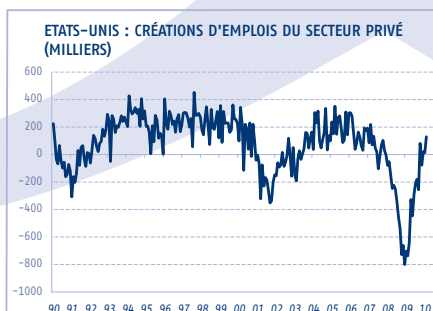


NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE



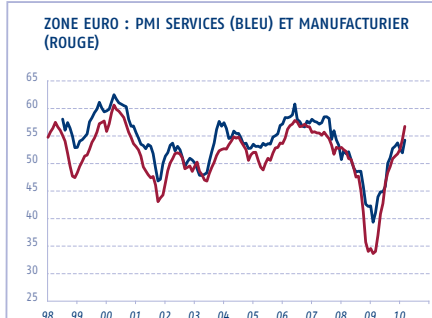
ÉTATS-UNIS

> **Scénario** : L'économie américaine est sortie de récession au troisième trimestre 2009. La croissance repose d'abord sur une normalisation du comportement des entreprises, avant que ne se mettent en place des cercles vertueux avec le retour des créations d'emplois. Hors choc exogène, la reprise devrait être pérenne.

> Évolution récente :

- Les indices ISM sont en nette hausse au mois de mars. Le manufacturier progresse encore à des niveaux élevés, et celui du secteur non manufacturier, un peu atone à l'automne 2009, est depuis en progression marquée.
- La consommation des ménages reste solide, avec une croissance de 0,3 % en volume au mois de février. Après un mauvais mois, les ventes de voitures ont nettement rebondi en mars.
- Après la correction du mois de janvier, les commandes de biens d'investissement sont reparties à la hausse.
- Les statistiques concernant le secteur résidentiel et la construction non résidentielle demeurent mauvaises. Seuls les prix restent bien orientés avec une progression de 0,3 % sur le mois de janvier.

> **A surveiller** : L'embauche de près d'un million de travailleurs temporaires par le gouvernement pour le recensement va perturber la lecture des chiffres de créations d'emplois. 48 000 embauches ont été réalisées en mars mais l'essentiel du mouvement interviendra d'ici juin. Il faudra donc regarder en priorité les chiffres du secteur privé qui s'orientent d'ailleurs pour le mieux : janvier et février ont été revus pour montrer des créations d'emplois et 123 000 emplois ont été créés en mars. Le taux de chômage est stable à 9,7 %.



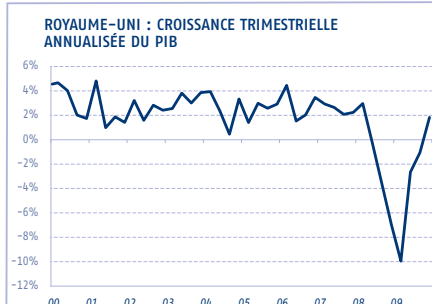
ZONE EURO

> **Scénario** : La sortie de récession, jusqu'ici plus lente qu'ailleurs dans le monde, semble s'accélérer. La demande extérieure devrait soutenir l'activité avant que la demande domestique ne s'améliore.

> Évolution récente :

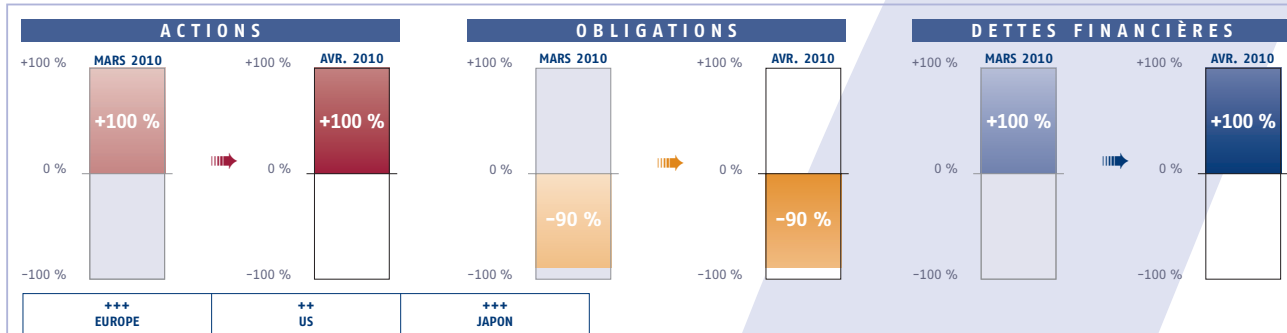
- Les indices d'activité ont nettement progressé au mois de mars. Les indices du secteur manufacturier en Espagne et en Irlande sont notamment repassés en zone d'expansion.
- Les chiffres de production industrielle des derniers mois ont été revus et montrent maintenant une progression de 3,4 % d'octobre à janvier.
- Les chiffres de l'emploi continuent d'afficher une certaine dichotomie entre l'Allemagne, où le chômage baisse, et le reste de la zone euro où le taux de chômage vient d'atteindre 10,0 %.
- En février, les chiffres de crédit aux ménages ont poursuivi leur croissance. Après une baisse de 3,9 % sur un an, les crédits aux entreprises ont rebondi.

> **A surveiller** : La consommation des ménages français n'a pas baissé durant la récession, résistance qui va au-delà du seul secteur automobile. La prime à la casse, soutien des ventes de voitures, ayant baissé depuis fin décembre, les immatriculations sont en baisse de 14 % sur le trimestre mais elles ont rebondi en mars. Au-delà, la consommation devrait rester bien orientée, notamment si le taux d'épargne des ménages, monté à 16,9 % au troisième trimestre 2009 retrouve son niveau moyen des dix dernières années autour de 15,5 %.



