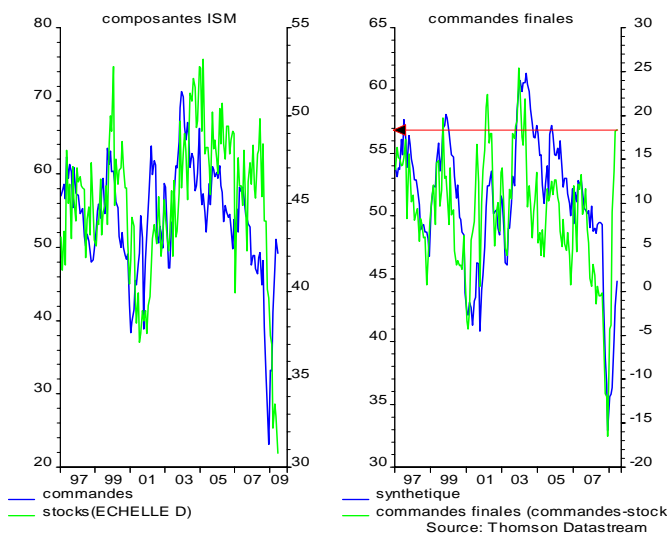
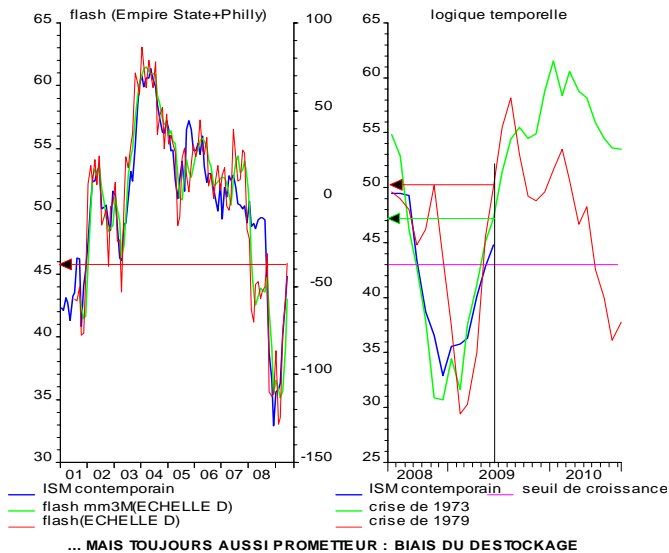


Malgré les apparences, l'ISM et l'emploi de juin préservent toutes les chances de reprise et de rally

Même si à 44,8, l'indice des directeurs d'achat américain signale que les Etats-Unis ont tourné la page de la récession en juin (l'économie croît au-dessus de 43,5), le chiffre peut décevoir en étant en dehors de la plage observée en 1974 ou en 1980 à ce stade de la reprise. La faute en revient au déstockage, qui n'est pas terminé et qui continue de peser sur l'indice composite, masquant le dynamisme des commandes, et sur l'emploi, qui est une variable endogène. Quant à l'emploi, la décélération des salaires et la remontée des heures supplémentaires dans l'industrie sont de bon augure. Les chances de reprise restent intactes tant que la demande est stabilisée.

• ISM de juin : moins bon en apparence qu'espéré, mais toujours prometteur dans ses composantes

