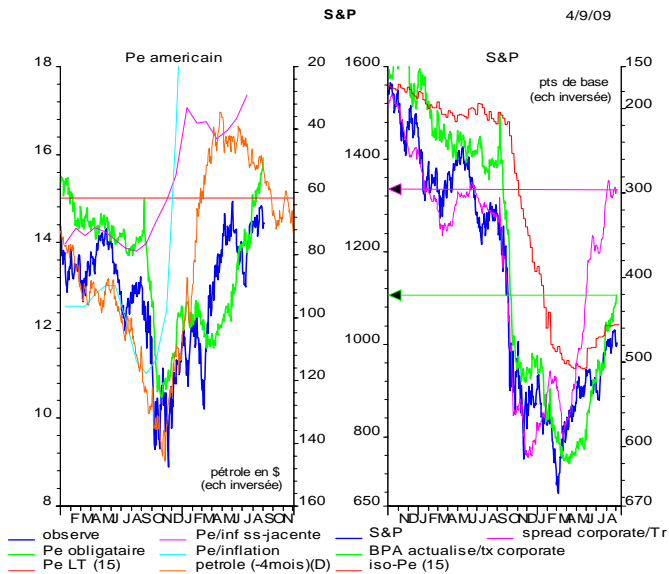


**Changement de moteur, de vitesse et de support, mais pas de tendance**

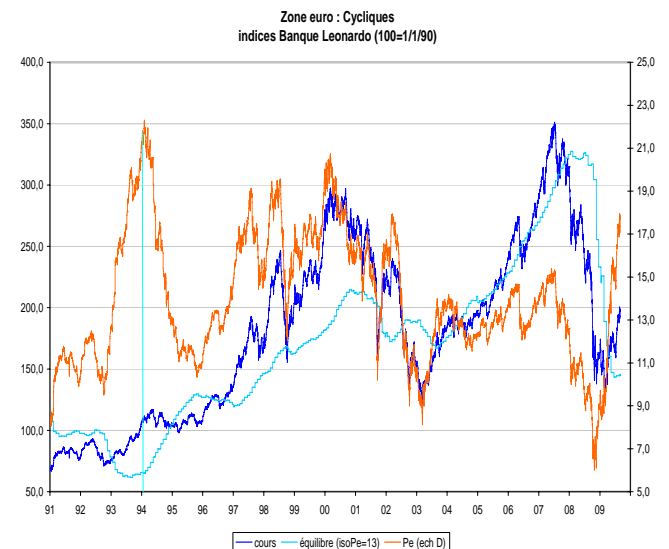
La baisse des marchés actions depuis mardi relève d'une consolidation-prise de profits après les fortes hausses de cet été, qui ont vu le Cac progresser de 16,3 % et le S&P de 11 %. La correction, qui atteint environ 4 %, n'a aucun risque de dégénérer, alors que les indices sont sagement valorisés, globalement, et que le passage de l'ISM synthétique au-dessus de 50 en août (50,6), pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2007, légitime l'augmentation du consensus. Seule concession : le rally devrait changer de moteur et de support, au détriment de la vitesse, le consensus et les défensives prenant le relais du Pe et des cycliques. Il est trop tôt pour se soucier de l'épilogue de la reprise.

- Nous restons dans un marché haussier : forte sous-évaluation des actions et augmentation attendue du consensus

