LAZARD
FRÈRES GESTION

Gestion Privée

Perspectives économiques et financières

SEPTEMBRE 2020

Web
www.lazardfreresgestion.fr

Twitter
LazardGestion

LinkedIn
Lazard Frères Gestion

Blog
www.lazardfreresgestion-tribune.fr

LAZARD FRÈRES GESTION SAS | 25, rue de Courcelles - 75008 Paris | Gestion Privée : 01 44 13 04 61

Sommaire

A. Perspectives économiques

I. Une épidémie à rebondissements, mais un nouveau confinement massif peu probable

II. Un rebond vigoureux de l'activité post-confinement

III. Effets de la crise vs. effets des soutiens ?

B. Perspectives financières

I. Des banques centrales hyperactives sur les marchés obligataires

II. Des marchés actions difficilement lisibles ?

Glossaire

Résumé

- L'épidémie de Covid-19 continue de se développer mais la nouvelle hausse du nombre de cas ne semble pas s'accompagner d'une augmentation des hospitalisations dans les mêmes proportions qu'au printemps. Un retour à un confinement généralisé semble peu probable et les avancées sur les vaccins arrivent plus rapidement que prévu.
- Le rebond post-confinement se déroule plus rapidement et plus fortement que ce qui était anticipé par le consensus. Certains secteurs, comme la consommation de biens durables, affichent même un rattrapage de l'activité perdue durant le confinement. Pour l'instant, un retour de l'activité en Europe vers 97% de la normale en fin d'année reste très probable.
- Même si l'activité sera en fin d'année beaucoup plus proche de la normale que des niveaux exceptionnellement bas du printemps, la baisse d'activité sur un an restera l'équivalent d'une grosse récession. Les impacts de cette crise n'ont pas fini de se manifester, mais la réponse des politiques monétaires et budgétaires est d'une ampleur exceptionnelle et devrait se poursuivre sur 2021. Un retour vers un niveau d'activité proche de celui de décembre 2019 devrait être atteint vers la fin de 2021.
- Les marchés financiers sont confrontés à cette situation économique hors du commun, mais aussi à des injections de liquidité exceptionnelles. Ceci devrait limiter le risque de tensions des conditions financières et donc contenir le risque de baisse des actifs risqués.
- Avec la forte contraction des taux longs américains, et plus généralement la baisse de la rémunération des actifs sans risque, les actifs risqués, actions et crédit, offrent encore aujourd'hui un supplément de rémunération très attractif. L'équilibre actuel pourrait être rompu par une accélération de l'inflation forçant les banques centrales à remonter leurs taux. Ce scénario ne semble pas d'actualité à court terme, cependant l'ampleur des mesures prises en fait un scénario envisageable pour les prochaines années.

L'opinion exprimée ci-dessus est à jour à date de cette présentation et est susceptible de changer.

A

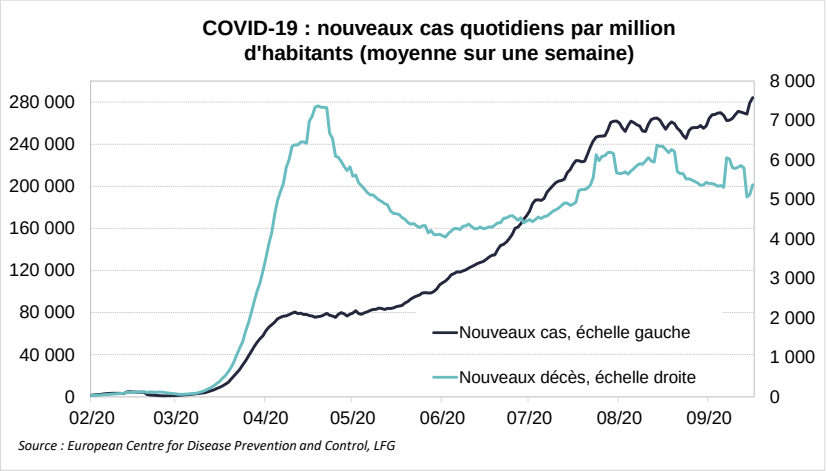
Perspectives économiques

A.I

Une épidémie à rebondissements, mais un nouveau confinement massif peu probable

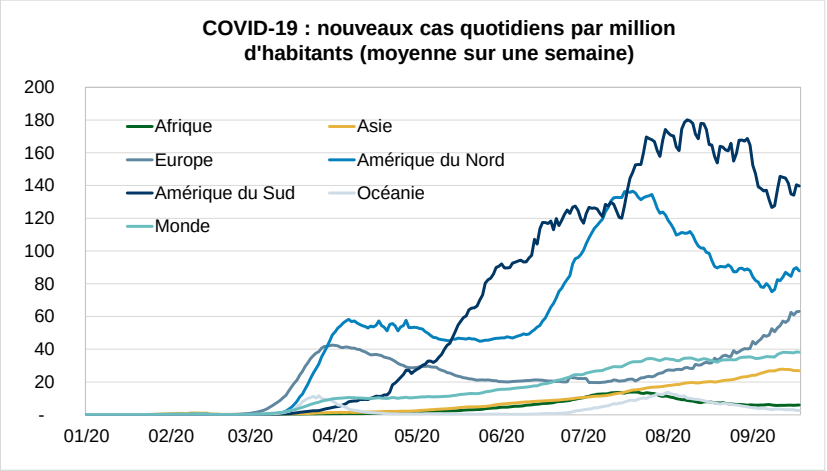
Epidémie
Des premiers signes de stabilisation

> Au niveau mondial, le rythme de propagation de l'épidémie ralentit et les nouveaux décès plafonnent.



> Cette situation masque des dynamiques très différentes entre les continents.

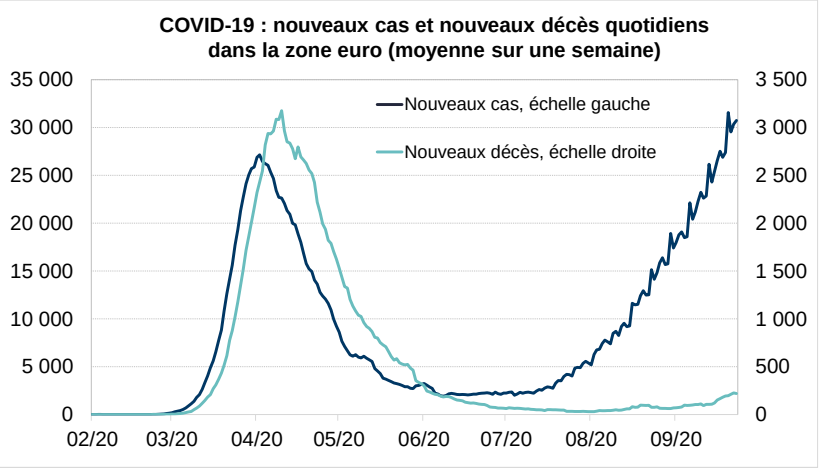
> La tendance est à l'amélioration en Amérique mais l'épidémie gagne du terrain en Asie et repart en Europe. L'Afrique et l'Océanie restent relativement épargnés.



Epidémie

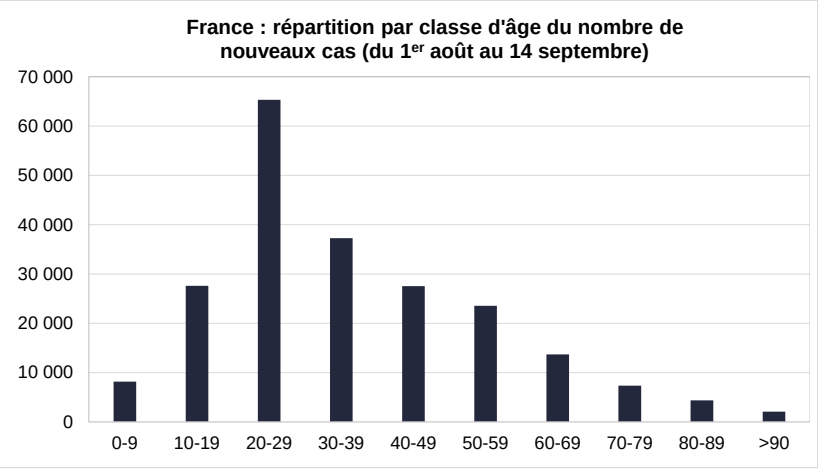
Une deuxième vague pour l'instant moins létale dans la zone euro

> Contrairement à ce que l'on a pu observer au printemps, le rebond du nombre de nouveaux cas dans la zone euro ne s'accompagne pas d'une augmentation sensible du nombre de nouveaux décès.



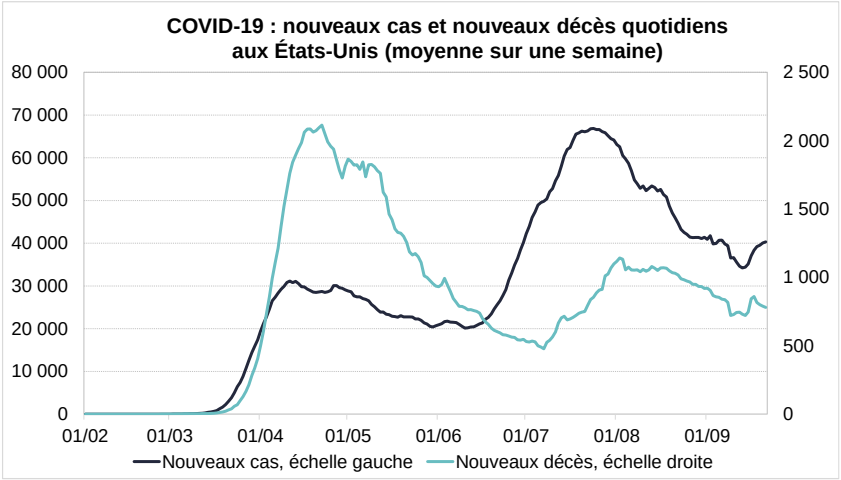
> Ce découplage pourrait s'expliquer par l'évolution de la structure par âge des malades : la population touchée est plus jeune, donc moins vulnérable.

> D'autres facteurs peuvent jouer : changement de comportement des populations les plus vulnérables, qui se protègeraient davantage, meilleure prise en charge des patients à l'hôpital, …

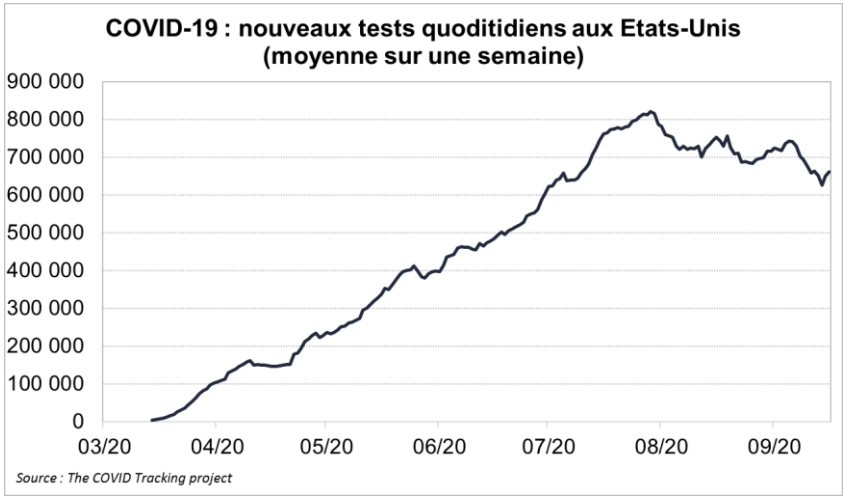


Epidémie
Reflux aux Etats-Unis

> Après un fort rebond à partir de mi-juin, les nouveaux cas sont repartis à la baisse, tout en restant à un niveau élevé. Les nouveaux décès baissent aussi.

