

NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : INDICES ISM MANUFACTURIER (BLEU)
ET NON-MANUFACTURIER (ROUGE)



ÉTATS-UNIS

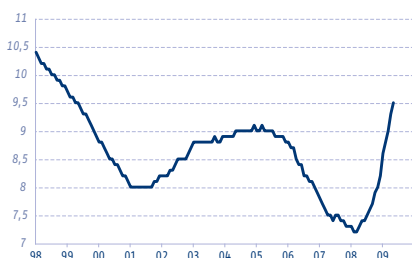
> **Scénario :** Après une crise d'une violence inédite, la reprise se met en place progressivement. Le PIB devrait progresser dès le troisième trimestre. A une phase où l'activité est soutenue par le plan de relance devrait succéder une croissance plus naturelle d'ici quelques mois.

> Évolution récente :

- Les indices ISM restent orientés à la hausse. Si l'on observe un léger tassement de la composante nouvelles commandes de l'ISM manufacturier, l'indice non-manufacturier est nettement mieux orienté.
- La consommation des ménages a rebondi au mois de mai de 0,2 %. Le glissement annuel des prix à la consommation est en territoire nettement négatif (-1,3 %).
- Les destructions d'emplois ont augmenté au mois de juin en partie à cause d'éléments exceptionnels dans l'emploi public. L'augmentation est plus mesurée pour le secteur privé. Le taux de chômage est de 9,5 %.
- Les commandes industrielles progressent en mai pour le deuxième mois consécutif avec un solide rebond des commandes de biens d'investissement.
- La baisse de l'indice Case Shiller des prix de l'immobilier de 1 % au mois d'avril montre un ralentissement par rapport aux -2 % de moyenne sur les mois précédents.

> **A surveiller :** Les ventes de voitures sont stables à un niveau extrêmement bas (un peu en dessous de 10 millions d'unités en rythme annualisé) contre une moyenne entre 16 et 17 millions durant les années précédentes. Ce niveau n'est pas soutenable à terme sachant qu'environ 13 millions de véhicules vont à la casse chaque année mais le gouvernement a néanmoins décidé la mise en place d'une prime à la casse favorable aux véhicules à faible consommation. Ceci devrait permettre d'accélérer la reprise des ventes de voitures.

ZONE EURO : TAUX DE CHÔMAGE



ZONE EURO

> **Scénario :** L'économie européenne est entrée au printemps 2008 dans une récession profonde. Une amélioration progressive devrait intervenir d'ici la fin de l'année 2009.

> Évolution récente :

- Dans la zone euro, la publication avancée des indices PMI a été marquée par une bonne tenue de l'indice manufacturier et un léger recul de l'indice pour les services.
- L'augmentation du nombre de chômeurs tend à ralentir dans la majorité des pays de la zone euro. Néanmoins, le taux de chômage progresse encore et atteint 9,5 % en mai.
- Les ventes de détails sont reparties à la baisse au mois de mai (-0,4 %) mais les immatriculations progressent grâce aux nombreux plans de prime à la casse.
- M3 et sa principale contrepartie, les crédits au secteur privé, continuent de ralentir fortement.

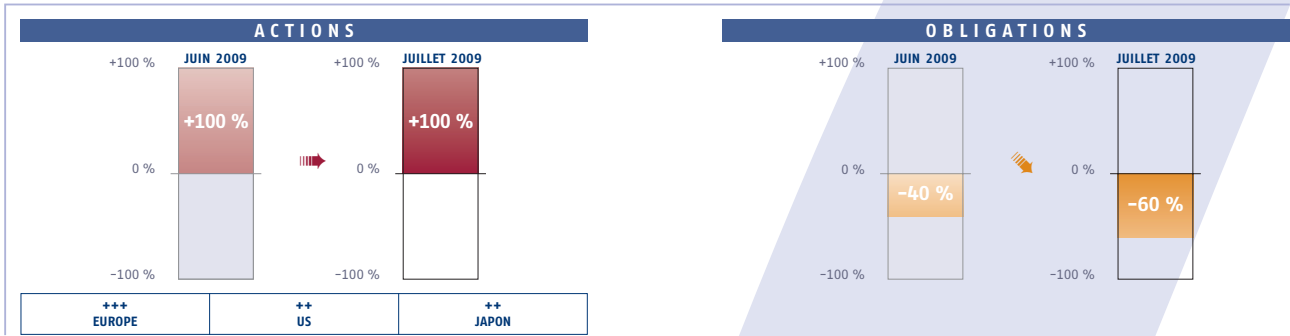
> **A surveiller :** Les chiffres de production industrielle pour le mois d'avril ont de nouveau déçu, mais ceci reste cohérent avec un scénario de déstockage massif. Il n'existe que peu d'informations sur le niveau des stocks en Europe à part une enquête auprès des entreprises. Celles du secteur manufacturier estiment encore avoir des stocks élevés mais nettement moins qu'à la fin 2008. En revanche, interrogés sur le niveau de leurs stocks, les acteurs du commerce de détail déclarent le niveau le plus bas depuis 1991.

