

LETTRE MENSUELLE

*Comité de gestion du
11 septembre 2007*

Catherine Vial

Avertissement : La Financière d'Uzès, en tant qu'entreprise d'investissement, relève de l'AMF et de la Commission Bancaire.

PARIS : 10, RUE D'UZES - 75002 PARIS - TEL. 01.45.08.96.40 - FAX. 01.45.08.89.12
LYON : 9, RUE GRENETTE - 69289 LYON CEDEX 02 - TEL. 04.78.42.51.18 - FAX. 04.78.38.17.83 - TELEX : 330 306
NICE : 11, AVENUE JEAN MEDECIN - 06000 NICE - TEL. 04.93.88.74.22 - FAX. 04.93.88.81.70
SAINT-ETIENNE : 3, PLACE JEAN JAURES - 42000 SAINT-ETIENNE - TEL. 04.77.38.70.04 - FAX. 04.77.38.70.12
www.finuzes.fr

Société Anonyme Capital 4 000 000 Euros - R.C.S. B 349 052 852

ECONOMIE

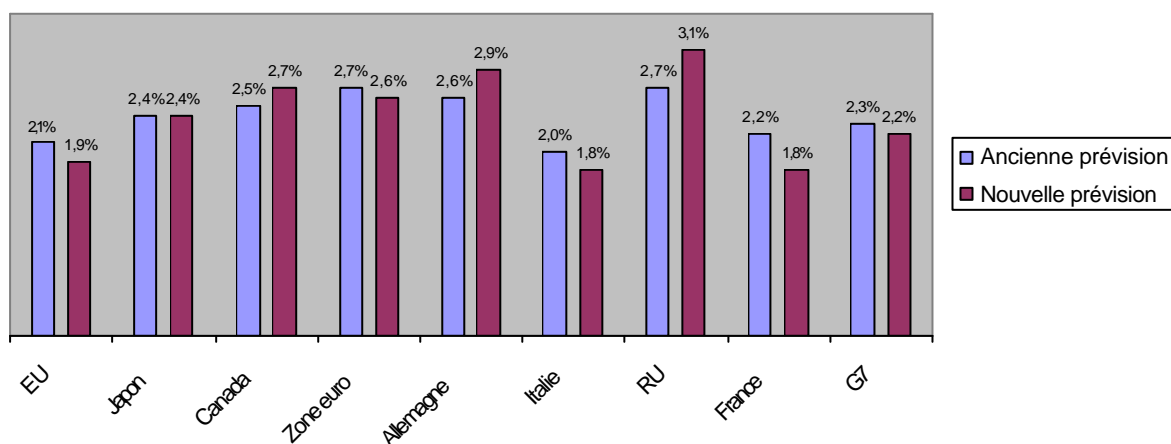
LES USA ENREGISTRENT LEURS PREMIERES DESTRUCTIONS DE POSTES DEPUIS 4 ANS

Aux USA, le PIB a progressé de 4% en rythme annuel au deuxième trimestre contre 3,2% attendus et une hausse de 0,7% au premier trimestre, mais la consommation des ménages, pilier de la croissance américaine, a déçu les marchés en montrant de premiers signes d'essoufflement (+1,4% vs +3,7% au T1). Dans le même temps, outre une batterie d'indices ressortie en baisse et sensiblement en dessous du consensus pour le mois de juillet (mises en chantiers -6,1%, promesses de vente -12,2%, prix des logements pour le T2 -3,2%, moral des ménages), les chiffres de l'emploi pour le mois d'août ont reculé pour la première fois depuis 4 ans, avec 4000 suppressions de postes vs 100 000 créations attendues, laissant deviner les premiers effets de la chute du marché immobilier.

Selon le secrétaire d'Etat au Trésor Paulson, l'économie US ne sortira pas totalement indemne de la situation actuelle et la croissance devrait rester sous son potentiel pour plusieurs mois encore. L'OCDE rabat pour sa part ses anticipations de croissance de 2,1% à 1,9% pour 2007 au motif que « le secteur immobilier devrait peser plus lourdement et plus longtemps que prévu ». De même la majorité des économistes revoient à la baisse leurs perspectives de croissance autour de 2% tout en étant de plus en plus nombreux à penser qu'une récession n'est plus totalement exclue.

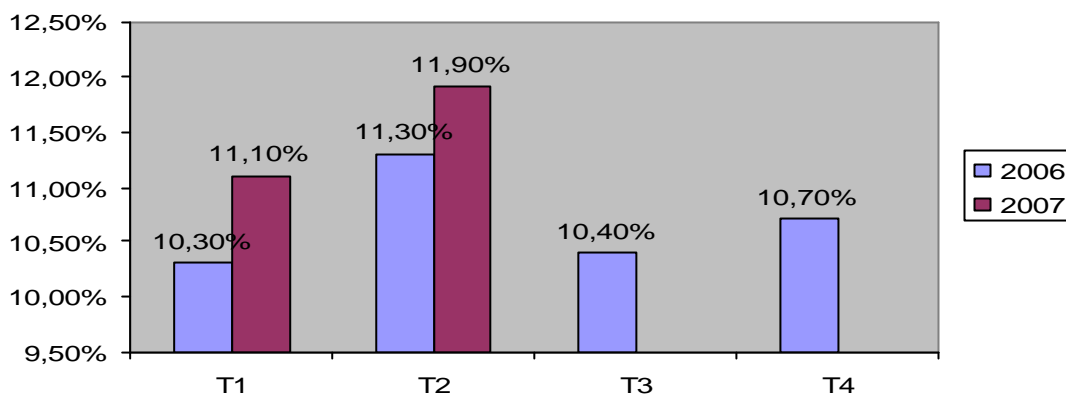
En Europe, la croissance a ralenti au deuxième trimestre à +0,3% en variation trimestrielle après +0,7% au cours des trois premiers mois de l'année. Toutes les grandes économies ont été touchées : l'Allemagne et la France (+0,3%), l'Italie (+0,1%) et dans une moindre mesure l'Espagne (+0,8%). L'OCDE révisé également sa copie et procède à une révision en baisse de ses prévisions de croissance pour plusieurs économies majeures dont l'Allemagne (+2,6% vs +2,9%), l'Italie (+1,8% vs +2%) et la France (+1,8% vs 2,2%). Ses principaux moteurs ralentissant plus rapidement que prévu, la zone euro devrait enregistrer en 2007 une croissance de 2,6% et non plus de 2,7%.

Révision des estimations de croissance 2007 (OCDE)



Dans ce contexte, l'annonce d'une croissance de 11,9% du PIB chinois pour le deuxième trimestre fait figure de bonne nouvelle (sous réserve de la fiabilité de ces chiffres), le poids de l'économie chinoise devant compter pour près de 30% à la croissance mondiale en 2007 alors que les USA et la zone euro ne devraient y participer qu'à hauteur de 7,7% chacun.

