

NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : VARIATION SUR LE MOIS DE L'INDICE CASE SHILLER 20 DES PRIX DE L'IMMOBILIER



ÉTATS-UNIS

> **Scénario :** Après une crise d'une violence inédite, la reprise se met en place. 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'économie américaine s'est de nouveau contractée au deuxième trimestre mais à un rythme nettement inférieur (-1,0 % en rythme annualisé). Le déstockage a été de nouveau très important.
- La progression des indices ISM a été importante sur les deux derniers mois. L'indice manufacturier est tiré par des nouvelles commandes en très forte hausse.
- La consommation des ménages progresse légèrement chaque mois depuis le mois de mai. Les ventes de voitures ont fortement progressé au mois d'août grâce au programme de prime à la casse.
- Les dépenses de construction résidentielle ont progressé au mois de juillet pour la première fois depuis longtemps confirmant l'amélioration des autres données concernant l'immobilier américain. En revanche la construction non résidentielle rechute après s'être bien tenue au premier trimestre.

> **A surveiller :** En juin, les prix de l'immobilier ont progressé pour la première fois depuis le printemps 2006. Le rebond est assez généralisé, les rares exceptions étant Detroit et Las Vegas. Les prix sont maintenant revenus à leur niveau de mi-2003. Une prime aux primo-accédants contribue partiellement à soutenir le marché à l'heure actuelle mais la conjonction d'un niveau des taux d'intérêts historiquement bas et de basses valorisations devrait soutenir le marché.

ZONE EURO : MOYENNE PONDÉRÉE DES INDICES PMI MANUFACTURIER ET SERVICES



ZONE EURO

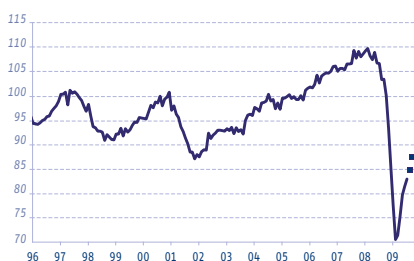
> **Scénario :** L'économie européenne est entrée au printemps 2008 dans une récession profonde. La reprise a commencé à la fin du deuxième trimestre.

> Évolution récente :

- La contraction du PIB a été de moindre ampleur (-0,5 % en rythme annualisé) que durant les deux trimestres précédents. Ici, comme ailleurs, le déstockage a été très important. La France et l'Allemagne ont eu une croissance positive.
- Les indices PMI confirment ce message : si l'ensemble de la zone connaît une amélioration de la conjoncture, celle-ci est particulièrement importante dans les deux plus grands pays.
- Le taux de chômage était de 9,5 % en juillet pour l'ensemble de la zone euro. L'Allemagne fait figure de cas à part avec une augmentation très mesurée à 8,3 % contre un plus bas à 7,6 % fin 2008, grâce à un recours massif au temps partiel.

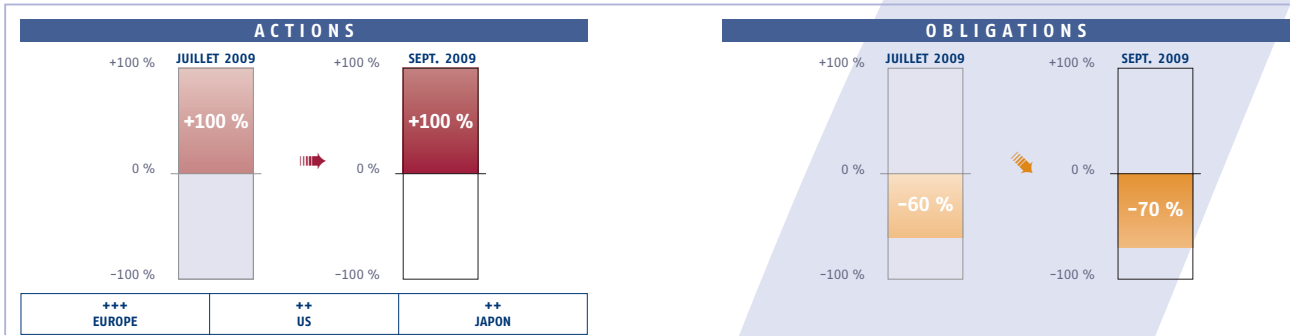
> **A surveiller :** Après avoir diminué pendant deux mois, le nombre de chômeurs est reparti à la hausse en Espagne au mois d'août. Le taux de chômage était de 17,9 % au deuxième trimestre. Les marges de manœuvre budgétaire ont été utilisées pour amortir le choc et la contraction du PIB a en effet été inférieure au reste de la zone euro jusqu'au premier trimestre 2009. Depuis, le PIB s'est encore contracté de 1 % au deuxième trimestre 2009. L'ajustement du secteur de la construction devrait se poursuivre au niveau du volume d'activité (encore très important) plus qu'au niveau de l'emploi (où les destructions ont déjà été nombreuses).

