

LETTRE MENSUELLE

*Comité de gestion du
9 octobre 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

NOUS NE CROYONS PAS AU SCENARIO D'UNE RECESSION AUX USA

Une récession aux USA se caractériserait par un freinage du rythme de croissance de 3,8 points en moyenne. Pour Oddo ceci se traduirait, toutes choses égales par ailleurs, par un freinage de la croissance réelle de 2-3 points dans les pays développés (Europe, Japon) et de 1-2 points dans les pays émergents. Poids du monde développé et du monde émergent étant à peu près équivalents dans le PIB mondial (en PPA), *une récession US se traduirait par une réduction de 2 points environ de la croissance mondiale qui passerait alors de 5% à 3%*.

Dans le cas d'un simple ralentissement, une réduction de 1 point de croissance aux USA se traduirait par une baisse moyenne de 0,27 point dans l'UEM, de 0,35 point au Japon et de 0,23 point en Asie émergente.

Selon le FMI les marchés sont en train de se corriger mais la crise sera longue à résorber. Quant aux effets sur l'économie réelle, il les attend surtout pour 2008 avec une plus grande intensité aux USA (+2,8% qui pourrait être révisé à +2,2%) et dans une moindre mesure dans les autres régions (+2,3% vs +2,5% en Europe). Ses estimations de croissance de l'économie mondiale, révisées à la hausse en début d'été à 5,2% pour 2007, sont attendues en baisse dans les prochaines semaines. Pour Michel Prada, Président de l'AMF, la crise, largement macro financière, n'est pas encore finie, de nouveaux soubresauts restent possible. Au-delà, les avis sont encore partagés. Certains économistes pensent la crise loin d'être terminée et le ralentissement marqué des USA susceptible d'affecter la croissance mondiale. D'autres, convaincus de la puissance et de la force de frappe des pays émergents relativisent la question du potentiel US, considérant désormais les pays émergents comme le vecteur majeur de l'expansion mondiale.

En pratique, les signaux de récession sont muets à ce jour. L'indicateur avancé américain, lequel reflète une dizaine de variables touchant au marché du travail, à la production, aux ventes, aux délais de livraison et à la sphère financière, se retrouve traditionnellement en haut de cycle avec 11 mois d'avance et en bas de cycle avec 9 mois d'avance. En août 2007, dernier point connu, l'indicateur avancé était en repli par rapport à son pic de décembre, mais pas suffisamment pour établir un signe valable.

S'il est encore trop tôt pour trancher, de puissants facteurs de soutien nous conduisent à dédramatiser la situation.

- ❖ La croissance potentielle des USA peut-être estimée à 3% environ. Elle devrait se situer un peu en dessous de 2% cette année, soit un niveau déjà très ralenti après 2,9% en 2006 et 3,1% en 2005, puis repasser le cap des 2% en 2008. Et si les suppressions de postes annoncées pour le mois d'août avaient effrayé, à l'inverse à publication actualisée et les derniers chiffres du mois de septembre rassurent avec respectivement 89000 et 110 000 postes créés, tout comme le surprenant optimisme des consommateurs américains dont la dépense, en progression de 0,6% en août, contribue pour les deux tiers à la croissance du PIB. Nous ne serions donc pas dans une situation d'effondrement, mais dans une situation de ralentissement du marché du travail et de la consommation.

- ❖ L'économie mondiale est entrée dans cette crise en affichant une solide croissance, en particulier dans les pays émergents, les établissements financiers avec de solides fonds propres, l'économie américaine avec un dollar faible qui dopera ses exportations, et une bonne santé financière de ses entreprises.
- ❖ Les réactions de politique économique, devant l'ampleur de la crise, ne se sont pas fait attendre : la Fed a relégué au second plan le risque d'inflation, reconnaissant de facto le risque de récession, et baissé son taux directeur de 50 points de base le 18 septembre, la BCE a renoncé au moins pour un temps à relever ses taux d'intérêt, les banques centrales ont alimenté le marché interbancaire en liquidités.
- ❖ De nouvelles mesures pourraient suivre si la crise s'aggravait, notamment budgétaires et centrées sur les ménages les plus vulnérables.

Pour ces raisons, si nous restons convaincu du sérieux de la situation et pensons que l'économie US ne sortira pas totalement indemne de la situation actuelle, nous ne pensons pas non plus à un scénario de récession qui, dans tous les cas n'aurait plus le même impact compte tenu de la baisse du poids relatif des USA dans le PIB mondial.

Au plan micro économique le consensus s'est ajusté à la marge avec un DJ Stoxx600 qui, après une excellente année 2006 (+15,3%) devrait enregistrer une progression de 9,2% de ses bénéfices en 2007 puis 9,3% en 2008 et un S&P500 qui devrait voir ses profits croître de respectivement 8,8% et 11,3% cette année. *Pour 2007 et 2008 les données du consensus sont toujours au dessus de la moyenne tendancielle de 7%. Le profil anticipé par les analystes ne prévoit donc pas pour le moment de retournement en ce qui concerne les profits, américains comme européens.*

Parallèlement les banques dévoilent progressivement leurs pertes liées aux dérivés de crédit : Crédit Agricole annonce une perte de 250M€, Commerzbank de 80M€; Deutsche Bank, tout en sauvant ses résultats du trimestre, annonce 2,2 milliards de charges trimestrielles liées au subprime, UBS et Crédit Suisse lancent des avertissements sur leurs comptes, Morgan Stanley reconnaît une perte de 940M\$, Bear Stearns des profits en baisse de 61%, Citigroup des profits en baisse de 60%. Deux exceptions : Lehman Brothers limite à 3% la baisse de ses profits, Goldman Sachs augmente les siens de 79%. Dès lors, il nous semble très probable que secteurs bancaire et financier devraient assez nettement marquer le pas au cours des trimestres à venir tout comme pourraient souffrir ceux de la construction et des industrielles européennes sous l'impact d'un euro durablement fort. D'où notre sentiment que les conséquences de la crise financière ne seraient pas pleinement intégrées par le consensus et que l'exercice prochain traduira un profil bénéficiaire à deux vitesses avec d'une part des secteurs, notamment financier faisant l'objet de fortes révisions à la baisse et d'autre part des secteurs plus résistants, protégés par le maintien d'une forte croissance mondiale. Les résultats du 3^{ème} trimestre et les perspectives des trois derniers mois de l'année et de 2008 donneront le ton.

