

LETTRE MENSUELLE

COMITÉ DE GESTION

18 NOVEMBRE 2008

CATHERINE VIAL

SOMMAIRE



■ ECONOMIE	3 - 8
■ INDICES INTERNATIONAUX	9
■ INDICES SECTORIELS DJSTOXX600	10 - 11
■ SYNTHÈSE	12
■ STATISTIQUES SBF 120	13 - 17

Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI (Banque de France) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext. Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.

QUELLE AMPLEUR POUR LA RÉCESSION ?

Aux USA, le PIB pour le troisième trimestre enregistre un repli de 0,3% en rythme annualisé (après +2,8% au T2), moins marqué que prévu compte tenu d'une contribution positive des administrations publiques, du commerce extérieur et de la variation des stocks. Pour autant la dégradation s'est accélérée à partir du mois de septembre. De même les dépenses de consommation des ménages décrochent pour la première fois depuis 1991, en recul de 3,1% en rythme annuel, laissant augurer d'un mauvais quatrième trimestre avec l'intensification de la crise financière et d'un durcissement des conditions de financement.

Nombre d'analystes estiment aujourd'hui que l'économie américaine ne doit son salut des derniers mois qu'à l'effet bénéfique de la dépréciation du dollar sur les exportations et aux mesures de soutien de la consommation mais qu'elle est déjà effectivement entrée en récession pour de longs mois avec une probable remontée du chômage à 7,5%/8% en 2009 (vs 6,1% aujourd'hui). Les dernières statistiques ne leur donnent pas tort et traduisent une accélération des destructions d'emploi pour le mois d'octobre (240K après 284K en septembre), une hausse du taux de chômage à 6,5% et une dégradation des indicateurs émanant tant de la sphère industrielle (commandes à l'industrie, indice ISM) que des consommateurs (indice S&P/CaseShiler).

Pour sa part, la zone euro est entrée techniquement en récession avec un recul de 0,2% de son PIB pour le troisième trimestre et un recul similaire au deuxième trimestre. Parmi les principales économies l'Allemagne et l'Italie connaissent leur deuxième trimestre consécutif de baisse du PIB, en recul de 0,5%. La France y échappe avec une très légère hausse de 0,1% de son PIB pour le troisième trimestre (vs -0,2% en T2).

De même le Japon, deuxième économie mondiale, est entré en récession après contraction de 0,1% de son PIB pour le troisième trimestre et -0,9% pour le deuxième.

Prenant acte de l'aggravation rapide de la crise, les estimations ont toutes été massivement ajustées à la baisse ces dernières semaines. Ainsi le FMI, un mois seulement après avoir publié son rapport sur les perspectives économiques mondiales, revoit sa copie en annonçant pour l'an prochain une franche récession de l'économie mondiale. A politique économique inchangée la croissance mondiale ralentirait de 3,7% à 2,2% en 2009 ; la croissance des pays industrialisés d'un peu plus de 1% à une contraction de 0,3% ; celle des pays en développement d'un niveau de 6,6% à 5,1%. En d'autres termes, à défaut de mesures de soutien, l'économie américaine se contracterait de 0,3% en 2009, celle de la zone euro de 0,5% (dont une contraction de 0,8% en Allemagne et de 0,3% en France) soit en moyenne 4 à 5 trimestres de décroissance du PIB. Le monde émergent ne resterait pas à l'écart mais continuerait d'afficher une certaine résistance avec une croissance attendue à 5,1% en 2009 dont 8,5% pour la Chine et 6,3% pour l'Inde.

Les prévisions de l'OCDE sont plus sombres encore, notamment pour les USA. Le PIB américain reculerait de 0,9% en 2009 avec un fort recul du PIB au quatrième trimestre 2008 et jusqu'au deuxième trimestre 2009 inclus. La zone euro verrait sa croissance chuter moins fortement, autour de 0,5% mais la reprise serait plus lente et moins vigoureuse. Le Japon serait lui aussi dans le rouge en 2009 mais la chute serait moins brutale (-0,1%) compte tenu de la faiblesse de sa croissance depuis plusieurs années déjà. Au total la croissance de l'OCDE pourrait se replier de 0,3% en 2009 avant une reprise de 1,5% en 2010.

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES MONDIALES RÉVISÉES (FMI /OCDE NOVEMBRE 2008)

PIB réel Estimations FMI	2 007	nov-08		révision vs octobre	
		2008e	2009e	2008e	2009e
Monde	5,0%	3,7%	2,2%	-0,2%	-0,8%
US	2,0%	1,4%	-0,3%	-0,2%	-0,4%
Japon	2,1%	0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,7%
UEM	2,6%	1,2%	-0,5%	-0,1%	-0,7%
Emergents	8,0%	6,6%	5,1%	-0,3%	-1,0%
dt Chine	11,9%	9,7%	8,5%	0,0%	-0,8%
dt Inde	9,3%	7,8%	6,3%	-0,1%	-0,6%

PIB réel Estimations OCDE	2008e	nov-08	
		2009e	2010e
OCDE	1,4%	-0,3%	1,5%
US	1,4%	-0,9%	1,6%
Japon	0,5%	-0,1%	0,6%
UEM	1,4%	-0,5%	1,2%
Tx chômage OCDE	5,90%	6,90%	7,20%

Plus de la moitié de l'économie mondiale serait désormais en récession avec pour corollaire une forte remontée du chômage, une pression accrue sur les consommateurs et les marges des entreprises et une hausse des défaillances.

Les mesures de relance (baisse de taux, mesures fiscales, plans de relance) combinées à la baisse des prix de l'énergie permettront de lisser la baisse de consommation des ménages et d'amortir la crise dans les mois à venir ; mais elles ne

permettent pas d'espérer de signes tangibles d'amélioration avant plusieurs trimestres.