JAPON : PRODUCTION INDUSTRIELLE (CARRÉS : PRÉVISIONS DES ENTREPRISES POUR AOÛT ET SEPTEMBRE)



JAPON

Comme ailleurs en Asie, le rebond est important. Le PIB s'est déjà accru de 3,7 % en rythme annualisé au deuxième trimestre. Les enquêtes auprès des entreprises confirment la nette amélioration et la production industrielle poursuit sa hausse soutenue. Les perspectives du secteur manufacturier sont au plus haut depuis la fin 2006. Les volumes d'exportations sont en nette hausse sur les derniers mois. En revanche le taux de chômage atteint un niveau record à 5,7 %.



Nous restons favorables aux actions, car les statistiques macroéconomiques devraient soutenir les marchés. La baisse des taux nous amène à renforcer notre sous-exposition.

Niveau à la rédaction (15/09/09) CAC 40 à 3740, taux OAT 10 ans 3,56 % - ↑ ↓ Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS



LES CONVERTIBLES, UN SUPPORT D'INVESTISSEMENT IDÉAL POUR LES INVESTISSEURS PRUDENTS DANS LE CONTEXTE ACTUEL

La convexité de la convertible permet à l'investisseur d'accroître son exposition en cas de hausse du titre et de se protéger en cas de baisse. Dans le contexte actuel d'appréciation des marchés actions et de crédit, les convertibles représentent donc un support d'investissement pertinent. *Arnaud Brillois*, responsable de la gestion des obligations convertibles, nous présente ses arguments.

Dans quelle mesure vos prévisions de hausse sur le marché actions vont-elles jouer sur la classe d'actifs ?

Le gisement des obligations convertibles a aujourd'hui une exposition moyenne au marché actions, ce qui au regard de nos anticipations – appréciation des marchés actions – nous permettra de continuer de profiter de la hausse. Vertu essentielle de l'obligation convertible, la convexité, qui rend l'obligation plus sensible au marché actions lorsque celui-ci s'apprécie et moins sensible lorsqu'il baisse, ajoute encore de l'attrait.

Une autre source de profit potentiel n'est-elle pas l'exposition au marché du crédit ou au taux ?

Les marges de crédit demeurent historiquement élevées et attractives. Elles vont continuer à se contracter. Aussi, la performance résultant sur la part obligataire s'additionnera à la performance actions. Nous complétons par une gestion active de la sensibilité, en adéquation avec la stratégie de Lazard Frères Gestion. Enfin, remarquons que le simple portage est encore positif, avec un taux actuariel moyen de 2,2 %.

Existe-t-il des particularités structurelles ou juridiques ?

Certaines obligations convertibles bénéficient de clauses de protection, par exemple en cas d'offre d'acquisition ou de restructuration. Ces clauses permettent, pour une partie non négligeable du gisement, de sur-performer l'action sous-jacente en cas d'activation.

Plus de 14 milliards d'euro d'obligations convertibles ont été placées depuis le début de l'année. Un retour du marché primaire synonyme d'opportunités supplémentaires ?

Le marché primaire a effectivement retrouvé un fort dynamisme de par le nombre d'émissions émises, la diversification des secteurs et des profils de crédit. Ces obligations convertibles de maturités de 3 à 5 ans ont été émises sur des références actions et de marges de crédit actuelles. Elles présentent d'autant plus d'opportunités que les différents marchés (actions, crédit) restent historiquement attractifs et que, sur un horizon de 3 à 5 ans, leur appréciation est probable. Nous pouvons noter un assainissement des structures nouvellement émises qui brillent par leur simplicité et l'absence de localisation dans des véhicules d'investissement complexe ou des structures ad hoc.

Quelles sont les performances des fonds que vous gérez ?

Les performances sont très satisfaisantes par rapport aux autres classes d'actifs et en particulier aux actions. En effet, sur l'année, alors que les principaux indices actions présentent des performances de 11 % pour le S&P 500 en euro ou 19 % pour le DJ Eurostoxx (au 31/08/2009), le fonds *Objectif Convertible Europe* présente une performance de près de 22 % pour une volatilité largement inférieure. Sur un an, le fonds *Objectif Convertible* (obligations convertibles internationales) offre une performance positive (+5 %) alors que nous sommes sur le point de "fêter" le premier anniversaire de la faillite de la banque Lehman Brothers (-16 % pour le S&P 500 en euro et le DJ Eurostoxx sur la même période).

Quelles sont vos prévisions ?

Nous restons confiants quant à la capacité de nos fonds à générer de la performance car les différentes sources de profit ne sont pas encore tariées (marges de crédit qui continuent de se contracter, marché actions qui s'apprécie, arbitrage possible de la volatilité). Le retour du marché primaire, qui devrait perdurer, a régénéré la convexité du gisement et rend la classe d'actifs totalement pertinente dans le contexte actuel : une exposition appréciable au potentiel de hausse et une augmentation de la protection à la baisse contre les incertitudes de marché. En conclusion, la classe d'actifs permet de concrétiser une grande partie des espoirs (marché actions, crédit) sans sacrifier à la prudence. Si notre scénario se réalise tel que nous le pensons, nous pouvons espérer une performance de 15 % à 20 % sur les obligations convertibles à horizon de 12 mois.