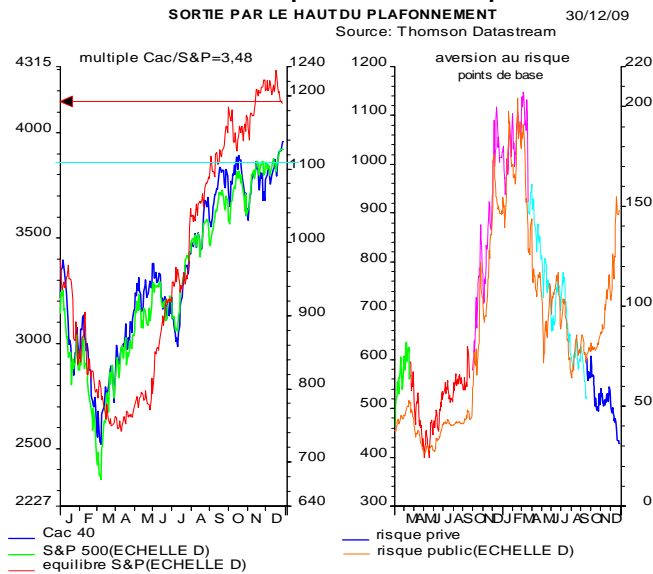


2010, 1^{ère} partie : Passeport pour 4 250 sur le Cac

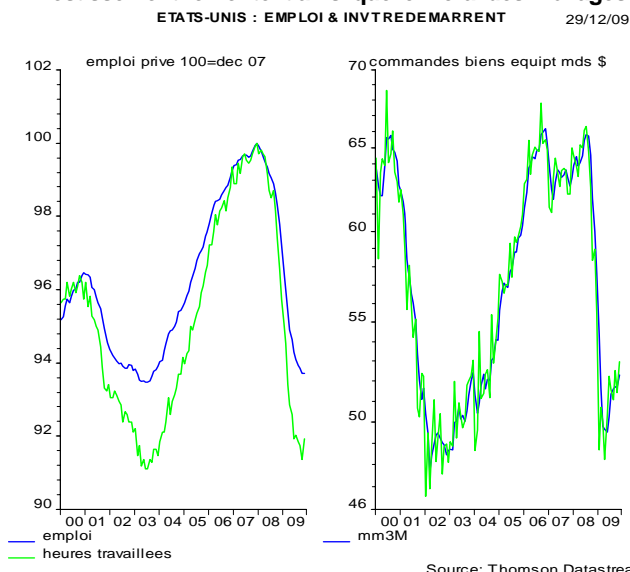
Assimiler la hausse des actions des derniers jours à un rally de fin d'année serait une erreur. En réalité, les marchés sont sortis par le haut d'une consolidation qui durait depuis 2 mois signifiant la poursuite ou la reprise du rally. Inquiets depuis la rechute du Conference Board en octobre, les investisseurs s'interrogeaient sur la pérennité d'une reprise sans les ménages. L'emploi de novembre, le Michigan de décembre et la baisse continue des entrées hebdomadaires au chômage les ont manifestement rassurés. Provisoirement, c'est-à-dire pour un semestre, car la remontée de l'emploi n'est pas, contrairement à l'idée reçue, un gage de pérennité ou d'autonomie de la reprise (cf. 1994). Dans la terminologie keynésienne, l'emploi est un accélérateur et non un multiplicateur !

• Les actions sortent du plafonnement par le haut : les investisseurs croient à la « pérennité » de la reprise



