

## NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : NOUVELLES DEMANDES D'ALLOCATIONS CHÔMAGE (MILLIERS)



### ÉTATS-UNIS

> **Scénario** : La récession est partie pour être 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** :

- Le PIB s'est contracté de 6,1 % au premier trimestre, avec une très forte contribution négative de l'investissement sous toutes ses formes et une accélération massive du déstockage. A contrario, la consommation a rebondi et le commerce extérieur contribue positivement.
- Les indices ISM poursuivent leur amélioration. L'indice manufacturier est à son plus haut niveau depuis septembre ; la composante nouvelles commandes est maintenant à 47. L'indice non-manufacturier se situe maintenant à 43,7.
- Après avoir oscillé autour de 650 000 durant plusieurs semaines, les inscriptions hebdomadaires semblent s'orienter à la baisse ce qui est conforté par le ralentissement des destructions d'emplois.
- Le glissement annuel des prix à la consommation est passé en territoire négatif au mois de mars à -0,6 %.

> **A surveiller** : Les dépenses de construction se sont stabilisées au mois de mars.

La construction privée résidentielle continue de s'effondrer avec un nouveau recul de 4,2 % sur le mois. La stabilisation des mises en chantiers et le regain de confiance des constructeurs (NAHB) constituent des signes positifs. Plus surprenant, les dépenses privées de construction non résidentielle s'adjugent 2,7 % après avoir progressé de 0,7 %. Cette bonne performance provient en grande partie du secteur manufacturier mais on observe une stabilisation pour les autres types de construction.

ZONE EURO : INDICES PMI (BLEU : MANUFACTURIER, ROUGE : SERVICES)



### ZONE EURO

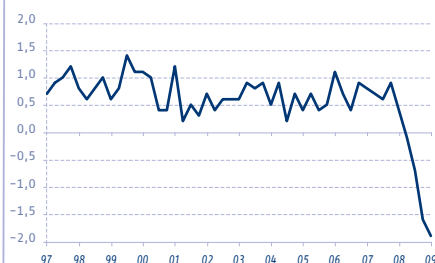
> **Scénario** : L'économie européenne est entrée au printemps 2008 dans une récession qui va être profonde. La première moitié de l'année 2009 devrait être très mauvaise avant une amélioration progressive durant la seconde moitié.

> **Évolution récente** :

- Sur la base des données disponibles pour le premier trimestre, l'économie a dû se contracter dans des proportions similaires au quatrième trimestre 2008.
- Les indices PMI ont rebondi au mois d'avril, s'éloignant du point bas de février mais le mouvement reste plus mesuré que dans d'autres régions du monde. La composante emploi est stable à un très bas niveau. Le taux de chômage progresse d'ailleurs fortement à 8,9 % en mars.
- La décélération des crédits au secteur privé se poursuit, alors que le glissement annuel des prix à la consommation n'est plus que de 0,6 %.
- La BCE a ramené son taux directeur à 1,0 % et a mis en place de nouvelles dispositions visant à aider le système financier.

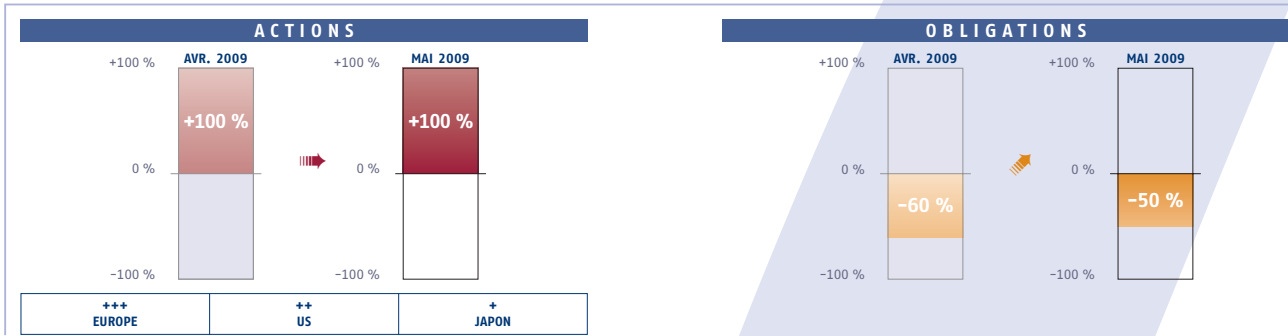
> **A surveiller** : Les chiffres de consommation sont assez décevants dans la zone euro depuis quelques mois. Si les ventes de voitures profitent des primes à la casse en France et en Allemagne, les ventes au détail continuent de se contracter depuis le mois de septembre. Seule la France présente une évolution un peu plus favorable. Cette faiblesse devrait amener l'activité à repartir un peu plus tard dans la zone euro.