Accélération de la croissance chinoise



La clé de voûte de l'économie mondiale repose de plus en plus sur la vigueur des pays émergents d'Asie (>50%) avec en premier lieu la Chine ; un dynamisme devant permettre de limiter l'impact de la crise immobilière sur l'économie mondiale. Pour Natexis, la crise pourrait coûter ½ à 1 point de croissance à l'économie mondiale. Le FMI qui avait relevé en début d'été ses estimations de croissance à 5,2% pour 2007, annonce vouloir les réviser à la baisse.

Au plan micro économique, les sociétés affichent toujours de belles performances. Le deuxième trimestre américain a vu les profits battre encore les prévisions, et il en est de même en Europe. Selon le consensus établi par FactSet Estimates, les profits des entreprises du CAC40 devraient progresser de 8,2% en 2007 puis 11% en 2008. La France se situe dans la moyenne de l'Europe représenté par l'indice DJ Stoxx600 qui, après une excellente année 2006 (+15,3%) devrait enregistrer une progression de 8,6% de ses bénéfices en 2007 puis 9,9% en 2008. La tendance devrait être similaire aux USA si l'on prend pour référence le S&P500 ou le DJ qui devraient voir leurs profits croître de respectivement 9,9% et 12,5% cette année. Pour autant, dans le contexte actuel, ce sont surtout les résultats du troisième et du quatrième trimestre qui inspirent des doutes, notamment ceux des sociétés financières...

UNE INFLATION TOUJOURS BIEN MAITRISEE...JUSQU'A QUAND...

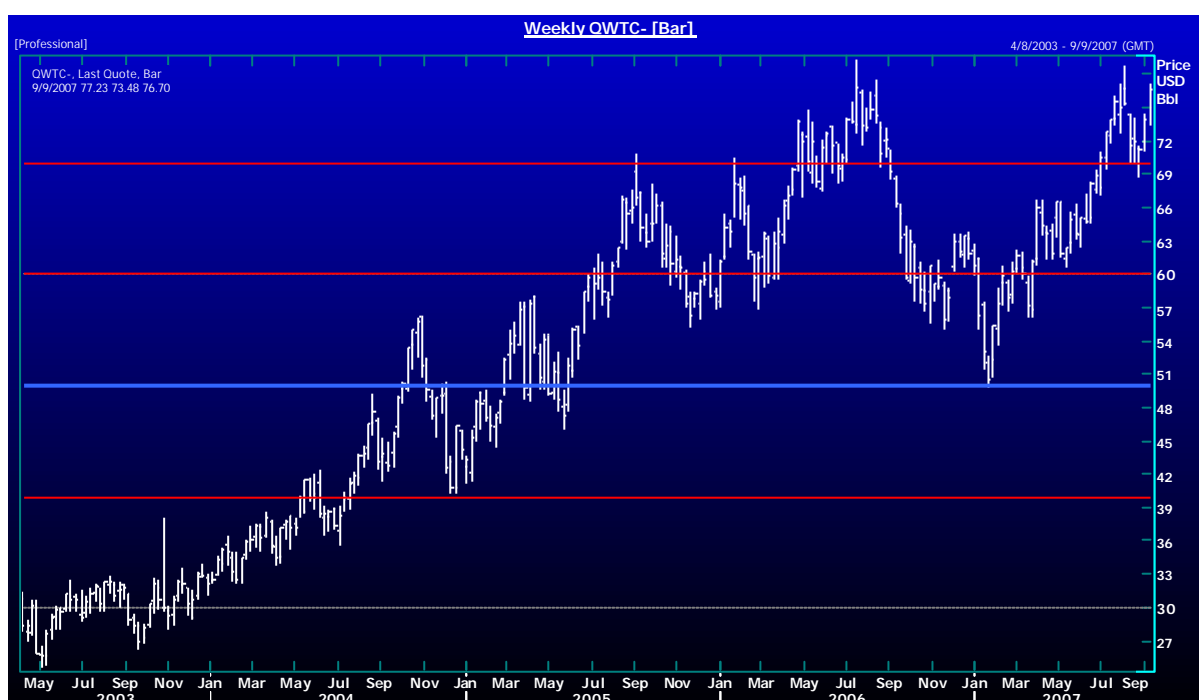
Aux USA les pressions inflationnistes restent modérées. L'indice des prix des dépenses de consommation s'est établi à 4,3% pour le deuxième trimestre et 1,4% hors alimentation et énergie, dans la zone de confort de 1 à 2% de la Banque Centrale.

En Europe, l'inflation a ralenti en juillet à 1,8% sur un an contre 1,9% attendu, un chiffre tenant compte de la chute de l'inflation en Espagne et en Allemagne. Pour autant, si ces chiffres montrent une inflation sous contrôle et dans la zone de confort de la Banque Centrale

pour le quatrième mois consécutif, les réserves sont néanmoins toujours là, liées au maintien d'une forte progression de la masse monétaire au mois de juillet (+11,7% sur un an vs un objectif de +4,5% affiché par la BCE) et des crédits au secteur privé (+10,9% sur un an), sans compter les effets de base sur les prix de l'énergie et la hausse attendue du prix des aliments.

En ce qui concerne le pétrole, l'insécurité au Nigéria, l'approche de la saison des ouragans dans le golfe du Mexique et les prévisions de l'AIE qui a mis en garde contre une menace de pénurie de pétrole en 2012, ont poussé les cours du brut à plus de 78\$ le baril mi juillet. Revenu pour un temps dans la zone des 70\$ le baril avec la crise du crédit subprime et la crainte d'un ralentissement de l'économie US, il s'est à nouveau raffermi au-delà de 76\$ devant la multiplication des risques d'ouragan dans le golfe du Mexique et la baisse des stocks de pétrole brut et d'essence supérieure aux anticipations.

Pétrole WTC



Au-delà des records et de la volatilité observée sur le pétrole, c'est l'évolution des cours des matières premières alimentaires et ses répercussions sur l'inflation qui inquiètent. Représentant près de 23% des matières premières importées en France (hors énergie), les matières premières alimentaires ont connu une augmentation de 32,1% depuis fin 2006. Au final, ce sont désormais l'ensemble des matières premières (alimentaires, minérales) qui connaissent un net renchérissement, avec un bémol néanmoins pour les matières premières agro-industrielles (laine, coton, caoutchouc, pâte à papier).

CRISE SUR LE MARCHÉ DES TAUX COURTS

L'été a été très agité au niveau des taux avec des changements de positions importants.

Début Juillet tout semblait clair : en Amérique, la FED restait sur le statut quo pour les mois à venir et les taux longs étaient toujours orientés à la hausse. En Europe, tout le monde attendait

une hausse des taux de la BCE qui avait été annoncée par Mr Trichet pour le mois de septembre pour lutter contre les tensions inflationnistes toujours menaçantes.