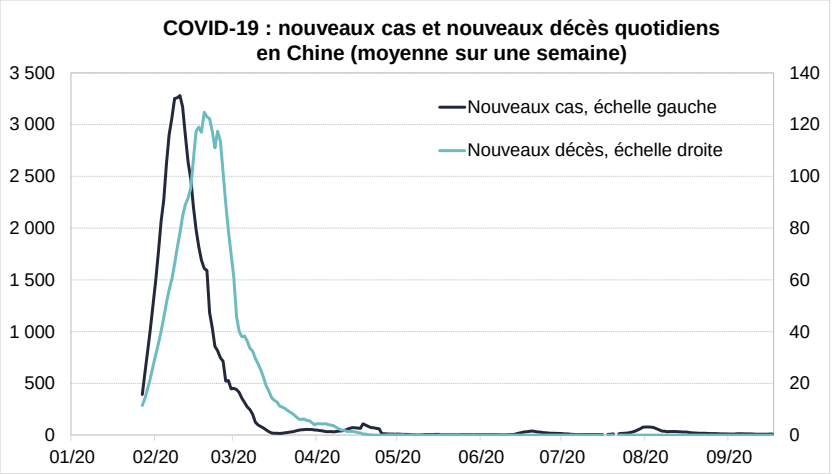


> Le nombre de tests diminue depuis début août mais à un rythme moins rapide que les nouveaux cas, ce qui indique que l'amélioration de la situation épidémique n'est pas uniquement liée à la politique de tests.

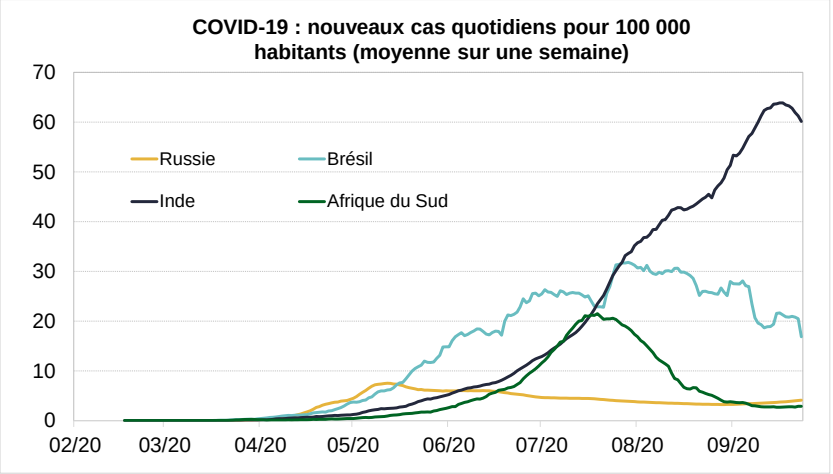


Epidémie
Des évolutions contrastées dans les pays émergents

> L'épidémie semble être maîtrisée en Chine.



> L'épidémie continue de se propager dans d'autres pays comme l'Inde où la mortalité est toutefois plus faible qu'elle ne l'a été en Europe.

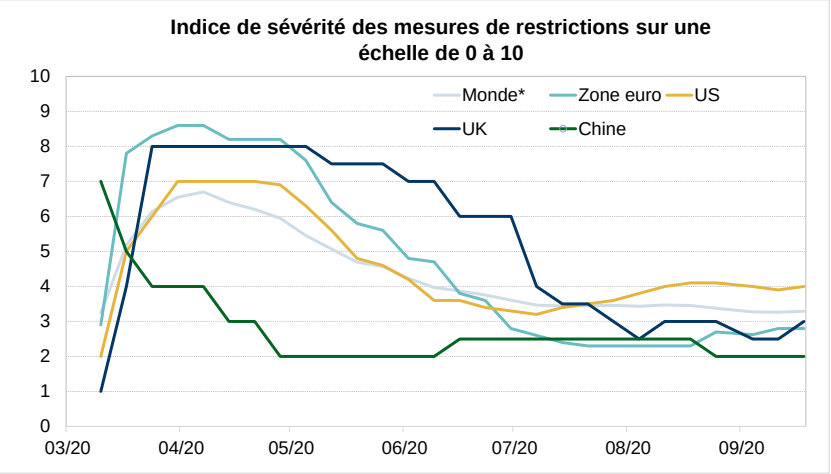


Epidémie

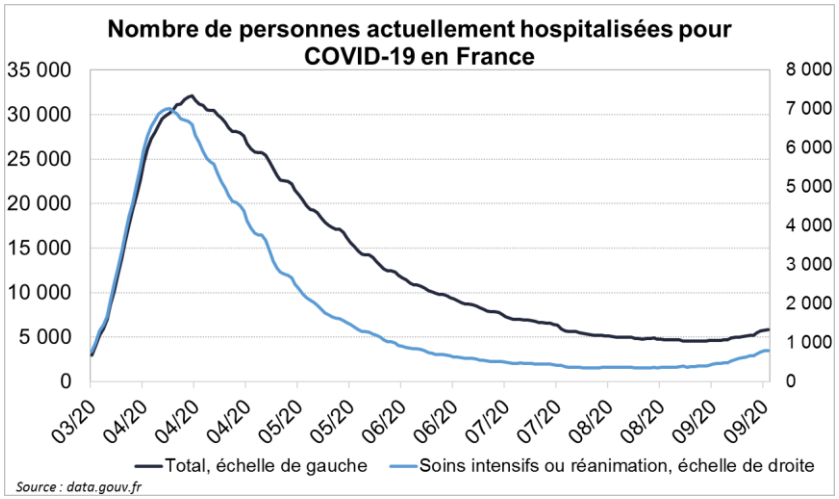
Des mesures d'endiguement moins coûteuses économiquement

> Les mesures de confinement ont été nettement assouplies depuis le printemps.

> Certaines mesures ont été réintroduites aux États-Unis et en Europe mais celles-ci sont désormais ciblées et localisées.



> L'absence de tensions sur les capacités hospitalières et la moindre mortalité rendent un reconfinement massif peu probable.



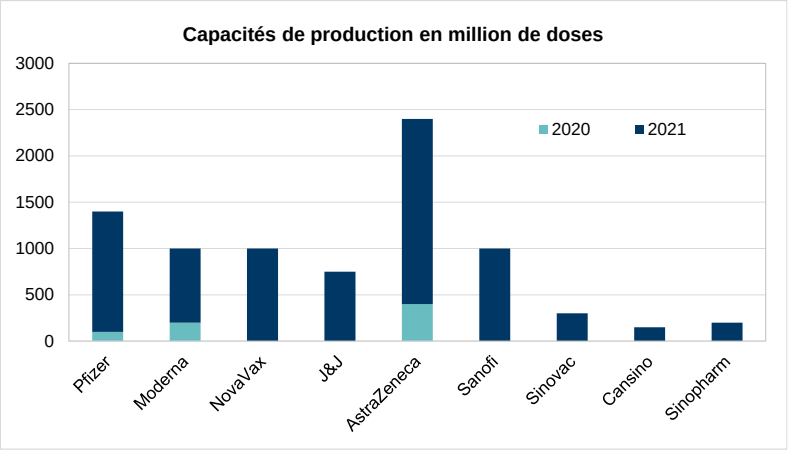
Epidémie
Un vaccin comme porte de sortie ?

- Les avancées sur les vaccins arrivent plus rapidement que prévu. Plusieurs candidats sont déjà entrés dans la phase finale des essais cliniques avant la commercialisation.
- L'Autorité américaine du médicament (FDA) a ouvert la voie à une autorisation en urgence avant la fin de ces essais.

Candidats vaccins*	Phase clinique
Université d'Oxford / AstraZeneca (UK)	III
Sinovac (CN)	III
Wuhan Inst. / Sinopharm (CN)	III
Beijing Inst. / Sinopharm (CN)	III
Moderna (US)	III
Pfizer / BioNTech / Fosun / (US/DE/CN)	II/III
Cansino Biologics (CN)	II
Inst. Of Medical Biology (CN)	II
Anhui Zhifei Longcom (CN)	II
Novavax (US)	I/II

*Classés par date d'entrée dans la dernière phase de développement
Source : Milken Institute

- Les groupes pharmaceutiques américains et européens prévoient d'importantes quantités de production dès cette année et surtout l'année prochaine en cas d'approbation.



A.II

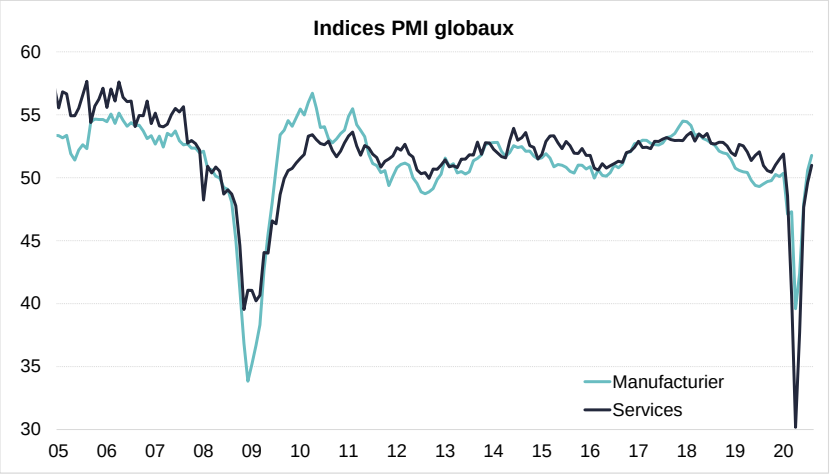
Un rebond vigoureux de l’activité post-confinement

Macroéconomie

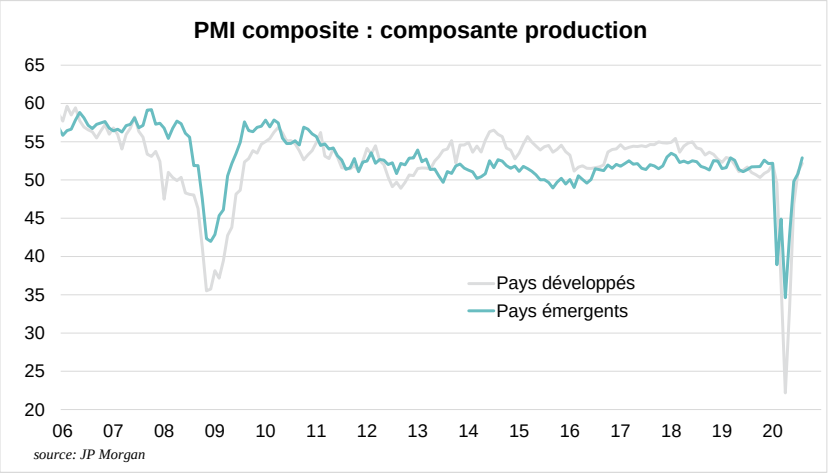
Les enquêtes décrivent une poursuite de la reprise de l'activité

> Les enquêtes affichent un rebond marqué sur les trois derniers mois.

> Néanmoins, après une période exceptionnelle, il est difficile de relier le niveau des enquêtes à un niveau de croissance précis.



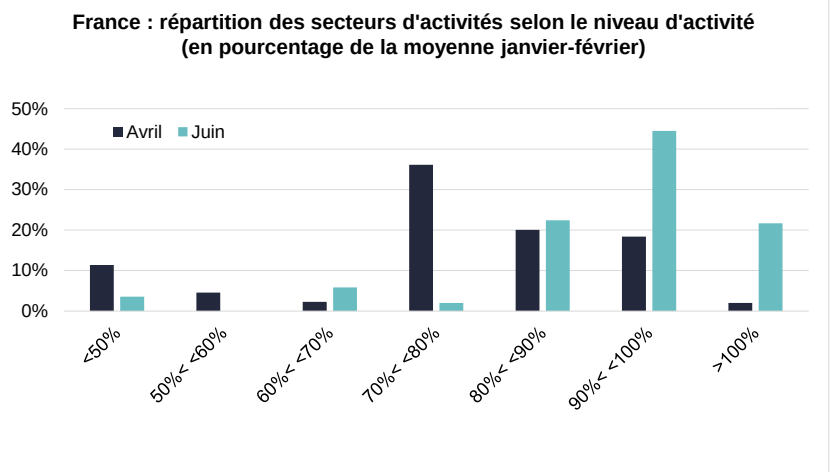
> Le rebond est visible dans les pays développés comme dans les pays émergents, quelle que soit la situation sanitaire de chaque pays.



Macroéconomie
Une reprise hétérogène

> En France, pour les deux tiers des secteurs pour lesquels des données sont disponibles, l'activité était revenue à au moins 90% de la normale en juin.