NOUVEAU RECORD HISTORIQUE POUR LE PETROLE

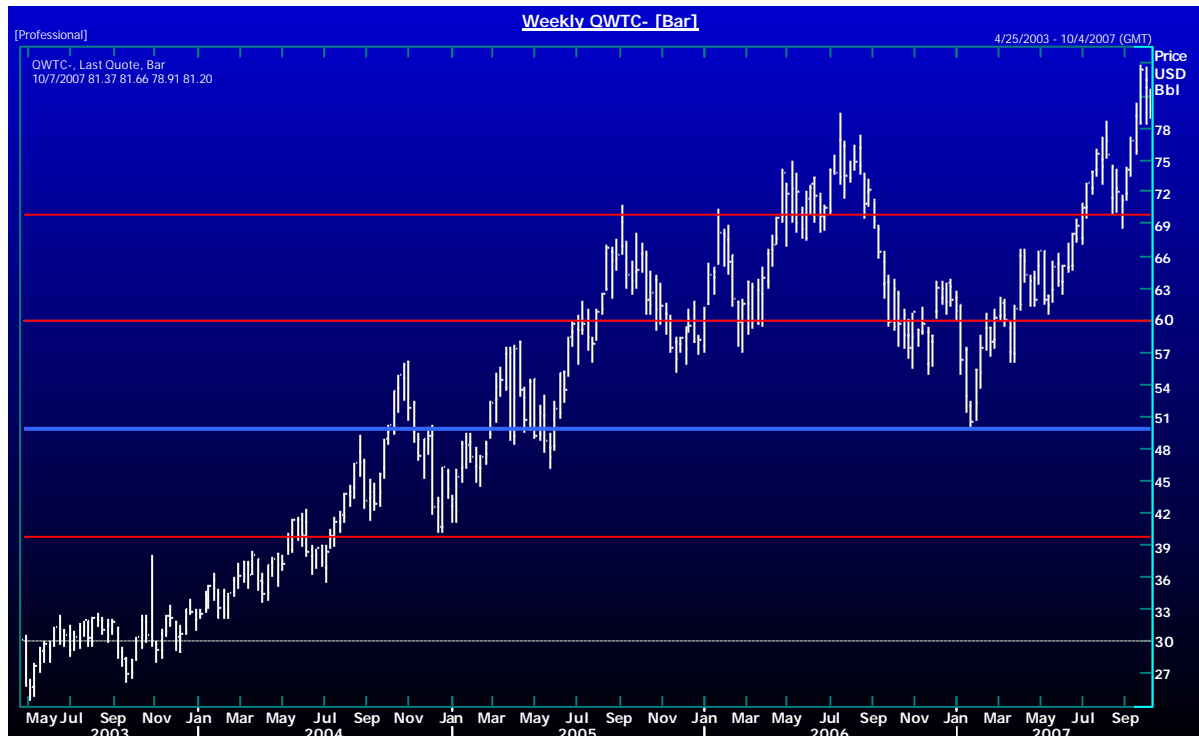
Les indices de prix et de mesure de l'inflation, toujours très sages aux USA mais en augmentation dans la zone euro à 2,1% pour le mois de septembre (dont +2,7% pour l'Allemagne), sont relégués au second plan. La Fed, en baissant ses taux, offre explicitement son soutien à la croissance. La position de Jean Claude Trichet, tenaillé par la résurgence inflationniste outre-Rhin est moins franche même s'il a renoncé pour un temps à relever ses

taux, précisant que le risque d'inflation demeure sa préoccupation et que l'indice des prix à la consommation pourrait repasser au dessus des 2% en rythme annuel à la rentrée.

Et de fait le pétrole atteint de nouveaux records historiques à New York, à 81,22\$ le baril vendredi dernier, tout ou presque militant aujourd'hui pour une hausse des cours :

- ❖ *Une demande toujours soutenue.* Malgré la hausse du pétrole et la crise du subprime, la croissance mondiale encore alimentée par la baisse récente des taux de la FED reste vigoureuse. Selon l'OCDE la demande de pétrole devrait progresser de 1,7% en 2007 et 2,4% en 2008.
- ❖ *Une offre sous contrainte.* L'offre mondiale se trouve sous contrainte et les investissements en cours mettront du temps à se traduire en ressources nouvelles. Selon la Société Générale, il devrait manquer 1,2 millions de barils par jour au dernier trimestre 2007 et 500 000 barils au premier trimestre 2008.
- ❖ *Un geste insuffisant de l'OPEP.* L'OPEP a décidé d'augmenter sa production de 500 000 barils jour à compter du 1^{er} novembre ; mais le brut arrivera trop tard et en trop faible quantité selon la plupart des professionnels.
- ❖ *Des stocks limités.* Si les stocks de brut ont dernièrement remonté aux USA, ils se retrouvent à un niveau inférieur à l'an dernier. Quant aux stocks d'essence, ils se situent pratiquement à leur plus faible niveau depuis des années.
- ❖ *La crainte de nouvelles tempêtes tropicales.* Dans un contexte tendu, toute menace fait monter les cours. C'est le cas des risques d'ouragan en Floride et dans le golf du Mexique. C'est également le cas d'inquiétudes autour d'un risque de guerre en Iran.

Pétrole WTC



La FED a baissé de 0,5% ses taux lors de la réunion du 18 Septembre à 4,75%, la prochaine réunion étant prévue pour fin octobre. Le marché anticipait de nouvelles baisses jusqu'à vendredi dernier, mais les bons chiffres de l'emploi ont fait varier les anticipations : si l'économie connaît une croissance modérée et la consommation reste soutenue, la FED pourrait ne pas avoir à baisser une nouvelle fois ses taux d'intervention. Il est donc difficile de prédire aujourd'hui l'évolution à court terme des taux Américains. La FED réagira rapidement en fonction des données économiques les plus récentes et n'hésitera pas à soutenir la croissance si besoin à l'aide d'une nouvelle baisse de taux.

La BCE n'a pas changé son taux d'intervention (4%) lors de sa réunion du 4 octobre et le discours n'évoque plus les termes de « politique accommodante » ni de « vigilance », laissant présager une stabilité des taux à court terme. Elle surveille toujours de près l'inflation, s'inquiétant de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières agricoles. Mais il lui est difficile de monter ses taux alors que la FED baisse les siens et que l'euro bat des records de hausse par rapport au dollar. Les conditions de crédits sont toujours tendues en zone euro, les conditions de crédits aux particuliers et aux entreprises se resserrent. La crise interbancaire n'est pas terminée : l'euribor à 3 mois est à 4,78% et les billets de trésorerie offrent encore des spreads importants. La banque d'Angleterre a aussi opté pour le statut quo (5,75% actuel).

La baisse des taux de la FED a eu pour conséquence, outre la dépréciation du dollar, la hausse des taux longs car la FED a choisi d'aider la croissance au détriment de la stabilité des prix. Les taux à 10 ans sont passés de 4,3% à 4,6% en un mois. La courbe de taux est donc beaucoup moins inversée que ces derniers mois, et pourrait à nouveau prendre une allure « normale » avec des taux courts inférieurs aux taux longs, si la FED baissait à nouveau ses taux.

Les taux à 10 ans en France ont aussi remonté sur le mois de 4,2% à 4,4%, creusant un peu l'écart taux courts/taux longs. Mais les taux à 6 mois et 1 an sont toujours élevés sur les obligations autres que les emprunts d'état, la confiance n'étant pas revenue sur les papiers à spread. Le marché obligataire risque d'être encore perturbé quelques mois, aussi longtemps que les conséquences de la crise de l'été n'auront pas été chiffrées officiellement par les banques et les différents intervenants de marché.

DOLLAR CHERCHE PLANCHER DES ESPEREMENT

« *Quand on dépasse les bornes, il n'y a plus de limite* ». Le dollar a enfoncé de nouveaux records de faiblesse face à l'euro à 1,4135 vendredi 5 octobre (et 1,4283 au plus haut des échanges lundi 1^{er} octobre), laminé par les statistiques américaines et la réduction du différentiel de taux entre USA et zone euro. Et si le redressement de l'emploi américain a permis d'arrêter l'hémorragie, le consensus baissier reste encore puissant, alimenté par l'aggravation des statistiques du secteur immobilier américain pour le mois d'août (stocks d'inventus au plus haut, promesses de vente de maisons en retrait de 6,5%, ventes de logements anciens en retrait de -4,3%, ventes de logements neufs en retrait de 8,3%) et la possibilité d'une nouvelle réduction de taux entre USA et zone euro.

Jusqu'à la fin du mois d'août l'appréciation de l'euro ne posait pas de problème particulier aux autorités monétaires. Elle a même sans doute contribué à rassurer les gouverneurs de la BCE les plus inquiets de la montée des pressions inflationnistes. La pression monte depuis, tant du côté des autorités monétaires que des politiques et des grands industriels qui voient les perspectives économiques s'assombrir et leur compétitivité mise à mal. *En tout état de cause,*

la poursuite d'une hausse de l'euro/dollar est l'un des risques important pesant sur la conjoncture de la zone euro.

Si l'on considère les fluctuations actuelles de l'euro par rapport au dollar plus conduites par l'activité économique et les écarts de taux que par les excédents ou déficits courants, alors il y a plutôt lieu de penser que l'euro fort est bien parti pour le rester. Le consensus continue à s'ajuster dans ce sens en portant sa prévision de 1,37€\$ à 1,41€\$ à 3 mois et de 1,37€\$ à 1,39€\$ 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

LA FED AU SECOURS DE LA CROISSANCE... ET DES MARCHES...