La crise des subprimes a changé la donne. La crise estivale a commencé sur l'immobilier américain à risque et s'est propagée à la sphère financière. Au départ des emprunteurs peu solvables ou ayant trop emprunté par rapport à leur capacité de remboursement, d'où des prêts hypothécaires qui ne valent presque rien. Conséquence, les fonds de titrisation qui détiennent ces créances perdent de l'argent, ainsi que les OPCVM monétaires investis dans ces fonds.

Dans cette chaîne, le transfert du risque s'est fait de l'emprunteur américain peu fiable au client final européen qui pensait avoir souscrit un produit sans risque (les agences de notation ont attribué des notations AA ou AAA aux titrisations de ces prêts). D'où une crise de confiance généralisée sur le marché monétaire induisant de forts rachats sur les SICAV monétaires. Les banques, devant par ailleurs faire face à d'importants engagements (opérations de LBO en attente de placement pour un montant estimé de 320 milliards d'euros), ne veulent plus prendre le risque de se financer les unes les autres à court terme à défaut de connaître le montant des engagements des demandeuses sur les produits à haut risque.

La crise de liquidité induite a impliqué une forte hausse des taux courts devant rémunérer le risque : le taux au jour le jour est monté en Europe à 4,68% le 6 Septembre ! Face à cette impasse, les banques centrales ont bien joué leur rôle et sont toutes intervenues pour parer à la crise en injectant des liquidités par milliards depuis le mois d'Août. Le 6 septembre, avant la réunion de la BCE, la BCE a injecté 42 milliards d'euros et la FED 31 milliards.

La BCE n'a pas bougé lors de sa réunion du 6 septembre, contrairement à ce qui avait été annoncé, mais le discours reste le même: la politique monétaire est encore accommodante et elle remontera ses taux dès que possible car Trichet est toujours inquiet pour la stabilité des prix (revendications salariales, hausse des prix des matières premières et hausse des impôts indirects).

La banque d'Angleterre a aussi opté pour le statut quo (5,75% actuel) et surveille de très près les perturbations des marchés bien qu'elle ne soit pas intervenue cet été pour assurer la liquidité des marchés interbancaires comme ses homologues.

Le Japon ne devrait pas monter ses taux directeurs dans le court terme. Actuellement à 0,5% les chiffres économiques ne sont pas suffisamment bons pour justifier une hausse : en juillet les ventes au détail ont baissé de 2.2%.

Sur le 1 mois (CD ou BT), les nouveaux émetteurs doivent offrir du spread s'ils veulent placer leur papier ; on a connu des spreads à 70 pb au plus fort de la crise et on peut encore trouver des spreads à 40 ou 50 pb sur des bonnes signatures. Les taux des obligations à moins d'un an ont aussi fortement monté, surtout sur les signatures bancaires avec des taux de 4,8% à 5% sur moins d'un an.

A l'inverse, les taux longs ont baissé du fait du «fly to quality» : transfert des actifs des actions aux obligations suite à la crise. Ils sont passés de 4,7% début juillet à 4,22% le 10 septembre. La courbe des taux est inversée puisque les taux à 10 ans sont plus bas que les taux à 6 mois ou 1 an. Cependant l'aversion au risque se traduit comme d'habitude par un rejet des signatures plus risquées et les spreads se sont fortement écartés. Nous trouvons des spreads à plus de 100 pb sur des bancaires et beaucoup plus sur les emprunts non « investissement grade ». Certains titres ont encore du mal à trouver des cours acheteurs. Le 10 ans américain est passé de 5,1% à 4,36% dans l'été.

La FED, après avoir baissé son taux d'escompte le 17 août de 50 pb à 5,75%, envisage de baisser ses taux directeurs lors de la prochaine réunion du 18 septembre, le marché anticipant même une 2^{ème} baisse d'ici la fin de l'année (taux actuel : 5,25%).

La banque d'Angleterre comme la BCE pourrait arrêter le cycle de resserrement tant que le marché ne revient pas à la normale ou si l'impact de la crise est significatif sur l'économie réelle, ce qui semble assez inéluctable.

Les taux longs sont très bas aujourd'hui, profitant de la crise du monétaire et des actions, mais nous préférons rester prudents car ils risquent de remonter.

UN DOLLAR TOUJOURS CHAHUTE

Pénalisé par les craintes sur l'immobilier américain, le dollar a touché un nouveau record de faiblesse face à l'euro mi-juillet à 1,3852. La crise éloignait la perspective d'un relèvement des taux d'intérêt de la réserve fédérale américaine quand les autres banques centrales continuaient de durcir leur politique monétaire.

Volte-face fin juillet avec la baisse généralisée de l'euro et le rebond du dollar à près de 1,33€\$ sur des craintes de contamination de la crise des prêts immobiliers à risque aux banques européennes. La possibilité de voir les problèmes se généraliser hors des frontières américaines a entraîné un mouvement généralisé d'aversion au risque et poussé les investisseurs vers des actifs considérés comme sûr, à commencer par ceux libellés en dollar.

Retour à la case départ mi août avec la baisse du taux d'escompte de la Fed lequel a brutalement stoppé l'ascension du dollar pour le porter sur des niveaux de 1,3770€\$ vendredi dernier.

Les tendances court et long terme donnent aujourd'hui un net avantage à la monnaie unique au regard de la fermeté du discours de Monsieur Trichet sur sa politique monétaire et du ralentissement de la croissance US, encore confirmé par la publication des statistiques du mois d'août sur l'emploi. Le consensus s'est ajusté en ce sens en portant sa prévision de 1,35€\$ à 1,37€\$ à 3 mois et de 1,34€\$ à 1,37€\$ à 6 mois.

Dollar

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



Cours de l'euro/USD depuis juin 2001



Les indices internationaux

SUBPRIMES, CDO, LBO, LES SECOUSSENT SE MULTIPLIENT...

Depuis mi juillet, les marchés ont pris le chemin de la baisse. Les investisseurs se questionnent sur la crise immobilière US et ses éventuelles répercussions. La courroie de transmission est clairement le crédit lequel a provoqué la correction générale des marchés. Le climat de défiance a peu à peu asséché les liquidités sur les marchés, principal moteur de la hausse des bourses ces dernières années via les fusions/acquisitions et opérations de LBO.

A la différence des corrections de mai/juin 2006 et février 2007, celle de juillet/août repose sur une réalité : l'élargissement des spread de crédit et la raréfaction des liquidités.

De fait, après les nouveaux records de mi-juillet à 8151 sur le DAX et 13996 sur le DJ, les marchés ont vivement reculé par rapport à leur plus haut, jusqu'à 8% pour le S&P 500 et le DJ et près de 15% pour le CAC à la mi août.

