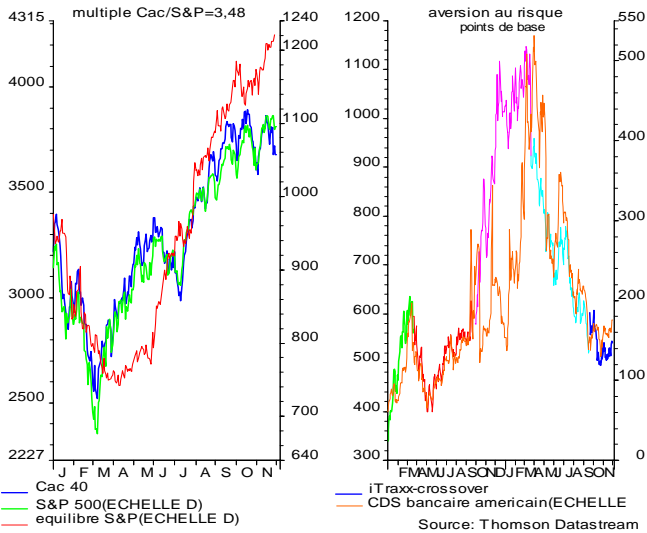


Le sort des actions ne se joue pas à Dubaï mais sur l'emploi

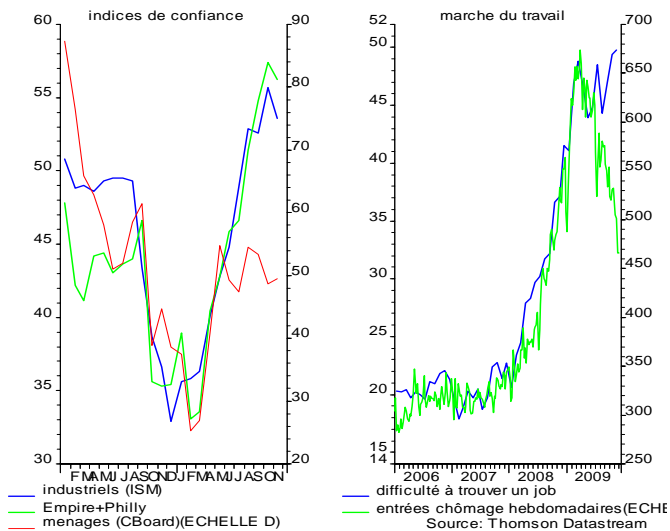
La chute de Dubaï n'est pas sans rappeler celle du real brésilien en janvier 1999, 3 mois seulement avant le début de la reprise mondiale, là où certains pronostiquèrent à tort une résurgence de la crise des émergents commencée 20 mois plus tôt avec l'effondrement du bath thaïlandais. Aujourd'hui aussi, il n'y a plus rien à faire tomber, hormis quelques pions isolés, car le château de cartes s'est effondré en septembre 2008 ! Il reste que les marchés actions plafonnent depuis 1 mois probablement dans l'attente d'une remontée de l'emploi, nécessaire pour croire à la pérennité de la reprise. La configuration essentiellement keynésienne du chômage conforte notre optimisme de court terme. En outre, le plafonnement des indices masque la progression des défensives, dont l'heure est enfin arrivée.

• **Dubaï n'entraîne pas de remontée significative de l'aversion au risque. Le plafonnement des actions serait attribuable au divorce entreprises-ménages et n'est pas inquiétant, car une reprise, même technique, est créatrice d'emplois.**