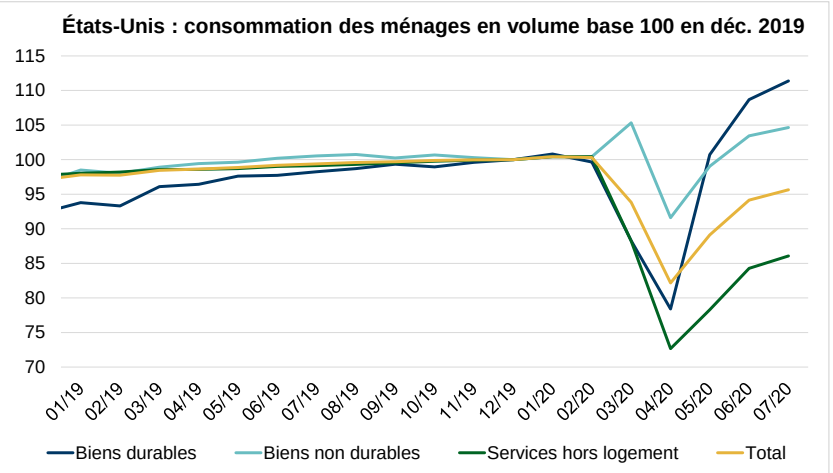
> Seuls 10% avaient encore une activité à moins de 70% de la normale.



> Globalement, à l'image de ce qu'on voit aux États-Unis, la consommation globale est en baisse mais cache des évolutions contrastées.

> La consommation de biens a rebondi, avec notamment une consommation de biens durables en nette hausse.

> Les services, prépondérants dans la consommation, sont encore en dessous des points hauts.

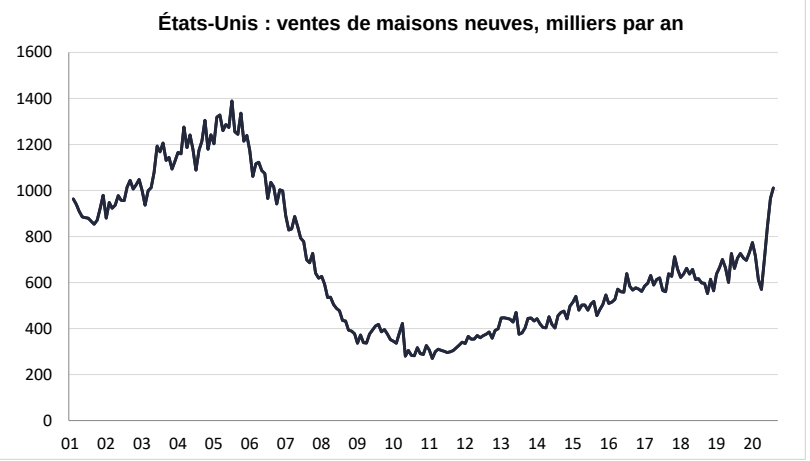


Macroéconomie

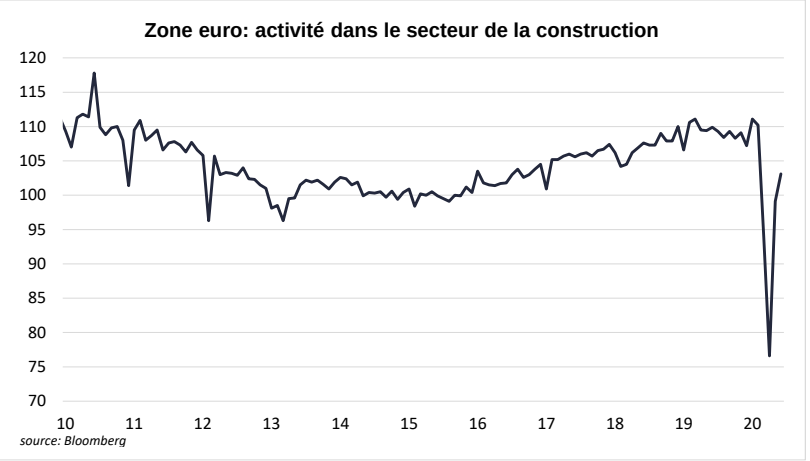
Aux États-Unis, un rebond très fort de l'immobilier

> Aux États-Unis, les ventes de logements ont fortement augmenté.

> La construction est aussi bien orientée.



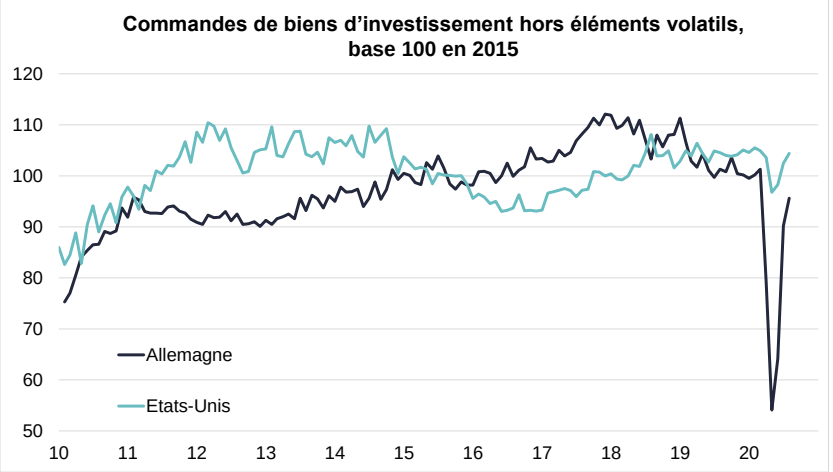
> On observe également un net rebond de l'activité dans la construction en Europe, mais relativement moindre.



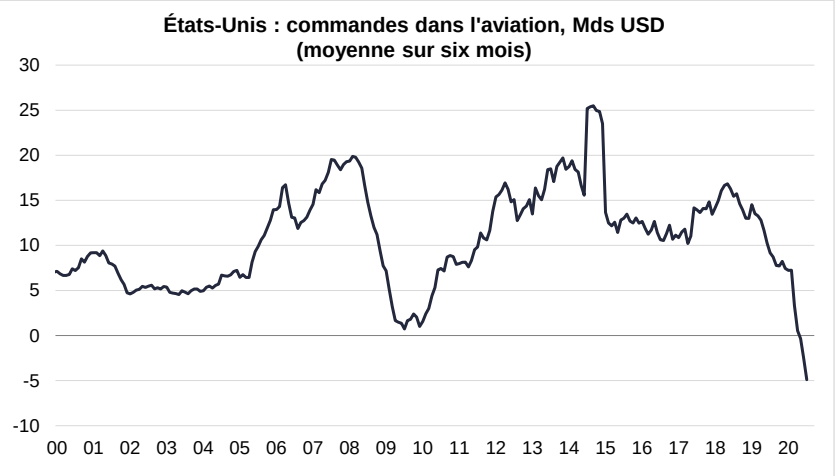
Macroéconomie
Redressement de l'investissement

> Aux États-Unis, après une baisse modérée, les commandes de biens d'investissement ont retrouvé leur niveau d'avant crise

> En Allemagne, après une baisse très forte, le rebond est également vigoureux.



> D'autres secteurs sont confrontés à une crise conjoncturelle d'une ampleur inédite, comme le secteur aéronautique.



Macroéconomie

Des économies sur la trajectoire d'un rebond plus fort que prévu

- Certains secteurs connaissent une reprise rapide, avec même un effet rattrapage comme pour les biens durables.
- D'autres risquent de subir une défiance durable des consommateurs ou des effets induits de cette défiance (aéronautique par exemple).
- Les dernières estimations de l'INSEE font état d'une activité à 95% de la normale, ce qui est supérieur à ce que nous estimions au printemps.

		Ecart à l'activité normale					
		Estimation INSEE				trajectoire LFG (scénario de mai)	
	Poids PIB	avril	mai	juin	août	septembre	novembre
Agriculture, sylviculture et pêche	**2%**	**-12%**	**-8%**	**-4%**	**-1%**	**-3%**	**-2%**
Industrie	**14%**	**-32%**	**-19%**	**-14%**	**-5%**	**-9%**	**-3%**
Agroalimentaire	2%	-11%	-8%	-4%	-2%	0%	0%
Energie et services aux collectivités	2%	-13%	-5%	-3%	-1%	-5%	-1%
Biens d'équipement hors transport	1%	-40%	-23%	-16%	-2%	-10%	0%
Fabrication de matériels de transport	1%	-67%	-51%	-41%	-17%	-20%	-15%
Fabrication d'autres produits industriels	6%	-37%	-21%	-15%	-6%	-10%	-5%
Construction	**6%**	**-61%**	**-47%**	**-31%**	**-5%**	**-10%**	**-2%**
Services principalement marchands	**56%**	**-30%**	**-22%**	**-13%**	**-6%**	**-7%**	**-3%**
Commerce	10%	-36%	-27%	-16%	0%	-10%	-5%
Transports et entreposage	5%	-66%	-43%	-28%	-20%	-10%	-5%
Hébergement et restauration	3%	-82%	-67%	-20%	-22%	-40%	-30%
Information et communication	5%	-10%	-8%	-7%	-4%	-5%	0%
Activités financières et immobilier	17%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	0%
Autres services	17%	-37%	-28%	-18%	-10%	-8%	-2%
Services principalement non marchands	**22%**	**-25%**	**-19%**	**-7%**	**-3%**	**-3%**	**-2%**
TOTAL	100%	-30%	-22%	-12%	-5%	-7%	-3%

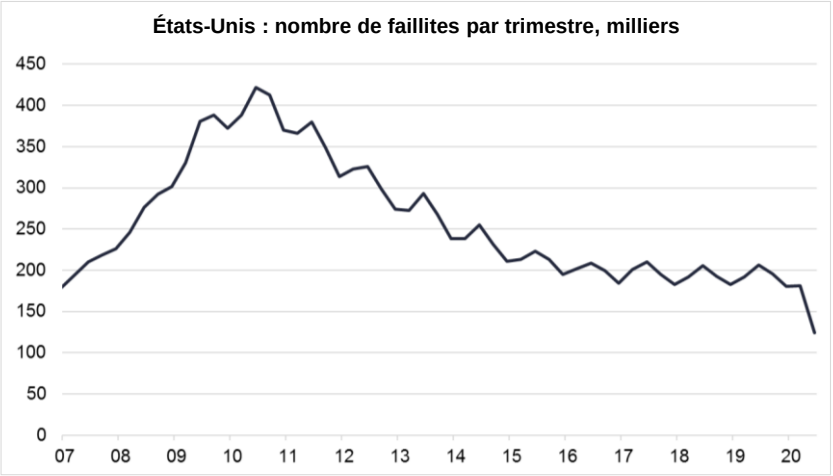
A.III

Effets de la crise vs. effets des soutiens ?

Macroéconomie

Quel impact de ce qui reste un fort ralentissement malgré le rebond ?

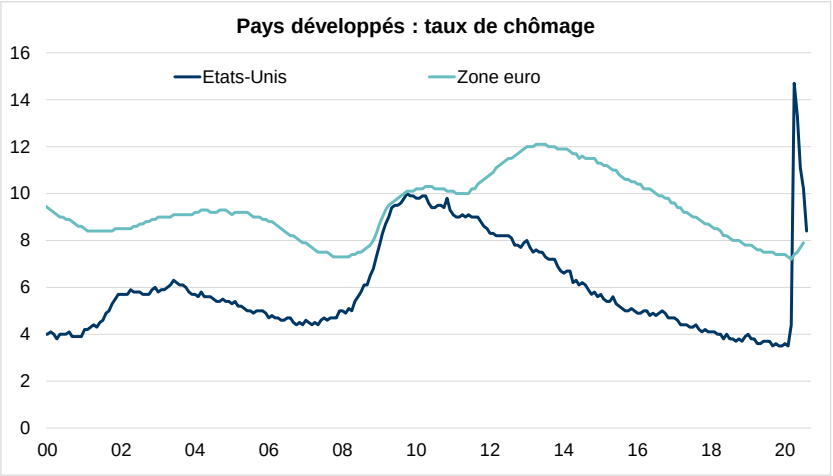
> La suspension des faillites dans un certain nombre de pays masque l'impact sur l'appareil productif.



> Les dispositifs de chômage partiel ont permis de limiter la hausse du chômage en Europe mais la dégradation se poursuit malgré le rebond de l'activité.