Au-delà, commencera alors une période de croissance durablement contrainte et inférieure aux tendances passées compte tenu de la situation de l'emploi, de la plus grande rareté du crédit, du haut niveau d'endettement des ménages et de la dégradation de leur situation patrimoniale (baisse du secteur immobilier et des marchés d'actions).

LE PROCESSUS D'AJUSTEMENT DES BÉNÉFICES VA DURER

L'ajustement des prévisions de bénéfices à la baisse s'accélère.

Aux USA, le consensus des analystes établi par FactSet affiche désormais un retrait de 3% des bénéfices du S&P500 pour 2008 (vs une progression de 0,8% il y a encore un mois et de 15,6% en début d'année) et une progression de 17,4% pour 2009 (vs +34% en début d'année).

En Europe, ce même consensus revoit à -10,4% le recul des bénéfices du DJ Stoxx600 pour 2008 (vs une dégradation de 0,6% il y a encore un mois et une croissance de 10,6% attendue en début d'année) et à 4,6% la hausse des profits pour 2009 (vs +12,7% le mois dernier).

En France, si 40% des poids lourds de la cote ont plutôt agréablement surpris, nombreux sont ceux à revoir à la baisse leurs perspectives pour 2008 et 2009 : Arcelor-Mittal, L'Oréal, Véolia, Nexity, Renault, Peugeot... ; et nombreux sont les plans de suppressions d'emplois : PSA, Renault, Caisse d'Épargne, Natixis, Sanofi, Adecco, La Redoute, Camif, Hewlett-Packard...

Loin de croître, comme l'entend encore le consensus, les bénéfices ont de grandes chances de baisser en 2009 ; vont ainsi se superposer au niveau toujours faible de la consommation des ménages dans les pays industrialisés un ralentissement visible des émergents et une décélération forte du cycle industriel global et de l'investissement des entreprises. La nette aggravation de la conjoncture économique sur le

troisième trimestre 2008 plaide pour une correction significative dans la majorité des compartiments cycliques : cycliques de base, cycliques industrielles, cycliques de consommation ou valeurs financières. C'est ce que laisse entendre

Jean Danjou (Oddo Securities) quand il rappelle que de nombreux secteurs sensibles aux cycles présentent en 2008 des marges bien supérieures aux moyennes historiques.

MARGES NETTES DJSTOXX600 (SOURCES FACTSET, ODDO SECURITIES)

Secteur	MN 2008e	MN2009e	MN08/MNH	MN09/MNH	MNH 1996/2007
Métaux et Mines	13,8%	14,3%	179,2%	185,7%	7,7%
Équipement informatique	7,7%	8,1%	171,1%	180,0%	4,5%
Biens d'équipement	7,2%	7,6%	160,0%	168,9%	4,5%
Chimie	7,2%	7,4%	160,0%	164,4%	4,5%
Automobile	4,1%	3,4%	151,9%	125,9%	2,7%
Luxe/Biens de consommation	8,7%	9,1%	138,1%	144,4%	6,3%
Soin à la personne	10,6%	11,0%	137,7%	142,9%	7,7%
Alimentation	10,4%	10,7%	135,1%	139,0%	7,7%
Services publics	9,3%	9,6%	125,7%	129,7%	7,4%
SSII	18,3%	18,6%	125,3%	127,4%	14,6%
Télécoms	9,9%	10,3%	122,2%	127,2%	8,1%
Aéronautique/Défense	5,2%	5,4%	120,9%	125,6%	4,3%
Média	7,8%	8,0%	118,2%	121,2%	6,6%
Hôtellerie/Loisirs	5,5%	5,5%	114,6%	114,6%	4,8%
Santé	19,5%	20,2%	112,7%	116,8%	17,3%
Assurance	6,8%	7,6%	111,5%	124,6%	6,1%
DJSTOXX	8,4%	8,9%	110,5%	117,1%	7,6%
Pétrole	8,3%	8,2%	110,7%	109,3%	7,5%
Construction	3,9%	3,9%	105,4%	105,4%	3,7%
Boissons	9,8%	8,8%	106,5%	95,7%	9,2%
Services	5,5%	5,2%	105,8%	100,0%	5,2%
Distribution alimentaire	2,5%	2,6%	100,0%	104,0%	2,5%
Média	9,1%	9,7%	101,1%	107,8%	9,0%
Matériaux de construction	7,0%	6,8%	101,4%	98,6%	6,9%
Distribution	4,2%	4,0%	97,7%	93,0%	4,3%
Semi conducteurs	8,6%	7,9%	94,5%	86,8%	9,1%
Holding/Immobilier/Financières	24,6%	24,4%	76,2%	75,5%	32,3%
Services informatiques	5,2%	5,3%	75,4%	76,8%	6,9%
Compagnies aériennes	2,1%	1,5%	65,6%	46,9%	3,2%
Emballage	3,9%	4,1%	63,9%	67,2%	6,1%
Banques	16,9%	20,1%	62,6%	74,4%	27,0%

MN: Marge nette

MNH: Marge nette historique

En tête de classement, le tri fait apparaître plusieurs secteurs très sensibles au cycle économique : Métaux et Mines, IT Hardware, Biens d'équipements, Chimie, Automobile. Ces derniers concentrent les risques les plus forts de chute des bénéfices en 2009 et les risques les plus forts de révision à la baisse des estimations du consensus.

Les chiffres pour 2008 ne sont pas encore assez conservateurs, les résultats du T4 ayant de grandes chances de révéler plus largement l'ampleur du

ralentissement mondial. Les chiffres 2009 non plus, notamment pour les secteurs cycliques lesquels affichent dans leur grande majorité des marges très nettement supérieures aux moyennes historiques alors que leurs sensibilités aux cycles renforcent la probabilité d'une révision de forte ampleur.