Paradoxalement les indices américains sont ceux qui ont le moins soufferts avec des baisses inférieures à 5% sur les deux mois d'été. Tous restent en territoire positif avec, sur les 8 premiers mois de l'année, une progression de 5,2% du Dow Jones, de 6,2% du Nasdaq et de 2,5% du S&P500. La situation est très différente en Europe qui abandonne dans l'ensemble 8% et jusqu'à 11% pour le CAC sur les mois de juillet et août. La performance reste ainsi largement positive pour le DAX (+12,7%) lequel avait connu un exceptionnel début d'année, revient à 0 pour le DJStoxx 600 (+0,1%) mais rentre en territoire négatif pour la plupart des indices français avec un CAC et un SFB120 en retrait de 2% sur les 8 premiers mois de l'année. Egalement très affecté en juillet/août (-6,4%), le Nikkei maintient sa place de bon dernier avec un retrait de 6,4% à fin août.

Indice CAC

Historique du CAC 40



CAC 40 depuis janvier 2003



	Clôture 31 déc. 2006	Var. sur 2006	Clôture 7 septembre 2007	Var. depuis 31 déc 2006	Var. depuis 6 juillet 2007
XETRA DAX	6 596,9	22,0%	7 436,6	12,7%	-7,6%
NASDAQ COMPOSITE	2 415,3	9,5%	2 565,7	6,2%	-3,8%
DOW JONES INDU	12 463,2	16,3%	13 113,4	5,2%	-3,7%
S&P 500	1 418,3	13,6%	1 453,6	2,5%	-5,0%
CAC Md&Sml 190	7 928,3	28,0%	8 114,5	2,3%	-8,2%
DJ STOXX 600	365,3	17,8%	365,6	0,1%	-8,0%
FTSE 100	6 220,8	10,7%	6 191,2	-0,5%	-7,5%
SBF 120	4 046,6	19,1%	3 965,3	-2,0%	-10,8%
CAC 40	5 541,8	17,5%	5 430,1	-2,0%	-11,0%
NIKKEI 225	17 225,8	6,9%	16 122,2	-6,4%	-11,1%

Indices sectoriels Eurostoxx

LIQUIDITE ET CROISSANCE, DES BIENS JAMAIS ACQUIS

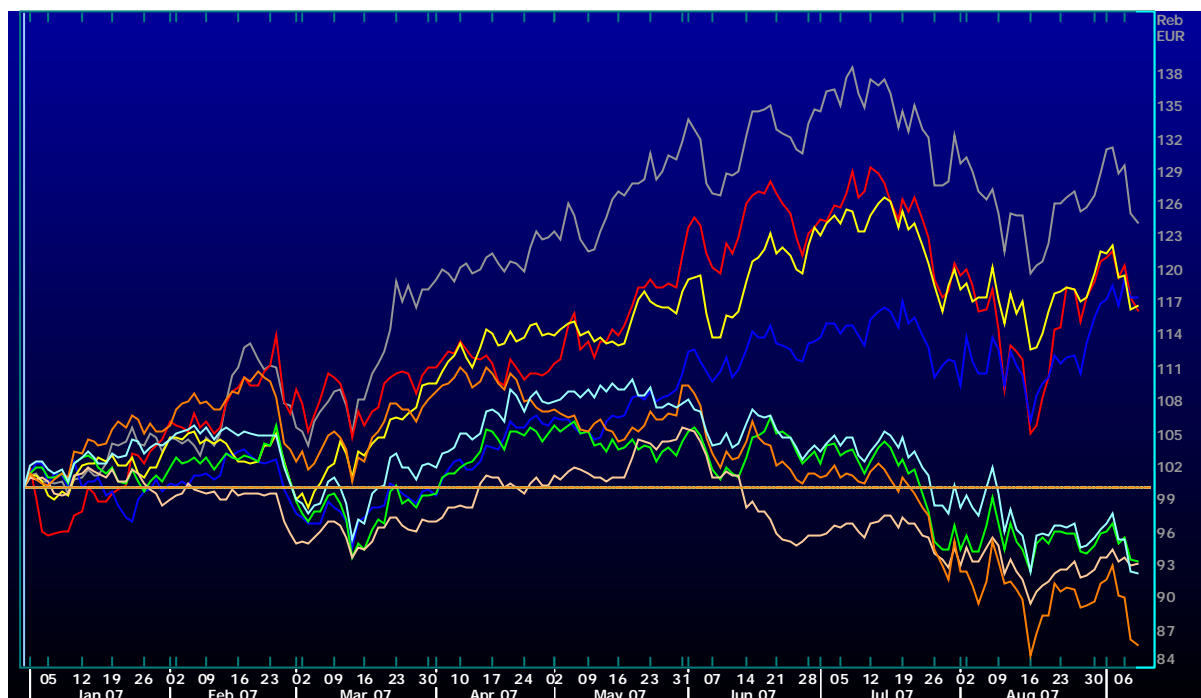
Première victime de la crise des subprimes, le secteur financier avec, sur 2 mois, un retrait de 15,1% des Services Financiers et Foncières, un recul de 11,8% des Banques et de 9,5% de l'Assurance. Très malmenés également, la Construction et Matériaux, les Biens et Services Industriels et le Pétrole font l'objet de prises de bénéfices et abandonnent respectivement 15,4%, 13,3% et 11,4% sur 2 mois. Seuls gagnants de cette épreuve, les Technologiques et les Télécoms retrouvent un statut de valeurs refuges et progressent de 2,3% et 1,8%.

Doucement se dessine une rotation sectorielle qui profite aux valeurs technologiques, aux télécoms et aux matériaux de base, mais sans retour marqué sur les défensives. S'invite ainsi dans le haut du classement et en 3^{ème} position les technologiques, en progression de 2,3% sur les deux mois d'été et de 17,4% sur l'année, au côté des secteurs Automobile (+25,1%), Métaux (-17,5%) et Chimie (+16,4%) lesquels conservent leur avance de début d'année.

A l'inverse Services Financiers et Foncières (-13,9%), Banques (-,6%) et Assurances (-6,5%) qui avaient déjà largement sous performé les indices en juin se trouvent définitivement rejetés en bas de tableau au côté de la Santé (-7,3%) avec une performance désormais franchement négative sur l'année.