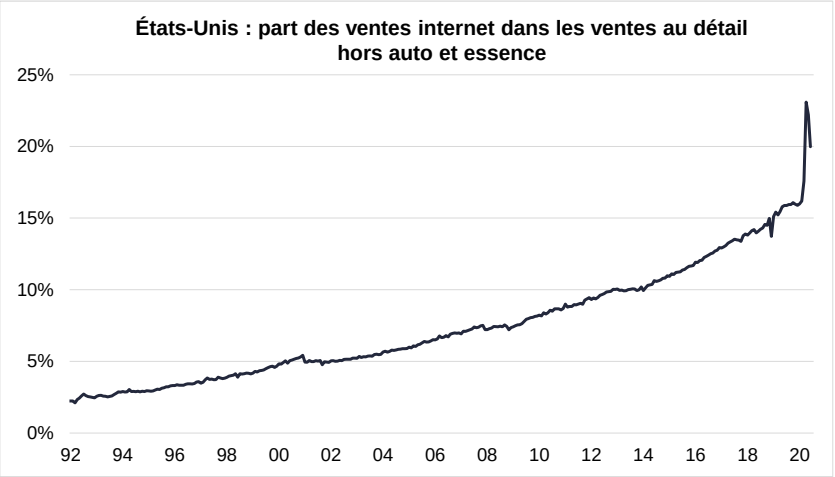
> Aux États-Unis, sur les 13,5 millions de chômeurs en août, 6,2 sont mentionnés comme en chômage temporaire.

> Aux États-Unis, les offres d'emplois sont reparties à la hausse et se maintiennent sur un niveau élevé.

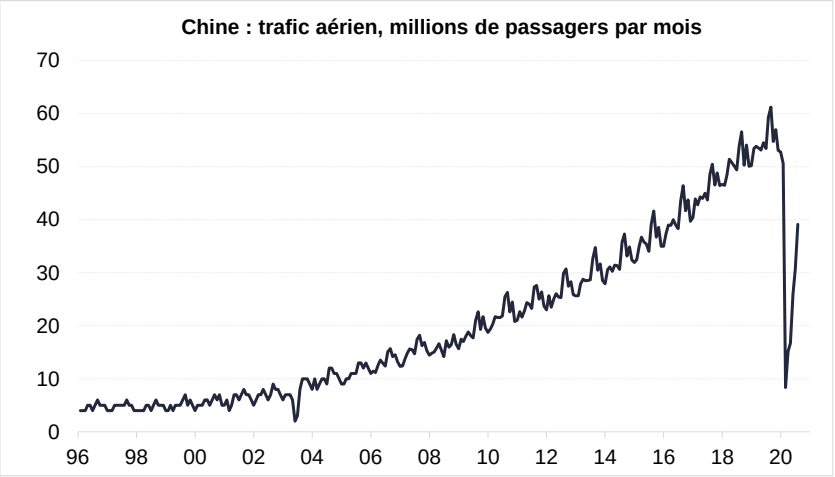


Macroéconomie
Une crise aux impacts durables

> Cette crise accélère la digitalisation de l'économie, ce qui ne manquera pas d'avoir un impact sur certaines activités comme le commerce de détail, et donc sur la structure du marché de l'emploi.



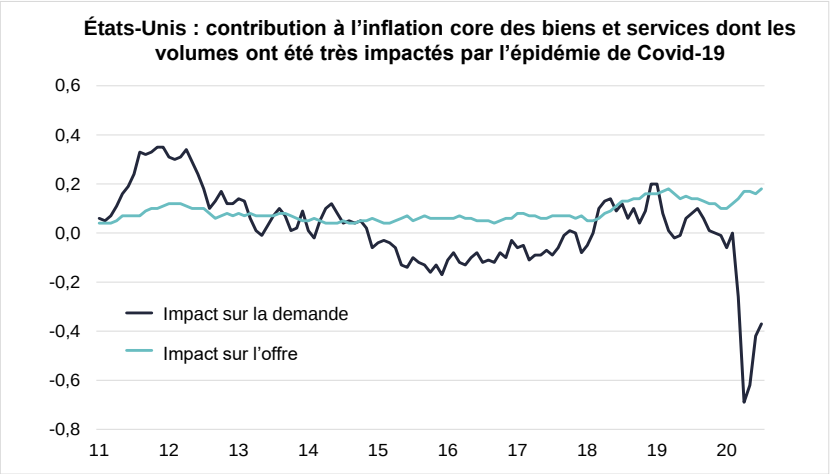
> Le secteur des transports sera-t-il touché par une baisse durable du trafic ?



Macroéconomie

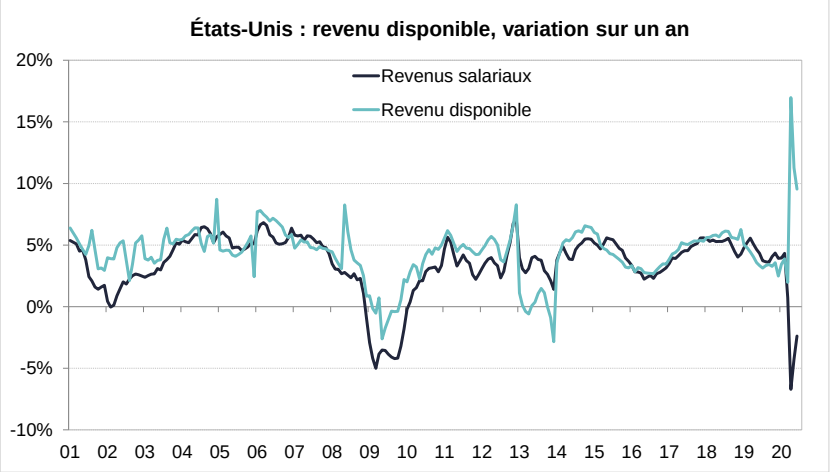
Quel impact sur l'inflation à moyen terme ?

> A court terme, les mesures d'inflation ont été perturbées par l'épidémie de Covid-19.



> L'ampleur du soutien budgétaire fait que les revenus des ménages se sont déconnectés des revenus salariaux, ce qui fait de cette récession une récession totalement inédite.

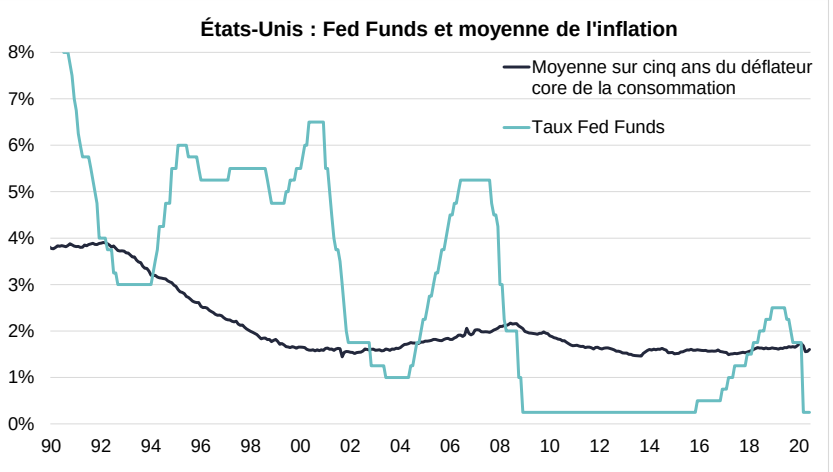
> L'impact final sur les prix à la consommation reste aussi incertain.



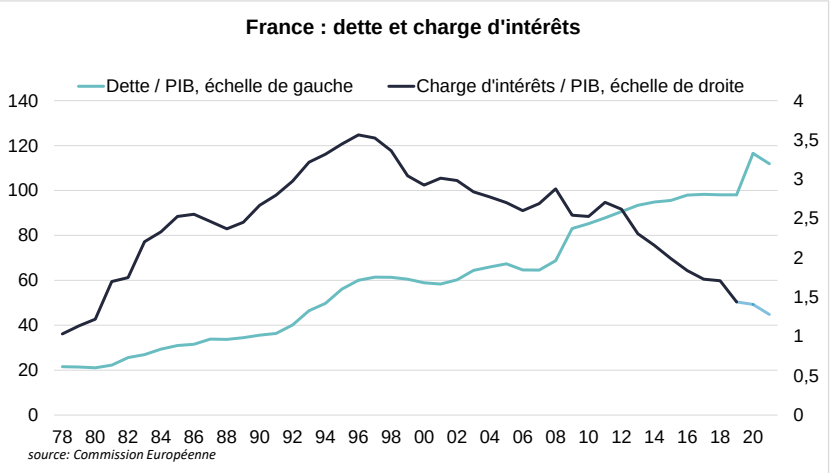
Macroéconomie

Vers un soutien durable de la part des banques centrales

- Les annonces de Jay Powell à Jackson Hole laissent anticiper :
  - Une attention plus forte à l'emploi qu'à l'inflation avec une volonté de soutenir l'emploi au maximum
  - Une tolérance plus grande pour une inflation un peu forte
  - Et donc, dans la situation actuelle, un soutien durable



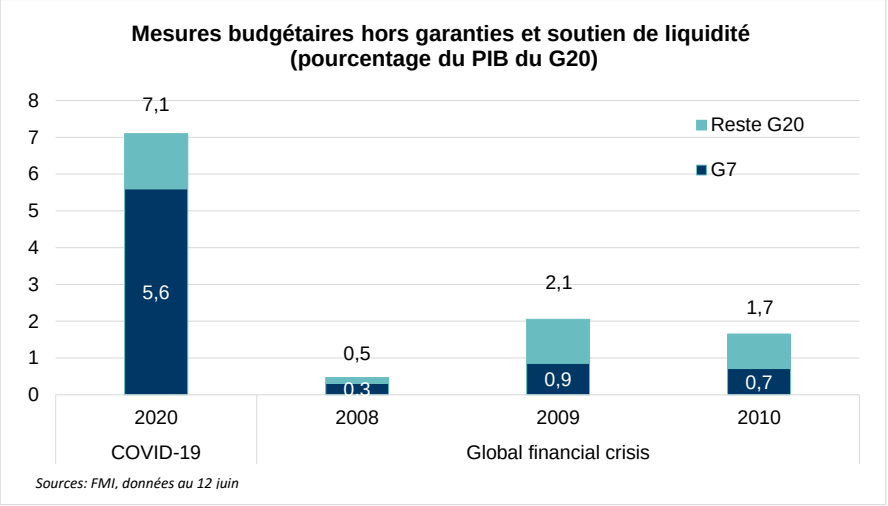
- Les banques centrales continuent d'appeler à la mise en œuvre d'une politique budgétaire très active et leur politique de maintien de taux bas facilite le financement de niveaux de dettes toujours plus élevés.



Macroéconomie

Soutien massif des politiques budgétaires : un nouveau paradigme ?

- Les mesures budgétaires ont été d'une ampleur totalement inédites.
- Un durcissement précoce des politiques budgétaires reste peu probable.



- Les dispositifs de chômage partiel sont pour la plupart prolongés et un certain nombre de pays annoncent des mesures de relance.
- L'accord européen de juillet sur le plan de relance devrait permettre aux mesures d'agir en 2021.
- Aux Etats-Unis, les négociations sur un nouveau plan se poursuivent, avec la proposition de 3,5 trillions USD de nouvelles dépenses par les démocrates, mais un accord plus probable vers 1,5 trillion.
- Des mesures viendront probablement éviter un trop rapide durcissement fiscal.
- Pour l'instant, ces dispositions constituent une réponse exceptionnelle à une crise exceptionnelle, mais il est possible que nous soyons en train de basculer dans un nouvel environnement où la dépense publique est durablement plus élevée.

A.IV

Conclusion

Macroéconomie
Conclusion

- Une épidémie qui se poursuit dans le monde mais avec une létalité qui semble moindre.
- Une faible probabilité d'un nouveau confinement généralisé.
- Des signes prometteurs sur les vaccins.

- Un rebond de l'activité plus rapide que prévu qui amène une révision en baisse des prévisions de contraction sur 2020.
- Une réelle récession dont l'impact n'est pas encore totalement visible.
- Une réponse budgétaire et monétaire de très grande ampleur qui devrait permettre une poursuite du rebond.
- Pour les pays occidentaux, rien ne permet d'invalider le scénario d'un retour vers les niveaux d'activité pré Covid fin 2021.

L'opinion exprimée ci-dessus est à jour à date de cette présentation et est susceptible de changer.

