

NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : CRÉATIONS D'EMPLOIS DU SECTEUR PRIVÉ SUR UN MOIS



ÉTATS-UNIS

> **Scénario** : L'économie américaine est sortie de récession au troisième trimestre 2009. Après une période de forte croissance, l'activité a ralenti au printemps mais il ne devrait s'agir que d'un affaiblissement temporaire.

> Évolution récente :

- Aux États-Unis, la croissance de l'économie a été de 2,0 % au troisième trimestre. La consommation progresse de 2,6 %, ce qui est bien. L'investissement des entreprises a renoué avec la croissance pour les structures et a ralenti sa progression pour les machines et logiciels. Le commerce extérieur a de nouveau fortement pesé, mais cet effet a été absorbé en partie par les stocks.

- Le secteur privé a créé 159 000 emplois en octobre et les mois précédents ont été revus en hausse. En revanche, le taux de chômage est stable à 9,6 %.

- Dans les secteurs manufacturier et non-manufacturier, les indices ISM ont rebondi au mois d'octobre. La majorité des composantes sont bien orientées.

- Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation ont été quasiment stables au mois de septembre.

> **A surveiller** : La Réserve Fédérale vient d'annoncer qu'elle allait procéder à de nouveaux achats d'emprunts du Trésor pour un montant de 600 Mds de dollars d'ici le mois de juin 2011 pour maintenir les taux d'intérêt à long terme sur la dette d'Etat à un niveau bas. Ce faisant, la banque centrale espère soutenir l'activité en encourageant l'investissement mais aussi en soutenant les prix des actifs, notamment des actions, pour renforcer la confiance et l'effet richesse. La Réserve Fédérale s'est donnée une certaine flexibilité dans la conduite du plan, la variable clé semblant être l'évolution du taux de chômage.

ALLEMAGNE : COMMANDES À L'INDUSTRIE



ZONE EURO

> **Scénario** : La sortie de récession, dans un premier temps plus lente qu'ailleurs dans le monde, a été plus franche au printemps. L'impact récessif des mesures d'austérité devrait être compensé par la baisse de l'euro.

> Évolution récente :

- L'ISM manufacturier a rebondi au mois d'octobre et reste supérieur à sa moyenne historique. En revanche l'indice des services a de nouveau baissé mais il reste sur sa moyenne.

- Les ventes au détail ont de nouveau accusé une légère baisse de 0,2 % au mois de septembre et le taux de chômage était de 10,1 % en septembre.

- Malgré une contraction de l'ensemble de M3, les crédits au secteur privé ont de nouveau progressé au mois de septembre. Les enquêtes sur les conditions d'octroi de crédit montrent un nouvel assouplissement.

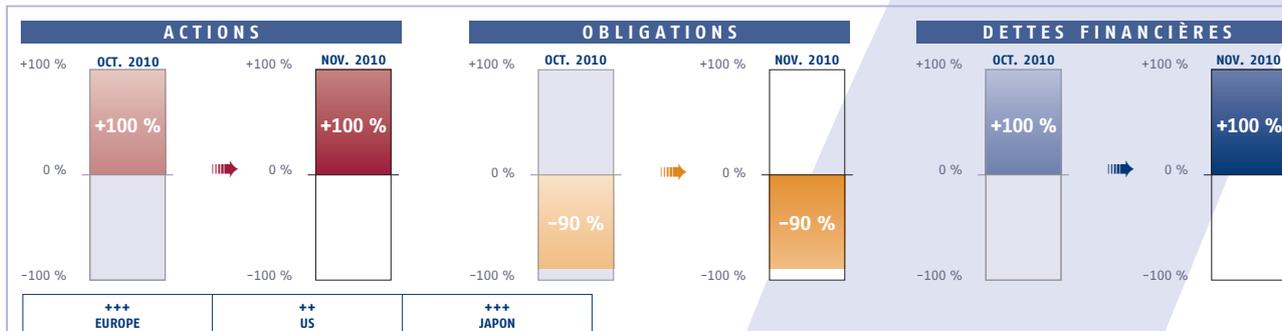
> **A surveiller** : Alors qu'ailleurs dans le monde, les chiffres de commandes industrielles avaient connu une certaine modération, elles ont accéléré dans la zone euro, progressant de 5,9 % entre mai et août. Mais la zone euro semble touchée par ce ralentissement à rebours des autres zones, puisque les commandes industrielles allemandes ont chuté de 4,0 % au mois de septembre. A ce titre, le rebond de la composante nouvelles commandes du PMI manufacturier est rassurante.