Le processus d'ajustement des bénéfices va durer. Il pourrait même se radicaliser pour 2009.

LE RISQUE D'INFLATION CHASSÉ PAR UN RISQUE DE DÉFLATION

Le pétrole qui avait atteint un plus haut de 147\$/baril le 11 juillet dernier accentue sa chute à un peu plus de 56\$ à New-York, en recul de plus de 60% depuis cette date ; une chute guidée par les signes de plus en plus tangibles d'une récession mondiale et d'un ralentissement de la demande de brut à court terme dans un contexte de surabondance de l'offre et d'une désaffection des banques d'investissement et hedge funds pour le secteur des matières premières.

La baisse de ses quotas par les pays de l'OPEP au 1^{er} novembre (soit une réduction de 1,5 mbj à 27,3 mbj) a permis une certaine stabilisation des cours. De même, les espoirs fondés sur l'adoption de plans de relance destinés à soutenir l'économie tout comme les engagements pris au Brésil par les membres du G20 ont soutenu les prix du pétrole. Mais ces messages n'ont pas suffi à calmer les marchés et un nouveau resserrement n'est pas à exclure si le baril restait durablement sous les 70\$.

A 60\$, le prix du baril reste historiquement élevé au regard d'un niveau moyen de 36\$ sur les 10 dernières années. Reste que pour les producteurs le prix d'équilibre se situe à un niveau nettement

supérieur, autour de 80\$ selon le consensus et une fourchette de 70/90\$ pour les principaux pays de l'Opep. De même le coût marginal de production, soit le coût de production le plus élevé de l'industrie qui en théorie devrait guider le cours du marché, s'élève à 90\$ par baril.

La situation est radicalement différente aujourd'hui et ce sont les cours du marché à terme qui déterminent la mise en route ou l'interruption de la production de tel ou tel gisement : d'où le report de certains projets à l'image des décisions récemment prises par BP Group, Shell, Suncor Energy ou Petro-Canada et le risque de voir les champs actuels se tarir à long terme.

Le pétrole bon marché d'aujourd'hui porte en lui les germes d'un vif rebond des prix à terme. C'est ce que traduisent les projections énergétiques de l'Agence Internationale de l'Energie à l'horizon 2030 qui prévoient un prix moyen du baril de l'ordre de 100\$ en monnaie constante entre 2008 et 2015 puis un cours de 112\$ en 2030, soit plus de 200\$ inflation incluse.

PÉTROLE WTC



Au plan de l'inflation, l'indice des prix à la consommation aux USA est ressorti inférieur aux attentes pour le mois de septembre, en hausse de 4,9% sur un an après une hausse de 5,4% en juin et 5,6% en juillet ; celui de l'inflation sous jacente (hors alimentation et énergie) est resté stable à 2,5% sur un an.

En zone euro l'inflation a continué de décélérer en octobre à 3,2% en glissement annuel après 3,6% en septembre, 3,8% en août et un pic de 4% en juin et juillet. Parallèlement la remontée du chômage freine les coûts salariaux, balayant du

même coup les risques de « second tour » tant redoutés par la BCE.

Le mois dernier le FMI annonçait une modération de l'inflation pour 2009, autour de 2% dans les pays développés (vs 3,6% attendu pour 2008), 7,8% dans les pays en développement (vs 9,4% attendu cette année). Depuis la révision de ses perspectives économiques mondiales à la baisse, c'est un risque de déflation donc de baisse généralisée des prix qu'il évoque, certes faible mais qui devra être compensé par des politiques de soutien de la demande. De son côté, le président de la BCE reconnaît désormais que le retour de l'inflation sur « la cible BCE », soit moins de 2%, devrait être atteint dès 2009, propos par

ailleurs confirmé par l'OCDE qui annonce une baisse rapide de l'inflation pour 2009 en zone euro, autour de 1,7% après 3,3% en 2008.

D'où le besoin d'agir pour éviter que la désinflation ne se transforme en déflation et la mise en œuvre de stratégies de prévention – baisses de taux d'intérêt, plans de soutien au secteur bancaire, plans de relances budgétaires - partout dans le monde, Etats-Unis, Europe et même Chine.

Au rythme où vont les choses, l'inflation ne sera bientôt plus qu'un mauvais souvenir. La priorité devient de prévenir la déflation dont le risque, s'il est encore faible, n'est pas nul.

BAISSE GÉNÉRALISÉE DES TAUX COURTS

La crise financière s'étend à l'économie et la récession mondiale se confirme. L'inflation n'est plus le sujet de préoccupation des économistes et des politiques. Les banques centrales en ont profité pour baisser leurs taux afin de relancer le crédit et l'investissement, moins d'un mois après la baisse concertée d'un demi point des 6 grandes banques.

La FED a été la première à agir en baissant fin octobre de 0,5% son taux d'intérêt directeur : à 1% le loyer de l'argent est désormais fortement négatif Outre-Atlantique.

Début novembre la banque d'Angleterre a baissé ses taux de façon spectaculaire pour les porter de 4,5% à 3%, soit 150 points de base en une seule fois, la plus forte baisse depuis 1981. Le discours du gouverneur de la banque d'Angleterre est très clair : de nouvelles baisses sont possible si nécessaire, aussi longtemps que l'inflation sera maîtrisée. Les économistes attendent une nouvelle et forte baisse des taux (jusqu'à 1% en 2009) afin de contrer la contraction du PIB prévue début 2009. La banque Suisse a suivi en ramenant son taux de 2,5% à 2%

La BCE a baissé son taux de base de 0,5% à 3,25% et devrait encore le baisser début décembre.