B

Perspectives financières

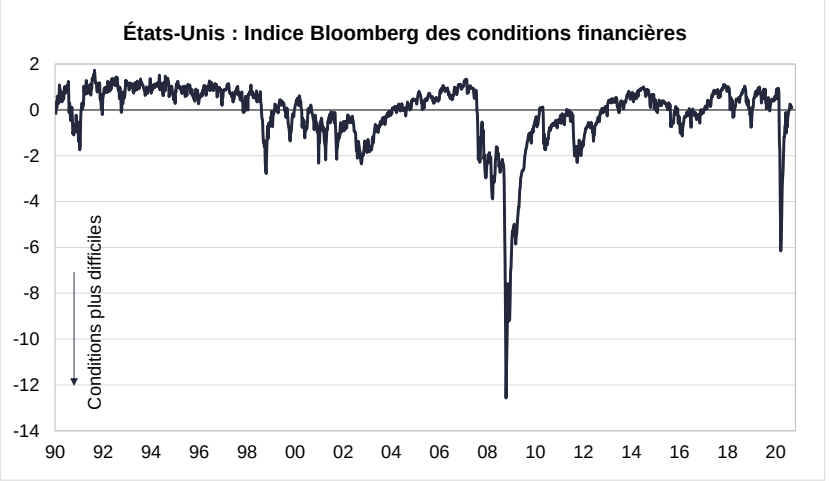
B.I

Des banques centrales hyperactives sur les marchés obligataires

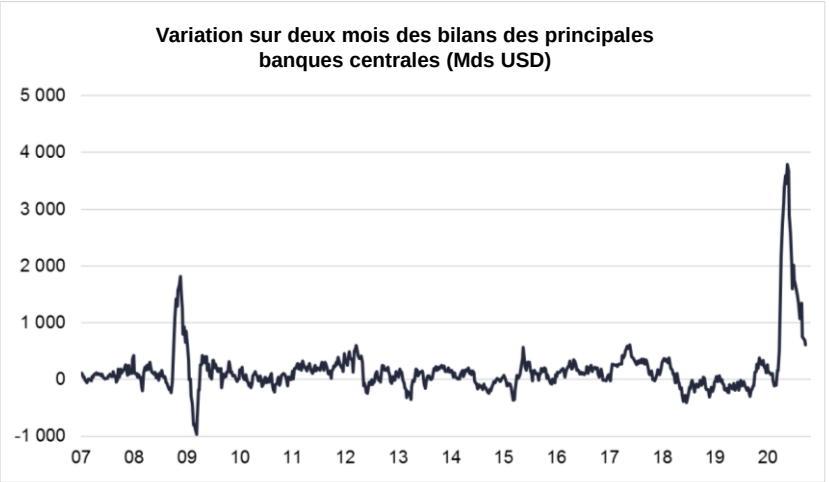
Marchés

Une amélioration exceptionnellement rapide des conditions financières

- L'action des banques centrales a permis une amélioration très rapide des conditions financières.
- En 2009, il avait fallu attendre 2012 pour rejoindre durablement ces niveaux-là.



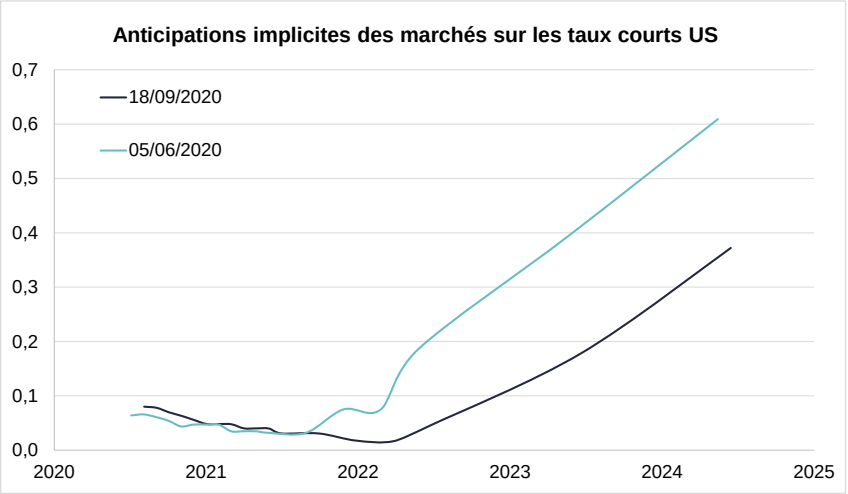
- Ceci a été obtenu par une action sans précédent des banques centrales.



Marchés obligataires

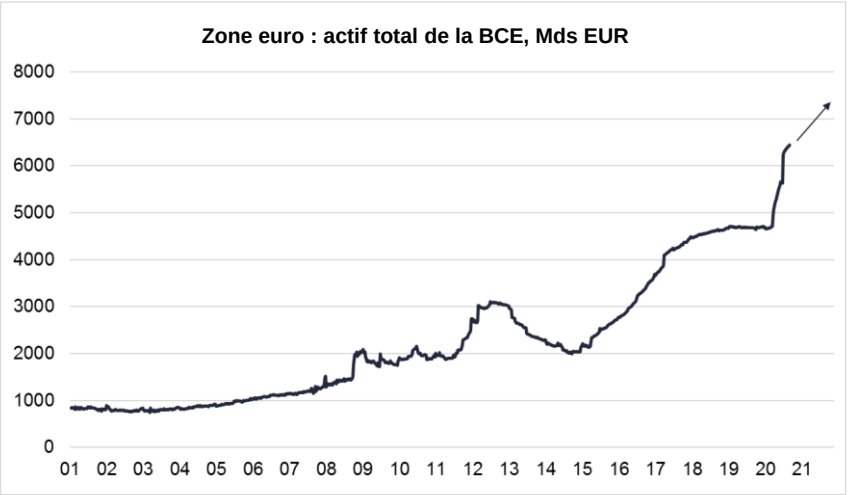
Une politique monétaire accommodante pour encore quelques temps

> Les déclarations de Jerome Powell ont repoussé les anticipations de remontée des taux à plus de quatre ans.



> La BCE s'est engagée à poursuivre les achats dans le cadre du PEPP jusqu'à fin juin 2021, ce qui représente un rythme encore soutenu d'achat.

> La Fed n'a pas fixé de limite à ses achats.

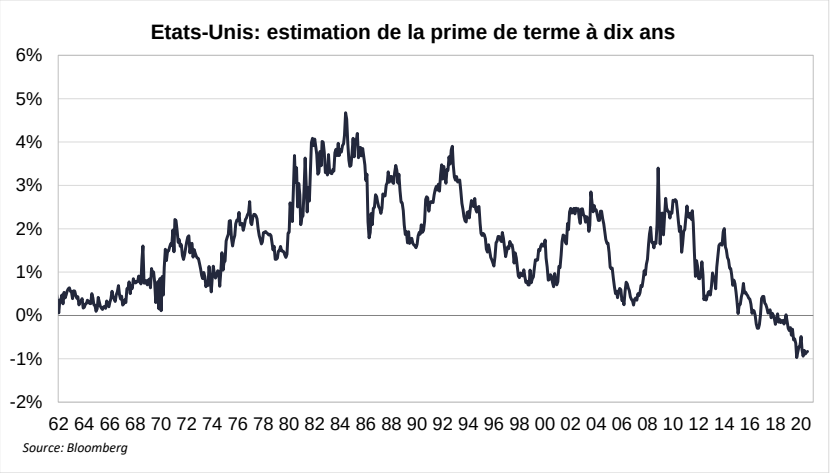


Marchés obligataires

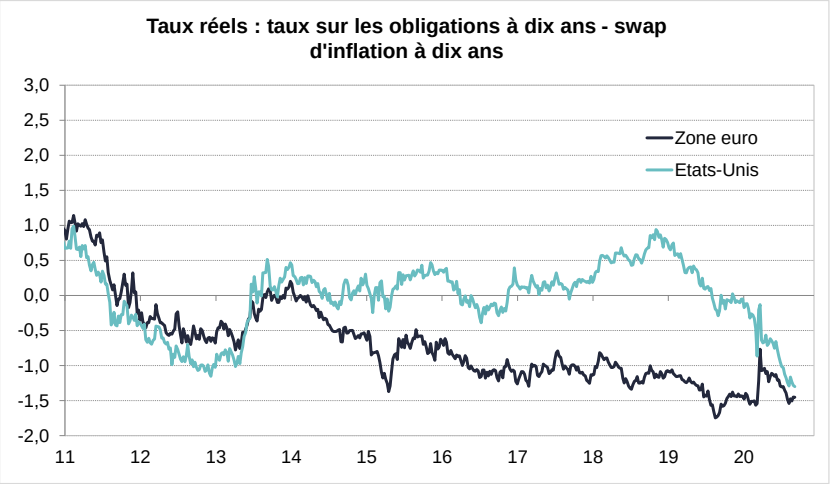
Vers une pentification de la courbe des taux ?

> Le changement de politique de la Fed crée un biais inflationniste à moyen terme qui n'est pas compensé par la courbe actuelle des taux.

> Néanmoins, si les taux venaient à déraper, la Fed pourrait mettre en place une politique de contrôle de la courbe des taux, similaire à ce que fait le Japon.



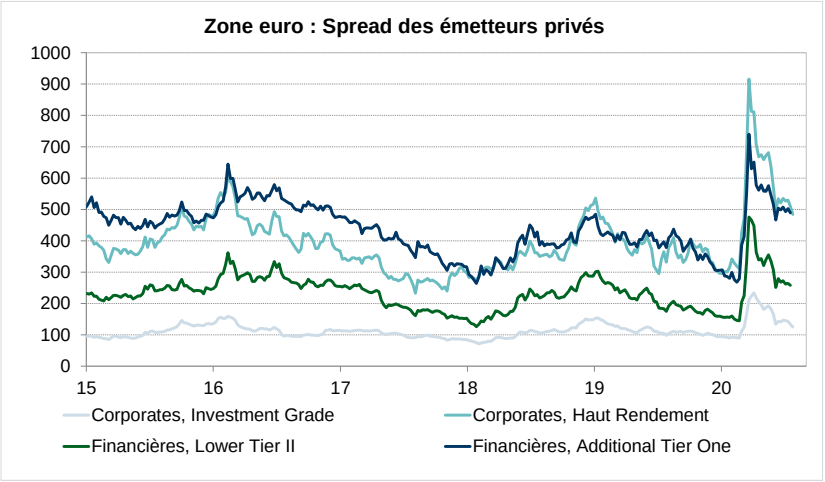
> Le niveau des taux réels est extrêmement bas.



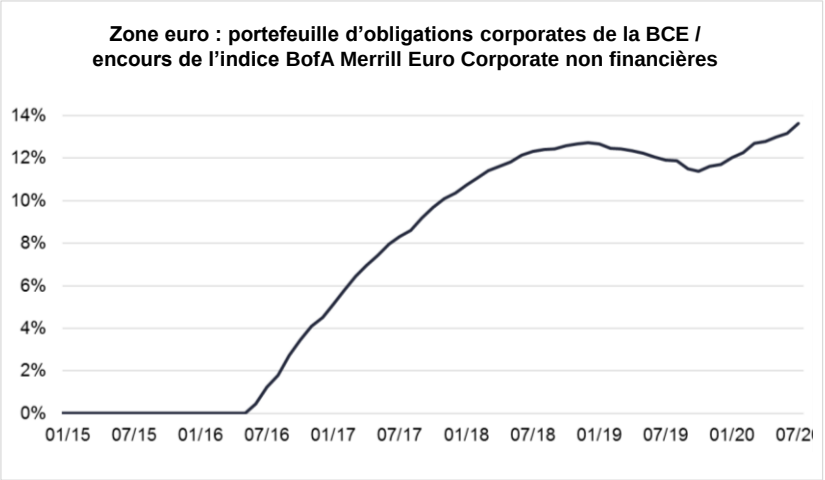
Marchés obligataires

Des marges encore attractives dans le crédit

> L'écrasement des taux souverains fait que les marges de crédit restent encore élevées.



