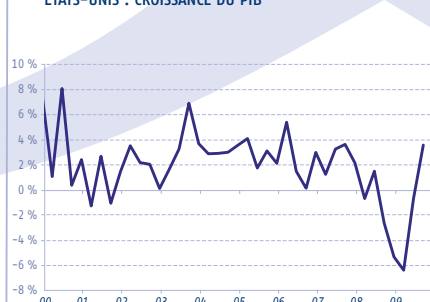


NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : CROISSANCE DU PIB



ÉTATS-UNIS

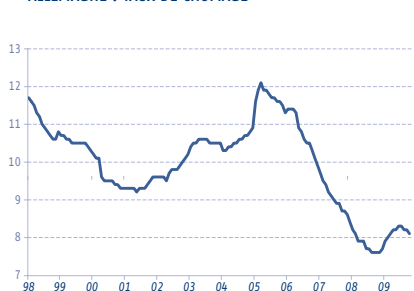
> **Scénario** : Après une crise d'une violence inédite, la reprise se met en place progressivement. Le PIB devrait progresser dès le troisième trimestre. A une phase où l'activité est soutenue par le plan de relance devrait succéder une croissance plus naturelle d'ici quelques mois.

> Évolution récente :

- La croissance du PIB a été de 3,5 % au troisième trimestre. La prime à la casse a permis aux automobiles de contribuer pour 1 %, mais le reste est également bien orienté. Pour la première fois depuis 2006, la construction résidentielle contribue positivement. Le déstockage a un peu ralenti, et l'investissement en machines s'est stabilisé.
- L'ISM manufacturier a progressé de trois points alors que l'indice non-manufacturier est quasiment stable. La composante emploi du premier bondit alors qu'elle baisse pour le second. Les composantes d'activité sont bien orientées.
- Les ventes de voitures ont progressé en octobre et sont au plus haut depuis le début de l'année si l'on exclut les deux mois où la prime à la casse a eu son effet.
- Le taux de chômage progresse encore à 10,2 %, mais les inscriptions hebdomadaires restent orientées à la baisse.

> **A surveiller** : Avec un retour de la croissance et des destructions d'emplois qui se poursuivent, la productivité des travailleurs américains a explosé, progressant de 8 % en rythme annualisé sur six mois. Il faut remonter à la fin des années 60 pour retrouver une telle performance. Ceci est selon nous l'illustration du caractère exceptionnel des ajustements réalisés par les entreprises, et signifie que les créations d'emplois devraient reprendre assez rapidement une fois le retour de la croissance confirmé.

ALLEMAGNE : 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 :

- Les indices PMI restent bien orientés. L'indice manufacturier est repassé au-dessus de 50, l'indice des services est maintenant à 52,6. La France connaît de loin l'amélioration la plus marquée, l'Irlande et l'Espagne restant quelque peu à la traîne.
- D'après les données mensuelles, la croissance semble avoir été forte au troisième trimestre, notamment visible dans le rebond de la production industrielle et dans la vigueur des ventes de voitures.
- L'enquête de la BCE sur les conditions d'octroi de crédit s'améliore nettement.
- L'inflation reste en territoire négatif en octobre (-0,1 %). La décélération des indices hors alimentation et énergie se poursuit.

> **A surveiller** : Si le taux de chômage pour l'ensemble de la zone euro continue de progresser et atteignait 9,6 %, de nettes divergences commencent à apparaître entre les pays. La progression du nombre de chômeurs reste importante en Espagne, mais la situation est tout autre en Allemagne. Le taux de chômage y baisse depuis juillet et se situe à 8,1 % contre 8,3 % au plus haut. Des créations d'emplois ont eu lieu en septembre. Même l'Irlande, où le taux de chômage a explosé de 4,5 % à 12,5 %, a connu une amélioration marginale en octobre.

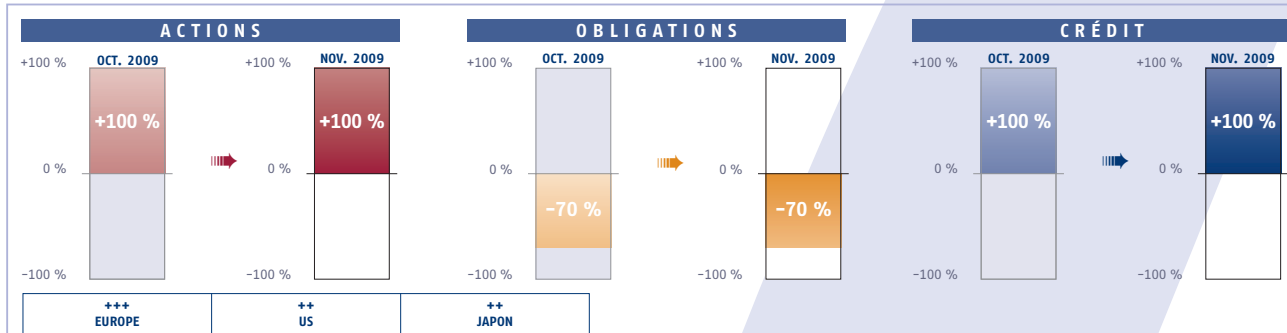
JAPON : CONSOMMATION DES MÉNAGES EN VOLUME, SA



JAPON

Après une contraction vertigineuse de l'activité au début d'année, la reprise est rapide au Japon.

