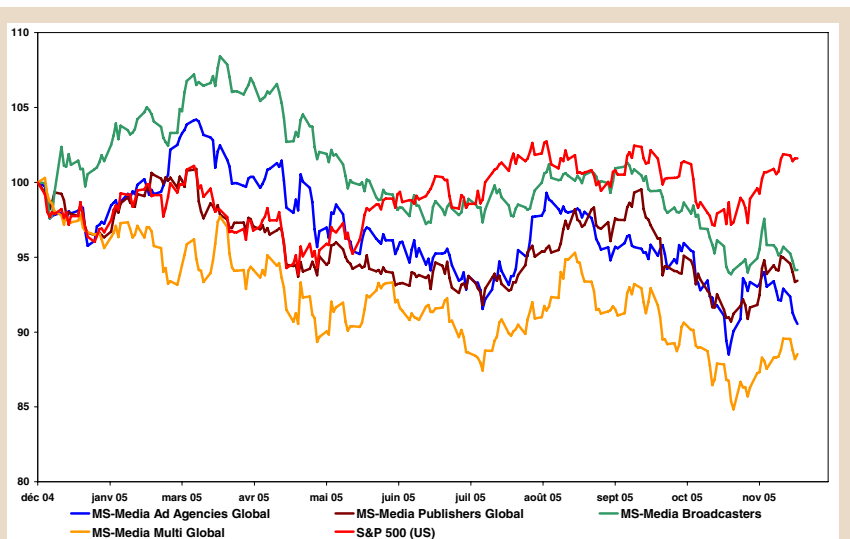
Pour la seconde année consécutive, le secteur sombre dans la morosité et sous-performe sans ambages les principaux indices de marché. Les raisons conjoncturelles se sont alliées aux craintes structurelles pour plomber l'évolution des principaux groupes média des deux côtés de l'Atlantique. Dans un contexte qui ne changera guère en 2006, les agences de publicité,

Publicis et Omnicom en tête, se profilent comme les principaux bénéficiaires de la complexité du paysage médiatique. Sélectivement, certaines opportunités se dessinent dans d'autres segments, au gré de niveaux de valorisation exagérément faibles et d'éventuels catalyseurs pour un rebond significatif, soit des conditions remplies par Disney.