ISM DE JUIN PLUS FAIBLE QU'ATTENDU & ESPERE... 2/7/09



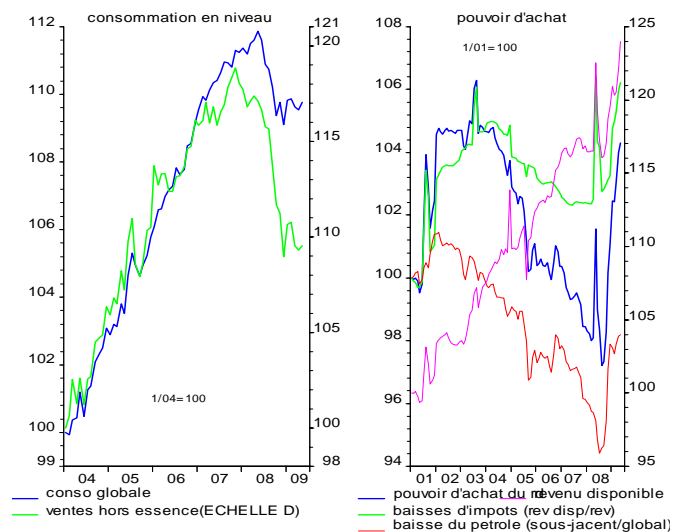
Mercredi 1^{er} juillet 16 heures : la déception était au rendez-vous avec un ISM manufacturier à seulement 44,8, contre 45,9 attendu après les indices de New York et de Philadelphie publiés à la mi-juin et un intervalle compris entre 47 et 50,5 correspondant au profil temporel observé dans des chocs similaires. En réalité, les composantes de l'indice restent très prometteuses : les commandes résistent autour de 50 (49,2), tandis que les stocks continuent de baisser malgré leur bas niveau (30,8). Le déstockage est comparable à celui observé dans les 2 chocs pétroliers des années 70 et lors du « double dip » en 1982. Ce n'est pas une surprise : les dernières statistiques montraient un ajustement encore imparfait des stocks en avril avec un ratio de 1,43 contre 1,35 visé.

• La stabilisation de la demande (consommation, biens d'équipement, immobilier) garantit la reprise technique

Ce retard dans le calendrier ne remet pas en cause le principe, ni l'ampleur de la reprise technique aussi longtemps que la demande résiste. La part de la demande satisfaite aujourd'hui en puisant dans les stocks devra être produite demain une fois les

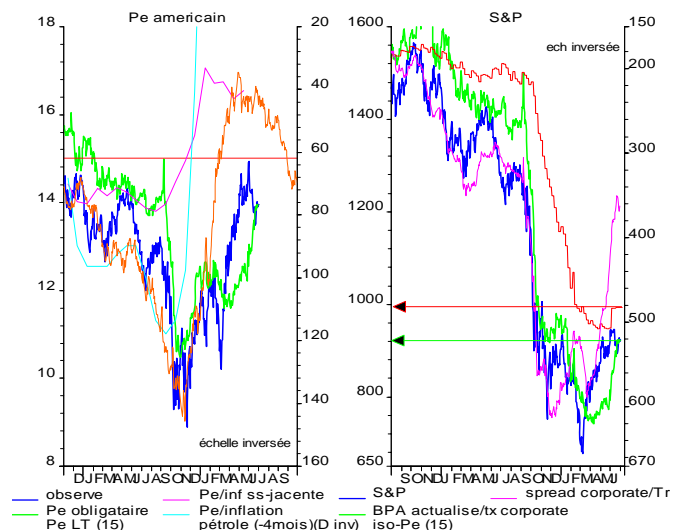
stocks ajustés à leur niveau désiré. Sauf si dans l'intervalle la demande continue de baisser et comble le gap actuel avec la production. Or, la consommation américaine résiste malgré la hausse du chômage. Baisse de l'essence et baisse des impôts se sont relayées depuis août 2008 pour augmenter le pouvoir d'achat des ménages de 7,3 % et leur revenu disponible réel de 6,8 %, leur permettant de reconstituer leur épargne (le taux remonte de 0,8 % à 6,9 % en mai) sans sacrifier leur consommation. Ajoutons que l'investissement résidentiel et l'investissement productif sont aussi en passe de se stabiliser.

LA CONSOMMATION AMERICAINE EST STABILISEE 2/7/09



• Marchés actions : changement de moteur, de vitesse, mais pas de direction

S&P 2/7/09



Nous n'attribuons pas la consolidation des marchés depuis 2 mois à une quelconque inquiétude sur la reprise, mais plutôt au passage de relais du Pe au consensus. De fait, l'aversion au risque continue de reculer quelle que soit sa mesure : spread corporate-Treasuries, indices iTraxx, CDS bancaires américains ou volatilité des actions (Vix). Désormais, le Pe actions, qui est remonté au départ dans le vide ou presque, est solidement ancré sur le Pe obligataire privé. Pour remonter, le consensus IBES, qui est stabilisé, a seulement besoin de l'ISM ! FC