ROYAUME-UNI

La croissance de l'économie britannique au quatrième trimestre a été revue en hausse à 1,8 % en rythme annualisé contre 0,4 % en première estimation. D'autres indicateurs confirment ce mouvement d'amélioration : les indices PMI sont revenus sur des niveaux élevés, et le nombre de demandeurs d'allocations chômage est maintenant en baisse. A l'inverse de la majorité des autres pays développés, l'inflation progresse du fait de la baisse de la livre et du retour de la TVA à son niveau normal.



Dans ce contexte de reprise économique, nous restons favorables aux actions et au crédit.

Niveau à la rédaction (12/04/10) CAC 40 à 4050, taux OAT 10 ans 3,46 % - Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

LES ACTIONS ÉMERGENTES : UNE CLASSE D'ACTIFS INCONTOURNABLE. MAIS FAUT-IL RENFORCER AUJOURD'HUI SES POSITIONS ?



Les actions émergentes ont réalisé une hausse spectaculaire en 2009. L'investisseur peut légitimement s'interroger sur la pertinence d'initier voire de renforcer aujourd'hui une position.

A l'occasion de sa venue à Paris, James Donald, Associé-Gérant, responsable des Actions Emergentes chez Lazard Asset Management, vous fait part de son analyse et de la politique de gestion mise en œuvre dans le fonds *Objectif Actions Emergentes*.

Pouvez-vous rapidement nous présenter votre activité ?

La gestion des actions émergentes a démarré chez Lazard en 1994 et représente aujourd'hui 25 milliards de dollars sous gestion, sous forme de fonds ouverts et dédiés. Je dirige l'activité avec 5 analystes-gestionnaires à New-York. Nous travaillons en collaboration étroite avec les 3 équipes de Lazard spécialisées sur les autres classes d'actifs pays émergents, ainsi qu'avec la plate-forme mondiale de recherche du groupe (60 analystes buy-side au total).

Que peut-on dire de vos performances ?

Je tiens à souligner que la stabilité et la qualité des équipes, ainsi que la pérennité du processus de gestion, se reflètent dans le Track-Record de la stratégie. Depuis 1994, date de création du fonds ouvert, sa performance annualisée est de +9,0 % à comparer à l'indice MSCI Emerging Markets de +6,1 %. Sur 5 ans, cette stratégie affiche un alpha de 3,4 %, un bêta de 0,9, une volatilité inférieure à celle de l'indice et une Tracking-Error de 5,9 %.

Qu'est-ce qui différencie votre gestion ?

Notre philosophie se caractérise et se différencie par une approche purement stock-picking centrée sur la rentabilité, mesurée par le ROE, et l'évaluation des entreprises avec un objectif de surperformer

l'indice sur un cycle de marché (5 à 7 ans) en réalisant une performance régulière.

Comment, à partir d'un univers initial de 1 700 titres, aboutissez-vous à un choix concentré autour de 80 titres ?

Notre sélection de titres s'effectue en 4 étapes : 1) la sélection quantitative à partir d'une base de données interne, 2) la validation comptable, 3) l'analyse fondamentale (pérennité de la rentabilité, analyse des catalyseurs potentiels et détermination du « prix cible » après analyse), 4) la construction du portefeuille (évaluation du risque déterminant la viabilité du titre). Lors de cette dernière étape, une notation rigoureuse est réalisée pour chaque société sur les différents risques (politique, macro-économique, et plus particulièrement risque de gouvernance), aboutissant à une décote conforée au prix cible.

Présentez-nous le portefeuille Objectif Actions Emergentes...

Les principaux poids sont, par résultante du choix de titres, le Brésil (20 %), l'Afrique du Sud (15 %) et la Corée du Sud (10 %). L'Asie est sous-représentée en raison notamment du faible poids de la Chine (seulement 2 % du portefeuille), dont la rentabilité est jugée souvent faible et sacrifiée à la croissance. L'Europe de l'Est hors Russie est absente du fonds *Objectif Actions Emergentes* en raison d'une valorisation estimée excessive.

...et ses récentes évolutions.

Sur les derniers mois, nous avons réduit l'exposition cyclique du portefeuille (industries, énergie, matériaux de base) au profit de secteurs moins cycliques tels que la consommation et la technologie. Avec un PER de 13,3 contre 19,6 pour le MSCI Emerging Markets et un ROE de 20,4 contre 10,2, le portefeuille affiche un couple rentabilité/évaluation particulièrement élevé.

Recommandez-vous d'investir aujourd'hui sur les actions émergentes ?

Nous pensons que les marchés émergents, de plus en plus importants dans la contribution à la croissance mondiale, devraient dans les années à venir surperformer les bourses des pays développés. Une exposition sur ces pays au sein d'un portefeuille actions nous paraît donc incontournable.

Et sur un plan plus conjoncturel ?

En dépit d'une rentabilité supérieure des pays émergents, l'écart de valorisation avec les pays développés s'est en partie résorbé ces derniers mois. Par conséquent, plutôt que d'initier un investissement massif aujourd'hui sur la classe d'actifs, nous recommandons de s'exposer graduellement.

De neutre actuellement vous passez donc positif à moyen/long terme.

L'historique probant de la performance boursière, le rôle prépondérant des pays émergents dans l'économie mondiale (Chine), l'appréciation attendue des devises ainsi que les flux d'investissements croissants sur la zone (fonds de pension européens et japonais notamment), sont autant de facteurs favorables au renforcement de cette classe d'actifs. S'il n'y a pas d'urgence à investir aujourd'hui, nous croyons au potentiel de performance de la classe d'actifs à horizon de 3 à 5 ans.