ROYAUME-UNI : PMI SERVICES



ROYAUME-UNI

Après révision, la baisse du PIB britannique au premier trimestre est maintenant de 2,4 %, ce qui porte le recul depuis le début de la récession à près de 5 %. Le taux de chômage était de 7,2 % en avril, son plus haut niveau depuis 1997. Mais des signaux plus positifs sont apparus depuis quelques mois. Après un pic en mars, les inscriptions au chômage ralentissent nettement depuis deux mois. De plus les indices PMI auprès des directeurs d'achats ont fortement progressé et sont maintenant dans la zone d'expansion.



Nous restons favorables aux actions, car les statistiques macroéconomiques continuent de s'améliorer. La baisse des taux nous amène à renforcer notre sous-exposition.

Niveau à la rédaction (09/07/09) CAC 40 à 3015, taux OAT 10 ans 3,74 % - ↑ ↓ Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

LAZARD FRÈRES GESTION CROIT À UNE REPRISE FORTE ET DURABLE



Les mois d'octobre 2008 au printemps 2009 représentent le paroxysme de la récession actuelle, marqué par la paralysie du système financier et son impact sur les entreprises. Mais la réponse des politiques publiques, monétaires et budgétaires, a été de grande ampleur. Depuis quelques mois, un certain nombre d'indicateurs un peu partout dans le monde se sont améliorés. Dans ce contexte, Lazard Frères Gestion réaffirme sa préférence pour les actifs risqués comme les actions, la dette bancaire ou corporate. Matthieu Grouès, Associé-gérant et directeur des gestions institutionnelles, nous explique les raisons de ce positionnement qu'il recommandait déjà début 2009.

Un peu partout dans le monde, la conjoncture semble s'améliorer.

L'amélioration est particulièrement visible en Asie, moins en Europe. Aux Etats-Unis, on observe un net rebond des indices ISM, tant manufacturier que non-manufacturier. Depuis cinquante ans, une telle remontée de l'ISM manufacturier accompagne toujours une sortie de récession.

Pour autant, un rebond peut-il être durable ?

Oui, les entreprises ont fortement déstocké ; ce mouvement va s'interrompre puis s'inverser. Pareillement, le retour de leurs investissements à une certaine normale dont nous sommes très loin va soutenir la croissance. Après trois années de correction, l'investissement résidentiel devrait repartir. La consommation des ménages va également à nouveau progresser.

Devons-nous redouter un retour de l'inflation ?

Le risque inflationniste est largement surestimé. La récession a rendu des capacités de productions excédentaires, ce qui réduit à néant les pressions inflationnistes.

Le cas du Japon au début des années 2000 montre qu'une politique d'assouplissement quantitatif n'amène pas forcément d'inflation.

Le risque est-il ailleurs ?

L'impulsion fiscale est de grande ampleur, tout comme le soutien monétaire. La question du timing du débouclage de ce soutien est importante. Qu'il vienne trop tôt et une rechute est très probable. Par ailleurs, un nouvel emballement des prix de l'énergie pourrait peser à nouveau.

Dans ce contexte, quelles sont vos prévisions de marché ?

Les taux souverains devraient poursuivre leur remontée après avoir atteint des niveaux anormalement bas. Le crédit bancaire devrait encore s'apprécier. Concernant les marchés actions, les valorisations sont encore basses pour des résultats de bas de cycle.

Actions : de très bonnes performances à venir ?

En janvier, à contre courant, nous anticipions déjà une reprise économique dès le second semestre, précédée de

plusieurs mois par un rebond des marchés actions. Aujourd'hui, malgré la remontée des actions et des taux, les actions restent à des niveaux très attractifs. La marge de hausse sur cette classe d'actifs est encore importante avant que les valorisations soient tendues.

Perspectives de marchés à douze mois

- Subordonnées financières européennes :**
Objectif Crédit Fi.
- High Yield :**
Objectif Alpha Haut Rendement
- Actions :**
Objectif Actions Euro /
Objectif Alpha Euro
- Convertibles :**
Objectif Convertible Europe
- Alternatif :**
Objectif Alternatif Diversifié
- Obligations corporates :**
Objectif Rendement 5 ans
- Monétaire**
- Obligations d'Etat**