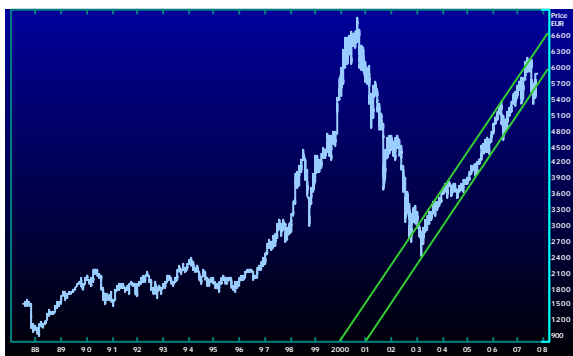
Belle inversion de tendance le mois dernier à attribuer à la baisse par la FED de son principal taux directeur. Parce que si la baisse de 50pb est un geste fort, la Banque Centrale a par ailleurs laissé entendre que son initiative n'était pas ponctuelle et qu'elle pourrait s'engager dans un cycle d'assouplissement de sa politique monétaire si les risques d'inflation restaient sous contrôle. En clair, les investisseurs peuvent compter sur le soutien de la FED pour soutenir la croissance économique si le risque augmente de voir les USA tomber dans la récession.

Dans ce contexte les marchés ont regagné une large partie du terrain perdu, voire atteint de nouveaux sommets pour le marché américain avec le sentiment que le pire de la crise appartenait déjà au passé. Le DJ, après un record absolu de 14 105,19 points le 1^{er} octobre dernier en séance, clôture à 14066 points, en progression de 7,3% sur le mois et 12,9% sur les 9 premiers mois de l'année. La progression est tout aussi significative pour le S&P et le Nasdaq lesquels ont progressé de 7,2% et 8,4% sur le mois et de 9,8% et 15,1% depuis le début de l'année.

En Europe, les indices regagnent 6,5% dans l'ensemble et jusqu'à 7,6% pour le CAC et le DAX sur le mois. La performance qui était tombée dans le rouge pour la plupart des indices français repasse ainsi en territoire largement positif pour l'ensemble des indices européens avec une progression de 5,9% pour le DJ Stoxx 600 à 9 mois, de 5,4% pour le CAC, de 21,3% pour le DAX et de 6% pour le FTSE. Le Nikkei enfin, toujours bon dernier, regagne 5,8% sur le mois mais reste en territoire négatif, en retrait de 0,9% depuis le début de l'année.

Indice CAC

Historique du CAC 40



CAC 40 depuis janvier 2003



	Clôture 31 déc. 2006	Var. sur 2006	Clôture 5 octobre 2007	Var. depuis 31 déc 2006	Var. depuis 7 septembre 2007
XETRA DAX	6 596,9	22,0%	8 002,2	21,3%	7,6%
NASDAQ COMPOSITE	2 415,3	9,5%	2 780,3	15,1%	8,4%
DOW JONES INDU	12 463,2	16,3%	14 066,0	12,9%	7,3%
S&P 500	1 418,3	13,6%	1 557,6	9,8%	7,2%
CAC MId&Sml 180	7 928,3	28,0%	8 465,9	6,8%	4,3%
FTSE 100	6 220,8	10,7%	6 595,8	6,0%	6,5%
DJ STOXX 600	365,3	17,8%	386,9	5,9%	5,8%
CAC 40	5 541,8	17,5%	5 843,2	5,4%	7,6%
SBF 120	4 046,6	19,1%	4 252,5	5,1%	7,2%
NIKKEI 225	17 225,8	6,9%	17 065,0	-0,9%	5,8%

Comme nous l'avons souligné le mois dernier, la surperformance des marchés américains se confirme d'un mois sur l'autre alors que paradoxalement la crise des marchés a trouvé son origine outre-Atlantique.

La réponse tient notamment à la composition sectorielle des indices. En particulier le secteur financier a été le principal responsable de la correction et de la volatilité des marchés actions, tant en Europe qu'au USA. Aux USA le secteur financier ne pèse que 12,9% de la capitalisation boursière total du DJ et 17,9% du S&P500 alors qu'il occupe une place beaucoup plus prépondérante en Europe soit 29,9% du DJStoxx 50 et 19,9% du CAC (cf Annexes).

Indices sectoriels Eurostoxx

LA FAIBLESSE DU DOLLAR POURRAIT COMPLIQUER LA CONVALESCENCE DES MARCHES

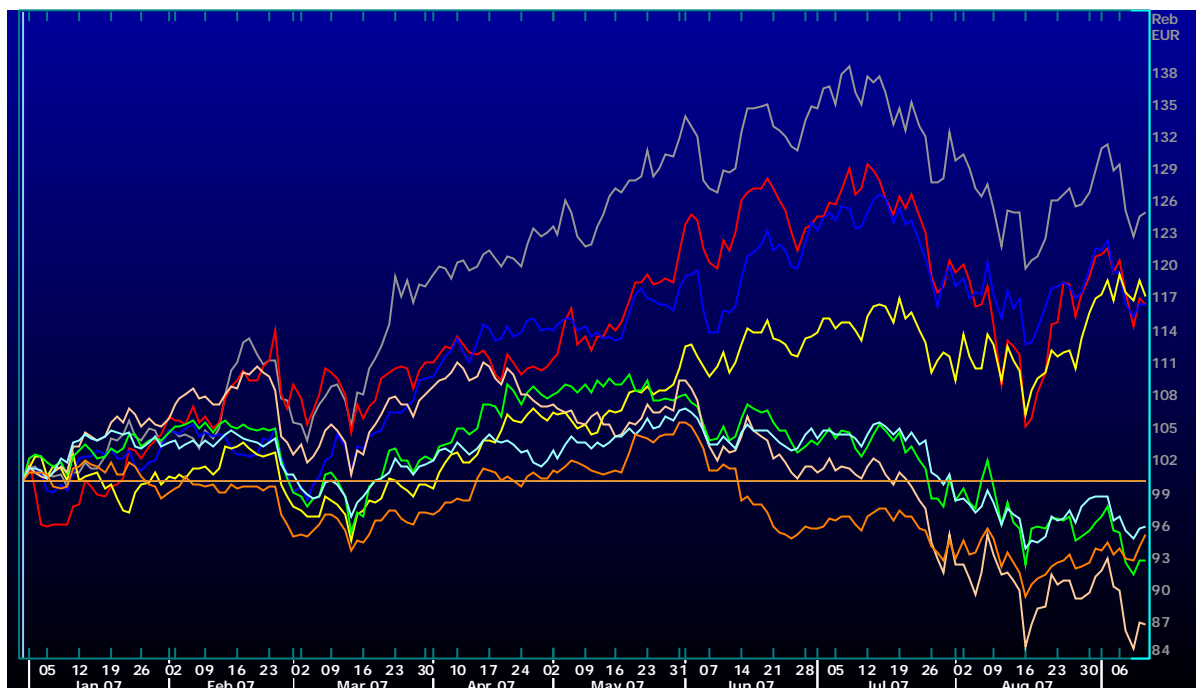
Au fil du développement de la crise financière, le marché européen a effectué une rotation d'actifs au profit de secteurs à forte visibilité ou pouvant bénéficier d'une détente des taux d'intérêt (télécoms, utilities), au détriment des secteurs cycliques les plus à risques : les banques et les constructeurs de biens d'équipement. Dans un deuxième temps et passée la période de grande fébrilité, plusieurs secteurs soulagés par la baisse des taux ou malmenés par la crise du subprime ont fait l'objet d'achats d'opportunité.

