

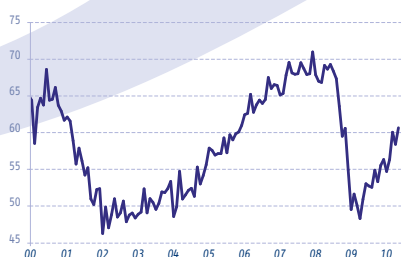
Nos analyses & nos choix

Juillet-Août
2010
n° 72

Rédigé en date
du 08/07/10

NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS : COMMANDES DE BIENS D'INVESTISSEMENT
HORS DÉFENSE ET AVIATION (MDS USD)



ÉTATS-UNIS

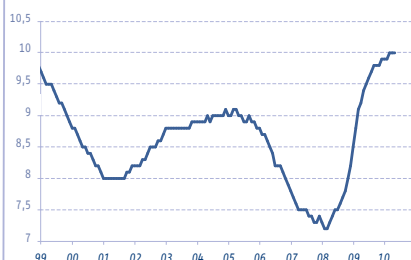
> **Scénario** : L'économie américaine est sortie de récession au troisième trimestre 2009. La croissance repose d'abord sur une normalisation du comportement des entreprises, avant que ne se mettent en place des cercles vertueux avec le retour des créations d'emplois. Hors choc exogène, la reprise devrait être pérenne.

> Évolution récente :

- Le rapport sur l'emploi du mois de juin était décevant. Si le taux de chômage baisse à 9,5 %, les créations d'emplois du secteur privé n'ont été que de 83 000. Le nombre d'heures travaillées et le salaire horaire sont en légère baisse.
- L'ISM manufacturier a baissé à 56,2 au mois de juin après être resté autour de 60 pendant trois mois. L'ISM non-manufacturier est également en repli.
- Suite à la fin du crédit d'impôts pour les primo-accédants, les chiffres de ventes de maisons ont connu une baisse historique au mois de mai. Les prix étaient en légère progression en avril.
- La consommation des ménages a progressé de 0,3 % au mois de mai.

> **A surveiller** : Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation restent dynamiques avec une progression de 3,9 % au mois de mai. Alors que l'investissement en machines et logiciels a rebondi depuis l'été dernier, l'investissement en structures a retranché 0,6 point à la croissance en moyenne sur les douze derniers mois. Depuis quelques mois, les dépenses privées de construction résidentielle se sont stabilisées après une baisse d'un tiers, ouvrant la voie à un rebond plus large de l'investissement, d'autant que la situation de trésorerie des entreprises reste très favorable.

ZONE EURO : TAUX DE CHÔMAGE



ZONE EURO

> **Scénario** : La sortie de récession, jusqu'ici plus lente qu'ailleurs dans le monde, semble s'accélérer. L'impact récessif des mesures d'austérité devrait être compensé par la baisse de l'euro.

> Évolution récente :

- Malgré les inquiétudes sur les finances publiques, les indices d'activité restent à des niveaux élevés. En juin, le PMI composite était de 56, contre 57,3 deux mois plus tôt. En Allemagne, l'indice IFO s'améliorait marginalement.
- Les commandes industrielles poursuivent leur progression à 0,9 % en avril après un mois de mars fort.
- Les effectifs se sont stabilisés au premier trimestre pour l'ensemble de la zone euro. Le taux de chômage s'est également stabilisé à 10,0 %.
- L'inflation reste très modérée, l'estimation initiale pour le mois de juin donne un glissement annuel à +1,4 %.

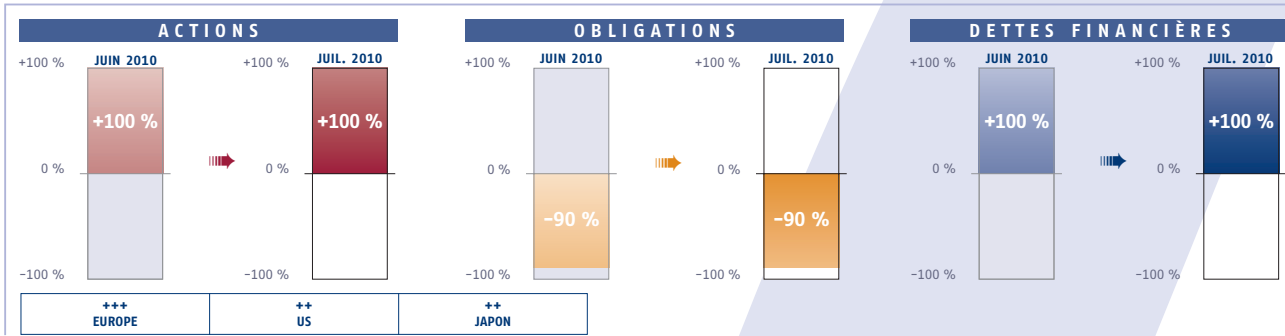
> **A surveiller** : On observe une certaine dichotomie entre les statistiques concernant la demande des ménages, assez faible, et les indicateurs d'activité, plutôt élevés. Les ventes au détail sont stables, les immatriculations en baisse assez marquée. De l'autre côté, les enquêtes auprès des entreprises décrivent une accélération de l'activité qu'il s'agisse des indices PMI ou de la production industrielle. La publication des chiffres de croissance du deuxième trimestre en août permettra d'y voir plus clair.