Cette baisse généralisée et importante de toutes les grandes banques depuis un mois commence à se traduire positivement sur le marché monétaire européen. L'EONIA est passé de 4,6% début octobre à 3,03% mi novembre. De même le taux euribor 3 mois qui avait frôlé les 5,2% est tombé à 4,22%. Le marché monétaire entre banques se débloque peu à peu depuis les interventions

répétées des banques centrales. Mais les écarts entre taux interbancaires à 3 mois et taux directeurs sont encore très élevés à environ 100 points de base, signe que les banques préfèrent toujours placer leurs liquidités auprès de la BCE plutôt que chez les concurrentes.

Sur le marché monétaire les BTF (Billets de Trésorerie émis par l'Etat) ont toujours la faveur des acheteurs malgré les taux bas proposés (autour de 100 points de base sous le niveau du taux de base de la BCE) alors que les Billets de Trésorerie offrent des spreads encore intéressants de 100 à 200 points de base selon les signatures. Les anticipations de baisse des taux des banques centrales se traduisent sur le marché des TCN par des taux à 1 mois plus élevés que le 3 mois.

Le marché obligataire a suivi la baisse des taux courts mais de façon atténuée : ils ont baissé de 0,2% aux Etats-Unis et de 0,4% en zone Euro. Les emprunts corporates connaissent toujours des spreads élevés mais on note un début d'amélioration et le retour de quelques acheteurs sur les meilleures signatures.

Le marché des taux commence à se normaliser peu à peu grâce aux diverses interventions des banques et des hommes politiques. Mais la confiance est encore fragile et le marché à la merci d'une baisse éventuelle du marché actions. Nous devons rester prudents et bien sélectionner les signatures tout en maximisant le couple rendement/ risque.

LE DOLLAR TOUJOURS RECHERCHÉ

Convergence attendue des taux directeurs de l'Europe vers les Etats-Unis, refuge vers la qualité, déboucement des positions de carry trade, repli du pétrole et de l'or, menaces de dévaluations pour certains pays (Russie) font converger les actifs vers la devise américaine.

Le retournement de tendance observé l'été dernier se confirme au fur et à mesure de l'entrée en récession d'un nombre croissant de grandes économies et du ralentissement des économies émergentes. De même, la perspective d'une nouvelle baisse de ses taux directeurs par la BCE plaide pour un affaiblissement de l'euro et un

raffermissement du dollar, à désormais 1,27 contre euro.

Hésitante en milieu d'été, la remontée du dollar prend de l'ampleur, portée par un mouvement de fuite vers la qualité et l'anticipation d'une poursuite de la détente monétaire en Europe comme au Royaume-Uni.

Le consensus lui reste largement favorable. Les anticipations poursuivent leurs ajustements à vive allure, à 1,28 à 3 et 6 mois, vs 1,43 et 1,40 le mois dernier.

DOLLAR

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



Cours de l'euro/USD depuis 1 janvier 2005

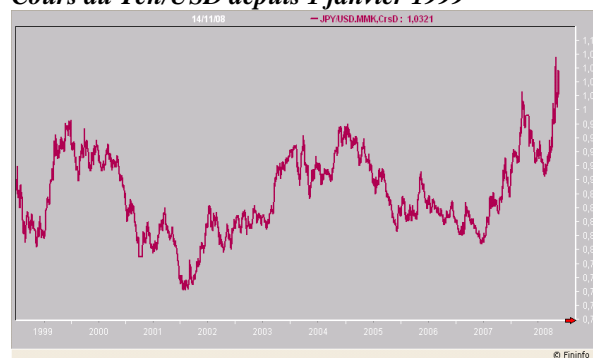


YEN

Cours de l'euro/Yen depuis 1 janvier 1999



Cours du Yen/USD depuis 1 janvier 1999



LES INDICES INTERNATIONAUX

LES BOURSES TOUJOURS EN GRANDE DIFFICULTÉ

Après un rebond de près de 20% sur les plus bas du 27 octobre, justifié à la fois par les baisses de taux conduites par plusieurs banques centrales, la victoire du démocrate Obama à l'élection présidentielle aux USA, et, plus récemment, par le vaste plan de relance budgétaire annoncé par la Chine, les marchés se sont à nouveau laissés absorber par les mauvaises nouvelles. Outre la publication d'indicateurs macroéconomiques le plus souvent inquiétants et l'entrée en récession d'une majorité des économies au niveau mondial, les marchés ont mal réagi à la révision du Plan Paulson lequel renonce au plan de rachat d'actifs à risque des banques pour investir directement à leur capital et soutenir l'accès des consommateurs au crédit.

Du côté des entreprises, les publications trimestrielles obligent souvent à réviser les objectifs pour l'année en cours. Après l'immobilier et les banques, c'est au tour du secteur automobile

de cristalliser les inquiétudes avec, en particulier, la faillite de plus en plus redoutée de General Motors.

Le bilan de l'année s'assombrit encore dans une ambiance toujours très volatile, avec un recul moyen de plus de 40% des indices mondiaux à ce jour. Aux Etats-Unis le Dow Jones cède 2% supplémentaire sur un mois, le S&P500 4,8%, le Nasdaq 7,8%, portant à plus de 40% leur retrait depuis le début de l'année. En Europe le DJStoxx600 cède 8% sur un mois portant à 44% sa baisse depuis le début d'année. De son côté l'indice CAC40 recule de 5% à 3269 points, en retrait de 41,8% sur un an ; le Dax de 4,9% sur un mois et 42,4% sur l'année ; le Footsie de 3,4% et 35,4% sur l'année. Au Japon, la détérioration de la situation et l'entrée probable en récession de la deuxième économie mondiale inquiètent : le Nikkei cède 10% supplémentaire et 46% depuis le début de l'année.