Dans ce contexte et parmi les meilleures performances du mois se retrouvent aussi bien des secteurs défensifs à l'image des Services aux Collectivités (+9%) ou des Biens de Consommation (+7,6%), que des secteurs franchement attaqués le mois dernier comme les Services Financiers et Foncières (+12,5%), l'Assurance (+8,7%), la Banque (+8%), les Biens et Services Industriels (+7,9%) ou l'Automobile (+13,5%).

Au total, l'Automobile reste toujours en tête de classement avec une progression de 42% depuis le début de l'année, suivi des secteurs Métaux (+30,4%), Chimie (+21,5%) et Technologie (+20,1%). Dans le bas du tableau Banque (-0,2%) et Services Financiers et Foncières (-3,1%) améliorent un peu leur classement, rejetant dans les derniers les Médias (-3,3%) et surtout la Santé (-4,9%).

Indices sectoriels EuroStoxx

	Clôture 31 déc. 2006	Var. sur 2006	Clôture 5 octobre 2007	Var. depuis 31 déc 2006	Var. depuis 7 septembre 2007
Automobile	284	26,3%	403	42,0%	13,5%
Metaux	386	75,9%	503	30,4%	11,0%
Chimie	501	19,0%	609	21,5%	4,4%
Technologie	350	3,4%	420	20,1%	2,3%
Distribution	334	23,8%	391	17,2%	6,3%
Biens et services industriels	487	20,8%	564	15,7%	7,9%
Services aux collectivités	513	35,1%	589	14,8%	9,0%
Biens de Consommation	343	11,0%	382	11,6%	7,6%
Télécommunications	469	11,5%	504	7,7%	5,5%
Construction et Matériaux	441	37,6%	470	6,7%	5,5%
Agro, vins et spiritueux	306	22,8%	321	5,1%	1,4%
Pétrole	442	7,1%	461	4,3%	3,5%
Transport et loisirs	172	20,5%	179	4,2%	6,5%
Assurances	310	16,3%	315	1,6%	8,7%
Banques	447	22,5%	446	-0,2%	8,0%
Services financiers et foncières	489	48,7%	474	-3,1%	12,5%
Média	236	7,5%	228	-3,3%	1,3%
Santé	535	6,3%	509	-4,9%	2,6%



Après le choc de l'été, les marchés semblent parier sur la croissance des pays émergents pour relayer le ralentissement américain. Tout un symbole : la prise de participation de 20% du Qatar dans le LSE et les 28% repris par Dubaï qui traduisent toute la puissance financière des pays producteurs de pétrole. De même les marchés savent désormais pouvoir compter sur le soutien de la FED si le risque augmentait de voir les USA tomber dans la récession.

Pour autant les conditions sont loin d'être normalisées sur le marché monétaire avec pour risque associé, selon la dernière enquête d'octobre de la Banque Centrale Européenne, un rationnement de l'offre de crédit et un élargissement des marges sur les prêts qui pénaliseraient l'économie.

De même si la décision de la FED apporte un soutien à la croissance, elle a accentué aussi la dégradation de deux indicateurs lesquels pourraient peser sur les résultats des entreprises.

- ❖ Le dollar qui dégrade la compétitivité des entreprises européennes face à leurs concurrents US et traduit un effet de conversion négatif dans les comptes. 40% environ des bénéfices du CAC dépendraient du dollar. Si les allemands ont jusqu'à présent surmonté ce handicap contrairement à des pays moins performants dont la France, l'évolution actuelle commence à les faire douter. Le moral des investisseurs allemands, mesuré par l'indice ZEW a reculé de 11,2 points en septembre par rapport au mois d'août, celui des directeurs d'achats du secteur manufacturier dans la zone euro est retombé en septembre, au plus bas depuis 22 mois.
- ❖ Le pétrole qui a franchi à la hausse le seuil des 80\$ le baril, tout comme l'ensemble des matières premières qui pourraient devenir un obstacle à une croissance harmonieuse au niveau mondial.

Les signaux d'alerte commencent à pointer dans les entreprises : Alcatel-Lucent, Capgemini, Air France KLM révisent à la baisse leurs prévisions, Schneider Electric, Rexel, Zodiac, Jacquet Metals, Haulotte Group se veulent plus prudents, EADS, Safran, LVMH, Clarins, Total se reconnaissent très pénalisés par la fermeté de l'euro.

En résumé, si nous pensons effectivement à un début de normalisation des marchés, nous jugeons néanmoins le rebond trop rapide au regard de la visibilité dont nous disposons sur la rentabilité des entreprises, banques, secteur financier et cycliques européennes notamment pour qui la conjonction d'un ralentissement de la demande étrangère, d'un durcissement des conditions de financement et d'un euro fort a déjà entamé la confiance. Les résultats du 3^{ème} trimestre et les perspectives des 3 derniers mois de l'année et de 2008 devraient donner le ton.

Les membres du Panel Agefi Actions dont la dernière enquête d'opinion remonte avant publication des statistiques sur l'emploi américain de septembre, se veulent plus prudents également dans la crainte d'une sortie de crise plus longue que prévu. Sur le CAC, les prévisions ont été révisées à la baisse de 0,4% à 6 mois et 1,1% à an, de -0,8% à 12 mois sur l'EuroStoxx 50 et de -3% à 6 et 12 mois sur le Nikkei. Elles ont en revanche été relevées de 1,5% à 6 mois et 1,1% à 12 mois sur le S&P500.

Au total, le potentiel se situerait dans une fourchette de -1,4% à +0,8% à 6 mois selon les marchés avec pour objectif 5891 points sur le CAC, 4469 points sur l'Eurostoxx 50, 1540 points sur le S&P et 16826 points sur le Nikkei. Il se situerait dans une fourchette de 2,5% à 5,5% d'ici un an avec les plus importants potentiels pour le CAC (6167 points) et l'Eurostoxx 50 (4678 points), les plus faibles pour le S&P500 (1596 points) et le Nikkei (17607 points).

Si certains facteurs ne sont plus aussi défavorables comme la volatilité, le marché obligataire et une certaine restauration de la confiance et de la liquidité, le marché interbancaire reste toujours tendu : l'écart entre taux directeur de la BCE et échéances à 3 mois est encore trop élevé et largement au dessus de la normale. De même la dégradation des indicateurs économiques se poursuit, en particulier dans l'immobilier, tout comme la chute du dollar ou la hausse du prix du pétrole et des matières premières.

Certes les marchés d'actions ne semblent pas surévalués. Mais cette analyse repose sur des estimations de croissance bénéficiaire dont il est légitime de se demander si elles sont compatibles avec la détérioration du contexte économique en cours alors même que la rentabilité des entreprises est au plus haut. Les résultats du 3^{ème} trimestre et les perspectives des 3 derniers mois de l'année et de 2008 donneront le ton.

