



Analyse Thématique – Avril 2009

Enfin un flux de bonnes nouvelles

La fin d'une correction massive d'inventaires qui a pesé lourd sur la croissance

Les premières estimations du PIB américain du quatrième trimestre 2008, une chute annualisée de 3,8%, supposaient que les stocks aient augmenté séquentiellement. Plus tard, ce même chiffre sera révisé à la baisse, une fois les variations de stocks mieux mesurées, à 6,5%.

Au-delà de la discussion du bien fondé de communiquer des estimations, souvent trop rapidement, il est important de souligner l'impact considérable sur la croissance d'une correction d'inventaires massive, concentrée sur la période octobre 2008 à février 2009.

Selon notre expérience, de telles corrections d'inventaires durent en moyenne deux trimestres. Plus la correction est sévère, plus elle est courte. De ce point de vue, nous avons la possibilité de tirer des leçons de la période 2001-2002, souvent appelée « l'hiver nucléaire des technologies de l'information ».

Steve Ballmer, président de Microsoft, a déclaré lors de la publication des résultats 2008 : « We are certainly in the midst of a once-in-a-lifetime set of economic conditions. The perspective I would bring is not one of recession. What I would say rather is the economy is resetting to a lower level of business and consumer spending that is based largely on the reduced leverage in the economy. »

Or il y a bien de nombreux indicateurs témoignant de la fin de la phase de ce réajustement (« reset »). Du côté des acteurs du semi-conducteur ou des fabricants sous-traitants, toujours très sensibles aux variations de stocks, des sociétés américaines comme Altera, Xilinx, ou taiwanaises comme Hon Hai, Mediatek, TSMC ont toutes révisé à la hausse leurs prévisions pour le premier trimestre. Des prévisions qui certes restent largement en retrait par rapport au dernier trimestre 2008 mais qui sont néanmoins revues à la hausse. Taiwan, où les sociétés cotées publient leur chiffre d'affaires mensuel, offre ainsi une granularité d'informations très précieuse.

L'impact sur les marges et le bénéfice par action de ces révisions à la hausse est énorme. Ainsi, TSMC, qui prévoyait une baisse séquentielle de ses ventes de 48% (-64% par rapport au troisième trimestre 2008), a annoncé depuis que la chute de ses ventes sera moindre à -43%, grâce à des commandes de dernière minute et à la hausse du dollar US. La marge brute sera meilleure que prévue et sa marge opérationnelle, initialement négative, entre -19% et -15%, sera tout compte fait presque nulle. Le bénéfice par action change du tout au tout.

Il est bien clair qu'à ce stade, rien n'indique que la demande finale, côté consommateur, reparte tant il est difficile de prévoir quel est le niveau d'épargne du consommateur américain. Ce taux était négatif avant la crise ; depuis il est monté à 5%. Pour autant, on aurait tort de négliger les évolutions récentes de l'offre tant la réduction des stocks a été interprétée comme une descente aux enfers.

Les marchés réagissent enfin le 10 mars

Les marchés actions de Taiwan, où le poids des valeurs technologiques est le plus élevé dans le monde, prend en compte ces bonnes nouvelles dès le tout début du mois de mars, tandis que l'Europe et les Etats-Unis s'enfoncent dans la déprime. Le 10 mars enfin, un revirement spectaculaire des marchés, quant à l'appréciation des chances de succès du plan du ministre des finances Timothy Geithner sur le redressement des banques occidentales, permet enfin de prendre en compte ce flux de bonnes nouvelles.

Les bons (« bon », comprendre en amélioration et meilleur qu'anticipé) chiffres macro publiés ensuite, confirmant cet atterrissage, permettent au S&P 500 d'afficher une hausse continue de 10,9% entre le 10 mars et la fin du mois.

En outre, la surperformance des Technologies de l'Information s'accroît pendant la phase de rebond. Au point que, fin mars, le S&P500 Information Technology surperforme sur 2009 de presque 16% le S&P500 : +4,0% contre -11,7% (USD).

En attendant les fusions & acquisitions

Les fusions & acquisitions sont souvent déclenchées près du point bas de marché, tant les acquéreurs ont à cœur de ne pas acheter trop tôt dans le cycle et d'obtenir le meilleur prix. C'est bien un signal pertinent.

Sun Microsystems fait partie des cibles. Sun est l'une des stars des années 90, fournisseur préféré pour toute société désireuse de bâtir une infrastructure Internet. Sun avait d'ailleurs, en toute modestie, adopté le slogan « nous sommes le « point ». du « .com » ». Sun, sévèrement touchée par l'éclatement de la bulle Internet, n'a pas récupéré depuis lors, alignant les années de pertes. L'évolution à marche forcée vers un modèle de fournisseur polyvalent et intégré n'a pas réussi à sortir Sun de l'ornière. La crise économique accélère l'inéluctable : Sun n'est pas viable en tant qu'acteur indépendant.

Sun est bien connu pour sa forte position sur le marché de serveurs Unix, pour dominer le monde du stockage sur bande (via l'acquisition de StorageTek en 2005 pour 4 milliards de dollars) et pour la fidélité de sa base installée. Il ne faut pas pour autant négliger deux actifs logiciels stratégiques : Java et MySQL.

Java, à la fois un langage de programmation et une plate-forme d'exécution, est un élément constitutif clef de nombreux centres informatiques. IBM a fait un choix stratégique en retenant Java, tout comme Oracle, également très présent, notamment depuis son acquisition de BEA Systems. On voit bien pourquoi IBM et Oracle sont les acquéreurs potentiels de cette activité.

MySQL est la société suédoise à l'origine du système de gestion de base de données du même nom. Selon le type d'application, sa licence est libre ou propriétaire. Il fait partie des logiciels de gestion de base de données les plus utilisés au monde, autant par le grand public (applications web principalement) que par des professionnels. MySQL a été achetée le 16 janvier 2008 par Sun Microsystems pour un milliard de dollars US. MySQL est le M de la couche technologique « LAMP », utilisée par une majorité de sites Web dans le monde (Linux + Apache + MySQL + PHP). Le rachat par Sun qui s'engage sur MySQL est un élément déterminant pour pénétrer le marché de l'entreprise alors même que l'offre a suffisamment évolué techniquement pour en faire une alternative crédible à Oracle, Microsoft et IBM dans une moindre mesure. Qu'IBM et Oracle soient sur les rangs pour récupérer moindre mesure. Qu'IBM et Oracle soient sur les rangs pour récupérer MySQL est donc naturel.

Au moment où nous rédigeons cette Lettre Mensuelle, trois sociétés sont sur les rangs pour acquérir Sun : IBM, intéressée aussi bien par la partie serveur et stockage que par Java et MySQL ; Oracle, qui s'allierait à HP pour ne garder que la partie logicielle ; Fujitsu, le partenaire technologique de Sun pour le microprocesseur (SPARC) alimentant les serveurs de Sun. Pour de nombreuses raisons, nous ne croyons pas que Fujitsu l'emporte et pensons qu'IBM ne laissera pas Oracle récupérer Java et MySQL. A moins que les discussions entre IBM et Sun ne finissent dans une impasse, à l'image de celles de Microsoft et Yahoo !...