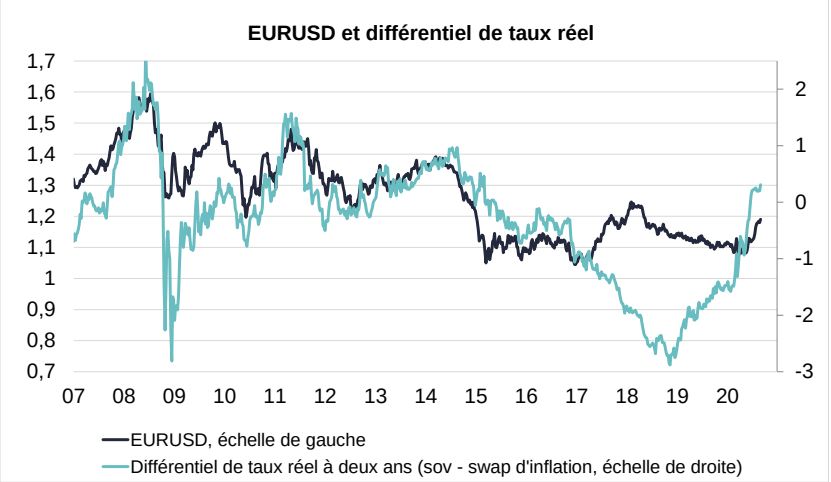
> Dorénavant, les banques centrales ciblent également les conditions de crédit en achetant des obligations émises par les entreprises.



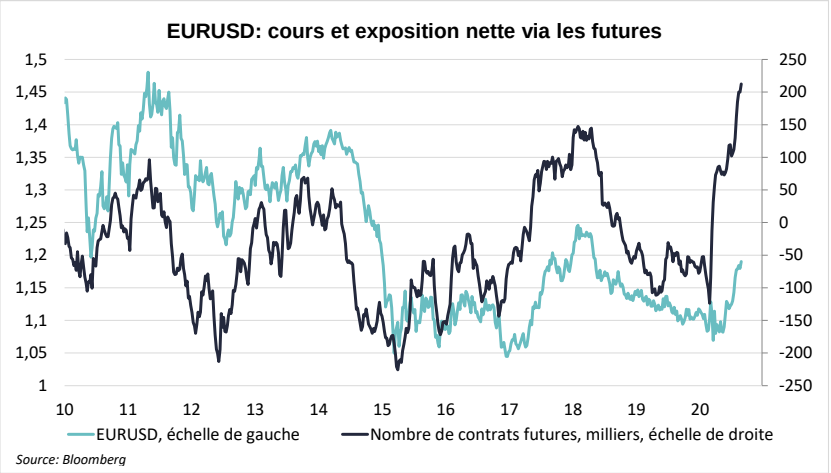
Devises

Eurodollar : vers un euro plus fort

> Le différentiel des taux n'est plus favorable au dollar et va dans le sens de la parité de pouvoir d'achat, c'est-à-dire vers un euro plus fort.



> Mais à court terme, le positionnement très long des investisseurs pourrait générer une correction de l'eurodollar.



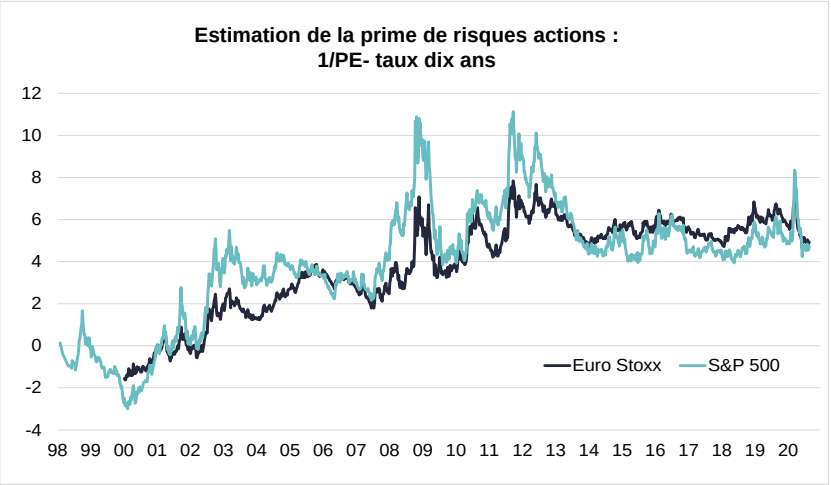
B.II

Des marchés actions difficilement lisibles ?

Marchés actions

Un contexte toujours porteur

> Malgré les fortes révisions en baisse des prévisions de résultats, la forte baisse des taux d'intérêts fait que la rémunération du risque actions reste élevée.

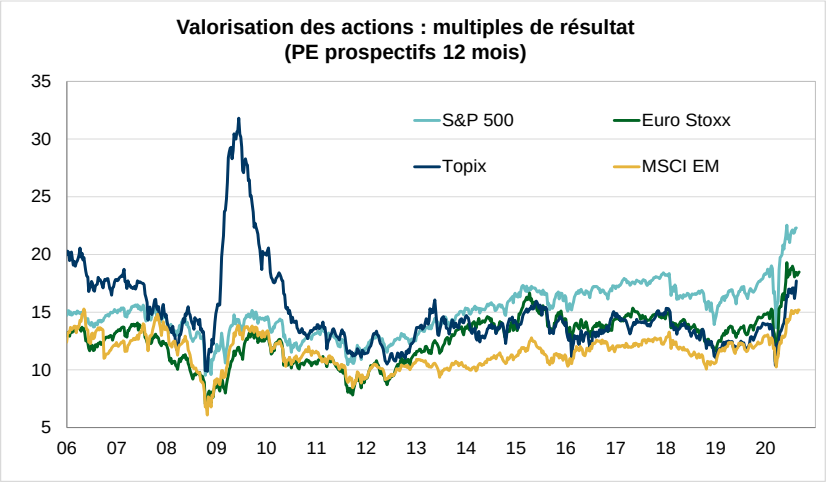


> La phase de fortes révisions en baisse des résultats est derrière nous.

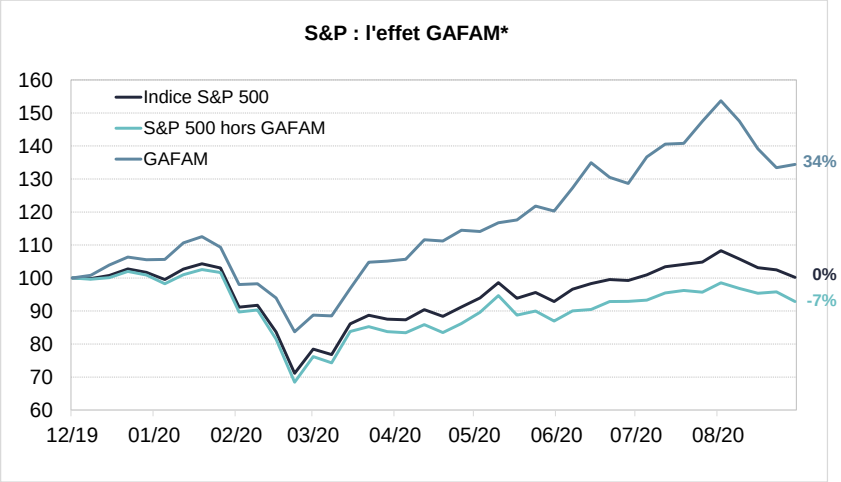
Marchés actions

Un marché actions toujours plus polarisé

> Le marché actions américain continue de surperformer largement le reste du monde.



> La surperformance du marché américain s'explique largement par cinq valeurs (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft) dont le poids est passé de 9% du S&P 500 en 2015 à 25% aujourd'hui.



**GAFAM : Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft*

Du 27/12/2019 au 24/09/2020

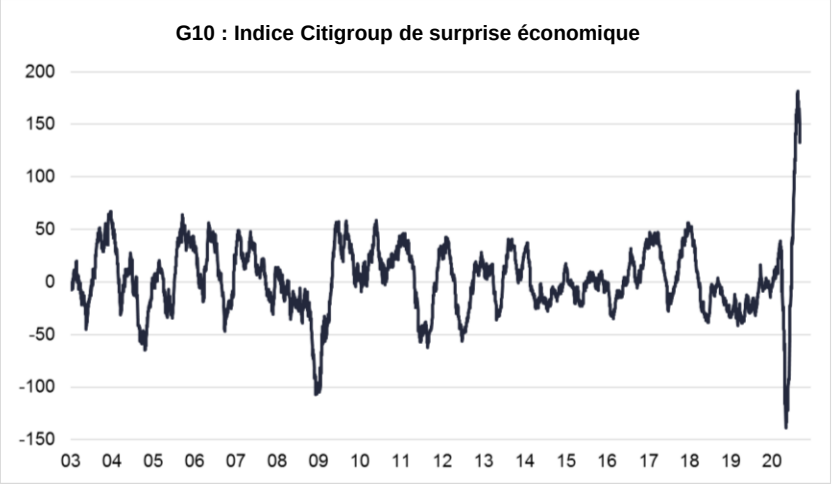
Marchés actions

Des risques à court terme pour le marché actions…

> Les nouvelles économiques ont été exceptionnellement bonnes sur les derniers mois dans le contexte de réouverture de l'économie.

> L'absence d'accord sur un nouveau plan de relance aux États-Unis pourrait causer un trou d'air dans l'activité économique…

> … et peser sur les marchés.



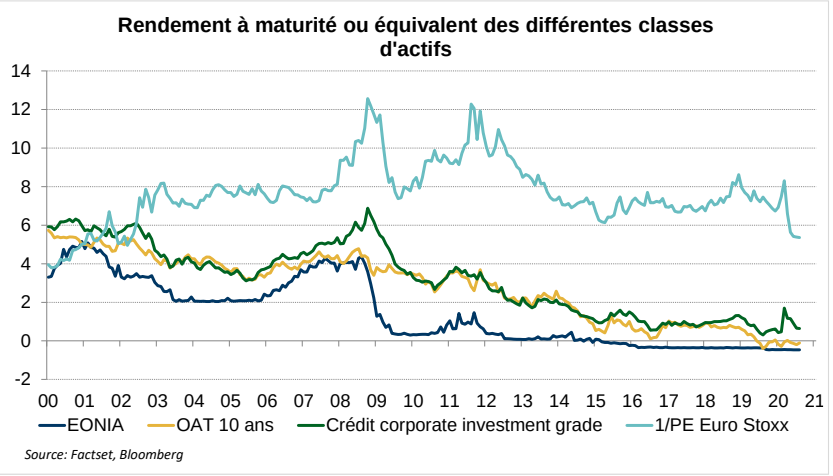
> **Brexit** : les négociations ne semblent pas avancer. Mais une sortie sans accord pourrait avoir un impact principalement sur la devise.

> **Élections aux États-Unis** : le risque d'une élection plus serrée est notable. Que se passerait il en cas de désaccord sur les élections ? Si les démocrates emportent la Maison Blanche et les chambres, les centristes du parti peuvent-ils être débordés par la gauche du parti ?

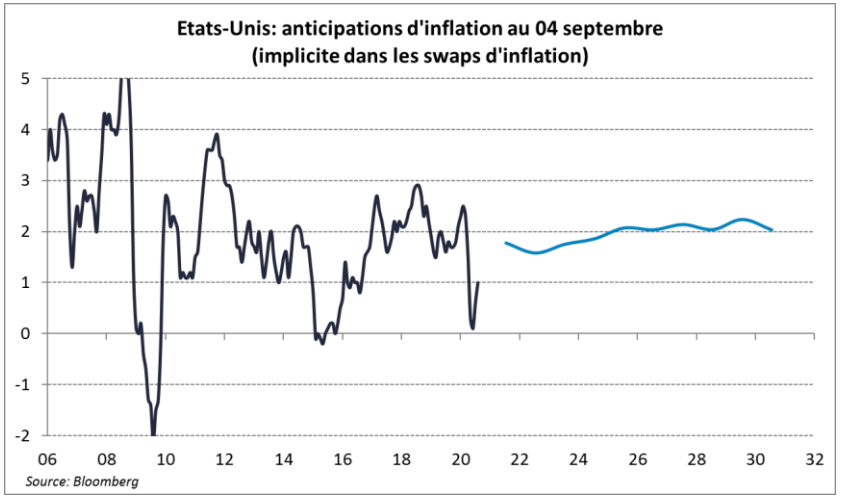
Marchés actions

…mais un potentiel de moyen terme qui reste supérieur aux autres classes d'actifs

- Face à des obligations dont le rendement est tiré à la baisse par l'action des banques centrales, les marchés actions semblent plus raisonnables.
- La perspective d'un vaccin pourrait redynamiser l'économie et donc les marchés dans un contexte de forte relance budgétaire.