La production industrielle est en nette hausse (+5,2 % entre juin et septembre). Le déstockage des entreprises semble s'être interrompu. Les chiffres d'emplois sont particulièrement encourageants puisque le taux de chômage baisse depuis maintenant deux mois à 5,2 %, avec notamment une remontée du ratio d'offres par demandeurs d'emploi. La consommation des ménages est maintenant orientée en hausse après avoir atteint un point bas en février.



Nous maintenons nos positions de forte sur-exposition aux actions et de forte sous-exposition aux obligations.

Niveau à la rédaction (10/11/09) CAC 40 à 3 785, taux OAT 10 ans 3,56 % - Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS



**ACTIONS JAPONAISES :
UN POINT D'ENTRÉE HISTORIQUEMENT ATTRACTIF**

Au Japon, la récession a été particulièrement violente. Mais aujourd'hui, la demande se porte mieux et les entreprises reprennent confiance. Dans ce contexte, l'investissement devrait lui aussi rebondir.

Guy de Tonquedec, Responsable des actions japonaises, nous commente les évolutions récentes et nous expose ses perspectives de performances.

Le Japon a-t-il su traduire dans les faits la reprise économique mondiale ?

Parmi les pays développés, le Japon est celui qui a connu la récession la plus violente, mais c'est aussi celui qui a rebondi le plus vite. La croissance était positive au 2^{ème} trimestre 2009 (+2,3 % en annualisé). Quant au chômage, il est reparti à la baisse depuis deux mois.

Pourquoi ce décrochage par rapport aux bourses américaine et européenne ?

Globalement, les sociétés exportatrices et cycliques se portent très bien. Le yen n'est pas mis en cause ; il a même plutôt baissé face aux principales devises depuis le début de l'année. Le décrochage vient principalement des secteurs financiers et domestiques. Le pays connaît la première alternance politique depuis 55 ans, ce qui a entraîné de fortes inquiétudes, portant notamment sur des risques de durcissement réglementaire pour les banques et d'augmentation de capital.

Un effet d'entraînement justifié sur le reste de la bourse ?

Nous ne le pensons pas. Pour l'instant, même si les augmentations de capital s'accroissent, elles ne représentent qu'1 % de la capitalisation (contre 2,5 % en Europe). A quelques exceptions près, les bilans des sociétés japonaises sont solides.

Mais les étrangers, qui représentaient l'essentiel des volumes échangés, se sont retirés massivement accentuant la baisse du marché.

Le marché japonais est largement délaissé.

Le monde entier semble s'en détourner. Les niveaux de sous-pondération dans les portefeuilles globaux sont actuellement ceux de début 1999 ou printemps 2003 (deux dates suivies par un rally très important). Pourtant, les fondamentaux sont bons. Nous pensons donc que le moment est opportun et le niveau d'entrée est bon.

Un optimisme soutenu par quels éléments ?

Le Japon a été le premier pays à sortir de récession parmi les grandes économies. Il se porte mieux, comme les États-Unis, les pays émergents ou l'Europe, et bénéficie de valorisations plus attractives. Nous pensons que les niveaux actuels reflètent un problème de perception psychologique, mais sont déconnectés des fondamentaux – ces derniers étant bons. Le Japon devrait offrir de très bonnes performances dans l'environnement actuel, comme ce fut le cas par le passé dans les phases de reprise globale.

Mais comment croire à la croissance dans un pays en décroissance ?

La bourse japonaise recèle un très grand nombre de sociétés réalisant l'essentiel de leur résultat en dehors de l'archipel.

Et ce qui est coté en bourse n'est pas nécessairement corrélé à la démographie du pays.

Doit-on s'inquiéter du déficit budgétaire ?

Le déficit budgétaire présente un risque réel mais aucun danger n'est à envisager à horizon de court ou moyen terme. Le Japon s'endette rapidement depuis 20 ans, mais les taux d'intérêt sont très bas. La dette est détenue à 94 % par les Japonais eux-mêmes. A noter que la dette nette ne représente que la moitié de la dette brute, soit le niveau de l'Italie. Et nous ne croyons pas à une remontée des taux qui augmenterait la charge financière, compte tenu de la déflation persistante.

Que privilégiez-vous aujourd'hui au sein de votre portefeuille ?

Nous maintenons un biais favorable aux cycliques et plaçons la qualité du management en critère numéro 1 dans la sélection des titres. Canon est ainsi une valeur cyclique mais relativement moins que ses consœurs ; elle est en retard en termes de performance mais présente pourtant de bons résultats et un bilan sain. Dans l'automobile, nous avons pris nos profits sur Nissan et Mazda et préférons aujourd'hui Toyota qui est bien gérée, moins chère et qui ne déçoit pas. Dans le secteur financier, nous croyons dans les projets d'entreprise comme celui de Nomura.

Lazard Frères Gestion

Objectif Japon

Part A FR0000004012

Part R FR0010734491

Objectif Japon Couvert

FR0010320366