CHINE : COMPOSANTE NOUVELLES COMMANDES, PMI MANUFACTURIER, CVS



CHINE

Après un deuxième trimestre où la croissance avait ralenti à 8,0 %, le PIB a progressé de plus de 9,5 % au troisième trimestre. Autant la progression du printemps devait tout au commerce extérieur, autant la demande domestique est à la source de la croissance de cet été. Les indices d'activité, qui s'étaient repliés jusqu'en juillet, se sont depuis redressés.



La levée de nombreuses incertitudes (élections américaines, annonces de la Fed, derniers chiffres de l'emploi) devrait soutenir les marchés actions.

Niveau à la rédaction (15/11/10) CAC 40 à 3 864, taux OAT 10 ans 2,98 % - ⬇️ Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS



POURQUOI INVESTIR SUR LES DETTES FINANCIÈRES AUJOURD'HUI ?

Lazard Frères Gestion maintient ses recommandations positives pour les 12 prochains mois sur les dettes subordonnées financières et surpondère la classe d'actifs dans son allocation d'actifs. Les évolutions réglementaires (Bâle III, Solvency II), mais également les changements structurels qui affectent les banques, créent un cadre particulièrement favorable aux porteurs de ces dettes.

Lionel Clément, responsable de la gestion taux alpha, vous présente son analyse.

Pourquoi la classe d'actifs offre-t-elle une opportunité d'investissement unique ?

Les institutions financières sont en passe d'être profondément remodelées et offrent aujourd'hui une combinaison d'atouts rarement réunis pour les créanciers. Elles sont dans un processus d'intégration des futures normes Bâle III, les incitant à être, à structures et tailles de bilans équivalentes, plus dotées en fonds propres. La même démarche existe du côté des assureurs, avec Solvency II. Parallèlement, les valorisations de l'ensemble des dettes financières restent attractives.

Vous êtes donc confiant ?

Les résultats des banques s'améliorent. Le pic de provisions semble avoir été touché en 2009 ou courant 2010 selon les pays et les établissements. 2010 est une nouvelle année de rebond des profits des banques. Elles dégagent annuellement près de 200 Mds de résultat brut d'exploitation - 1^{er} coussin amortisseur de chocs, avant d'entamer le capital, puis éventuellement d'affecter les créanciers subordonnés. Hors chocs et erreurs de gestion, les banques affichent des marges d'exploitation élevées et relativement stables.

La réduction de l'effort de provisionnement va mécaniquement améliorer la marge nette.

Qu'en est-il des facteurs techniques ?

Nous constatons une multiplication des opérations de rachats ou d'échanges sur les dettes subordonnées : de nouveaux acheteurs et des investisseurs moins enclins à vendre. Et les principales institutions financières continuent de rembourser en date de 1^{er} call leurs dettes subordonnées. Ces facteurs sont soutenus par un phénomène d'attrition du stock de dettes : le stock actuel de dettes subordonnées n'est pas remplacé et la classe d'actifs devient rare et potentiellement chère.

Comment profiter de ces changements structurels au travers des dettes financières actuelles ?

Les fondamentaux et les facteurs techniques soutiennent la classe d'actif. Les valorisations de l'ensemble des dettes financières restent attractives. Cette combinaison représente une opportunité à saisir. C'est pourquoi nous recommandons d'investir aujourd'hui sur les dettes financières, plus particulièrement sur les dettes subordonnées actuelles.

Nous proposons actuellement 2 fonds : **Objectif Crédit Fi.** et **Objectif Allocation Taux Variables.** Et nous vous annonçons le lancement dans les prochaines semaines d'**Objectif Capital Fi.**

Que peut-on dire sur Objectif Capital Fi. ?

Ce fonds sera dédié aux dettes subordonnées Tier 1 et nous permettra de capitaliser sur notre savoir-faire et notre expérience. En effet, au travers d'**Objectif Capital Fi.** nous pourrions investir sur l'ancien gisement des titres Tier 1. Ce gisement présente aujourd'hui des rendements d'autant plus attractifs que la probabilité d'exercice des « call » a fortement augmenté, compte tenu de l'évolution de la réglementation bancaire. Par ailleurs, nous pourrions aussi profiter des opportunités créées par l'émergence du nouveau gisement d'émissions obligataires répondant aux critères Bâle III. Ces titres devraient offrir un rendement élevé pour un risque inférieur aux actions. Ce fonds s'adressera à des investisseurs avertis ayant un horizon d'investissement de 5 ans.

Au 30/10/2010	Objectif Crédit Fi. - part C	Objectif Allocations Taux Variables
Rendement actuariel / au call	5,8 % / 7,7 %	4,5 % / 10,7 %
Spread contre Etat	402 pb	340 pb
Sensibilité aux taux	2,4	0,04
Actif net	256 M €	137 M €
Performance 2010	+ 8,0 %	+ 2,1 %