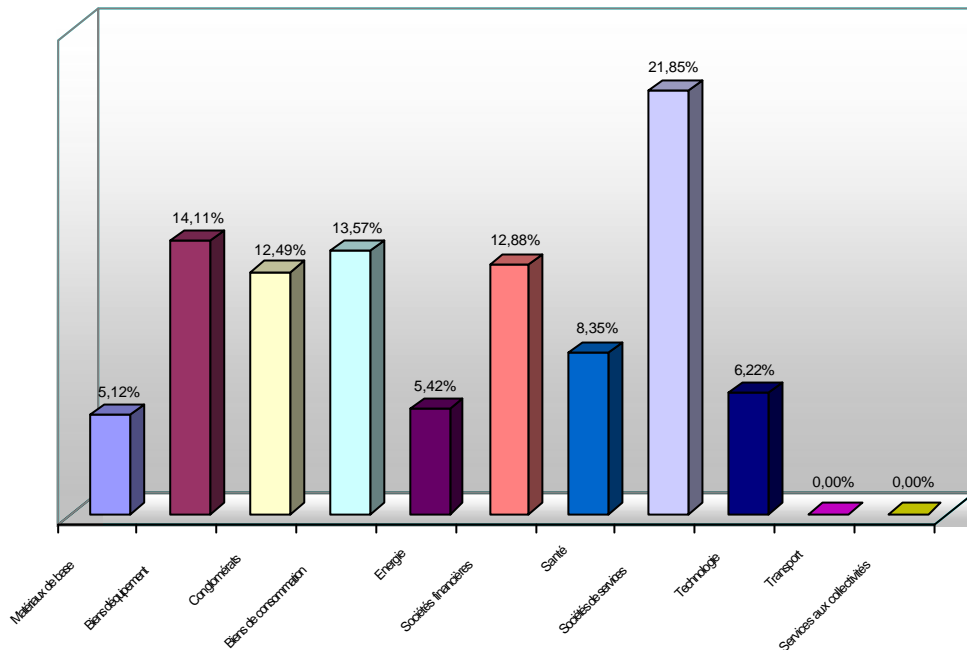
De fait, sans nous tenir à l'écart du marché, lequel pourrait bénéficier de la poursuite de la normalisation en cours voire de l'entrée dans un cycle de baisse des taux directeurs si l'état de l'économie le justifiait, nous maintenons une attitude prudente, notamment à l'égard des banques, financières et cycliques et une allocation toujours défensive, focalisée sur des valeurs de qualité.

Annexes

Composition des Indices

DOW JONES

Pondération sectorielle du Dow Jones



Historique : Malgré l'imperfection de cet indice, on continue à le publier car il est le seul qui nous permet de voir l'évolution de l'économie sur plus de 120 ans.

Pondération : Le Dow Jones est l'unique indice boursier au monde à être pondéré par la valeur des actions le composant et non par leur capitalisation boursière : plus une action est chère, plus elle a un poids important dans l'indice.

Composition : Il se compose des 30 plus grosses capitalisations américaines. Les 4 premières sociétés en pondération relative représentent 24% de l'indice.

Analyse : Le secteur le plus représenté est celui des services (21.85%) alors qu'à l'inverse le transport et le service aux collectivités ne sont pas représentés. Pour ce qui est des autres secteurs, la répartition est assez homogène.

Les sociétés financières ne représentent que 12,88% de l'indice.

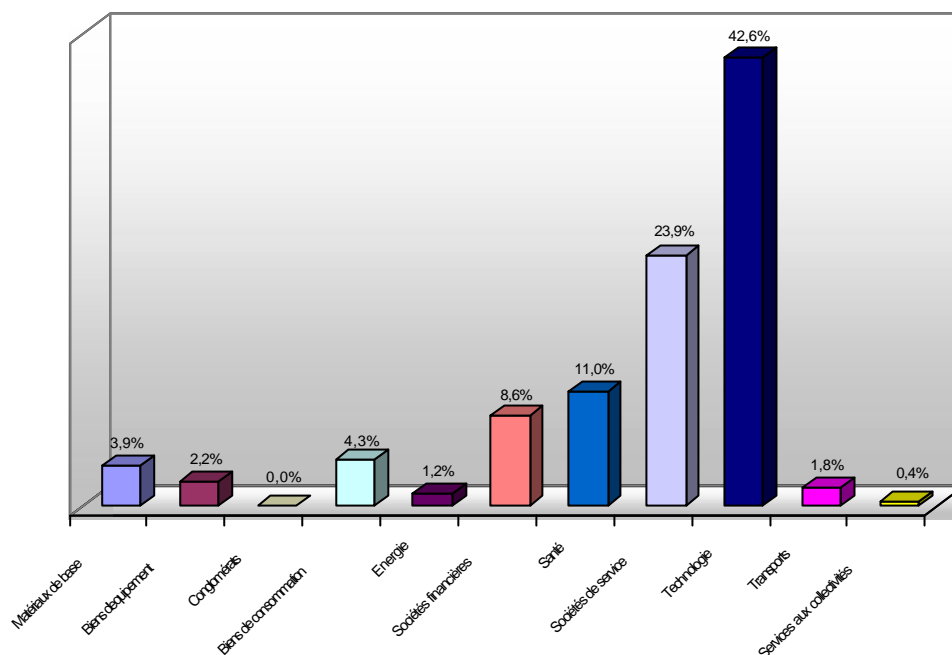
Le problème de cet indice reste sa pondération : en effet, IBM dont la valeur relative dans l'indice est de 6.9% n'est que la 11^{ème} capitalisation boursière. A l'inverse General Electric qui est la 2^{ème} capitalisation boursière ne pèse dans l'indice que 2.4%.

Les pondérations élevées:

- IBM (Société de service) : 6,9%
- Boeing (Biens d'équipement) : 6,0%
- 3M (Conglomérat) : 5,4%
- Exxon (Energie) : 5,4%

NASDAQ

Pondération sectorielle du NASDAQ



Historique : Le marché Nasdaq fut longtemps considéré comme l'antichambre du NYSE pour les entreprises pas encore assez importantes pour être cotées sur ce dernier (il accueille dans les années 1980 et 1990 les compagnies technologiques naissantes).

Il est le deuxième marché boursier américain derrière le New York Stock Exchange. Il recouvre aujourd'hui environ 3 000 valeurs.

Pondération : L'indice NASDAQ est pondéré par la capitalisation boursière des sociétés le composant.

L'indice boursier NASDAQ est calculé en tenant compte de toutes les sociétés inscrites au marché d'actions Nasdaq et non en tenant compte uniquement d'un sous-ensemble de ces compagnies comme c'est le cas pour plusieurs autres indices boursiers.

Composition : Ce marché regroupe majoritairement des entreprises à fort potentiel de croissance (biotechnologies, nouvelles technologies) et il est donc plus volatile.

Analyse : Les trois secteurs les plus importants de cet indice sont : la technologie (42.6%), le service (23.9%) et la santé (11%)

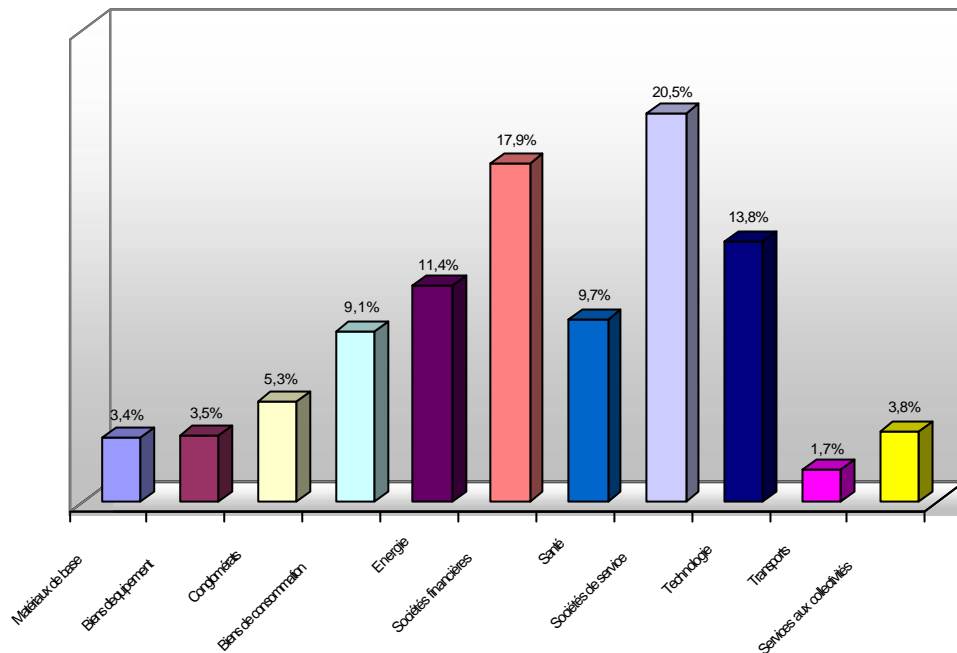
La surpondération de cet indice en technologie (5 des 6 premières capitalisations) s'explique notamment par des raisons historiques.

