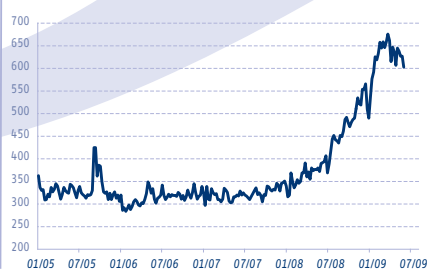


NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : INSCRIPTIONS HEBDOMADAIRES AU CHÔMAGE (MILLIERS)



ÉTATS-UNIS

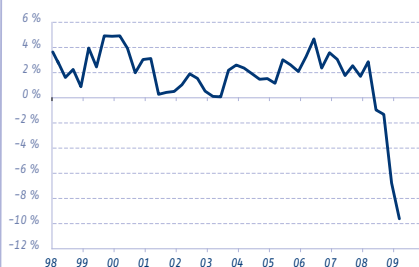
> **Scénario :** La récession est une des plus dures de l'après guerre. Elle a commencé en décembre 2007 mais ce n'est qu'à l'automne 2008 que l'activité s'est fortement contractée. Une amélioration devrait intervenir vers le milieu d'année.

> **Évolution récente :**

- L'amélioration des indices ISM se poursuit avec une plus grande rapidité pour l'indice manufacturier qui est maintenant à 42,8. La composante nouvelles commandes est maintenant supérieure à 50 en zone d'expansion. L'appréciation de l'indice non manufacturier est plus progressive.
- Les dépenses privées de construction ont progressé de 1,4 % au mois d'avril. La construction non résidentielle progresse pour le troisième mois consécutif et le résidentiel rebondit de 0,7 %.
- En avril, la consommation des ménages a reculé de 0,1 %, mais les ventes de voitures ont rebondi à 9,9 millions d'unités en rythme annualisé au mois de mai.
- Les destructions d'emplois ont été nettement moins importantes au mois de mai (338 000 dans le secteur privé) et le taux de chômage se situe maintenant à 9,4 %.

> **A surveiller :** Après avoir atteint un point haut à 674 000 fin mars, les inscriptions hebdomadaires au chômage s'inscrivent à la baisse depuis maintenant dix semaines. Elles étaient de 601 000 la semaine du 5 juin. Cette baisse de plus de 10 % en dix semaines est semblable à l'évolution observée à la fin des diverses récessions constatées depuis 1970. Ceci confirme le message de la composante nouvelles commandes de l'indice ISM manufacturier d'une sortie proche de récession.

ZONE EURO : CROISSANCE TRIMESTRIELLE ANNUALISÉE DU PIB



ZONE EURO

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

> **Évolution récente :**

- Le PIB s'est contracté de 9,7 % en rythme trimestriel annualisé au premier trimestre. Toutes les composantes sont orientées à la baisse, mais l'essentiel de la dégradation provient du recul de l'investissement et du déstockage des entreprises.
- Après une hausse hésitante au mois de mars, les indices PMI pour le secteur manufacturier et pour les services s'orientent plus nettement à la hausse.
- Après de nombreux mois de baisse, les ventes de détail ont progressé de 0,2 % en avril.
- Le taux de chômage poursuit son envolée et se situait à 9,2 % en avril, son plus haut niveau depuis 1999. En revanche, il a marginalement diminué en Allemagne, passant de 8,3 à 8,2 %.

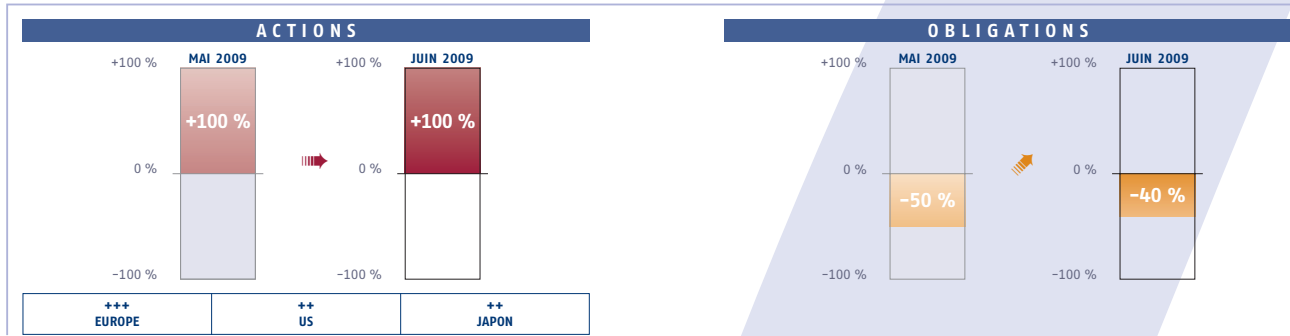
> **A surveiller :** L'Allemagne connaît une récession nettement plus violente que la plupart des autres pays de la zone euro. Le PIB y est en baisse de 6,9 % sur un an contre 3,3 % dans le reste de la zone euro. Ceci s'explique par la plus grande dépendance de l'Allemagne aux exportations, qui se sont effondrées de près de 17 % sur les deux derniers trimestres alors qu'elles représentaient près de 50 % du PIB. Une reprise de l'économie mondiale aura donc un effet particulièrement vigoureux outre-Rhin.