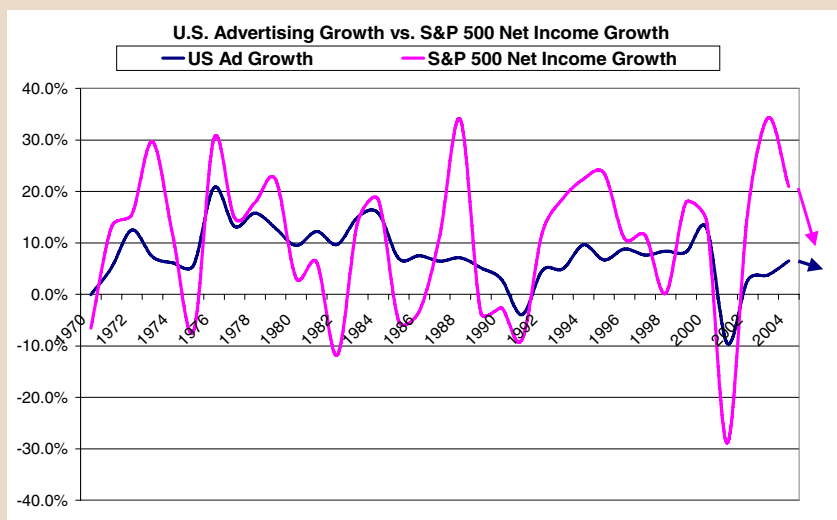
Michael Strauss

Les causes du marasme

Le principal facteur déterminant la performance des nombreux segments reste l'évolution des dépenses publicitaires, dont la corrélation avec la santé financière des annonceurs n'est plus à démontrer. Alors que la croissance des bénéficiaires des entreprises se maintient à un rythme robuste à deux chiffres, la tendance aux Etats-Unis s'est néanmoins essoufflée au fil des trimestres. Une décélération encore plus marquée en 2006, à laquelle s'ajoute l'atonie de la consommation sur le Vieux Continent, constituent les principaux risques d'une dynamique plus faible en termes de dépenses publicitaires. Un scénario central basé sur une progression de 5% au niveau mondial, soit similaire au rythme attendu pour cette année, nous semble toutefois plus raisonnable, puisque la conjoncture restera suffisamment soutenue, que l'intensité concurrentielle gagne de plus en plus de secteurs économiques et que l'apport d'évènements tels que les jeux olympiques d'hiver ou la coupe du monde de football reste non négligeable. Cette hypothèse centrale semble également être adoptée par la majorité des analystes, puisque le consensus estime la croissance médiane du chiffre d'affaires des principaux groupes européens et nord-américains à 5.8% en 2006.



Performance des différents segments médias depuis le 1er janvier 2004 - source : JCF



Croissance des dépenses publicitaires aux Etats-Unis et croissance du bénéfice net des sociétés du S&P 500 - source : Sanford C. Bernstein, BPER



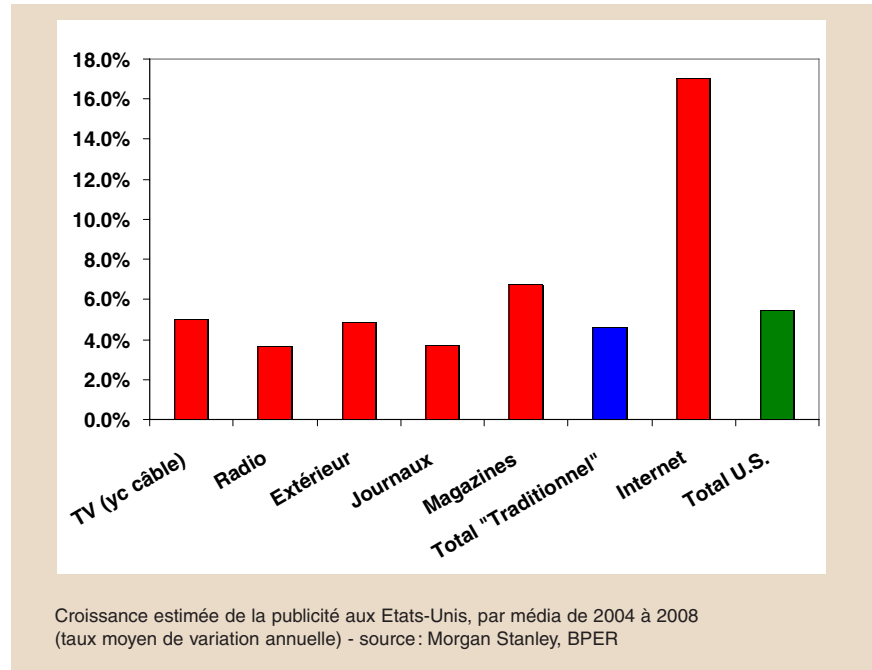
Tendances - secteur des Médias

A la raison cyclique, viennent se greffer les nombreux défis structurels que doivent relever les médias traditionnels. La multiplication des plates-formes signifie effectivement que les généralistes tels que les chaînes de télévision ou les quotidiens affrontent une concurrence nouvelle, qui permet souvent de mieux cibler l'audience, à l'image des moteurs de recherche sur Internet, dont l'efficacité et le retour sur investissement s'avèrent nettement supérieurs. L'évolution technologique provoque une désintermédiation des supports traditionnels, que ce soit sous forme de piratage ou sous forme légale, à l'exemple des enregistreurs digitaux personnalisés (DVR), qui permettent notamment d'é-

“A la raison cyclique, viennent se greffer les nombreux défis structurels que doivent relever les médias traditionnels”