- Le niveau actuel des marchés actions se justifie dans un environnement de forte relance budgétaire et monétaire et de maintien des taux bas.
- Une accélération de l'inflation, forçant les banques centrales à remonter les taux, bouleverserait l'équilibre actuel, mais elle ne semble pas d'actualité.



B.III

Conclusion

Perspectives financières

Perspectives de marchés à douze mois

Actions	Une prime de risque toujours attractive dans un contexte de taux bas. Un point bas économique derrière nous et une exposition à la relance budgétaire. Pas de hiérarchie claire à douze mois entre les régions, mais une préférence pour le marché européen à court terme.
Convertibles	Exposition indirecte aux marchés actions.
High Yield	Une valorisation en partie normalisée mais un spread attractif dans un contexte de fort soutien des banques centrales et de taux très bas.
Dettes Subordonnées Financières	Une crise où le risque de crédit des prêts bancaires est en partie absorbé par la puissance publique.
Dettes émergentes	Un portage attractif mais des rendements quasiment revenus au plus bas.
Obligations Corporate	Une classe d'actifs soutenue par les achats des banques centrales, mais des rendements très bas.
Monétaire	Pas de remontée des taux des banques centrales avant longtemps.
Obligations d'État (Bund)	Le changement de politique de la Fed et les volumes d'émissions pourraient faire remonter les taux longs.

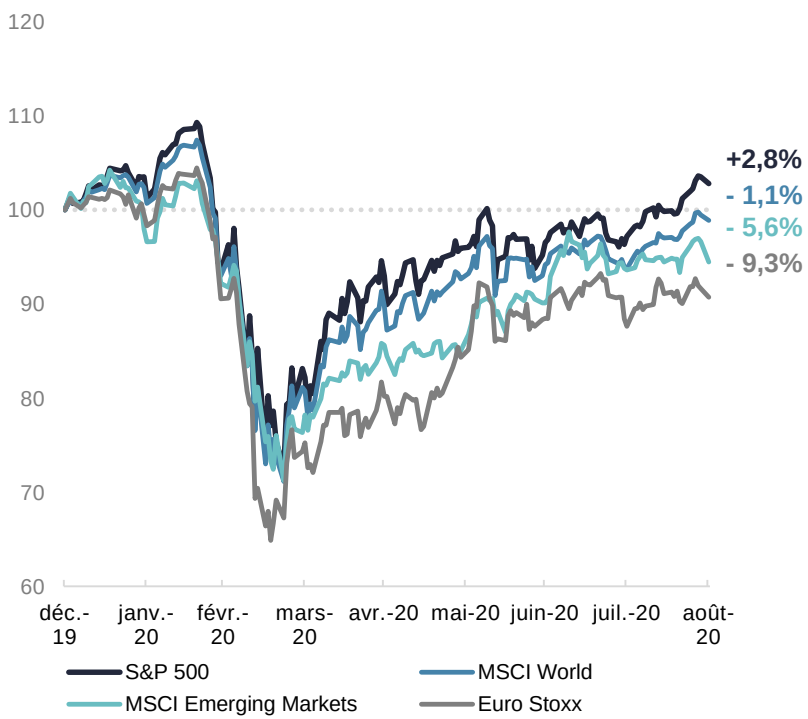
L'opinion exprimée ci-dessus est à jour à date de cette présentation et est susceptible de changer.

Annexes

2020 : l'année des contrastes

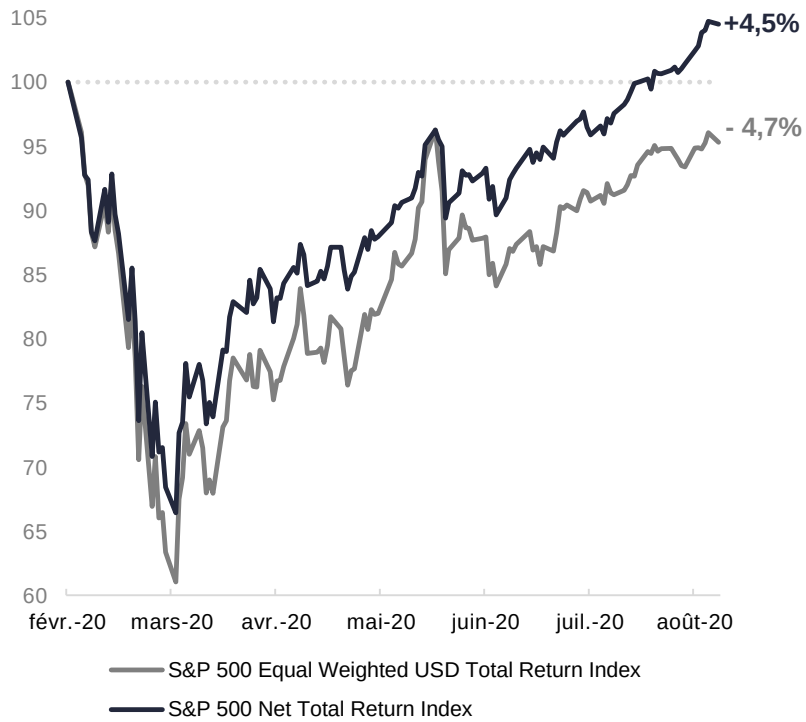
Performance des principaux indices YTD

Base 100 du 31/12/2019 au 31/08/2020
En EUR et dividendes réinvestis



S&P 500 equipondéré vs S&P 500

Base 100 du 20/02/2020 au 31/08/2020
En USD et dividendes réinvestis

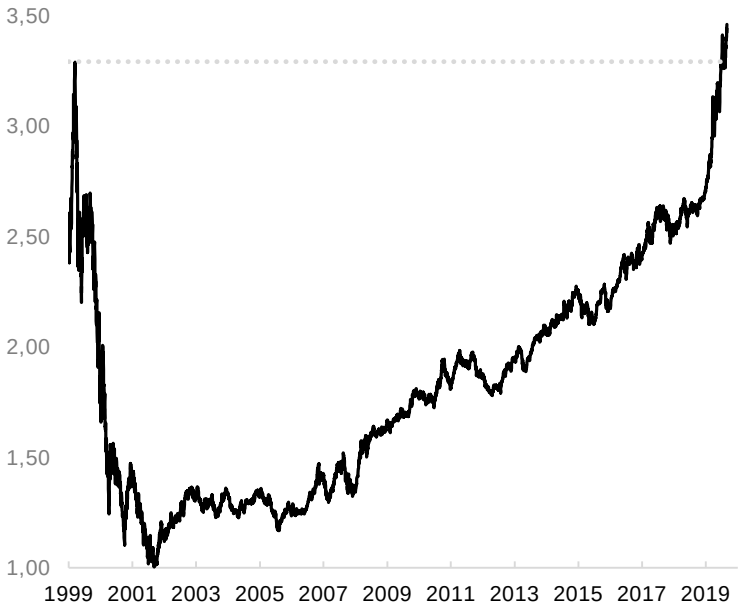


Source : Bloomberg.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
L'opinion ci-dessus est exprimée à date de la présentation et est susceptible de changer.

Une polarisation spectaculaire

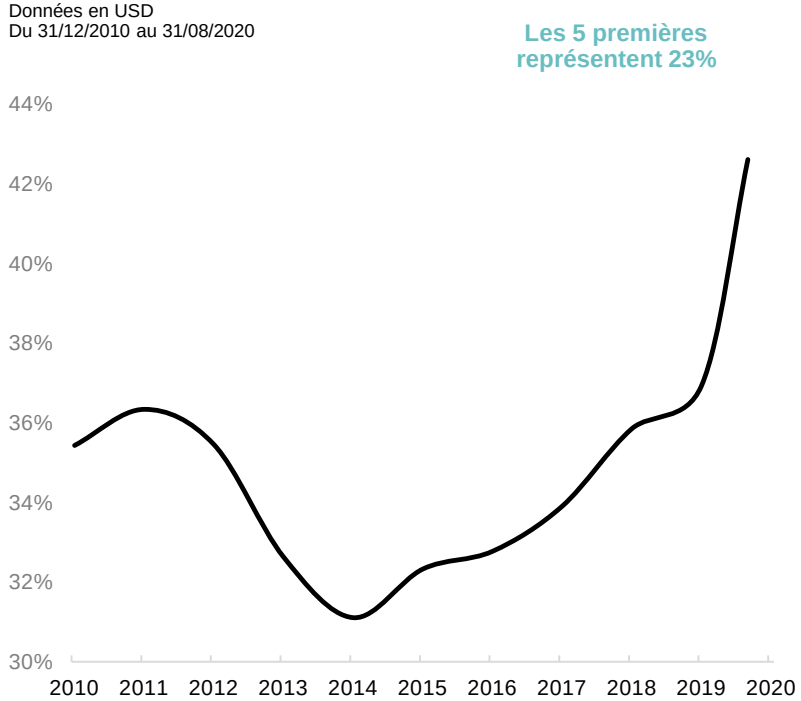
Ratio Nasdaq 100 / S&P 500 *(en valeur)*

Du 31/12/1999 au 31/08/2020



Poids des 25 plus importantes capitalisations boursières du S&P 500

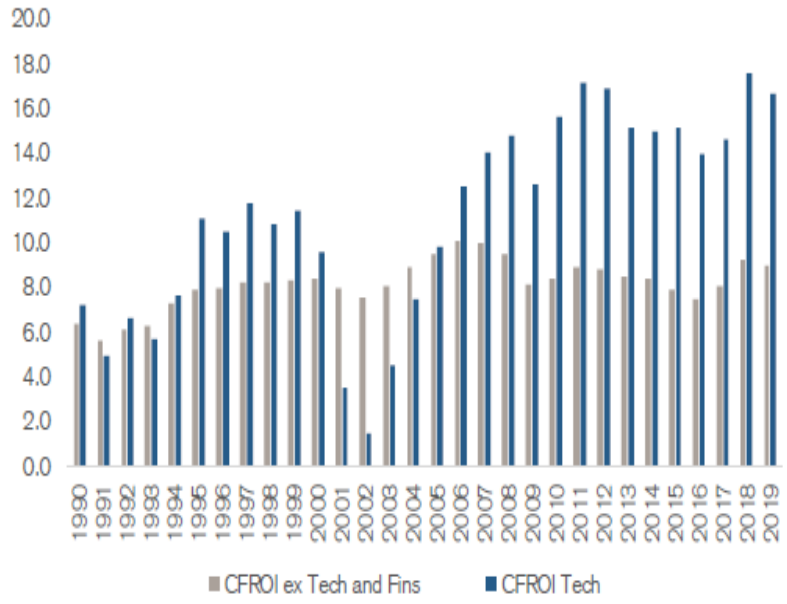
Données en USD
Du 31/12/2010 au 31/08/2020



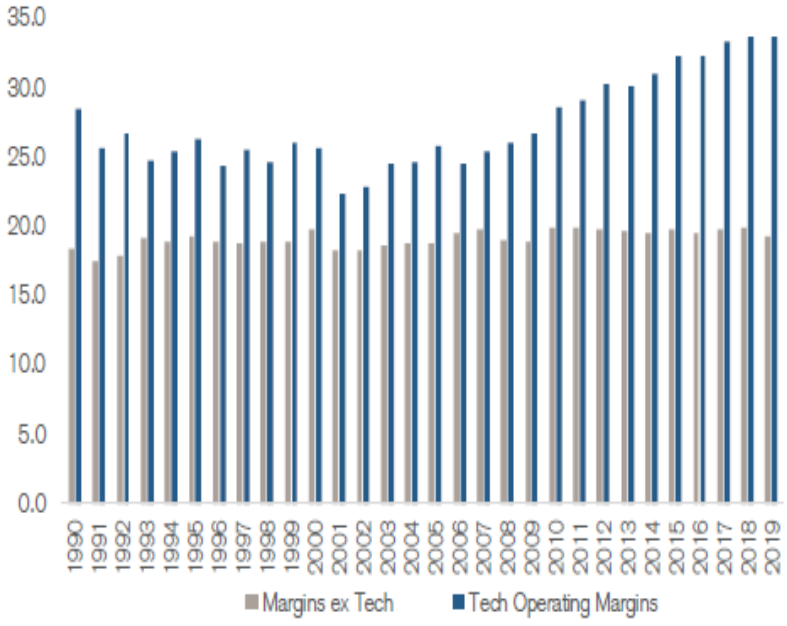
Source : Bloomberg. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Perf TR : performance dividendes réinvestis.
L'opinion ci-dessus est exprimée à date de la présentation et est susceptible de changer.