Indices sectoriels EuroStoxx

	Clôture 31 déc. 2006	Var. sur 2006	Clôture 7 septembre 2007	Var. depuis 31 déc 2006	Var. depuis 6 juillet 2007
Automobile	284	26,3%	355	25,1%	-9,2%
Metaux	386	75,9%	453	17,5%	-7,5%
Technologie	350	3,4%	411	17,4%	2,3%
Chimie	501	19,0%	583	16,4%	-7,2%
Distribution	334	23,8%	368	10,2%	-6,1%
Biens et services industriels	487	20,8%	522	7,2%	-13,3%
Services aux collectivités	513	35,1%	540	5,3%	-5,0%
Biens de Consommation	343	11,0%	355	3,8%	-8,6%
Agro, vins et spiritueux	306	22,8%	317	3,6%	-3,4%
Télécommunications	469	11,5%	478	2,0%	1,8%
Construction et Matériaux	441	37,6%	445	1,1%	-15,4%
Pétrole	442	7,1%	446	0,8%	-11,4%
Transport et loisirs	172	20,5%	168	-2,2%	-9,5%
Média	236	7,5%	226	-4,6%	-8,5%
Assurances	310	16,3%	290	-6,5%	-9,5%
Santé	535	6,3%	496	-7,3%	-4,1%
Banques	447	22,5%	413	-7,6%	-11,8%
Services financiers et foncières	489	48,7%	421	-13,9%	-15,1%



Initiée en octobre 2006 avec la fermeture du fond Amaranth, la crise du subprime s'est amplifiée progressivement pour atteindre son point d'orgue mi août avec l'injection de plus de 300Mds\$ dans le circuit monétaire par les Banques Centrales dont 95Mds€ injectés par la BCE dans la seule journée du 4 août, l'annonce par BNP Paribas de la suspension de trois fonds affectés par les difficultés du subprime, la baisse de 50pb du taux d'escompte de la FED à 5,75% et la décision selon laquelle elle accepterait un grand nombre de contre-parties, notamment des actifs adossés à de l'hypothèque.

Entre temps, plusieurs spécialistes du crédit immobilier se seront déclarés en difficulté ou en faillite au premier rang desquels New Century et American Home Mortgage aux USA (soit au total, selon Bloomberg, près de 70 sociétés de prêts à l'habitat touchés depuis 2006 aux USA), IKB et la banque publique Sachsen en Allemagne ; de nombreux fonds auront été gelés ou fermés partout dans le monde, les agences de notations Moody's, Standard & Poor's, Fitch auront retourné casaques et jeté la suspicion en dégradant et laissant sous surveillance négative les notations de plusieurs centaines de programmes de titrisation de créances immobilières.

Historique de la crise

janvier	février	06-mars	02-avr	20-mai		
CAC			New Century	G8		
5541,7	Une 10aine de spécialistes du crédit immo US fragilisés	A.Greenspan estime à 33% la probabilité d'une récession US	n° du subprime US déclaré en faillite	Le Forum de stabilité financière appelle à plus de vigilance/ les hedge funds		
10-juil	16-juil	18-juil	19-juil	23-juil	30-juil	31-juil
Moody's, S&P	CAC	Bear Stearns	FED	AXA	American Home Mortgage	Sowood
Moody's, S&P, Fitch dégradation notation de plusieurs CDO	6125	effondrement de 2 fonds (hedge fund)	Bernanke estime les pertes/subprime à 50/100Mds\$	ferme 2 fonds	faillite	gèle 2 fonds
01-août	04-août	09-août	10-août	13-août	16 aout	17-août
Oddo	IKB	BNP Paribas	BCE	BCE	CAC	FED
ferme 3 fonds	quasi faillite, sauvé par l'intervention de la bque d'état KfW	gèle 3 fonds	injecte 61 Mds€	injecte 48Mds€	5265 (5217 en séance)	Baisse 0,5 pt tx d'escompte
	BCE	FED	FED			
	injecte 95Mds€	injecte 35Mds\$	injecte 2Mds\$			
	FED/BOJ					
	intervention					
23-août	01-sept	06-sept	07-sept	18-sept		
First Magnus/ Quality Home/Capital One	Maison Blanche	BCE	CAC	FED		
faillites	réformes visant à réduire le nb de saisies	taux directeur inchangé à 4% injecte 42Mds€	5430,1	taux directeur ?		
		FED				
		injecte 31Mds\$				

La crise s'étend sur tous les continents, affectant directement ou indirectement spécialistes du crédit immobilier, gestionnaires d'actifs et de « hedge funds », conséquence directe de la convergence entre gestions traditionnelles et alternatives.

Quelques acteurs financiers touchés par la crise du subprime

USA	Royaume Uni	Australie
Bear Stearns American Home Mortgage Sowood New Century Capital One First Magnus Financial Countrywide Financial	Cambridge Place Cheyne Capital Management	Basis Capital Absolute Capital Macquarie Bank Mariner Bridge
	France	
	Oddo AXA BNP Paribas	
	Allemagne	
	IKB Deutsche Industriebank SachsenLB Commerzbank Bayern LB	
	Suisse	
	UBS	

Au-delà du simple marché des prêts hypothécaires à risque (20% des prêts consentis en 2006), la crise s'est propagée via la titrisation d'une partie de leurs actifs par les banques au marché du crédit avec pour conséquence pour les Banques et établissements financiers de ne plus trouver les financements de nouveaux prêts consentis. Ainsi :

- ❖ 46 opérations de LBO auraient été reportées depuis le début de la crise selon Barings pour un montant total de 60Mds\$. La nervosité gagnant les marchés, les fonds ont de plus en plus de mal à placer leur dette les contraignant à restructurer l'opération, réviser le prix en baisse ou abandonner. KKR peine à financer le rachat de la chaîne britannique de pharmacies Alliances Boots (17 Mds\$), Cerberus celui de Chrysler (7,4Mds\$), Bain Capital, Carlyle et Clayton ont renégocié à la baisse le rachat de sa division HD Supply à Home Depot (-18%).

Selon certains spécialistes, sur les 690Mds\$ de transactions LBO annoncées cette année, 320Mds\$ ne seraient pas encore financées (retardées ou en suspens) dont 250 Mds\$ aux USA et 70/90 Mds\$ en Europe (Citi 75Mds\$, JP Morgan 60Mds\$, Goldman Sachs et Lehman Brothers 25Mds\$, Bear Stearns 10Mds\$).