Les pondérations élevées :

- Microsoft	6,0%
- Cisco	4,4%
- Google	3.9%
- Intel	3.4%
- Apple	2.7%
- Oracle	2.4%

SP 500

Pondération sectorielle du SP 500



Historique : Il est aujourd'hui l'indice le plus représentatif du marché boursier américain parce qu'il est composé d'un plus grand nombre de sociétés que le DJ.

Pondération : L'indice est pondéré par la capitalisation boursière des sociétés le composant.

Composition : Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines.

Analyse : Les trois secteurs les plus importants de cet indice sont : les services (20,5%), la finance (17,9%) et la technologie (13,8%)

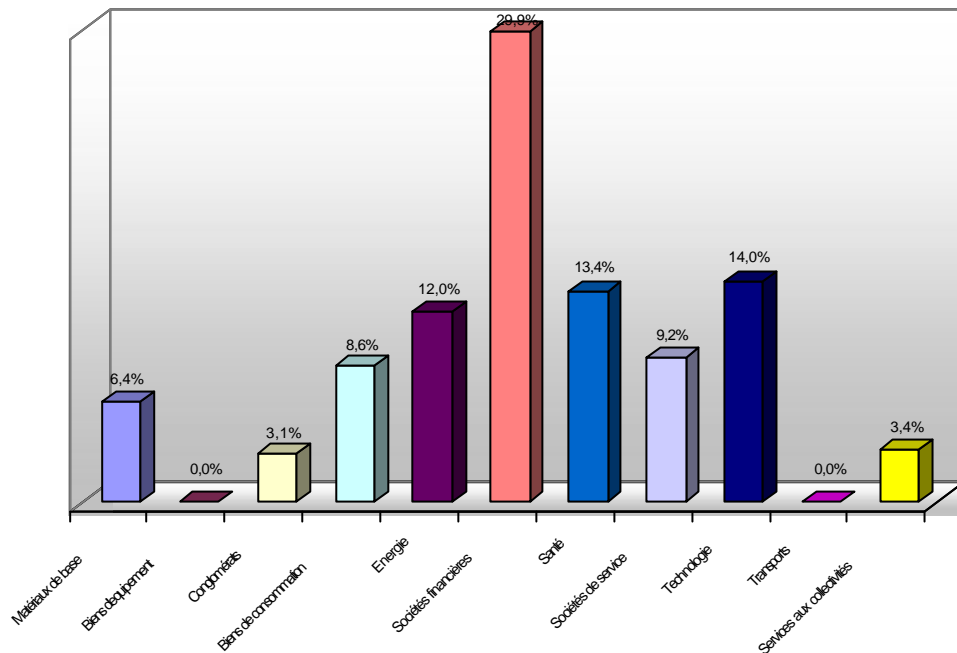
Cet indice compte 111 sociétés de services et 83 sociétés financières.

Les pondérations élevées :

- Exxon	3,75%
- General Electric	3,10%
- Microsoft	2,03%
- AT&T	1,92%
- Citigroup	1,70%

DJ STOXX 50

Pondération sectorielle du DJ Stoxx 50



Pondération : L'indice est pondéré par la capitalisation boursière des 50 plus grosses sociétés européennes.

Composition : Il est composé d'une sélection de 50 valeurs choisies parmi les 660 composant le Dow Jones Stoxx.

Cette sélection s'opère en fonction du pays et du secteur d'activités des sociétés.

Analyse : Les trois secteurs les plus importants de cet indice sont : la finance (29,9%), la technologie (14,0%) et la santé (13,4%)

Le premier secteur, le secteur financier (29,9%) est composé à lui seul de 20 sociétés.

La société Ericsson représente à elle seule 72,5% du secteur de la technologie.

Les deux sociétés Roche et Novartis représentent quand à elles 63,5% du secteur santé.

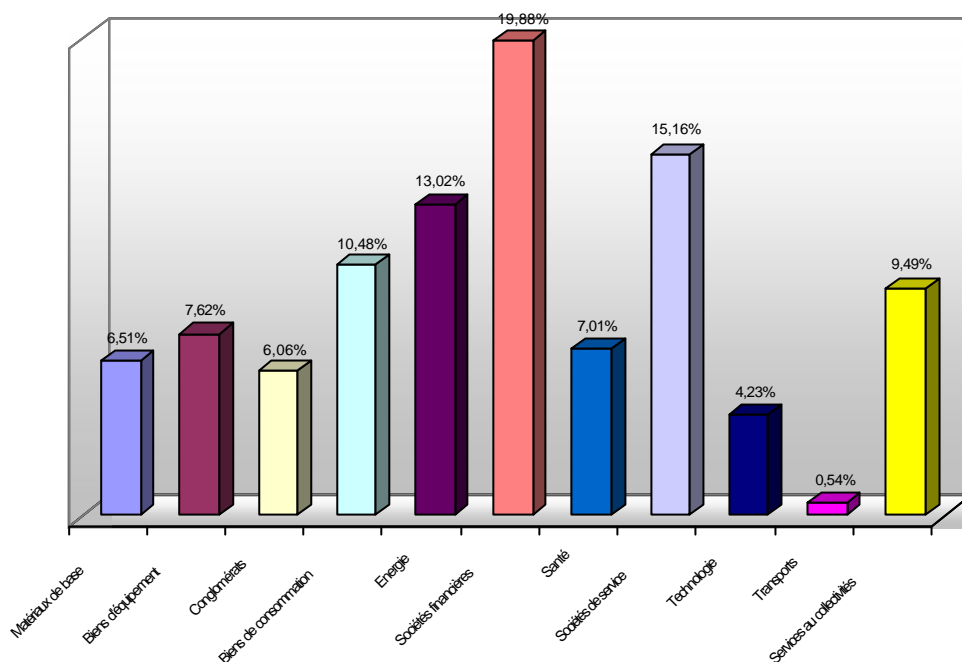
Nestlé pèse, à lui seul, pour 59,2% du secteur des biens de consommation.

Les pondérations élevées :

Ericsson	10,3%
Nestlé	5,2%
Roche	4,7%
Novartis	3,2%
Royal Dutch	3,3%
Total	3,3%

CAC 40

Pondération sectorielle du CAC 40



Pondération : Les sociétés du CAC 40 sont pondérées dans l'indice par leur flottant. Le poids relatif d'une valeur dans l'indice ne peut excéder les 15%.

Composition : L'indice représente environ 70% de la capitalisation totale de la Place de Paris, soit 1300 Milliards d'euros.

Les valeurs du CAC 40 sont sélectionnées en fonction de l'importance de l'entreprise et du volume moyen de transactions, parmi les 100 premières capitalisations boursières du marché. Ces sociétés peuvent être françaises ou européennes.

Analyse : Les trois secteurs les plus importants de cet indice sont : la finance (19.88%), les services (15.16%) et l'énergie (13.02%)

Le secteur financier est le plus important, largement surreprésenté par rapport au Dow Jones et au Nasdaq.