INDICES INTERNATIONAUX

Indices	Var. 2007	Clôture 11-nov.-08	Var. depuis 31-déc.-07	Var. depuis 9-oct.-08
Footsie 100	3,8%	4 169	-35,4%	-3,4%
Dow Jones	6,4%	8 395	-36,7%	-2,1%
S&P 500	3,5%	866	-41,0%	-4,8%
CAC Mid&Small 190	-2,3%	4 537	-41,4%	-8,4%
CAC 40	1,3%	3 269	-41,8%	-5,0%
SBF 120	0,3%	2 346	-42,2%	-5,4%
Dax Xetra	22,3%	4 650	-42,4%	-4,9%
Nasdaq	9,8%	1 517	-42,8%	-7,8%
DJ STOXX 600	-0,2%	204	-44,0%	-8,0%
Nikkei 225	-11,1%	8 239	-46,2%	-10,0%

INDICES SECTORIELS DJSTOXX600

UN SOUTIEN INTERNATIONAL A LA CROISSANCE MONDIALE

Le clivage cyclique/défensif se concrétise avec une accélération de la rotation sectorielle et désormais un net avantage aux secteurs défensifs.

A l'exception de l'Automobile (+8%), la baisse s'accélère sur les secteurs cycliques qui concentrent une fois encore les plus fortes corrections : Matériaux de base (-19,9%), Biens et Services Industriels (-14,3%), Construction (-9%), Produits Chimiques (-7,9%), Banques (-28,2%), Assurances (-17,8%) et Services financiers (-12,1%).

A l'inverse, et à défaut de visibilité sur les marchés, la quasi-totalité des secteurs défensifs surperforment l'indice au premier rang desquels la

Santé (+9,3%), le seul dont les perspectives bénéficiaires 2008 et 2009 ont été revues à la hausse sur un mois par le consensus FactSet, mais aussi l'Alimentation (+1,8%) et les Services Publics (+4,9%).

Au total et depuis le début d'année, la Santé (-12%) conforte très largement sa position en tête de classement, suivie à bonne distance de l'Alimentation/Boisson (-26,4%), de l'Automobile (-34%) et des Services Publics (-36%). Dans le bas du classement les Matériaux de Base aggravent leur chute (-60%), rejoint par les Banques (-60%), les Services Financiers (-52%) et la Construction (-51%).

INDICES SECTORIELS DJStoxx600

Secteurs	Var. 2007	Clôture 11-nov.-08	Var. depuis 31-déc.-07	Var. depuis 9-oct.-08
Santé	-10,9%	347	-12,0%	9,3%
Alimentation & Boisson	10,9%	243	-26,4%	1,8%
Automobile & Accessoires	24,4%	237	-34,2%	8,0%
Services Publics	18,0%	349	-36,3%	4,9%
Pétrole & Gaz	7,4%	273	-38,2%	2,2%
Produits chimiques	25,5%	316	-39,0%	-7,9%
Biens personnels & Ménagers	6,3%	248	-39,8%	-6,8%
Médias	-5,8%	130	-42,8%	-1,9%
Commerce de détail	-1,3%	184	-43,0%	-7,1%
Technologie	-1,1%	154	-49,3%	-6,9%
Biens & Services industriels	9,4%	168	-50,6%	-14,3%
Assurances	-11,9%	124	-50,7%	-17,8%
Construction & Matériaux	-1,4%	189	-51,2%	-9,0%
Services Financiers	-12,7%	198	-52,1%	-12,1%
Banques	-16,9%	170	-60,0%	-28,2%
Matériaux de base	28,0%	276	-60,6%	-19,9%

Outre les plans de soutien aux banques et la totale mobilisation des banques centrales des pays développés, les plans d'aide et de relance budgétaire se multiplient, les appels au soutien public également (Banque Mondiale, FMI, Union Européenne).

Aux USA, au-delà du plan Paulson, il est vraisemblable qu'un nouveau plan de relance de l'ordre de 175MM\$ (1,2 points de PIB) soit

approuvé au cours du premier semestre 2009. Le programme du nouveau président élu comprenait notamment une augmentation des dépenses publiques d'infrastructure, la mise en place d'une couverture maladie généralisée et à plus court terme un plan de relance fiscale et un soutien à l'industrie automobile.

En Allemagne, « un paquet conjoncturel » de 32MM€ soit 1,2 points de PIB a été adopté pour soutenir la croissance et l'emploi.

En Italie, un plan d'aide économique de 80MM€ soit 5 points de PIB devrait être prochainement publié pour stimuler l'économie.

Au Japon, le gouvernement injectera 205MM€ soit 1,2 points de PIB dont plus des deux tiers sous forme de remboursements d'impôts aux ménages, de nouveaux crédits d'impôts sur les crédits hypothécaires et de prêts bonifiés aux entreprises.

En Corée du Sud, un plan de relance de 8,8MM€ et 1 point de PIB vient d'être annoncé.

En Chine, un « plan de politique économique active » de 460MM€ soit 7 points de PIB pendant deux ans se met en place avec l'idée de maintenir la croissance au-delà des 7% nécessaires pour assurer l'équilibre social : développement du système de protection social, investissement en infrastructure mais aussi habitat, éducation et environnement.

De leur côté, outre appeler à de nouvelles mesures de stimulation macroéconomique, FMI et Union Européenne se mobilisent pour offrir un soutien rapide aux pays émergents (Hongrie (25MM\$), Ukraine (16,5MM\$), Biélorussie (2MM€), Islande (2MM€)..) et éviter la contagion.