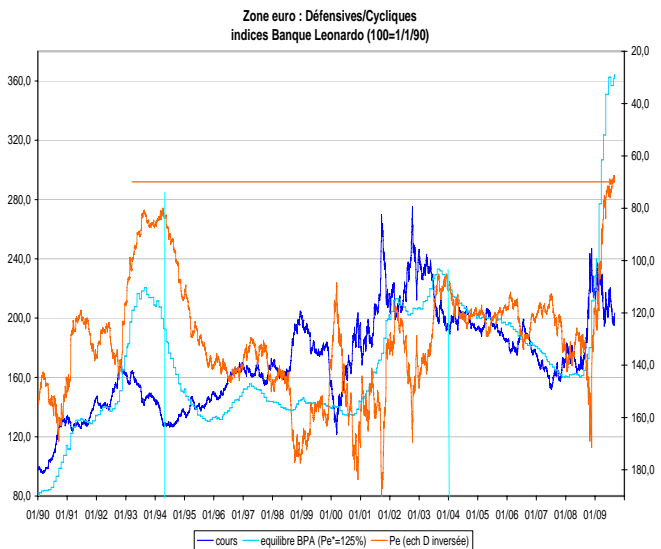
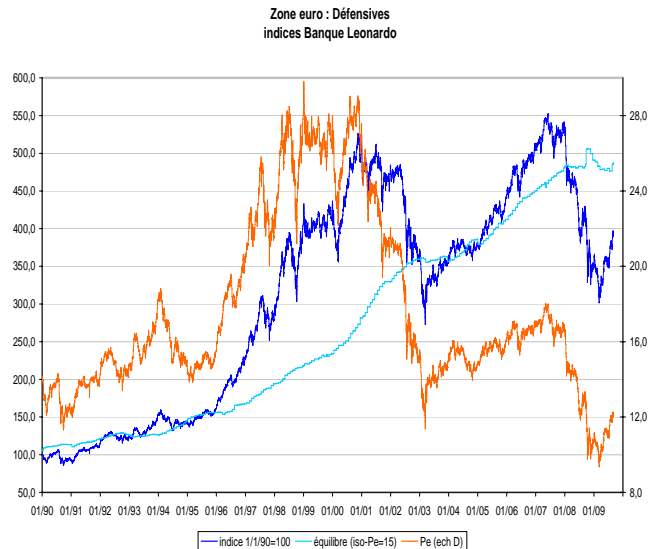


La correction des marchés a peu de risque de s'amplifier et de durer. Si le Pe américain a retrouvé il y a une semaine les niveaux qui déclenchèrent la correction de juin, la baisse des taux aidant, le S&P est aujourd'hui sous-évalué de plus de 9 % là où il était surévalué en juin de 19 %. En réalité, le S&P est autant sous-évalué qu'à la mi-juillet lorsque le rally est reparti : l'équilibre se situe désormais à 1 105. Du côté de la croissance et des profits, l'indice ISM manufacturier d'août a dépassé nos espérances à 52,9, comme le voulait l'analogie avec les chocs de 1973 et de 1979. En outre, l'ascension continue des commandes finales n'indique pas de plafonnement imminent de l'indice global. Enfin, l'absence de décalage conjoncturel entre l'Europe et les Etats-Unis légitime le parallélisme des places.

- La reprise de l'économie devrait amener les investisseurs à arbitrer les cycliques au profit des défensives !



L'absence d'excès au niveau global masque des excès sectoriels coutumiers. On peut utilement se référer à la récession de 1993 et à la reprise de 1994 plutôt qu'à la période 2001-2003, où le cycle



économique et boursier avait été perturbé par l'Irak. Anticipant la reprise à partir de mars, les investisseurs ont privilégié les financières et les cycliques au détriment des défensives. Il en résulte un renchérissement substantiel des premières, tandis que les secondes sont historiquement bon marché. Ainsi, les valeurs cycliques se sont payées jusqu'à 17,9x les résultats futurs contre un Pe de long terme de 13 et, parmi elles, les cycliques de consommation (automobile, cles aériennes, distribution spécialisée...) 22,8x, les cycliques industrielles (dont bâtiment, matériaux de construction...) 15,3 et les banques 14,3 (contre 11 sur le long terme). On était monté à 22x fin 1993 à la veille de la reprise. En revanche, les valeurs défensives (agroalimentaire, boissons, pharmacie, distribution alimentaire, télécoms, utilities...) ne cotent que 12x les profits attendus contre 15 normalement. Si on retient la leçon de 1994, la disgrâce des défensives (non cycliques) prendra fin avec la reprise et la remontée des profits des cycliques. Les cycliques plafonneront alors que les défensives se redresseront, disposant d'un potentiel d'au moins 25 % (15/12). Nous ne sommes plus très loin du point de retournement, les profits des cycliques s'étant stabilisés. FC

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