JAPON : PIB EN VOLUME, ANNUALISÉ, AUX PRIX DE 2000,
TRILLIONS DE YEN



JAPON

L'économie japonaise a crû de 5,0 % au premier trimestre 2010, comme au quatrième trimestre 2009. L'activité était tirée par le commerce extérieur mais aussi par une consommation des ménages bien orientée. La poursuite de l'amélioration du commerce extérieur en volume et la bonne progression des indices Tankan au deuxième trimestre sont de bon augure. Après avoir connu un rebond spectaculaire de plus de 30 % en un an, la progression de la production industrielle s'est normalisée sur un rythme annualisé de 10 % depuis février.



La valorisation des marchés actions est très basse au vu des perspectives macroéconomiques.

Niveau à la rédaction (08/07/10) CAC 40 à 3 538, taux OAT 10 ans 2,98 % - Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

SMALL CAPS : SUR-PERFORMANCE CONJONCTURELLE OU STRUCTURELLE ?

Avec des performances absolues de 14 % et 10 % sur l'année, *Objectif Small Caps France* et *Objectif Small Caps Euro* occupent la première place des classements Europerformance au 30 juin. Les indices Small Caps, sans enregistrer des performances comparables, ont mieux résisté que les indices Large Caps. La performance satisfaisante de cette classe d'actifs depuis le début de l'année rappelle sa valeur en tant qu'outil de diversification. Mais recèle-t-elle encore un potentiel de hausse important et comment l'exploiter au mieux ? *Jean-François Cardinet* et *James Ogilvy*, gestionnaires Small Caps (petites et moyennes capitalisations), nous font part de leur analyse.



Comment expliquez-vous la forte performance absolue et relative des Small Caps depuis un an ?

Selon nous, il s'agit avant tout d'un mouvement de rattrapage, qui ne fait que compenser la phase de sous-performance qui a précédé. En effet, le mouvement de baisse des marchés avait touché les Small Caps avant les Large Caps (grandes capitalisations), dès la fin juillet 2007 qui avait constitué un point haut pour les petites valeurs. Ce rattrapage s'explique également par des phénomènes sectoriels : les secteurs qui ont sous-performé dans les Large Caps depuis un an sont peu ou pas représentés dans l'univers des Small Caps, en particulier la banque, l'énergie et les télécoms. Enfin, les résultats des petites valeurs, qui avaient dans leur ensemble été plus affectés dans la crise, devraient rebondir plus fortement dans la phase de reprise.

Où en sommes-nous aujourd'hui ? La classe d'actifs recèle-t-elle encore du potentiel ?

Nous pensons que le potentiel reste intact sur la classe d'actifs. Nous sommes revenus à une situation normalisée où les Small Caps se traitent en prime sur les Large Caps, situation justifiée compte tenu d'une création de valeur et d'une croissance des résultats plus importante sur le cycle. Sur longue période, la performance boursière des Small Caps est effectivement supérieure à celle des grandes capitalisations, ce qui

reflète leur performance économique. C'est pourquoi nous recommandons une exposition à la classe d'actifs de façon permanente. Par ailleurs, le niveau de valorisation des petites valeurs est encore raisonnable en absolu et inférieur à sa moyenne historique. Néanmoins, la croissance des résultats constituera à l'avenir la principale source de performance boursière de cette classe d'actifs, comme elle l'a déjà été dans le précédent cycle. A ce titre, le potentiel de progression des résultats des Small Caps est très supérieur à celui des Large Caps : 40 % des résultats attendus pour 2010 des petites valeurs sont encore en-deçà de la moitié des résultats réalisés en 2007, niveau de haut de cycle.

Dans un marché normalisé, comment maximiser le potentiel de la classe d'actifs Small Caps ?

La phase de rattrapage et de hausse généralisée des Small Caps semble aujourd'hui terminée et l'environnement de marché paraît « normalisé ». Il est néanmoins possible d'identifier des sociétés, dont les résultats bénéficieront de la reprise économique, à des niveaux de valorisation

très attractifs. La sélection de valeurs sera ainsi primordiale dans la construction de la performance future, car la hausse ne saurait plus être généralisée. Notre gestion fondée sur la maîtrise de l'analyse de la rentabilité, de la croissance des résultats et de l'évaluation doit nous permettre de réaliser une performance absolue conséquente dans toutes les phases de marché.

Cette gestion fondamentale fondée sur la sélection de titres a-t-elle porté ses fruits en 2010 ?

Ce processus de gestion permet de nous extraire des variations à court terme des marchés. Sur l'année, *Objectif Small Caps Euro* réalise ainsi une performance absolue de 10 %, soit une performance relative de +13 % par rapport à l'indice HSBC Smaller Euroland (et de +18 % comparée à l'indice DJ Eurostoxx des grandes capitalisations). Sur la même période, *Objectif Small Caps France* réalise une performance absolue de 14 %. Les entreprises qui composent ces portefeuilles nous semblent aujourd'hui encore receler un potentiel de revalorisation très conséquent, compte tenu du potentiel de croissance de leurs résultats et de leur évaluation modérée.

Au 30/06/10	OPCVM	Performances			Actif M€
		2010	1 an	5 ans	
PMC France	Objectif Small Caps France	13,6 %	34,5 %	12,6 %	117 M€
	<i>Classement Europerformance Part A : FR0010262436</i>	1^{er}/63	3^{ème}/63	15^{ème}/50	
PMC Euro	Objectif Small Caps Euro	9,8 %	36,9 %	13,6 %	208 M€
	<i>Classement Europerformance Part A : FR0000174310</i>	1^{er}/37	3^{ème}/37	4^{ème}/19	

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les performances 2010 sont données à titre indicatif et s'apprécient à l'issue de la durée de placement recommandée.