LE PLAFONNEMENT DES INDICES N'EST PAS INQUIÉTANT 1/12/09



LE DIVORCE ENTREPRISES-MENAGES N'EST PAS DURABLE 1/12/09

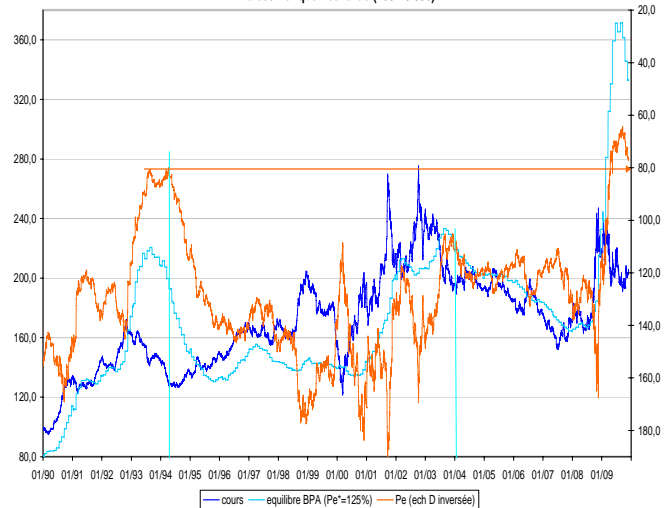


Dubaï n'est pas Lehman Brothers ! Comme en témoignent la faiblesse du dollar ou la résistance du pétrole, l'aversion au risque n'a pas ou peu augmenté depuis le 25 novembre. Il reste que les marchés actions plafonnent depuis un mois, le S&P sur 1 100 et le Cac sur 3 800, alors que les fondamentaux, le consensus de résultats actualisé au taux corporate, plaident pour la poursuite du rally. Les craintes sur l'épilogue de la crise nous semblent hors de cause : se savoir mortel empêche rarement de vivre ! Le manque d'enthousiasme des gérants pourrait s'expliquer par le souci de préserver les performances... de 2010. L'inertie de l'emploi et le divorce entre les entreprises et les ménages offrent en tout cas un prétexte solide et consensuel, tant il est difficile de croire en la pérennité d'une reprise, qui ne serait pas créatrice d'emplois. De fait, le plafonnement des indices remonte à la fin octobre et coïncide avec l'annonce d'une rechute du moral des ménages

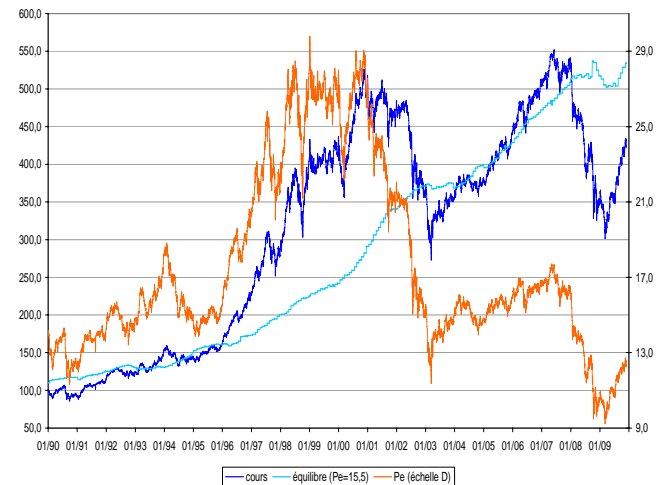
américains, qui illustre le divorce croissant depuis l'été entre les entreprises et les ménages. L'endogénéité de l'emploi est à la fois une bonne et une mauvaise chose. Elle nous assure du relais des stocks par l'emploi et, par conséquent de la prolongation de la reprise technique au moins jusqu'au printemps. En revanche, elle n'offre aucune assurance sur la durabilité de la reprise, comme 1994 l'avait démontré. Notre optimisme, de court terme, se nourrit notamment de la chute récente des entrées chômage aux Etats-Unis, étroitement corrélées aux difficultés des Américains à trouver un emploi, et du redressement des « commandes finales » de l'indice ISM, qui augure de sa remontée en décembre.

• **La revanche des défensives sur les cycliques**

Zone euro : Défensives/Cycliques indices Banque Leonardo (100=1/1/90)



Zone euro : Défensives (non cycliques) Indices Banque Leonardo (100=1/1/90)



Le plafonnement des indices recoupe des disparités sectorielles marquées liées au cycle économique : les financières reculent, les cycliques plafonnent et les défensives (hors « utilities ») progressent. C'était une évidence compte tenu de leur sous-évaluation (Pe de 12,2 contre 15,5 normalement) et du calendrier. Boudées pendant la récession, elles devaient profiter de la reprise à la différence de 2001-2003 mais comme en 1993-1994. FC

Les opinions émises dans ce document n'engagent pas la responsabilité de la Banque Leonardo.