

**Editorial de Patrick Leguil  
du 21 septembre 2009**

## **RALLY POURSUIVI, PASSAGE AU "VERT", VERS 4000 POINTS AU CAC40, DECALAGE, QUE LA FETE CONTINUE !**

### **RALLY POURSUIVI ...**

Le rally s'est poursuivi sur sa lancée haussière comme nous l'escomptions et au-delà des perturbations techniques dues aux "*quatre sorcières*", échéances trimestrielles d'options, le **CAC40** gagne encore +2,5% sur la semaine en terminant à 3827,84 points, établissant un nouveau record annuel à l'issue d'une séquence de hausse sans grand précédent : en six mois l'indice regagne +37,8%, +50% sur son point bas de mars 2009 et +19% sur l'année. Pour autant il est toujours en repli de -11,5% sur les douze derniers mois mais retrouve une hausse de +3,4% sur 5 ans.

A **Wall Street**, les échéances optionnelles se sont cumulées avec la fête de *Roshashana* mais au total le **SP500** progresse de +2,45% sur la semaine, s'établissant au plus haut depuis octobre 2008, engrangeant +16% en trois mois, +36,3% sur six mois pour +18,3% sur l'année ... la hausse fut moins linéaire qu'à **Paris** qui donc surperforme le **SP500** sur l'été. En effet, sur 12 mois, ce dernier s'inscrit en recul de -14,9% et sur cinq ans de -4,8%.

Il demeure toutefois une énigme : le marché monte, oui, les liquidités sont abondantes, oui, le consensus est clairement acheteur, oui, mais où sont les transactions ? Malgré une appréciation récente, ces dernières demeurent faibles, de l'ordre de 4 Mds d'euros par jour versus 6 avant la crise. Certes les ventes massives sont terminées mais où sont les ... achats massifs ?

### **... PASSAGE AU "VERT" ...**

Les nouvelles économiques sont assez convergentes et globalement bonnes conduisant à des révisions positives des perspectives d'activité tant de la part des gouvernements que des institutions internationales (**FMI, OCDE, Commission de Bruxelles**) et cette semaine passée les **Etats-Unis** se sont distingués, plus que l'**Europe**, avec le retournement haussier de la production industrielle, même hors automobile stimulée par la fin de la "prime à la casse", et des ventes de détail en hausse hors auto pour la première fois depuis février concrétisant ainsi les résultats des enquêtes et indicateurs.

Toutefois cela ne doit pas faire oublier que l'investissement ne redémarre pas, que les bonnes données immobilières ( permis de construire) sont quelque peu biaisées car recouvrant une baisse des maisons individuelles pour la première fois depuis trois mois peut-être en raison de la fin prochaine des crédits d'impôts aux primo accédants d'autant que les revenus stagnent, que s'il y a moins de licenciements, il n'y a pas encore d'embauches et que le financement du regain de consommation par la baisse de l'épargne n'est pas extrapolable même si pour la première fois en six trimestres, la richesse nette des Américains s'est

légèrement appréciée au deuxième trimestre par hausse des actifs et baisse du passif. **Mais oui, il y a reprise** même si elle demeure fragile.

En effet, la séquence économique se déroule comme prévu. Les signaux annonciateurs délivrés par les indicateurs avancés sont relayés par les faits comme l'illustre par exemple l'excellent ratio stocks/ventes américain revenu à 1,36, un niveau optimal signifiant la fin probable du déstockage indispensable au déploiement de la reprise technique de l'économie. La baisse des stocks aura en effet été supérieure à celle de la production ce qui crée mécaniquement un rebond de production dès lors que la demande se stabilise. **L'optimisme est donc de mise** ... à court terme car nous pensons toujours que le moteur américain est durablement grippé avec un consommateur contraint de se désendetter, ce au détriment de la croissance future. Le scénario du "**double dip**" demeure le nôtre à l'horizon de la fin 2010. Certes le pire a été évité grâce à la rapidité, l'agressivité et la coordination de l'ensemble des acteurs mondiaux épargnant au monde une grande dépression mais sans, néanmoins, empêcher une crise financière majeure et une récession sévère mondialement corrélée pour la première fois.