JAPON : TAUX DE CHÔMAGE



JAPON

Après un quatrième trimestre 2008 horrible, le PIB japonais s'est contracté de 15,2 % en rythme trimestriel annualisé au premier trimestre 2009. L'excédent commercial s'est évaporé et les entreprises ont fortement réduit leurs investissements. Le taux de chômage se situe maintenant à 5 %. Mais ici comme ailleurs, les enquêtes auprès des entreprises expriment une amélioration de la situation depuis quelques mois. L'indice PMI est revenu à son niveau de l'été 2008 et la production industrielle a rebondi de 5,2 % au mois d'avril.



Nous restons favorables aux actions, l'amélioration des statistiques macro-économiques devant permettre à la hausse de se poursuivre. Les rendements obligataires devraient remonter.

Niveau à la rédaction (12/06/09) CAC 40 à 3330, taux OAT 10 ans 3,95 % - ⬇️ Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

LANCEMENT DU FONDS « OBJECTIF RENDEMENT 5 ANS »



Benjamin Le Roux

Alexis Merville

Aujourd'hui, la volatilité des classes d'actif demeure importante. Une classe d'actifs qui semble apporter un bon compromis risque/performance est celle du crédit. La sortie de récession aux Etats-Unis est attendue pour le 3^{ème} trimestre et devrait intervenir avec retard en Europe, soit en fin d'année 2009. Le rebond économique va se traduire directement sur la santé financière des entreprises. Nous constatons encore une déconnexion entre valorisations et fondamentaux. Les prix actuels anticipent des défauts sur 5 ans d'entreprises notées «Investment grade» de l'ordre de 15 %. Ces niveaux nous paraissent excessifs au regard de la moyenne historique des taux de défaut qui se situe à 1 %. Compte tenu de nos convictions macro-économiques, d'une récession forte en cours de résorption, les rendements offerts à travers ces prix sont particulièrement intéressants. Benjamin Le Roux et Alexis Merville, co-directeurs de la gestion taux, nous font part de leur analyse et nous présentent le nouveau FCP « Objectif Rendement 5 ans ».

Est-il encore possible aujourd'hui de cristalliser un rendement intéressant ?

Depuis le début de l'année, nous observons une remontée des taux d'Etat (+0,55 %) et une forte appréciation du crédit (resserrement de 1,52 % selon l'indice Merrill Lynch). Dans ce contexte, le crédit est toujours attractif. Aujourd'hui, il est toujours possible de sélectionner un panier d'emprunts émis par des entreprises privées offrant un rendement actuariel entre 5,5 % et 6 % à échéance 5 ans avec un risque maîtrisé. Le but recherché est de sélectionner des titres dont la visibilité est suffisante pour maintenir cet investissement à terme et bénéficier ainsi du rendement actuariel à maturité.

Pourquoi cette maturité ?

Aujourd'hui, le différentiel de rendement entre maturités courtes et 5 ans est tel qu'il nous protège partiellement contre une remontée des taux, un rendement actuariel d'un indice crédit « investment

grade » de maturité 1-3 ans est à 3,72 % alors que le rendement 3-5 ans est à 4,66 % et celui à 5-7 ans s'élève à 5,31 %. Par ailleurs, sur le marché primaire, la tranche de maturité privilégiée par les émetteurs depuis le début de l'année a été celle du 4 à 7 ans, assurant sur cette tranche une liquidité de marché bien supérieure à celle des maturités inférieures.

Avec quels supports, pour quels risques ?

Le portefeuille sera composé majoritairement d'obligations privées classiques avec une diversification à hauteur de 20 % maximum sur des obligations convertibles. Pour parvenir à un rendement compris de 5,5 % et 6 %, une part du portefeuille sera investie en titres haut rendement, jusqu'à 30 % maximum.

Un investissement sécurisé au sein d'un FCP

Nous proposons un investissement obligataire avec une gestion crédit encadrée en termes de signatures, sur un horizon recommandé de 5 ans - horizon permettant

de profiter pleinement de conditions de marché attractives. Le fonds cherche à obtenir des rendements avec un couple rendement/risque optimal par le biais d'une stratégie qui consiste à conserver les obligations jusqu'au remboursement, ce qui implique une faible rotation du portefeuille. L'objectif de gestion est d'atteindre, sur la durée de placement recommandée, une performance supérieure à celle de l'indice EuroMTS 3-5 ans après déduction des frais de gestion.

Classification AMF : obligations et autres titres de créances négociables libellés en Euro
Fréquence de valorisation : quotidienne
Valeur liquidative d'origine : 1 000 euros (décimalisable)
Frais de gestion fixes : 0,70 % TTC taux maximum (sur l'actif net)
Droits d'entrée : 3 % maximum non acquis à l'OPCVM, 1 % acquis à l'OPCVM sauf dans les deux premiers mois du démarrage : pas de droits d'entrée acquis à l'OPCVM
Droits de sortie : 3 % acquis à l'OPCVM, 1 % non acquis à l'OPCVM sauf la dernière semaine du mois de juin 2014 : pas de droits de sortie acquis et non acquis à l'OPCVM.

Lazard Frères Gestion