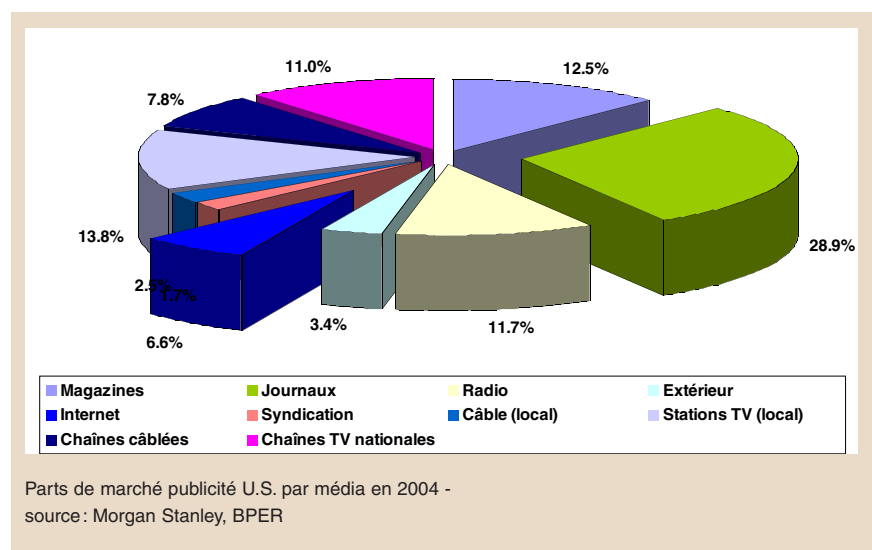
viter les spots TV, ou encore de la radio par satellite (sur abonnement, sans pub) qui menace la radio hertzienne aux Etats-Unis. Les éditeurs de contenus trouvent certes des parades en utilisant ces nouvelles plates-formes et technologies pour distribuer leurs créations, mais il est clair qu'une trop grande dépendance aux formes de distributions traditionnelles sera pénalisante pour les années à venir. Au vu de l'évolution dynamique de la publicité sur Internet, d'aucuns seraient tentés de favoriser exclusivement ce sous-segment dans les choix d'investissements boursiers, mais ce serait faire fi des niveaux de valorisations d'un Google ou autre Yahoo, qui escomptent des rythmes de croissance à moyen et long termes au moins deux fois supérieurs à ceux du tableau en haut de page et exagèrent copieusement les barrières à l'entrée de leur activité de base.

Un autre sous segment est à même de bénéficier du mouvement des dépenses publicitaires vers de nouveaux médias, ce sont les



agences de communication & services marketing, dont les principaux ratios boursiers demeurent dans la moitié inférieure de leur fourchette historique. Ces groupes sont en effet indifférents aux types de plates-formes utilisées, qu'elles soient traditionnelles (TV, journaux, radio,...) ou non traditionnelles (Internet, événementiel, marketing direct,...). La plus grande complexité du paysage médiatique joue sans conteste en leur faveur, puisque leurs réseaux, leurs bases de données ou leurs conseils deviennent d'autant plus recherchés. Dans un contexte où des catégories d'annonceurs importantes, telles que

l'alimentaire ou les soins de la personne, revoient leur stratégie marketing parce que les campagnes traditionnelles s'avèrent moins efficaces, les services des agences de pub prennent toute leur importance pour permettre de cibler idéalement la clientèle désirée. Par ailleurs, leur cyclicité s'est atténuée au cours des dernières années, puisque les trois quarts de leurs revenus proviennent d'honoraires et non plus de commissions, ce qui facilite également l'optimisation des ressources humaines, avec comme corollaire une meilleure visibilité sur les marges. **Nos valeurs favorites dans ce domaine sont Publicis et Omnicom,**





