

NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : 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 :

- L'indice ISM manufacturier était quasiment stable au mois de septembre alors que l'indice du secteur non-manufacturier a nettement monté et se trouve maintenant à son plus haut niveau depuis le printemps 2008.
- Le rapport sur l'emploi a déçu avec une augmentation des destructions d'emplois, due pour l'essentiel au secteur public. Le salaire horaire ne progresse que de 0,1 % après deux mois de hausse plus forte et le nombre d'heures travaillées est en baisse.
- Le secteur résidentiel continue de s'améliorer. L'indice Case-Shiller des prix de l'immobilier a progressé pour le deuxième mois consécutif en juillet.
- La consommation était très bien orientée en août (+0,9 % en volume, +0,5 % hors auto), mais les ventes de voitures se sont effondrées en septembre suite à la fin de la prime à la casse.

> **A surveiller :** Les composantes stocks des indices ISM sont en nette hausse par rapport à leur plus bas du début d'année. Depuis le début de la récession (quatrième trimestre 2007), la contribution de la variation des stocks est de -1,3 % sur une baisse totale du PIB de l'ordre de 3,7 %. L'arrêt du déstockage, c'est-à-dire le simple retour de la production au niveau de la demande finale, d'ici la fin de l'année, pourrait contribuer à la croissance pour environ 2,5 % en rythme annualisé sur les troisième et quatrième trimestres.

ZONE EURO : BALANCE COMMERCIALE (Mds EUR)



ZONE EURO

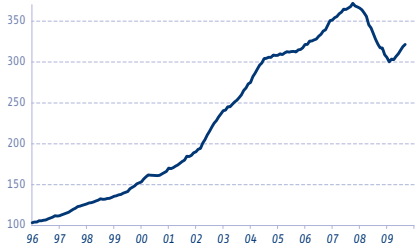
> **Scénario :** L'économie européenne est entrée au printemps 2008 dans une récession profonde. Une amélioration progressive devrait intervenir d'ici la fin de l'année 2009.

> Évolution récente :

- La remontée des indices PMI s'est poursuivie en septembre à un rythme plus modéré que cet été, et le PMI composite est maintenant à son plus haut niveau depuis mai 2008. Le rebond a été particulièrement fort en France.
- Les ventes de détail ont été quelque peu décevantes au mois d'août, avec une baisse de 0,2 %. Des baisses assez fortes ont été observées en France et en Allemagne.
- Le taux de chômage de la zone euro est maintenant de 9,6 %. Il a baissé en Allemagne au mois d'août à 8,2 %. En revanche, le nombre de chômeurs repart à la hausse en Espagne.
- Les prix restent orientés à la baisse, avec un glissement annuel de -0,4 % en septembre.

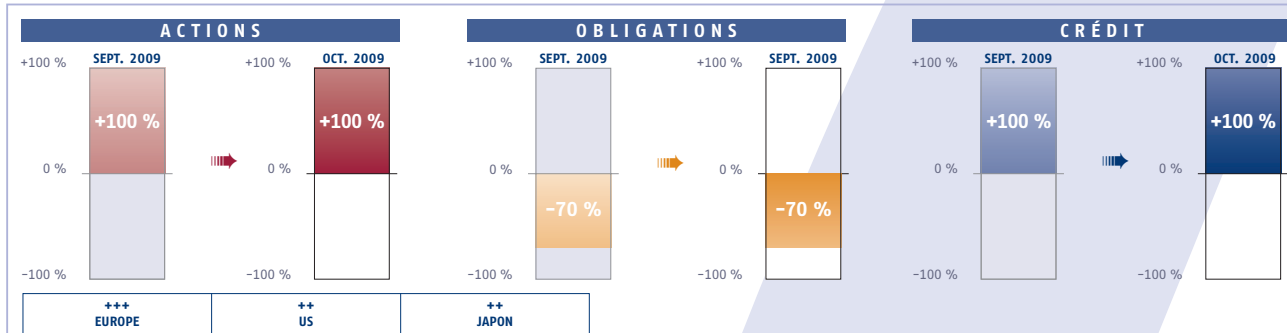
> **A surveiller :** Le commerce extérieur de la zone euro s'est nettement amélioré depuis cet hiver. L'excédent commercial était de 6,7 milliards d'euros en juillet contre un déficit mensuel moyen de 3,2 milliards au premier trimestre. L'Allemagne est le principal contributeur à cette amélioration mais les grands pays voient tous leur balance commerciale s'améliorer. La poursuite de l'amélioration du commerce extérieur pourrait permettre une surprise à la hausse au niveau de la croissance.