Le sommet du G20 enfin, s'il n'a pas apporté de solutions immédiates et concrètes à la crise, a néanmoins entériné un nouvel ordre mondial dans lequel les pays émergents jouent un rôle croissant, et confirmé une volonté commune en vue de 1- poursuivre la concertation dans le cadre du soutien à l'économie globale, 2- coopérer pour la mise en œuvre de règles communes en matière de réglementation financière, 3- renforcer les institutions internationales comme le FMI et la Banque Mondiale.

Il a fallu une mobilisation générale et coordonnée des autorités publiques des pays industrialisés pour sauver le système financier et mettre en place les actions qui vont permettre d'endiguer la crise de fonctionnement des marchés de la dette. De premiers signes de détente sont intervenus : 1- sur les taux interbancaires dans la foulée des interventions concertées des banques centrales et des annonces de recapitalisation ; 2- sur les CDS des banques européennes qui ont quitté pour un temps les zones de tension extrême qu'ils avaient atteint en octobre dernier.

De même il devient urgent d'intervenir pour éviter que les économies ne s'effondrent. D'où la mise en œuvre progressive des plans d'aide et de relance budgétaire dans les principaux pays concernés et le besoin d'une intervention plus marquée des Etats, non seulement pour réguler les marchés financiers mais aussi pour investir dans les futurs champs de croissance de la productivité (énergie et infrastructures) et assurer une protection aux salariés.

Ces mesures, jugées aujourd'hui insuffisantes par le FMI et l'OCDE qui appellent à la mise en œuvre de véritables « politiques budgétaires », ne permettront pas de stabiliser les marchés dans l'immédiat compte tenu d'une conjoncture économique devant rester hostile pour plusieurs trimestres encore. Elles permettront en revanche d'éviter un scénario de credit crunch et de dépression et de revenir à un scénario de repli économique ou de récession plus traditionnel.

SYNTHESE

IL EST SANS DOUTE ENCORE TROP TÔT POUR REVENIR SUR LES MARCHÉS

La crise financière a sans doute atteint son paroxysme en septembre et octobre ; mais si le risque systémique s'éloigne, la crise sera longue parce qu'elle est à la fois immobilière, bancaire et financière.

L'adoption du plan Paulson puis la réponse coordonnée des états européens à la crise financière a permis un début de normalisation du marché de la dette. Une deuxième étape se met en place avec la multiplication des plans de soutien et de relance budgétaire pour éviter un effondrement des économies.

Mais les tensions sur les marchés d'actions vont demeurer en raison de la hausse du nombre de défaillances, du rationnement du crédit, de la dégradation de la conjoncture mondiale qui a considérablement assombri les perspectives économiques y compris dans les pays émergents.

Les révisions ont été drastiques ces dernières semaines et il est désormais admis que plus de la moitié des économies développées sont en récession pour plusieurs trimestres.

Au plan des résultats, le troisième trimestre a permis un nouvel ajustement des anticipations bénéficiaires à la baisse. Et il est probable que ceux du quatrième trimestre révéleront bien plus que ceux du troisième l'étendue du ralentissement du commerce mondial et du cycle industriel global.

Les niveaux de valorisation deviennent extrêmement modestes (PE09e SBF120 : 9,9x) mais les incertitudes sont encore trop élevées pour qu'un courant d'achat durable s'amorce. Les anticipations de bénéfices restent trop favorables, en particulier sur les cycliques dont les niveaux de marge, aujourd'hui nettement supérieurs aux moyennes historiques, renforcent l'idée d'une révision de forte ampleur.

D'ici quelques mois en revanche, on peut espérer revenir sur les marchés d'actions en anticipation du creux du cycle économique qui pourrait intervenir dans le courant du deuxième semestre 2009. Un signal sera donné quand les marchés ne réagiront plus de façon négative aux déceptions relatives aux résultats des sociétés.



STATISTIQUES

SBF 120

Source : FU Reuters
Cours de clôture (13 novembre 2008)

Performances

SBF 120 : -42,2%

Les plus élevées

Société	Cours au 13-nov.-08	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Hermes International	108,35	25,4%	131,9	59,4
Ipsos	19,27	-1,2%	25,0	15,0
Gemalto	20,01	-6,9%	30,1	14,8
BIC	43,79	-10,6%	51,6	29,7
Sodexo	36,92	-12,1%	48,9	31,0
Neopost	60,57	-14,1%	79,0	58,0
NicOx	9,25	-15,9%	15,5	4,3
Iliad	60,00	-18,5%	75,6	43,2
NRJ Group	5,70	-20,6%	8,7	5,0
Altran Technologies	3,19	-22,5%	6,2	3,1
Essilor International	33,50	-23,3%	44,4	26,9
Bonduelle	64,00	-23,4%	90,4	51,8
SCOR SE	13,39	-23,5%	18,5	9,9
Sanofi-Aventis	47,75	-24,2%	66,9	36,1
Thales	30,86	-24,3%	43,6	28,9

Les plus faibles

Société	Cours au 13-nov.-08	Var début d'année	+ haut 12 mois	+ bas 12 mois
Thomson	1,05	-89,2%	10,9	0,9
Trigano	4,75	-84,0%	34,0	4,0
Renault	19,10	-80,3%	105,0	18,5
Natixis	1,73	-80,0%	10,1	1,2
Rodriguez	4,67	-78,8%	32,6	4,4
Rhodia	6,14	-76,7%	27,4	5,6
Nexity	7,97	-74,5%	41,9	5,3
Theolia	5,20	-74,2%	24,9	4,0
Veolia Environnemen	18,92	-69,7%	66,3	16,6
PSA Peugeot Citroen	16,07	-69,0%	57,9	15,1
CGG Veritas	12,22	-68,7%	41,9	9,0
Haulotte Group	6,98	-65,9%	24,3	4,7
PPR	37,64	-65,8%	125,1	36,0
Lafarge	43,40	-65,1%	127,4	41,5
Pierre & Vacances	34,52	-63,5%	95,9	32,3