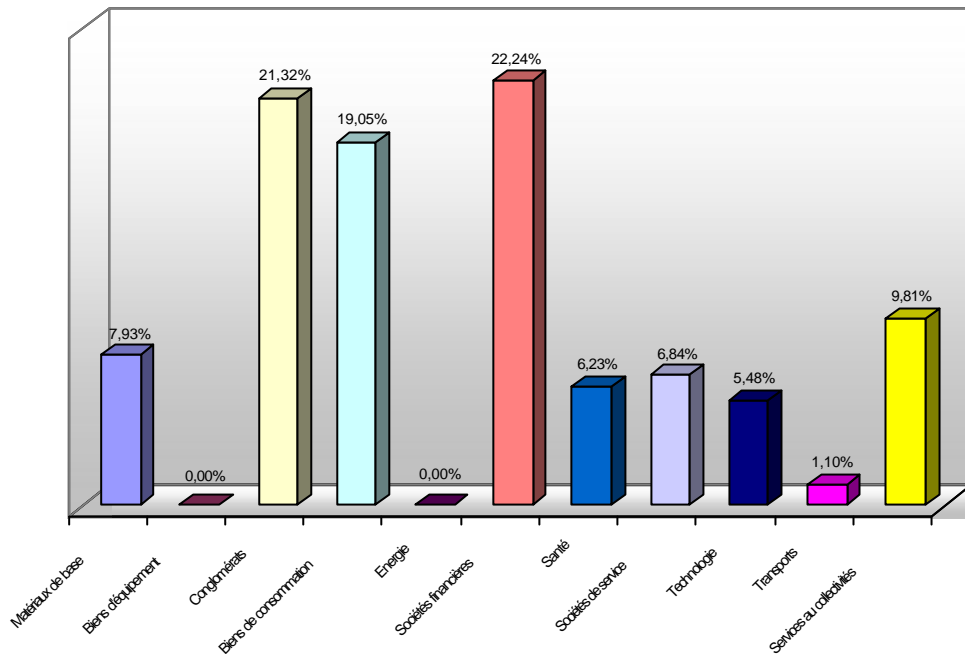
Le secteur de l'énergie, 3^{ème} pondération de l'indice, n'est composé que d'une seule valeur (Total).

Les pondérations élevées :

- Total	13.02%
- BNP	6.28%
- Sanofi Aventis	6.16%
- Société Générale	5.19%
- AXA	5.15%

DAX 30

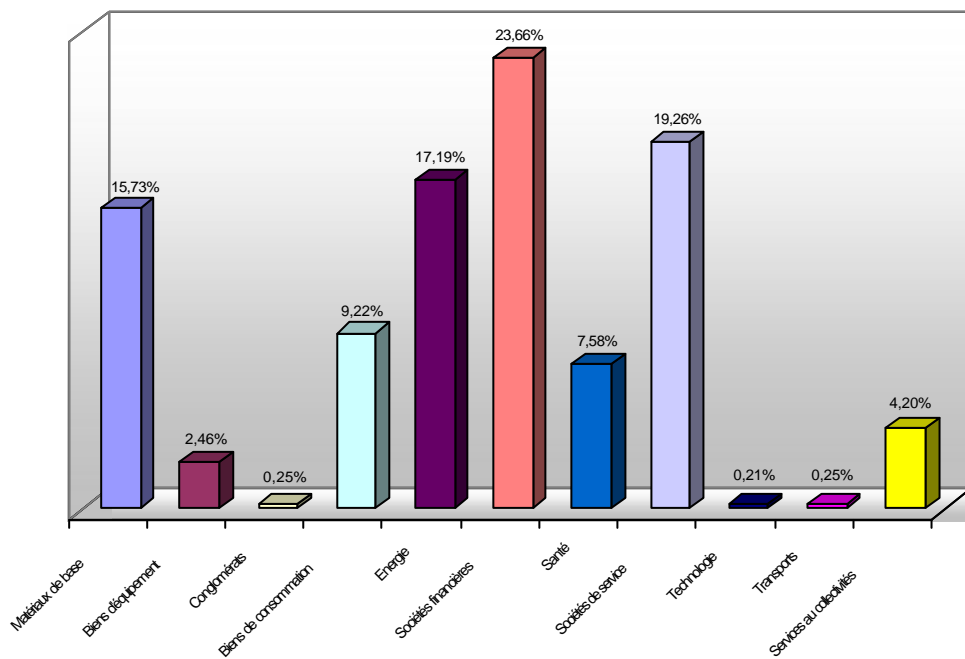
Pondération sectorielle du DAX 30



Conglomérat recouvre un univers varié de sociétés : Deutsche Post, Linde, MAN, Merck, RWE, Siemens et TUI.

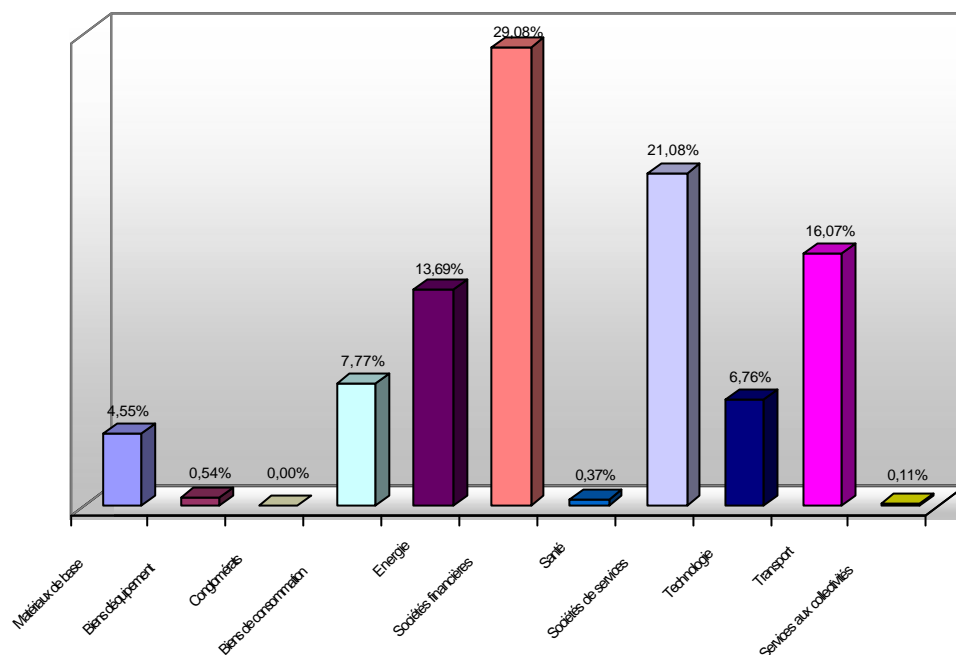
FTSE 100

Pondération sectorielle du FTSE 100



NIKKEI 225

Pondération sectorielle du Nikkei 225



Pondération : Le Nikkei est la moyenne arithmétique des 225 valeurs qui le compose

Analyse : Les trois secteurs les plus importants de cet indice sont : la finance (29.8%), les services (21.08%) et le transport (16.07%)

Les pondérations élevées :

- INPEX (Energie)	13.4%
- Mitsubishi (Société financière)	11.3%
- East Japan Railway (Transport)	9.8%
- KDDI (Société de service)	9.4%

STATISTIQUES

SBF 120

Sources : FU, Reuters
Cours de clôture (5 octobre 2007)

Performances

SBF 120 : +5,09%

Les plus élevées

Société	Cours au 5-oct.-07	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Ubisoft Entertainment	48,80	90,9%	50,8	22,0
Alstom S.A.	149,20	45,3%	151,4	68,8
Aéroports de Paris	82,25	39,4%	93,7	51,5
Theolia SA	16,75	36,4%	31,7	11,1
CGG Veritas	221,11	34,7%	234,7	115,1
Michelin Group	97,43	34,4%	106,7	58,2
EDF	74,08	34,2%	82,8	45,0
Haulotte Group	27,00	33,7%	33,8	18,5
Le Carbone Lorrain	56,99	33,6%	59,4	40,0
EDF Energies Nouv	52,41	30,7%	56,2	32,3

Les plus faibles

Société	Cours au 5-oct.-07	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
SOITEC S.A.	12,67	-53,0%	30,0	11,8
NRJ Group	8,96	-34,6%	15,1	8,8
Alcatel-Lucent	7,15	-34,4%	11,9	6,1
TF1 - Television Fra	18,93	-32,7%	29,3	18,5
Thomson	10,81	-27,0%	15,6	10,3
Natixis	16,61	-22,0%	23,8	13,5
NicOx SA	16,73	-21,8%	23,3	9,5
Metropole Televisio	21,24	-21,5%	28,4	20,2
Altran Technologies	5,45	-21,1%	8,1	4,8
Fimalac	59,00	-18,8%	82,0	48,2