Profitabilité de la tech américaine

CFROI US Tech vs. Non Tech



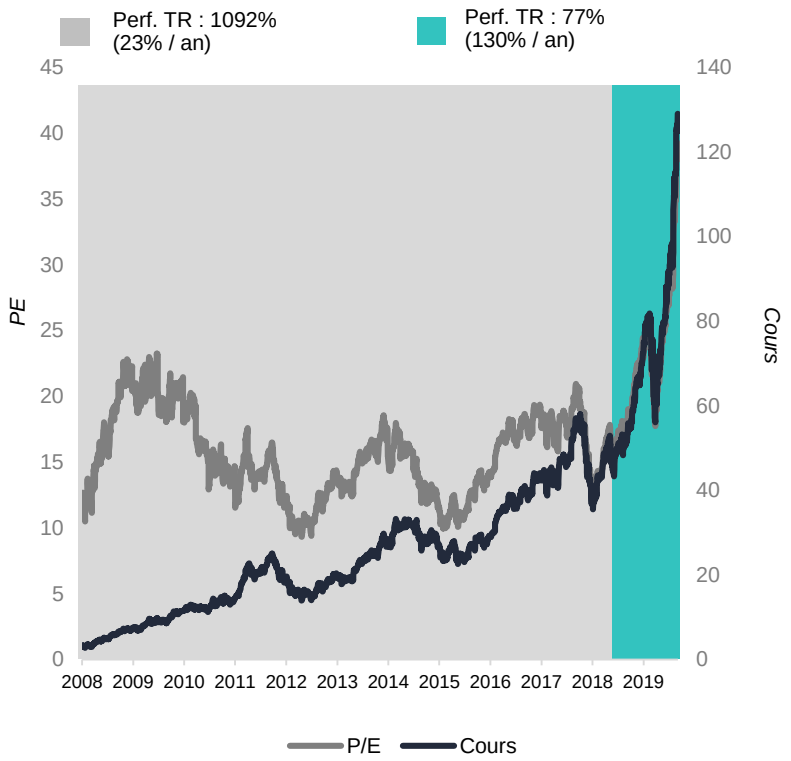
Marges opérationnelles US Tech vs. Non Tech



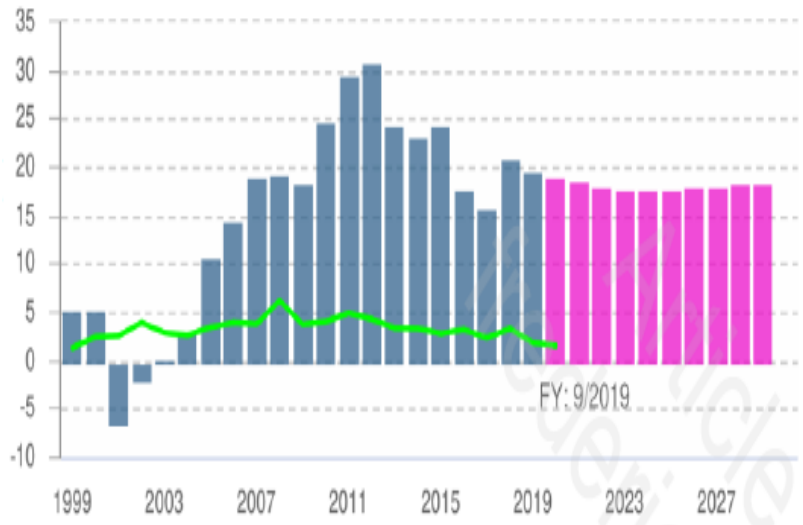
Source : HOLT

L’exemple d’Apple

L’incroyable inflation des PE
L’exemple d’Apple

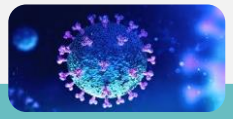


Rentabilité économique d’Apple (en %)



Sources : Bloomberg, HOLT. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Perf TR : performance dividendes réinvestis.
L’opinion ci-dessus est exprimée à date de la présentation et est susceptible de changer.

Covid 19 : effet d'engrenage



COVID - 19

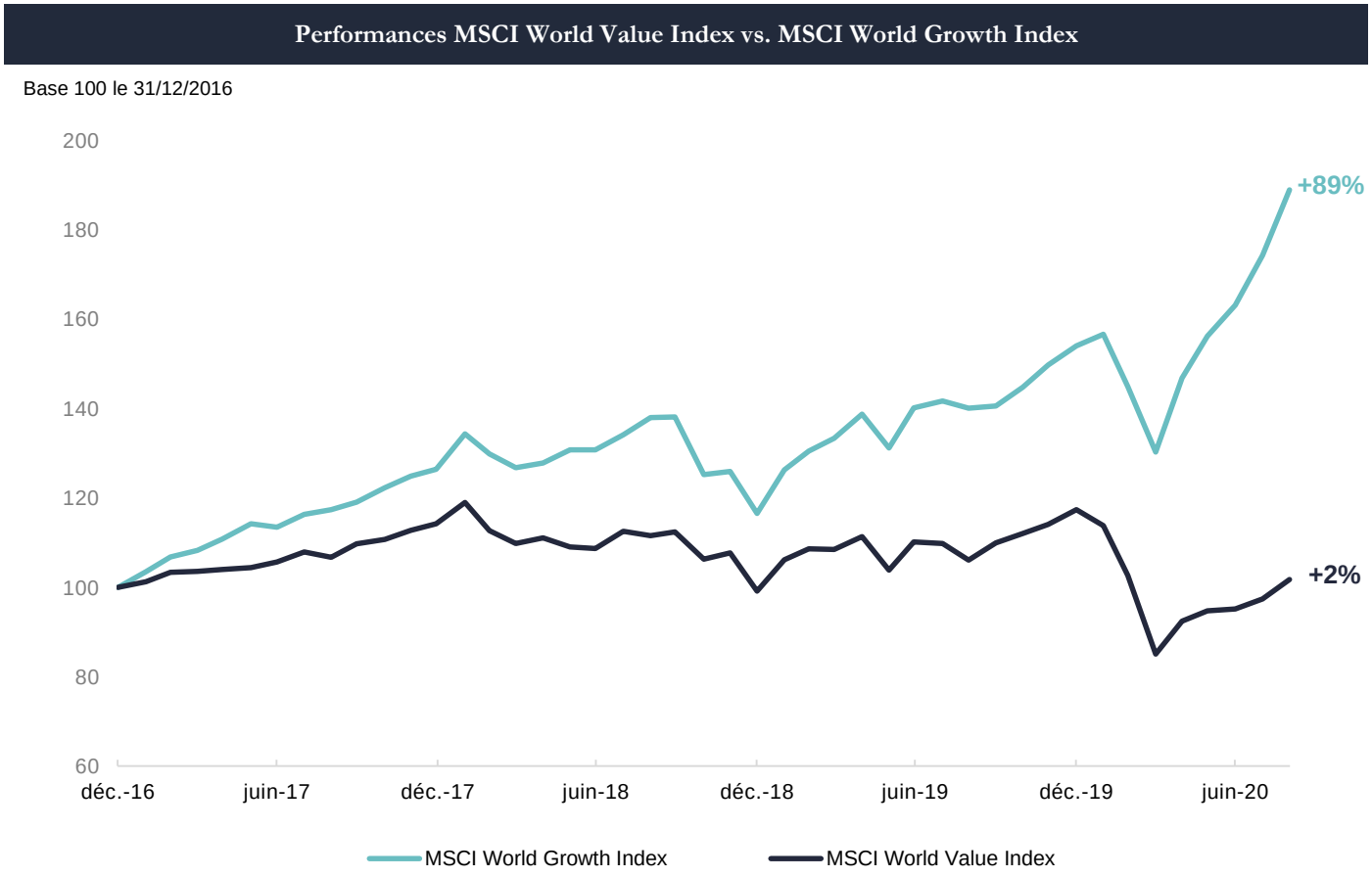
TAUX
LOWER FOR LONGER

- Financement de la nouvelle économie
- Valorisation de la Tech.
- Plans de relance

ACCÉLÉRATION DE LA DIGITALISATION DE L'ÉCONOMIE

L'opinion ci-dessus est exprimée à date de la présentation et est susceptible de changer.

Value vs. Growth



Source : Bloomberg.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
L'opinion ci-dessus est exprimée à date de la présentation et est susceptible de changer.

Glossaire (1/2)

- **Dettes subordonnées Tier 1 / Tier 2** : depuis 1988, on distingue pour les banques deux grandes catégories de fonds propres, le Tier 1 et Tier 2, classés en fonction du type de risque qu'ils peuvent compenser pour calculer le ratio de solvabilité de la banque. Tel que le définit le Comité de Bâle, le Tier 1 concerne les fonds propres dits de base, (actions ordinaires et certificats d'investissement, intérêts minoritaires.), et le Tier 2 désigne les fonds propres complémentaires (plus values latentes, provisions, titres participatifs.).

- **FED** : la Réserve Fédérale, crée en 1913, est l'institution qui met en œuvre la politique monétaire aux États-Unis. En plus de la stabilité des prix, la FED poursuit un objectif de plein emploi.

- **Indices PMI et ISM** : les indices PMI (Purshasing Manager's Indices) et ISM (Insitute for Supply Management) sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné (manufacturier ou service) et inversement.

- **Inflation « core » :** correspond à la croissance globale des prix hors alimentation et énergie.

- **MSCI World :** le MSCI World Index est un indice boursier produit par MSCI permettant de mesurer la performance des marchés.

- **Obligations High Yield :** ces titres obligataires, également appelées à « haut rendement », sont des titres obligataires de nature spéculative dont la notation est inférieure à BBB- chez Standard & Poor's ou Baaa3 chez Moody's. Ils proposent un fort rendement en contrepartie d'un haut niveau de risque.

Glossaire (2/2)

- **PE prospectif (Price to Earning Ratio)** : indicateur de valorisation qui rapporte le cours de l'action au bénéfice par action. Dans le cas où le bénéfice par action utilisé est le bénéfice attendu, le PER est appelé PER prospectif.

- **Prime de risque** : la prime de risque traduit le supplément de rendement exigé par un investisseur par rapport au taux sans risque, celui-ci étant le taux d'intérêt proposé par un emprunteur dont la capacité de rembourser est estimée sans risque de défaut. Ce rendement supplémentaire rémunère l'investisseur pour sa prise de risque : en principe, les actifs plus risqués ont une prime de risque plus élevée.

- **Prime de terme** : la prime de terme reflète la rémunération supplémentaire que les investisseurs perçoivent au titre du risque de duration.

- **PIB** : le Produit Intérieur Brut est un agrégat macroéconomique qui mesure la richesse créé par un pays au cours d'une année. Il peut se calculer comme la somme de la demande intérieure (consommation, investissement, variation des stocks) et de la demande extérieure (exportations – importations).

- **Spread des émetteurs privés :** ou spread de crédit, correspond à l'écart de taux actuariel entre une obligation émise par une entreprise et un emprunt d'État théorique qui aurait les mêmes flux financiers. Ce « spread » reflète l'estimation de l'espérance mathématique du risque de défaut de l'emprunteur pendant la durée du prêt. Plus la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne, plus faible est le spread.

- **Swap d'inflation :** le swap d'inflation permet d'échanger un taux fixe/variable contre un taux d'inflation.

Avertissement au lecteur

Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.

Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées. De plus, les instruments ou valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations de marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leur performance ou leur évolution future.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.

Par ailleurs, certains services rendus/et ou placements figurant dans ce document peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas nécessairement adaptés à tous les investisseurs.

Il appartient donc à toute personne de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces services et/ou placements avant tout investissement. Tout investisseur est tenu de se reporter aux conditions proposées par Lazard Frères Gestion SAS à sa clientèle afférent aux services et/ou placements figurant dans ce document.

De plus, toute personne désirant investir dans les organismes de placement collectifs qui seraient mentionnés dans ce document est tenue de consulter le DICI visé par l'Autorité des Marchés Financiers remis à tout souscripteur ou disponible sur simple demande auprès de Lazard Frères Gestion SAS. Les informations contenues dans ce document n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par les commissaires aux comptes de l'OPC ou des OPC éventuellement concernés.