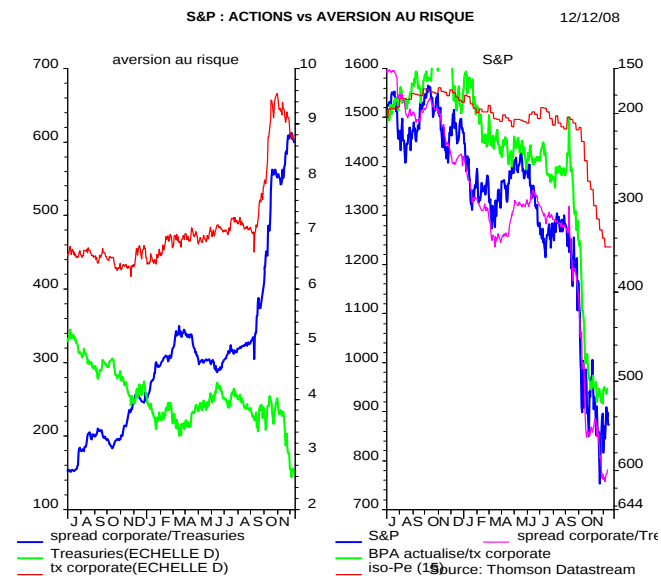


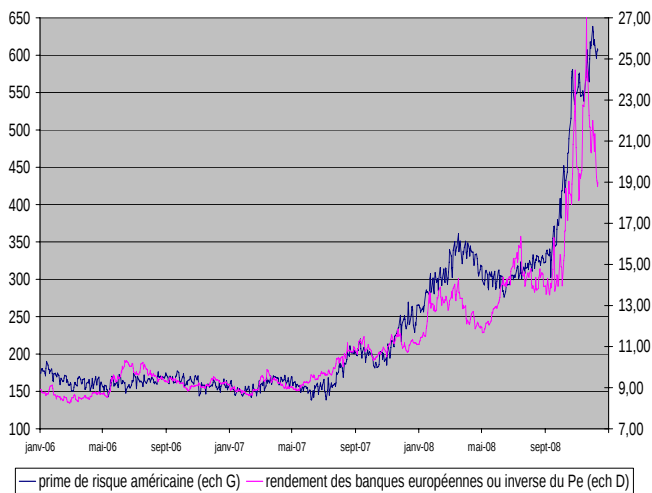
Actions : les chances de rebond dès 2009

La dégradation continue du sentiment économique, moyenne pondérée du climat des affaires et du moral des ménages, la persistance d'une volatilité historique sur les actions autour de 60 %, une prime également historique sur l'or - seule matière première à ne pas chuter -, des spreads de taux anormalement élevés sur les obligations privées et sur le marché interbancaire pourraient être autant d'arguments pour continuer de fuir les actions. En réalité, le passé, 1993 en Europe ou 1995 aux Etats-Unis, révèle que les actions remontent de 6 mois à 1 an avant l'économie souvent par contagion avec les obligations, grâce à la baisse des taux longs induite par la récession. C'est notre scénario pour 2009 avec toujours le pétrole dans le rôle des taux longs.

• Stabilisation des actions : remontée des Pe obligataires et des Pe bancaires



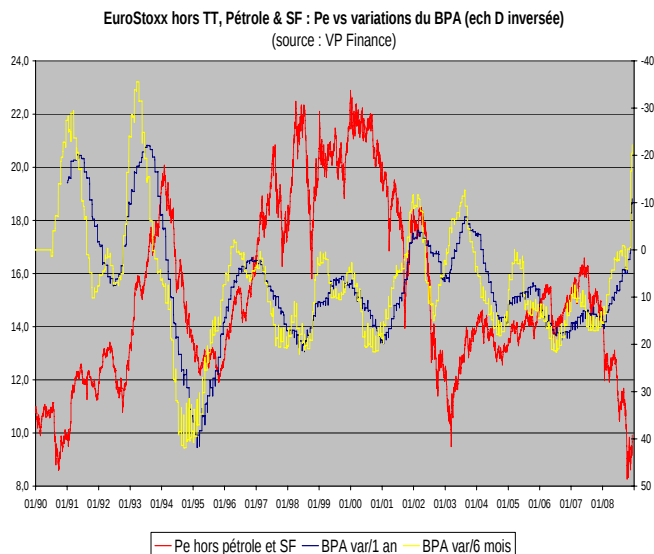
prime de risque corporate/Treasuries
(source VP Finance)