Potentiels

Les plus élevés

Société	Cours au 5-oct.-07	Objectif consensus	Potentiel
STMicroelectronics N.	11,56	19,3	66,8%
Theolia SA	16,75	25,1	49,9%
Nexity	46,95	69,0	47,1%
Groupe Steria SCA	37,18	51,4	38,3%
Rodriguez Group	30,58	42,1	37,8%
Rhodia	27,84	37,8	35,8%
Teleperformance	28,20	38,1	35,2%
Rexel S.A.	13,80	18,4	33,1%
Cap Gemini S.A.	44,75	59,3	32,5%
Thomson	10,81	14,2	31,1%

Les plus faibles

Société	Cours au 5-oct.-07	Objectif consensus	Potentiel
Hermes International	86,70	73,1	-15,7%
AREVA	731,00	651,8	-10,8%
EDF Energies Nouvelle	52,41	46,8	-10,7%
Ubisoft Entertainment	48,80	44,7	-8,5%
Aéroports de Paris	82,25	75,3	-8,5%
Faurecia	56,00	51,5	-8,1%
Alstom S.A.	149,20	140,9	-5,5%
Remy Cointreau	51,99	49,2	-5,4%
Bic	59,07	56,8	-3,8%
L'Oreal	92,85	89,8	-3,3%

PER

SBF 120 :

PER 2007e : 19,46

PER 2008e : 13,99

Les plus élevés

Société	Cours au 5-oct.-07	PER 2007e	PER 2008e
EDF Energies Nouvelle	52,41	85,92	53,48
Orpea SA	43,58	41,90	34,31
Club Mediterranee SA	46,20	96,25	33,24
Ubisoft Entertainment	48,80	36,97	31,90
Aeroports de Paris	82,25	32,51	31,27
AREVA	731,00	38,45	30,48
Hermes International	86,70	33,74	30,42
Klepierre	41,00	31,30	29,93
Theolia SA	16,75	40,85	27,02
NRJ Group	8,96	24,22	25,60

Les plus faibles

Société	Cours au 5-oct.-07	PER 2007e	PER 2008e
Rhodia	27,84	12,37	7,44
Air France - KLM	29,16	8,43	7,80
Nexity	46,95	9,24	8,09
SCOR SE	19,22	8,66	8,18
Credit Agricole SA	28,76	9,25	8,74
Natixis	16,61	9,33	8,84
Renault	111,36	11,15	8,89
BNP Paribas	82,41	9,27	9,17
Ciments Francais S.A.	132,39	10,26	9,54
Rexel S.A.	13,80	11,50	9,58

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 5-oct.-07	PEG 2007e	PEG 2008e
Gecina	119,40	10,50	10,50
TOTAL S.A.	54,95	7,90	7,78
Klepierre	41,00	5,28	5,05
Vallourec Group	206,93	3,72	3,55
Euler Hermes	97,00	3,29	3,30
France Telecom	22,99	3,13	3,11
Aeroports de Paris	82,25	3,20	3,08
Guyenne et Gascogne	125,36	3,23	3,01
Hermes International	86,70	3,05	2,75
Bic	59,07	2,59	2,42

Les plus faibles

Société	Cours au 5-oct.-07	PEG 2007e	PEG 2008e
EADS NV	22,27	0,54	0,06
Alcatel-Lucent	7,15	0,54	0,08
Rhodia	27,84	0,35	0,21
PSA Peugeot Citroen S	59,94	0,36	0,23
Altran Technologies S	5,45	0,45	0,29
Rodriguez Group	30,58	0,46	0,31
Gemalto	20,75	0,56	0,31
Arkema	47,42	0,52	0,32
Atos Origin	41,64	0,49	0,33
Renault	111,36	0,44	0,35

VE / CA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2007e	VE/CA 2008e
NicOx SA	680	30,71	29,84
Gecina	7 191	19,84	18,26
Unibail-Rodamco	13 577	18,93	14,22
Klepierre	5 617	15,99	14,13
EDF Energies Nouvelle	3 252	7,92	6,80
Maurel & Prom	1 786	6,94	5,41
Hermes International	9 177	5,42	5,00
PagesJaunes	4 156	5,12	4,81
Eutelsat Communicatic	3 859	4,52	4,26
Aéroports de Paris	8 138	4,46	4,17

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2007e	VE/CA 2008e
Faurecia	1 349	0,24	0,23
EADS NV	17 863	0,38	0,36
Valeo SA	3 078	0,40	0,38
Carrefour	35 732	0,51	0,47
Groupe Steria SCA	690	0,51	0,44
Casino Guichard-Perré	8 225	0,52	0,49
Atos Origin	2 843	0,55	0,53
Air France - KLM	8 086	0,55	0,52
Cap Gemini S.A.	6 481	0,55	0,52
Arkema	2 867	0,55	0,54

VE / EBITDA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2007e	VE/EBITDA 2008e
Guyenne et Gascogn	848	52,5	47,6
EDF Energies Nouvell	3 252	26,1	16,6
Gecina	7 191	24,3	22,5
Orpea SA	1 591	21,8	17,9
Unibail-Rodamco	13 577	21,4	15,3
Icade	4 854	19,5	16,0
Hermes International	9 177	18,5	16,9
Klepierre	5 617	18,3	16,2
Alcatel-Lucent	16 136	18,2	8,6
AREVA	25 909	17,7	15,1

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2007e	VE/EBITDA 2008e
Air France - KLM	8 086	3,9	3,6
Valeo SA	3 078	4,6	4,1
TOTAL S.A.	123 977	4,9	4,8
STMicroelectronics N	10 374	5,0	4,3
Thomson	2 848	5,0	4,6
Ciments Francais S./	5 025	5,3	5,0
France Telecom	59 686	5,4	5,4
Groupe Steria SCA	690	5,5	4,3
Teleperformance	1 331	5,5	4,9
Faurecia	1 349	5,6	4,6

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 5-oct.-07	DIV 2008e	Rdmt 2007e	Rdmt 2008e
Maurel & Prom	14,94	0,81	7,0%	5,4%
PagesJaunes	14,81	0,88	6,0%	5,9%
Natixis	16,61	0,96	5,6%	5,8%
France Telecom	22,99	1,29	5,4%	5,6%
Metropole Televisio	21,24	1,06	4,8%	5,0%
Euler Hermes	97,00	4,68	4,8%	4,8%
TF1 - Television Fra	18,93	0,93	4,5%	4,9%
Credit Agricole SA	28,76	1,31	4,3%	4,6%
Societe Generale	127,79	5,85	4,3%	4,6%
BNP Paribas	82,41	3,79	4,3%	4,6%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Vallourec Group	10 691	45,3%
ILIAD SA	3 748	38,3%
Alstom S.A.	20 682	34,1%
CGG Veritas	6 056	33,0%
April Group	1 775	31,4%
Rexel S.A.	3 530	31,2%
TOTAL S.A.	123 977	30,0%
Neopost SA	3 092	29,6%
Wendel	6 334	28,7%
Haulotte Group	923	28,4%

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Eiffage	7 323	596%
Rexel S.A.	3 530	395%
Veolia Environnement	24 179	325%
Wendel	6 334	245%
Orpea SA	1 591	213%
VINCI	25 594	204%
Klepierre	5 617	195%
Faurecia	1 349	164%
France Telecom	59 686	155%
PSA Peugeot Citroen S.A.	13 724	152%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
PagesJaunes	4 156	-91%
Technip	6 763	-65%
April Group	1 775	-49%
Cap Gemini S.A.	6 481	-44%
Hermes International	9 177	-39%
SOITEC S.A.	1 041	-34%
Business Objects S.A.	3 323	-31%
Gemalto	1 774	-28%
NRJ Group	770	-27%
Dassault Systemes S.A.	5 595	-26%