### **... VERS 4000 POINTS AU CAC40 ...**

Pour l'heure le marché "paye" les bonnes nouvelles et oublie les autres. Il y est encouragé par la diminution de l'aversion au risque revenue à son niveau antérieur à la faillite de **Lehman Brothers**, la baisse des taux des obligations privées et comme le souligne notre économiste, **François Chevallier**, la remontée du consensus. Pour lui, "*d'ores et déjà, la valeur d'équilibre du CAC40 s'inscrit à 4000 points*".

Certes il existe des aléas, à savoir une forte hausse des prix du **pétrole** en fonction de l'ampleur de la reprise technique de l'économie mondiale et dès lors son corollaire, la baisse du **dollar** qui pourraient neutraliser l'appréciation du consensus, moteur de la hausse des marchés d'actions, comme la brutale hausse des taux long terme le fit en 1994 mais pour l'heure le marché ne commet aucun excès de valorisation.

### **... DECALAGE ...**

"**Business as usual**" ... le monde de la finance est reparti sans avoir corrigé ses pratiques et la sphère financière s'avère toujours "*hors sol*", créant par exemple à nouveau des outils inédits tels que les "*indexed funds*" destinés à intervenir sur les marchés de matières premières devenus des actifs financiers, les banques américaines le pouvant depuis le "*Commodity Futures Modernisation Act*" de décembre 2000, avec un poids sur ces marchés estimé à 60% cette année versus 30% en 06-07. Si la valeur notionnelle des *dérivés de gré à gré* a baissé de -19% au premier semestre et de -43% sur douze mois, les *dérivés de taux* se sont, eux, repris de +3% sur la même période après un recul de -13% au deuxième semestre 2008.

Dès lors qu'attendre du **G20** de *Pittsburgh* qui a donné lieu à une intense préparation européenne et à un accord des 27 sur un certain nombre de pratiques, l'affaire des bonus étant plus emblématique que fondamentale, mais les thèses américaines paraissent bien éloignées hormis un compromis possible en terme de ratios de fonds propres des banques. Il y aura accord mais il est probable que le compte n'y sera pas sur la régulation financière et d'autres questions majeures seront absentes de ce **G20**, comme la question du **dollar** par exemple, ce dernier ayant encore abandonné -0,6% sur la semaine (cf. **euro/dollar** : 1,4705, un pic par rapport à décembre 2008) tandis que le **pétrole** s'appréciait de +3,7% et l'**or** de +0,6%.

### ... QUE LA FETE CONTINUE !

Une petite semaine statistique commence aux **Etats-Unis** où seront publiées quelques données telles les ventes de logements anciens et neufs attendus en progression, les commandes de biens durables et deux indicateurs, celui du *Conference Board* et de la confiance des ménages de *l'Université du Michigan*. En **Europe** l'actualité sera cette fois-ci plus riche et seront dévoilés les indicateurs **PMI** dans l'industrie et dans les services attendus au-dessus de 50, frontière du retour à la croissance, ainsi que l'indicateur **IFO** en **Allemagne** et l'enquête **INSEE** en **France**. Les statistiques concerneront dans l'**Union** les nouvelles commandes et la masse monétaire **M3** ainsi que ses contreparties, en **France** la consommation des ménages pour juillet-août et les demandes d'emploi. Tout cela est escompté favorable.

Les investisseurs attendront aussi le verdict de la **Fed** ce mercredi, non sur ses taux attendus inchangés, mais sur l'état de l'économie après que **Ben Bernanke** eut déclaré que la récession était sans doute terminée mais que la reprise serait lente et qu'il faudrait du temps pour que l'économie crée à nouveau des emplois.

**Alors la fête devrait pouvoir continuer** à l'aune d'un momentum favorable même si devrait un jour apparaître le besoin salutaire de "souffler" car aucun repli intermédiaire n'a consolidé cette fantastique période de hausse ! Pour l'heure, il est sans doute encore prématuré de vendre les cycliques mais trop tard pour les acquérir à leurs niveaux généreux de valorisation et il est encore trop tôt pour se reporter agressivement sur les défensives toujours très modérément appréciées sauf sur la catégorie des défensives de croissance.