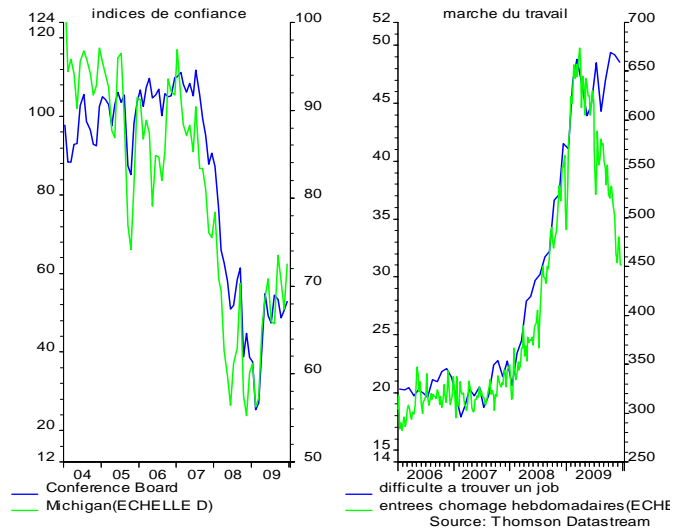
On ne casse pas une résistance de 2 à 4 mois, soit 3 850 sur le Cac et 1 110 sur le S&P, simplement à la faveur du traditionnel rally de fin d'année. D'autant que simultanément, le pétrole et les taux longs remontent et le dollar baisse, traduisant la confiance des marchés dans la reprise. En outre, l'aversion au risque privé est tombée à ses plus bas niveaux depuis le printemps 2008, soit 435 pts de base pour l'indice européen iTraxx-crossover, moins de 20 % pour le Vix et 260 pts de base sur le spread « corporate-Treasuries ». Enfin, le temps aidant, la sous-évaluation du S&P a culminé à 11,3 % le 17 décembre. L'équilibre se situant d'ores et déjà respectivement à 1 190 et 4 150, un objectif à 4 250, le niveau qui prévalait avant la faillite de Lehman, n'est ni irréaliste, ni ambitieux. Surtout, c'est dans les frémissements de l'emploi et de l'investissement que les actions ont trouvé l'énergie de se déplaçonner.

• L'essai de la reprise technique transformé : l'emploi et l'investissement remontent ainsi que le moral des ménages



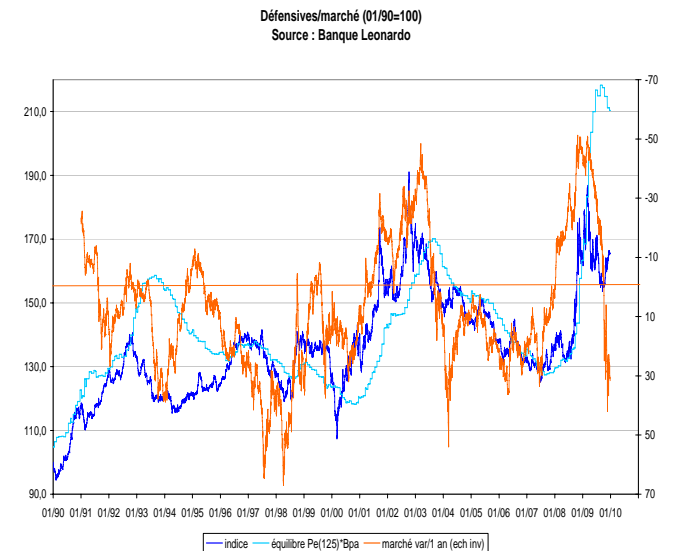
Les remontées de l'emploi, via les heures travaillées, et de l'investissement, via les commandes de biens d'équipement,

REMONTÉE DU MORAL DES MENAGES AVEC L'EMPLOI 29/12/09



montrent que l'essai de la reprise technique est en passe d'être transformé en vraie reprise. La remontée timide du moral des ménages sur fond de baisse continue des entrées chômage est de nature à rassurer les marchés sur la pérennité de la reprise. En réalité, la reprise est seulement prolongée, car l'emploi est une variable endogène et non exogène (à la différence du taux d'épargne, de la richesse, des taux d'intérêt...).

• Préférence pour les défensives et les cycliques industrielles sur les cycliques de consommation et les banques



Bien que la hausse des marchés doive se poursuivre, nous réitérons notre préférence pour les valeurs défensives. L'ambiguïté de la reprise, qui manque de supports solides, n'est pas la seule raison. A la différence des cycliques ou des banques, les défensives sont encore sous-évaluées ne cotant que 13,1x les résultats futurs contre un niveau normal de 15,5. La contreperformance des défensives dans la récession et dans la baisse des marchés contraste avec le début des années 2000 et rappelle au contraire le début des années 90. L'épilogue devrait être le même : les défensives surperformeront paradoxalement dans la hausse ! FC