Potentiels

Les plus élevées

Société	Cours au 13-nov.-08	Objectif consensus	Potentiel
Renault	19,10	47,7	149,5%
Pierre & Vacances	34,52	80,5	133,3%
Thomson	1,05	2,4	132,4%
Rodriguez Group	4,67	10,8	131,9%
Technip	20,90	47,6	127,8%
Theolia	5,20	11,6	122,3%
Nexity	7,97	16,6	108,4%
Nexans	41,80	87,0	108,0%
Vallourec	78,33	160,6	105,1%
Club Mediterranee	15,82	32,4	105,0%
Natixis	1,73	3,5	102,3%
Rhodia	6,14	12,3	100,2%
Maurel & Prom	8,65	16,8	93,6%
PSA Peugeot Citroen	16,07	30,9	92,3%
Trigano	4,75	9,1	91,4%

Les plus faibles

Société	Cours au 13-nov.-08	Objectif consensus	Potentiel
Hermes International	108,35	66,1	-39,0%
BIC	43,79	36,3	-17,1%
Bonduelle	64,00	64,3	0,4%
L'Oreal	61,75	65,6	6,3%
Fimalac	34,80	37,3	7,0%
Sanofi-Aventis	47,75	53,6	12,3%
Haulotte Group	6,98	7,9	13,5%
Soitec	3,45	3,9	13,6%
Legrand	11,90	13,6	14,2%
NRJ Group	5,70	6,6	16,3%
Air Liquide	68,08	80,2	17,7%
Essilor International	33,50	39,6	18,1%
Sodexo	36,92	43,6	18,2%
Carrefour	31,54	37,6	19,1%
Remy Cointreau	26,70	32,4	21,4%

PER

SBF 120 :

PER 2008e : 10,6x

PER 2009e : 9,9x

Les plus élevés

Société	Cours au 13-nov.-08	PER 2007e	PER 2009e
Hermes International	108,35	39,83	37,88
PSA Peugeot Citroen	16,07	10,30	25,11
Fimalac	34,80	23,51	21,35
EDF Energies Nouvelles	26,16	27,54	20,44
NRJ Group	5,70	40,71	19,00
Iliad	60,00	21,51	17,29
Orpea	25,04	20,69	16,81
L'Oreal	61,75	17,15	16,08
Essilor International	33,50	17,91	16,03
Eutelsat Communication:	15,21	17,69	16,01
Aéroports de Paris	44,90	16,69	15,92
Ubisoft Entertainment	38,07	18,22	15,60
Generale de Sante	9,69	11,14	15,38
Electricite de France	47,38	17,29	15,04
April Group	31,47	16,39	14,44

Les plus faibles

Société	Cours au 13-nov.-08	PER 2008e	PER 2009e
Thomson	1,05	35,00	2,06
Rodriguez Group	4,67	-5,56	2,58
Wendel	36,26	2,74	2,65
Nexity	7,97	3,01	3,53
Rhodia	6,14	3,77	3,94
Renault	19,10	2,71	4,21
Trigano	4,75	5,28	4,24
Natixis	1,73	-6,18	4,55
Groupe Steria	10,19	4,51	4,57
Vallourec	78,33	4,55	4,70
Lafarge	43,40	4,42	4,81
Pierre & Vacances	34,52	4,85	4,81
AXA	13,93	6,16	4,99
Fonciere des Regions	41,20	5,20	5,10
Arkema	17,10	5,10	5,12

PEG

Les plus élevés

Société	Cours au 13-nov.-08	PEG 2008e	PEG 2009e
Publicis Groupe	16,83	33,70	34,17
Fimalac	34,80	34,92	31,70
Vallourec	78,33	9,81	10,16
Hermes International	108,35	5,61	5,34
PagesJaunes Groupe	7,39	4,97	4,86
Metropole Television	12,19	4,12	3,89
Havas	1,62	3,28	3,28
Gecina	46,75	3,27	3,22
JCDecaux	10,67	3,11	3,14
Vinci	27,66	2,67	2,70
BIC	43,79	2,72	2,62
Neopost	60,57	2,70	2,59
Teleperformance	18,21	2,32	2,29
Air Liquide	68,08	2,10	1,99
L'Oreal	61,75	2,11	1,98

Les plus faibles

Société	Cours au 13-nov.-08	PEG 2008e	PEG 2009e
Thomson	1,05	0,12	0,01
Maurel & Prom	8,65	0,24	0,09
Alcatel-Lucent	1,85	0,19	0,11
Credit Agricole	9,40	0,27	0,18
Euler Hermes	35,00	0,25	0,18
Societe Generale	38,20	0,31	0,22
Trigano	4,75	0,28	0,23
Club Mediterranee	15,82	0,36	0,23
NRJ Group	5,70	0,59	0,28
Safran	9,67	0,45	0,29
AXA	13,93	0,37	0,30
Rhodia	6,14	0,32	0,33
Altran Technologies	3,19	0,44	0,33
SCOR SE	13,39	0,47	0,39
Gemalto	20,01	0,52	0,41

VE / CA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2008e	VE/CA 2009e
NicOx	437	41,75	7,08
Fonciere des Regions	1 688	13,61	13,23
Gecina	2 796	12,54	12,26
Unibail-Rodamco	8 682	11,80	11,04
Klepierre	2 592	10,17	8,43
Hermes International	11 444	6,22	5,86
Eutelsat Communication:	3 340	6,16	5,74
Sechilienne-Sidec	729	4,18	3,85
Natixis	5 066	3,79	2,50
EDF Energies Nouvelles	2 025	3,48	2,99
PagesJaunes Groupe	2 074	3,30	3,25
Eurazeo	2 319	3,02	2,53
Theolia	201	2,89	2,22
Orpea	922	2,62	2,20
Credit Agricole	20 815	2,61	2,25

