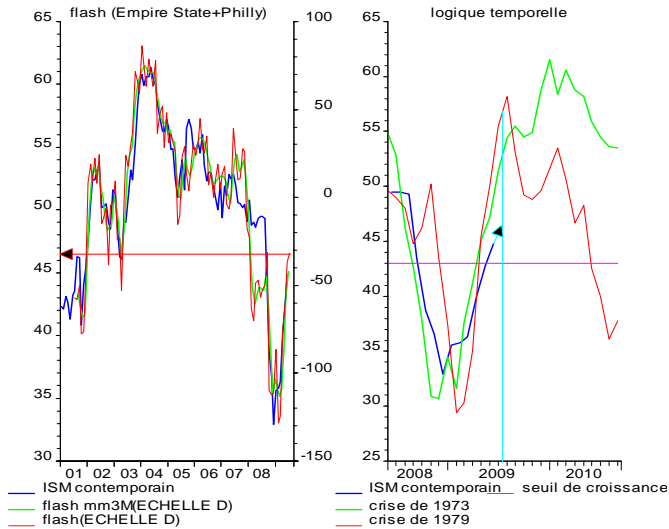


**Prolongation de la pause : déception sur le calendrier de la reprise plutôt que doute sur le principe**

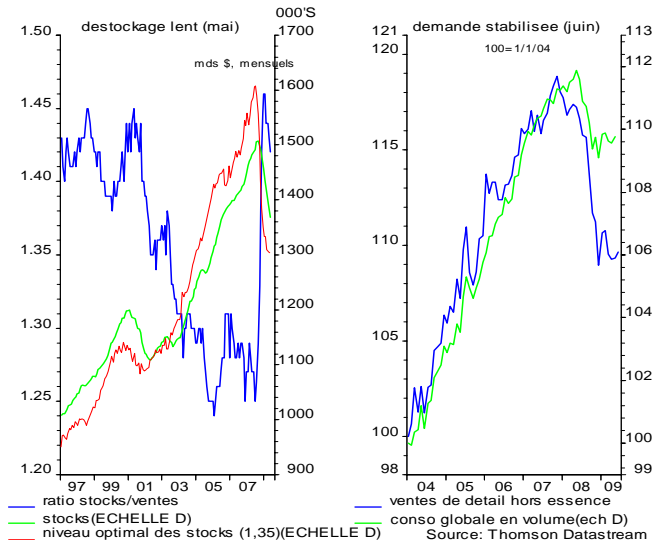
La surréaction baissière de la production par rapport à la demande est révélatrice d'un violent déstockage motivé par la chute durable des ventes et le credit crunch et appelle une reprise technique du seul fait de l'arrêt du déstockage, sous réserve que la demande soit stabilisée, ce qui est le cas. Ainsi, notre pessimisme à moyen terme à cause du surendettement des ménages américains et de la disparition de l'effet de levier qui dopa la croissance des 25 dernières années est compatible avec un certain optimisme à court terme. Les indices de New York et de Philadelphie confirment cependant le retard de la reprise en annonçant le prochain ISM à 46,3 et augurent probablement d'une prolongation de la pause après la correction récente de la sous-évaluation des actions.

**• La lenteur du déstockage industriel explique le retard de la reprise technique : ISM de juillet attendu en hausse à 46,3**