ROYAUME-UNI : INDICE NATIONWIDE DES PRIX
DE L'IMMOBILIER



ROYAUME-UNI

Comme ailleurs dans le monde, la conjoncture économique s'est améliorée dès le deuxième trimestre. En rythme non annualisé le PIB n'a baissé que de 0,6 % contre une baisse de 2,5 % le trimestre précédent. Les indices d'activité PMI ont poursuivi leur remontée durant l'été. Le rythme de destructions d'emplois a nettement ralenti par rapport au pic du début d'année et les prix de l'immobilier progressent à nouveau depuis quelques mois après une baisse cumulée de l'ordre de 20 %.



Nous maintenons nos positions de forte sur-exposition aux actions et au crédit, ainsi qu'une forte sous-exposition aux obligations.

Niveau à la rédaction (07/10/09) CAC 40 à 3720, taux OAT 10 ans 3,50 % - ↑ ↓ Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

« OBJECTIF CRÉDIT FI. » OU POURQUOI INVESTIR SUR LES DETTES FINANCIÈRES

Pour des investisseurs à la recherche d'un rendement séduisant, nous pensons aujourd'hui que les dettes financières représentent une opportunité à saisir sur un horizon de 1 à 2 ans, dans un environnement porteur sur un plan fondamental et technique. Alexis Merville, Responsable de la gestion taux alpha, vous expose les raisons d'investir aujourd'hui sur les dettes financières et vous présente le fonds « Objectif Crédit Fi. », investi en obligations émises par les grandes institutions financières européennes.

Doit-on encore craindre des défauts ou parler d'un paysage bancaire en consolidation ?

Les interventions massives tant des Etats que des banques centrales rendent selon nous très faible le risque de défaut de grandes banques. La disparition ou le retrait de nombreux établissements de plusieurs métiers ont considérablement réduit la concurrence et devraient améliorer la rentabilité des acteurs encore présents.

Des changements structurels et de politique financière que vous jugez positifs ?

Les nouvelles mesures visant à renforcer la qualité et la quantité des fonds propres améliorent la solidité financière des établissements et sécurisent davantage le créancier.

Est-ce là le seul soutien de la classe d'actifs ?

Sur un plan technique, de nombreux facteurs soutiennent fortement le marché : des émissions primaires largement sursouscrites, la multiplication des

opérations de rachats par les émetteurs sur le secondaire, des flux acheteurs en hausse depuis plusieurs mois, ainsi qu'un comportement encourageant des émetteurs sur l'exercice des « call ».

Vous êtes donc confiant ?

Les risques demeurant sur la classe d'actif (créances douteuses et actifs toxiques au bilan, clauses spécifiques sur certaines dettes subordonnées...) ont fortement diminué et devraient être gérables.

Quel est le positionnement actuel de votre fonds « Objectif Crédit Fi. » ?

Le portefeuille est très diversifié sur une centaine d'émissions réparties sur 12 pays. Nous privilégions les établissements de taille importante sur des métiers peu risqués (le rating moyen émetteur est A et 65 % de l'actif est constitué de banques de réseau). En termes de subordination, les dettes « Lower Tier 2 » représentent 58 % du portefeuille et offrent un « spread » attractif pour un risque quasiment équivalent à la dette Senior. Le poids des dettes « Tier 1 » est limité à 20 % et représente 18 % du portefeuille actuellement.

Quel est le rendement attendu ?

A ce jour, le rendement actuariel estimé du fonds « Objectif Crédit Fi. », calculé sur la base d'hypothèses très prudentes de non-exercice des « call » de toutes les dettes perpétuelles (Tier 1 et Upper Tier 2) et de la plupart des dettes Lower Tier 2 « callables », est de 7,6 %. Si tous les « calls » sont exercés, ce rendement passerait à 10,6 %. Nous pensons que la réalité se situera entre les deux.

Pourquoi recommandez-vous d'investir aujourd'hui sur les dettes financières ?

Les principaux risques sont derrière nous. Les facteurs techniques sont positifs. De surcroît, les valorisations de l'ensemble des dettes financières sont toujours extrêmement attractives. En effet, les « spreads » demeurent aujourd'hui élevés et sont seulement revenus à leurs niveaux de la crise de « Lehman Brothers » en septembre 2008. Un retour à des niveaux d'avant-crise, tel que nous l'anticipons, améliorera significativement la performance du fonds.

« Objectif Crédit Fi. » : un potentiel de performance élevé sur 2009 / 2010 ?

Dans le scénario que privilégie Lazard Frères Gestion, au rendement du coupon qui se situe entre 7 % et 10 %, doit s'ajouter un effet performance lié au rétrécissement des spreads. Cela implique un potentiel de performance totale qui pourrait être proche de 15 % par an.