L'avalanche de mauvaises nouvelles économiques et l'extraordinaire volatilité des actions masquent la quasi stabilisation des indices depuis deux mois, du Cac 40 autour de 3 250 et du S&P à 875. De fait, les actions ont correctement absorbé la confirmation de la récession par les indices de directeurs d'achat et le sauvetage de Citigroup le 23 novembre. La stabilisation des actions est confirmée par la remontée des Pe obligataires privés et des Pe bancaires. Si l'aversion au risque, appréhendée par le différentiel de taux « corporate/Treasuries », continue d'augmenter, c'est uniquement depuis novembre parce que le taux des emprunts d'Etat baisse beaucoup plus vite que celui des obligations privées, 140 points contre 80. Mais la baisse absolue des taux privés est plus importante que leur baisse relative. En neutralisant la baisse du BPA américain, elle contribue à stabiliser la valeur d'équilibre du S&P autour de 940. Le redressement du Pe des valeurs bancaires depuis le sauvetage

de Citigroup, de 3,7 à 5,3 pour les banques de la zone euro, plaide aussi pour une stabilisation des actions compte tenu de l'étroite corrélation entre l'aversion au risque et le rendement des banques depuis un an et demi.

• Les actions sont restées valorisées en haut de cycle alors que les profits ont baissé

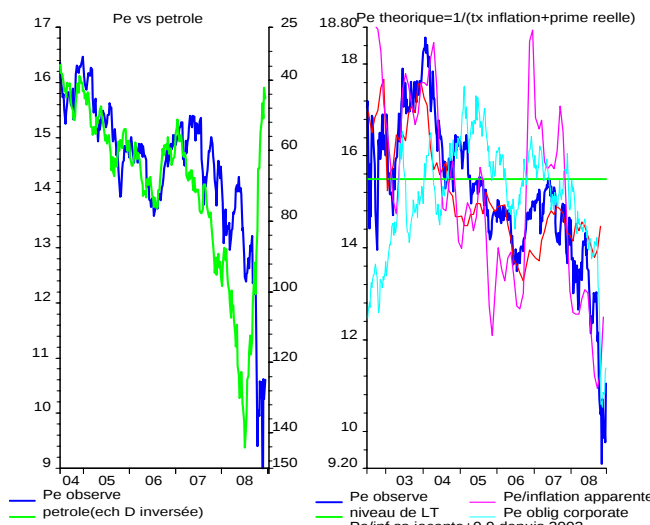


Nous avons déjà prouvé la surréaction baissière des actions en montrant qu'elles rapportaient sur 15 ans autant que les emprunts d'Etat en étant 4 fois plus risquées, ce qui est profondément anormal et sera corrigé. On peut pareillement s'étonner que les Pe soient restés aussi bas, hors sociétés financières et compagnies pétrolières pour éviter les biais, alors que les profits viennent d'être révisés en forte baisse. Le graphique ci-dessus confirme la rupture de la relation inverse comme en 2000 dans un sens et en 2003 dans l'autre sens.

• Dividendes attendus de la baisse du pétrole

RELATION INVERSE Pe (S&P)-PETROLE

12/12/08



Reste le catalyseur de la remontée des Pe, traditionnellement dévolu aux taux longs. Nous restons convaincus que le pétrole joue aujourd'hui ce rôle. FC