ISM DE JUILLET ATTENDU A 46,5 16/7/09



LES CHANCES DE REPRISE TECHNIQUE SONT INTACTES 20/7/09

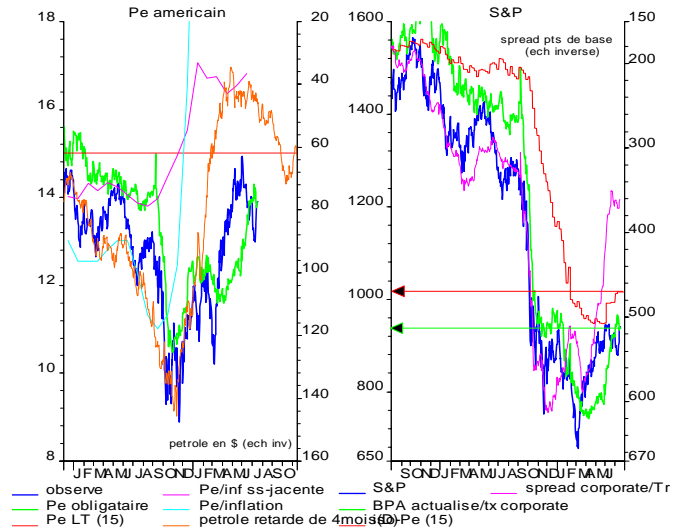


La publication la semaine dernière des indices des Fed de New York et de Philadelphie lève le voile sur l'ISM de juillet attendu le 3 août. Il devrait ressortir en hausse de 1,5 point à 46,3, associé à une croissance de l'économie américaine de 0,7 %. A défaut de surprendre, cette estimation déçoit, puisqu'à ce stade de la reprise l'ISM aurait dû largement dépasser 50. L'explication est simple et devrait être confirmée dans 15 jours par la structure de l'indice : le déstockage est plus lent qu'espéré. S'il est achevé dans le commerce de détail, où le ratio stocks/ventes est retombé de 1,62 à 1,50 (là où nous situons l'équilibre à 1,55), il reste insuffisant pour l'économie tout entière (incluant l'industrie, le commerce de détail ne représente que 31,5 % des ventes): le ratio stocks/ventes global ressortait en mai à 1,42 contre un plus haut à 1,46 en début d'année et une cible à 1,35. Plus le temps passe et plus le risque augmente de voir le gap actuel entre la production et la demande actuellement satisfait par le déstockage se combler sous l'effet du chômage par une baisse de la demande plutôt que par une remontée de la production. La stabilisation des ventes de

détail (hors essence), confirmée en juin, est donc essentielle.

**• Le S&P est correctement évalué entre 940 et 1 020**

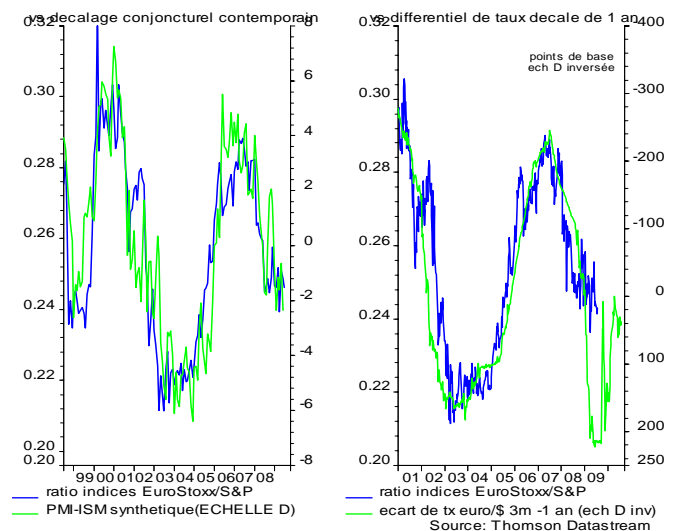
S&P 20/7/09



L'idée selon laquelle les marchés ont été trop vite et trop loin n'est pas juste. A comportement identique à la hausse comme à la baisse, le S&P aurait dû dans le sillage du spread corporate/Treasuries remonter à 1 200 contre les 930 actuels ! Fort de la baisse des taux corporate et de la révision en hausse du consensus, le S&P devrait osciller entre 940 (consensus actualisé au tx corporate) et 1 020 (iso-Pe de long terme). En reprenant 6,1 % en 3 jours, Wall Street a simplement corrigé sa sous-évaluation.

**• Les actions européennes n'ont pas fondamentalement de raison de sous-performer leurs homologues américaines**

PERFORMANCE RELATIVE EUROPE/ETATS-UNIS 20/7/09



L'autre thèse qui voudrait que l'Europe sous-performe les Etats-Unis parce que la Fed aurait été plus que la BCE n'est pas davantage justifiée, trappe à liquidités oblige (les banques centrales échouent à convaincre les gens de s'endetter). De fait, les indices de directeurs d'achat montrent que les économies se redressent à la même vitesse. Or, la performance relative des actions est étroitement corrélée au différentiel de croissance. FC

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