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/CA 2008e	VE/CA 2009e
Technip	2 180	0,06	0,07
Rexel	1 778	0,11	0,11
EADS	9 499	0,13	0,12
Valeo	922	0,19	0,20
Trigano	100	0,19	0,20
Pierre & Vacances	300	0,21	0,20
Alcatel-Lucent	4 170	0,23	0,23
Nexans	1 062	0,24	0,23
Arkema	1 035	0,26	0,26
Air France - KLM	3 149	0,27	0,26
Atos Origin	1 208	0,28	0,28
Rodriguez Group	58	0,29	0,28
Cap Gemini	3 614	0,30	0,29
Thomson	276	0,31	0,31
Casino Guichard P.	5 833	0,33	0,31

VE / EBITDA

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2008e	VE/EBITDA 2009e
Guyenne et Gascogne	393	31,4	26,1
Hermes International	11 444	21,9	20,9
Theolia	201	17,6	6,2
Fonciere des Regions	1 688	15,9	15,9
Gecina	2 796	15,4	15,1
Orpea	922	14,6	12,2
Unibail-Rodamco	8 682	14,2	13,2
EDF Energies Nouvelle:	2 025	11,8	8,2
Klepierre	2 592	11,5	9,5
L'Oreal	36 327	10,9	10,2
Groupe Danone	20 491	10,9	10,2
Eurazeo	2 319	10,9	10,5
Remy Cointreau	1 294	10,3	9,6
AREVA	13 528	9,9	8,3
NRJ Group	489	9,9	7,2

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBITDA 2008e	VE/EBITDA 2009e
Technip	2 180	0,6	0,6
EADS	9 499	1,3	1,3
Rexel	1 778	1,8	2,0
Valeo	922	2,0	2,2
Nexans	1 062	2,2	2,2
Pierre & Vacances	300	2,2	2,1
Vallourec	4 117	2,4	2,4
Maurel & Prom	988	2,4	1,8
CGG Veritas	1 683	2,6	2,7
Air France - KLM	3 149	2,7	2,8
Arkema	1 035	2,7	2,6
Thomson	276	2,7	2,6
STMicroelectronics	5 272	2,7	2,6
TOTAL	90 390	2,8	3,0
Cap Gemini	3 614	2,9	2,9

Gearing

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
Bureau Veritas	3 152	413%
Eiffage	2 687	373%
Wendel	1 820	351%
Fonciere des Regions	1 688	240%
Vinci	13 001	222%
Klepierre	2 592	221%
Generale de Sante	530	215%
Veolia Environnement	8 640	191%
Orpea	922	177%
Sechilienne-Sidec	729	171%
Eutelsat Communications	3 340	164%
Eurazeo	2 319	134%
PSA Peugeot Citroen	3 666	127%
Groupe Danone	20 491	125%
Bonduelle	489	111%

Les plus faibles

Société	Capitalisation (M€)	Gearing
NicOx	437	-94%
Pagesjaunes	2 074	-91%
Technip	2 180	-78%
Dassault Systemes	3 608	-38%
April Group	1 279	-38%
Hermes International	11 444	-34%
Maurel & Prom	988	-33%
EADS	9 499	-33%
Ubisoft Entertainment	1 759	-30%
Gemalto	1 671	-27%
Cap Gemini	3 614	-26%
NRJ Group	489	-24%
Soitec	285	-18%
Alstom	10 914	-16%
Teleperformance	1 008	-15%

Rendements

Les plus élevés

Société	Cours au 13-nov.-08	DIV 2009e	Rdmt 2008e	Rdmt 2009e
Renault	19,10	3,03	16,6%	15,9%
Maurel & Prom	8,65	1,02	14,0%	11,8%
Nexity	7,97	0,87	13,9%	10,9%
Fonciere des Regions	41,20	5,83	13,5%	14,2%
Pagesjaunes	7,39	0,91	12,9%	12,3%
Gecina	46,75	6,07	11,9%	13,0%
PPR	37,64	3,77	9,7%	10,0%
Valeo	12,05	1,12	9,5%	9,3%
Lafarge	43,40	4,12	9,4%	9,5%
Television Francaise 1	9,30	0,8	8,6%	8,6%
AXA	13,93	1,26	8,5%	9,0%
Credit Agricole	9,40	0,9	8,3%	9,6%
Vallourec	78,33	6,45	8,3%	8,2%
Rodriguez Group	4,67	0,4	8,1%	8,6%
Klepierre	15,93	1,37	8,0%	8,6%

ROE

Les plus élevés

Société	Capitalisation (M€)	ROE
Bureau Veritas	3 152	152,3%
Alstom	10 914	51,0%
Vallourec	4 117	33,4%
TOTAL	90 390	31,5%
Neopost	1 855	29,8%
Iliad	3 247	29,2%
Wendel	1 820	28,5%
Sechilienne-Sidec	729	27,8%
April Group	1 279	26,5%
Alten	551	23,4%
Dassault Systemes	3 608	22,9%
Bouygues	9 688	21,2%
Vinci	13 001	20,7%
Ingenico	392	20,3%
Hermes International	11 444	19,6%



10, rue d'Uzès 75002 **PARIS** – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12
9, rue Grenette 69289 **LYON CEDEX 02** - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83
11, avenue Jean Médecin 06000 **NICE** – Tél. 04 93 88 74 22 – Fax. 04 93 88 81 70
4, place Jean Jaurès 42000 **SAINT-ETIENNE** – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12
www.finuzes.fr