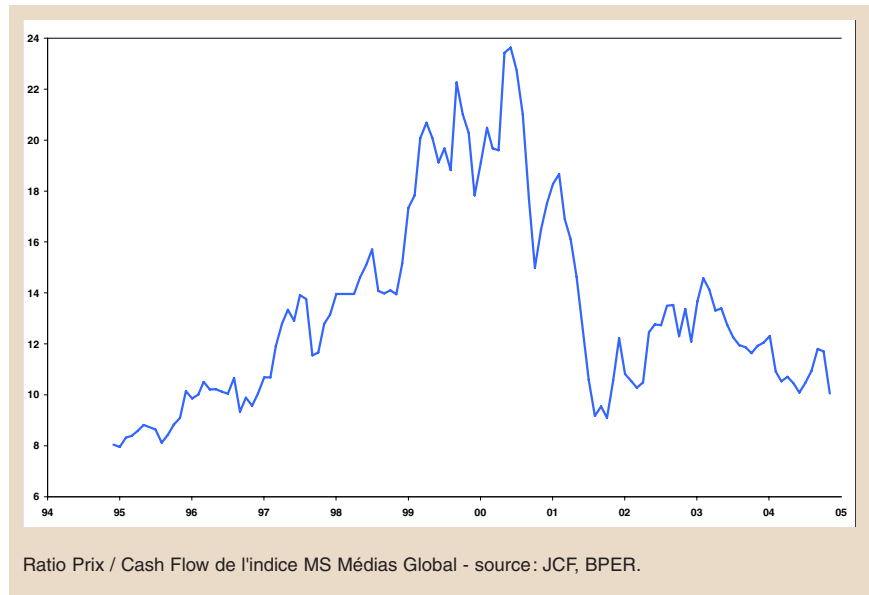
recommandées respectivement à l'Achat et à Accumuler, pour leurs profils de croissance supérieurs, soutenus par des gains de nouveaux budgets records, des équipes créatives reconnues et régulièrement récompensées, sans oublier leur gestion opérationnelle et financière plus efficace que celle de leurs pairs.

La valorisation des principaux acteurs traditionnels atteint des niveaux plancher et impliquent qu'une bonne partie des risques structurels sont pris en compte.

Sans se précipiter aveuglément sur les principaux groupes diversifiés, quelques opportunités se présentent toutefois. Leurs activités multiples permettent en grande partie de limiter l'impact négatif d'une évolution des dépenses vers les nouveaux médias, que ce soit par une exposition aux chaînes câblées (Viacom, Disney,

Time Warner, News Corp.), dont la progression des revenus reste encore à deux chiffres, ou par une activité de câblo-opérateur (Time Warner - code Accumuler), voir dans les télécoms (Vivendi Universal). **Dans cet univers, nous recommandons Disney à l'achat**, dont les principaux ratios boursiers (par exemple : PE'06 de 17-18x, contre une moyenne de 25x hors '99-'00) prennent pleinement en

compte les défis structurels abordés précédemment, alors que son exposition aux parcs à thèmes, toujours en phase de restauration des marges et une amélioration des performances de ses studios devraient permettre de relancer le titre l'année prochaine.





Monnaies de référence

Monnaie de référence :

CHF

Equilibré	total	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Emerg.
monétaire	18	18					
obligations	30	25	5				
métaux	7	7					
h.f.non corrélé	5		5				
actions (1)	40	12	10		10	6	2
	100	62	20		10	6	2
devises (2)			-8				

(1) actions et fonds long-short
(2) couverture

Monnaie de référence :

EUR

Equilibré	total	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Emerg.
monétaire	18		18				
obligations	30		30				
métaux	7		7				
h.f.non corrélé	5		5				
actions (1)	40		13		19	6	2
	100		73		19	6	2
devises (2)					-10		

(1) actions et fonds long-short
(2) couverture

Monnaie de référence :

USD

Equilibré	total	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Emerg.
monétaire	13				13		
obligations	35				35		
métaux	7				7		
h.f.non corrélé	5				5		
actions (1)	40				32	6	2
	100		0		92	6	2
devises (2)							

(1) actions et fonds long-short
(2) couverture

Genève

18, rue de Hesse - CH-1204 Genève
Tél. +41 22 818 91 11 - Fax +41 22 818 91 21

Fribourg

11, rue de Morat - CH-1700 Fribourg
Tél. +41 26 347 24 24 - Fax +41 26 347 24 20

Lausanne

2, avenue Agassiz - CH-1003 Lausanne
Tél. +41 21 318 88 88 - Fax +41 21 323 29 22

Internet: www.lcf-rothschild.ch