Fonds d'investissement les plus actifs au premier semestre

Fond	Nbre de transactions	Montant Mds\$
KKR	12	121
Goldman Sachs	12	88
Texas Pacific Group	14	82
Lehman Brothers	5	71
Madison Dearborn Partners	6	63
Morgan Stanley	11	59
Blackstone Group	12	53
Ontario Teachers' Pension Plane	5	51
Citigroup	10	50
Providence Equity Partners	6	50
Total	93	688

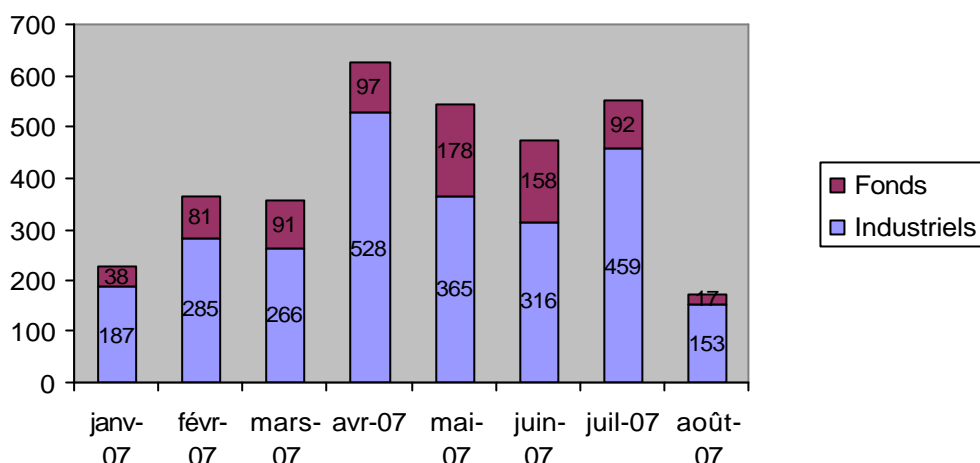
Détenteurs de la plus grosse « colle » en Europe, JP Morgan, Deutsche Bank et UniCredit, banquiers du LBO monté par KKR sur Alliances Boots, ont annulé pendant l'été le placement d'un total de 13 milliards d'euros. Mais tous les grands prêteurs de LBO, y compris les français sont affectés : au moins 7 syndications dont Elis, Générale de Santé, Kaufman&Broad, OGF, Diana Ingredients, CPI, Groupe Rétif, sont en attente de lancement.

Exposition des banques françaises

Banque	Dette en attente de syndication	En cours de dette LBO
BNP Paribas	1,6Mds€	6,3Mds€
Calyon	1,1Mds€	4,3Mds€
Société Générale	600M€	2,7Mds€
Natixis	400M€	5,8Mds€

- ❖ Depuis le 1 août, le montant des opérations réalisées dans le monde par les fonds d'investissement aurait chuté de 70% par rapport à la même période de l'année dernière (source Thomson Financial). Les opérations montées par les fonds ont représenté 17Mds\$ au mois d'août et n'ont représenté que 10% du total des transactions, contre 22% en moyenne depuis le début de l'année. Et les professionnels du capital investissement annonçaient dès le début de la crise que les fonds ne réaliseraient sans doute plus grandes opérations en 2007, au moins du type de celles observées sur Hilton, TXU ou Alliance Boots et au moins aussi longtemps que le marché de la syndication n'aurait pas absorbé les opérations annoncées avant la crise et encore non réalisées.

Volume des fusions-acquisitions par type d'acteur (source Thomson Financial)



- ❖ Sur le mois de juillet, les émissions d'actions ont chuté de 29%, celles d'obligations de 67% (82% sur les produits à haut rendement). Le volume d'IPO s'est replié de 19%.

Le 19 juillet Ben Bernanke estimait entre 50 et 100Mds\$ les pertes potentielles liées au « subprime » ; pertes potentielles estimées à 150Mds\$ par Calyon et jusqu'à 200Mds\$ par BNP Paribas sur un total de 1400 Mds\$ de crédits dits « subprime » actuellement dans les portefeuilles des banques, investisseurs ou hedge funds.

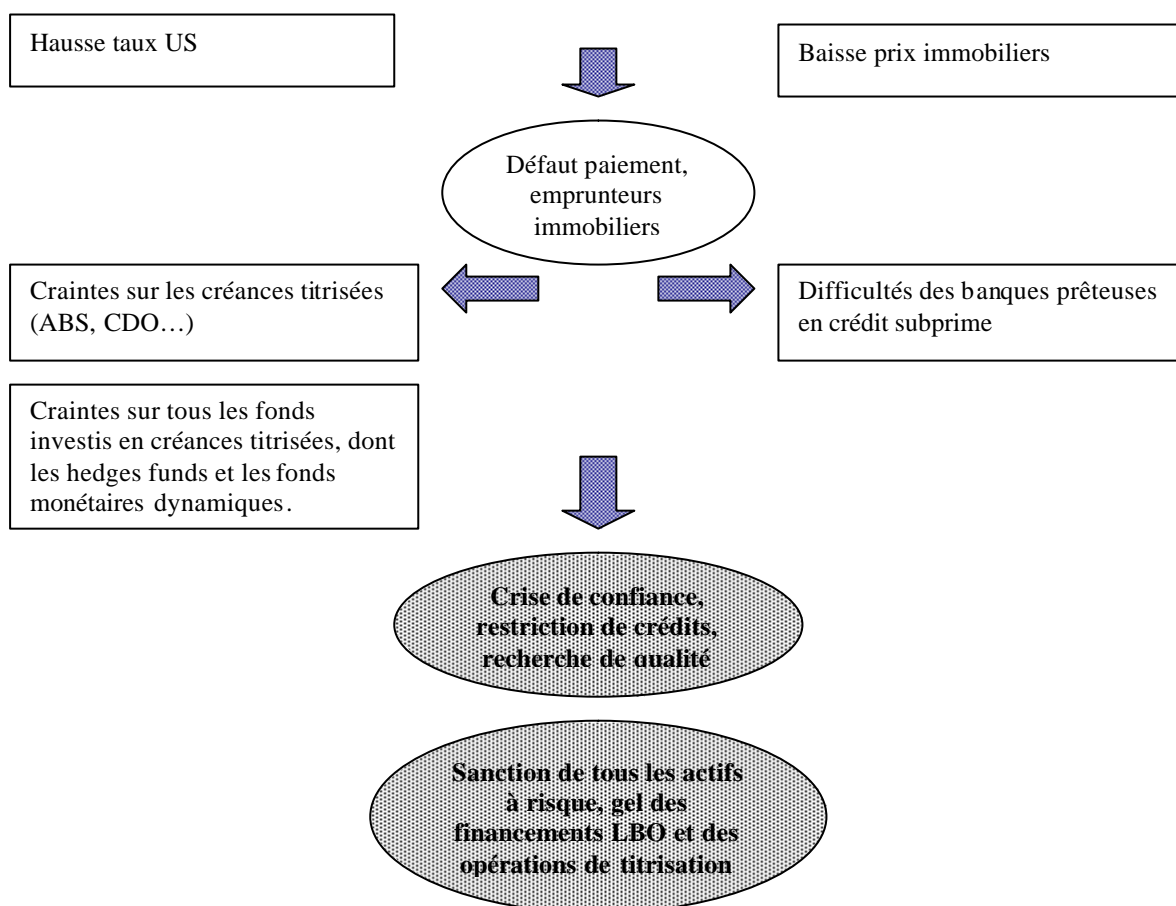
Selon Patrick Artus, directeur de la Recherche et des Etudes chez Natixis, la crise actuelle touche essentiellement des actifs irréprochables ce qui explique qu'on ne l'ait pas vu venir. La spécificité de la crise financière des subprimes est donc que le choc initial est peu important avec une perte cumulée actuellement de 30 Mds\$ (défaut de paiement) pour une perte potentielle en valeur de marché de plusieurs milliers de milliards : 4500 Mds\$ de capitalisation boursière, 2000 Mds\$ de pertes sur dérivés, 5000 Mds\$ sur titres ABS (adossés sur des créances) qui n'ont plus d'acheteurs.