ROYAUME-UNI : CROISSANCE DU PIB QOQ EN %



### ROYAUME-UNI

Le PIB britannique a baissé de 7,4% en rythme annualisé au premier trimestre 2009, ce qui porte sa contraction à plus de 4% depuis le premier trimestre 2008, équivalente à la récession du début des années 1980. Le taux de chômage était de 6,7% en février, et il devrait continuer sa progression car les composantes emploi des indices PMI restent sur des niveaux très bas. En revanche, les mesures d'activité sont nettement mieux orientées. La Banque d'Angleterre a mis en place une politique d'assouplissement quantitatif passant par des achats d'obligations d'Etat et privées.



Nous maintenons notre surexposition aux actions car les niveaux atteints en termes de valorisation intègrent déjà une récession marquée alors que les indicateurs sont plus favorables. Nous restons sous-exposés aux obligations.

Niveau à la rédaction (14/05/09) CAC 40 à 3 133, taux OAT 10 ans 3,71 % - Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

OBJECTIF ALPHA EURO, UN FONDS OPPORTUNISTE



*Objectif Alpha Euro est un fonds opportuniste, dont le but actuel est d'amplifier la hausse des marchés actions que nous anticipons. Son objectif est d'identifier les sociétés sous-évaluées qui présentent les meilleures perspectives au regard du cycle économique. Régis Bégué, directeur de la gestion et de la recherche actions, nous explique comment il concilie les anticipations macro-économiques et les critères fondamentaux d'analyse des entreprises, pour profiter au mieux de l'environnement.*

**Comment avez-vous fait évoluer le fonds dans les différentes phases du cycle économique depuis création ?**

De mai 2005 à mars 2009, *Objectif Alpha Euro* était concentré sur des valeurs stables, peu cycliques et créatrices de valeur. Aujourd'hui, le fonds est exposé sur des valeurs plus sensibles au cycle économique, afin de bénéficier du rebond. Dans le premier cas de figure, nous recherchions les entreprises aptes à maintenir la création de richesse et à générer de la liquidité, tandis qu'aujourd'hui, nous privilégions celles qui peuvent les améliorer, quelle que soit leur situation de départ.

**Qu'est-ce qui guide vos choix ?**

*Objectif Alpha Euro* respecte la philosophie Lazard, centrée sur la création de richesse plus que tout autre critère. Cette philosophie est basée sur une analyse en profondeur des sociétés et des rencontres systématiques avec le management. Le fonds repose donc sur une analyse financière stratégique et fondamentale des sociétés.

**En quoi ce fonds est-il différent ?**

Ce qui le distingue des autres fonds est une approche plus dynamique des deux

éléments de création de valeur que sont, la rentabilité des capitaux employés et le coût du capital. L'objectif, à ce stade du cycle, est d'identifier les titres dont le marché sous-estime la capacité de rebond dans un environnement économique stabilisé. Il admet donc un degré de risque plus élevé à ce moment bas du cycle économique, mais il en attend aussi une meilleure rémunération. Ce fonds est construit pour être flexible ; nous adaptons nos choix de valeurs aux niveaux du cycle économique.

**Quels facteurs déterminent la construction du portefeuille ?**

La construction du portefeuille se fait par un choix de valeurs « bottom-up ». Mais, plus que dans les autres fonds, nous tenons compte de l'allocation sectorielle, une fois notre univers de valeurs défini. En d'autres termes, les grandes anticipations macro-économiques influencent fortement la performance.

**Quels secteurs privilégiez-vous aujourd'hui dans le portefeuille Objectif Alpha Euro ?**

Les thématiques identifiées et déjà présentes dans le fonds sont à l'heure actuelle de quatre natures :

- le secteur banque et assurance,
- les valeurs à fort levier financier,
- les « recovery »,
- les « deep-value ».

**Le contexte actuel est-il opportun ?**

Nous nous trouvons dans une configuration de marchés actions fortement haussiers, ce qui est favorable à notre fonds. Nous avons effectivement bâti *Objectif Alpha Euro* dans l'idée que l'économie allait s'améliorer, de manière à ce qu'il surperforme dans un marché déjà orienté à la hausse.

**Ces choix se sont-ils avérés gagnants ?**

Le fonds a d'ores et déjà bénéficié d'un comportement à faible bêta défensif sur 2008 (+5,6 % par rapport au DJ Eurostoxx) et sur les deux premiers mois de l'année (+1,9 %). Depuis le rebond, il a réagi comme on l'espérait en amplifiant la hausse du marché (+10 % du 1<sup>er</sup> mars au 30 avril 2009 comparé à l'indice DJ Eurostoxx).

*Objectif Alpha Euro* est un FCP de grandes capitalisations de la zone Euro, avec une diversification possible de 10 % maximum sur des valeurs européennes non-Euro et/ou 10 % sur des valeurs de petites capitalisations. Il contient 40 valeurs équipondérées. Nous visons en permanence l'équipondération et prenons donc les bénéfices sur les titres qui ont très bien performé. Le turnover de ce fonds est plus important que la moyenne. Mais rappelons que ce sont toujours les critères fondamentaux d'analyse des entreprises qui guident nos choix.