La situation actuelle nous place devant une situation nouvelle traduisant les caractéristiques suivantes :

- ⇒ une dispersion des risques alimentée par le refinancement et la titrisation de leurs créances par les banques,
- ⇒ une méconnaissance des produits et véhicules d'investissement concernés, l'absence d'information sur les encours de créances et la dégradation des notes de certains CDO,
- ⇒ une opacité des fonds et l'incapacité à évaluer leurs valeurs liquidatives qui généralisent la suspicion,
- ⇒ des cessations de paiement, faillites avérées et fermetures de fonds,
- ⇒ un assèchement des liquidités disponibles et un renchérissement du coût du crédit interbancaire contraignant les investisseurs à rembourser leurs emprunts et liquider les actifs de meilleure qualité.

Au total, si les liquidités sont toujours bien là, les banques deviennent réticentes à prêter, les investisseurs réticents à investir, l'ensemble débouchant sur une crise de confiance, une absence de liquidités y compris sur le marché monétaire, une restriction du crédit, une recherche de la qualité avec pour corollaire : une augmentation des primes de risque, une sanction de tous les actifs à risque (nombre d'investisseurs préférant se tourner vers le marché des emprunts du Trésor), un gel des financements de LBO et des opérations de titrisation.

Principaux enchaînements de risques



Le vrai risque de transmission à l'économie réelle c'est que l'on arrête de prêter, ce qui n'est pas encore le cas même si la tension reste vive sur le marché monétaire. Mais on ne peut pas imaginer, plus encore aujourd'hui avec les dernières statistiques sur l'emploi, que la consommation (550 000 emprunteurs saisis depuis un an, bientôt plusieurs millions selon le sénateur démocrate Christopher Dodd) ne soit pas touché aux USA, ce qui amputera d'autant la croissance pour la situer autour de 2%, au dessous de son potentiel de long terme. L'Europe en revanche serait sans doute peu ou moins affectée en raison de la diversification de ses exportations vers des zones de forte croissance.

Dans ce contexte l'action des Banques Centrales est double : apporter la liquidité face au système interbancaire défaillant et tenter de redonner de la confiance.

- ⇒ La Réserve Fédérale rappelle qu'elle usera de tous les outils dont elle dispose pour rétablir la liquidité du marché. Ses réponses sont graduées et ciblées pour préserver ses marges de manœuvre d'où son choix d'abaisser de 50 pb son taux d'escompte, d'injecter massivement des liquidités (9 août/6 septembre) et d'accepter un grand nombre de contre-parties, notamment des actifs adossés à de l'hypothèque. Elle rappelle en revanche qu'il n'est pas dans son rôle de « protéger les investisseurs ou les prêteurs des conséquences de leurs décisions financières » mais bien d'évaluer les conséquences économiques de la situation présente ; la baisse des taux directeurs désormais attendue des marchés devant répondre à cette préoccupation.
- ⇒ La BCE, outre des injections massives de liquidités depuis le mois d'août (4/10/13 août/6 septembre), a de son côté décidé de ne pas relever son taux directeur.

Au-delà de l'action des banques centrales, l'intervention du Président Bush, en étendant les pouvoirs de la Federal Housing Administration (renégociation des prêts, reprise d'hypothèques) va dans le même sens en redonnant de la solvabilité et de la confiance. On estime que 7,5 millions de ménages « subprime », c'est à dire à la situation fragile, ont souscrit environ 1400 milliards de dollars de prêts ; et selon le Center for Responsive Lending, si 550 000 emprunteurs ont déjà été saisis, 2 millions d'américains pourraient bientôt se retrouver dans la même situation.

De même l'annonce de la réouverture fin août des trois fonds gelés de BNP Paribas et la décision prise par Bank of America d'investir 2 Mds\$ dans le leader des prêts hypothécaires Countrywide Financial ont été interprétées comme des signaux d'apaisement à même de susciter un regain d'intérêt pour les actifs à risque.

Dans ce contexte, mais avant publication des dernières statistiques sur l'emploi américain, les membres du Panel Agéfi Actions restaient globalement confiants. Et si leurs prévisions à un an ont été abaissées, l'ampleur des révisions depuis le mois de juillet est inférieure à la chute des marchés. Les prévisions à 6 mois et un an ont ainsi été révisées à la baisse de 3,8% sur le CAC, 1,7% sur l'EuroStoxx 50, 1% sur le S&P et 5,6% sur le Nikkei. En d'autres termes, les experts jugeaient encore fin août qu'il y avait plus de potentiel de hausse qu'il y a deux mois.

A 6 mois le potentiel se situerait dans une fourchette de 4,5% à 9% selon les marchés avec pour objectif 5914 points sur le CAC, 4468 points sur l'Eurostoxx 50, 1517 points sur le S&P et 17346 points sur le Nikkei. Il se situerait dans une fourchette de 8,5% à 13% d'ici un an avec pour objectifs 6137 points pour le CAC, 4718 points pour l'Eurostoxx 50, 1578 points pour le S&P500 et 18177 points pour le Nikkei.

A la différence des corrections de mai/juin 2006 et février 2007, celle de juillet/août repose sur une réalité : l'élargissement des spreads de crédit et la raréfaction des liquidités. Pour autant si violente soit-elle, la crise boursière pourrait être saine et bénéfique en permettant de reconstituer une pente des taux d'intérêt et des primes de risque qui avaient disparu. On a donc vu se reconstruire au cours de l'été une échelle de risque plus conforme aux équilibres de long terme.

Le pilier du marché actuel reste la croissance mondiale et la santé des entreprises. Et tant que celles-ci ne seront pas remises fondamentalement en cause, ce qui semble encore le cas, on peut espérer faire face à la crise financière avec le soutien des Banques Centrales et la FED en particulier, lesquelles se tiennent prêtes pour éviter tout désordre monétaire.

Les semaines qui viennent devraient encore être agitées, les derniers chiffres du chômage étant là pour l'attester, d'où notre prudence ; mais si l'on en reste là et si les jours à venir ne nous réservent pas de nouvelles surprises (indicateurs sur l'état de l'économie US, nouvelles défaillances, résultats sociétés...), avec une baisse des taux long terme et une normalisation des primes de risque, l'impact sur la sphère économique globale peut encore être limité.

Les marchés vont devoir s'habituer à un nouvel environnement globalement plus averse au risque, caractérisé par des spreads plus élevés et une valorisation moins flatteuse des classes d'actifs. Aussi nous pensons nécessaire d'améliorer la qualité des portefeuilles et d'en réduire le risque.

STATISTIQUES

SBF 120

Sources : FU, Reuters
Cours de clôture (7 septembre 2007)

Performances depuis le début d'année

Les plus élevées

Société	Cours au 07/09/2007	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Ubisoft Entertainment	44,34	73,4%	50,78	20,03
CFF Recycling	50,52	66,1%	56,02	23,4
Aéroports de Paris	81,49	38,1%	93,7	48,52
Haulotte Group	26,3	30,2%	33,78	18,52
EDF	70,96	28,5%	82,78	42,09
Guyenne et Gascogne	125,1	23,6%	135,2	91,5
Alstom S.A.	126,69	23,3%	139,45	68,75
Le Carbone Lorraine	52,02	21,9%	59,38	39,95
Groupe SEB	130,42	21,2%	144,45	88
AREVA	680	20,7%	831,54	457

Les plus faibles

Société	Cours au 07/09/2007	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
EADS NV	20,23	-22,4%	26,48	19,35
SCOR SE	17,25	-22,9%	23,4	16,35
Thomson	11,39	-23,0%	15,6	11,23
TF1	20,53	-26,9%	29,25	19,52
NRJ Group	9,9	-27,7%	16,3	9,77
Natixis	14,97	-29,6%	23,77	13,46
Fimalac	50,35	-30,7%	82	50
Spir Communication	79,7	-31,2%	125,9	78,7
Alcatel-Lucent	7,43	-31,8%	11,86	7,38
SOITEC S.A.	13,16	-51,1%	29,95	12,32

Rendement 2007/2008

Les plus élevés

Société	Cours au 07/09/2007	DIV 2008e	Rdmt 2007e	Rdmt 2008e
Maurel & Prom	14,21	0,79	8,9%	5,6%
Natixis	14,97	0,95	6,1%	6,3%
PagesJaunes	14,77	0,88	5,8%	6,0%
France Telecom	21,96	1,29	5,6%	5,9%
Spir Communication	79,7	4,06	5,3%	5,1%
Societe Generale	113,9	5,96	4,9%	5,2%
BNP Paribas	73,12	3,82	4,8%	5,2%
Metropole Television	21,71	1,07	4,8%	4,9%
Credit Agricole SA	26,45	1,34	4,8%	5,1%
Euler Hermes	100,02	4,74	4,7%	4,9%

Les plus faibles

Société	Cours au 07/09/2007	DIV 2008e	Rdmt 2007e	Rdmt 2008e
Altran Technologies	5,56	0	0,0%	0,0%
Atos Origin	40,26	0	0,0%	0,0%
Business Objects S.A.	31,82	0	0,0%	0,0%
CGG Veritas	193,4	0	0,0%	0,0%
Club Mediterranee SA	48,95	0	0,0%	0,0%
NicOx SA	16,58	0	0,0%	0,0%
Orpea SA	41,98	0	0,0%	0,0%
Rhodia	28,76	0	0,0%	0,0%
SOITEC S.A.	13,16	0	0,0%	0,0%
Ubisoft Entertainment	44,34	0	0,0%	0,0%

PER 2007/2008

Les plus élevés

Société	Cours au 7-sept.-07	PER 2007e	PER 2008e
EDF Energies Nouv	47	82,5	49,5
Orpea SA	42	41,2	32,5
Club Mediterranee SA	49	61,2	32,2
Aeroports de Paris	81,5	32,9	31,1
Ubisoft Entertainment	44,3	33,8	29,2
AREVA	680	33,4	29,1
Hermes International	78,1	30,5	27,5
Klepierre	37,6	31,1	27,1
NRJ Group	9,9	23,6	26,8
EDF	71	26,9	23,3

Les plus faibles

Société	Cours au 7-sept.-07	PER 2007e	PER 2008e
Societe Generale	113,9	9	8,5
Rhodia	28,8	13,4	8,2
BNP Paribas	73,1	8,2	8
Credit Agricole SA	26,5	7,1	7,8
Natixis	15	8,3	7,7
Nexity	45,2	8,7	7,7
SCOR SE	17,3	7,9	7,6
Air France - KLM	28,4	8,4	7,5
Renault	90,5	9	7,2
Unibail-Rodamco	168,5	5,1	5,9

PEG 2007/2008

Les plus élevés

Société	TCMA 2007/2009e	PEG 2007e	PEG 2008e
Icade	1%	30,41	26,48
TOTAL S.A.	0%	21,82	21,70
Wendel Investissement	1%	14,17	13,04
Gecina	2%	9,50	9,50
Vallourec Group	3%	2,99	2,84
Euler Hermes	4%	2,87	2,82
Aeroports de Paris	11%	2,97	2,81
NRJ Group	10%	2,31	2,62
Hermes International	11%	2,66	2,40
Klepierre	11%	2,74	2,39

Les plus faibles

Société	TCMA 2007/2009e	PEG 2007e	PEG 2008e
Michelin Group	21%	0,70	0,55
Rexel S.A.	18%	0,65	0,53
Club Mediterranee SA	60%	1,01	0,53
SOITEC S.A.	49%	0,73	0,46
Thomson	24%	0,61	0,45
Altran Technologies	37%	0,45	0,30
Renault	25%	0,35	0,28
Rhodia	34%	0,40	0,24
PSA Peugeot Citroen	43%	0,33	0,22
EADS NV	165%	0,47	0,07

Potentiel

Les plus élevés

Société	Cours au 7-sept.-07	Objectif consensus	Potentiel
Nexity	45,23	70,82	56,6%
STMicroelectronics	12,59	19,6	55,7%
Klepierre	37,63	53,08	41,1%
Business Objects	31,82	44,71	40,5%
Fimalac	50,35	70,4	39,8%
Rexel S.A.	14,05	19,53	39,0%
Groupe Steria SCA	37,45	51,84	38,4%
Cap Gemini S.A.	44,31	61,06	37,8%
Air France - KLM	28,41	38,88	36,9%
Icade	45,43	62,09	36,7%

Les plus faibles

Société	Cours au 7-sept.-07	Objectif consensus	Potentiel
Club Mediterranee SA	48,95	2,91	3,0%
Bonduelle	91,85	2,82	2,6%
Orpea SA	41,98	2,39	1,5%
Ubisoft Entertainment	44,34	2	-0,7%
EDF Energies Nouv	47	2,64	-2,5%
Remy Cointreau	50,45	3,47	-2,6%
Hermes International	78,09	3,95	-6,2%
AREVA	680	3,78	-7,1%
Aéroports de Paris	81,49	3,14	-7,6%
Faurecia	56,3	4	-9,6%