



Analyse Thématique – Mai 2009

Dans l'industrie

L'essentiel des sociétés ont publié leurs résultats du premier trimestre et nous voyons plusieurs éléments intéressants.

Les résultats sont meilleurs que prévus. Bien que nous soyons dans une forte récession, le ciel n'est pas tombé sur nos têtes comme pouvait le laisser penser le ton dominant en début d'année. Les consommateurs sont certes très prudents sur leurs dépenses mais n'ont pas arrêté de consommer pour autant. Les entreprises examinent chaque dépense à la loupe. Pour autant, la vie des affaires est ainsi faite qu'il faut continuer à avancer. Les technologies de l'information sont un élément vital qu'il est bien plus difficile de couper qu'auparavant car partie intégrante de la vie d'une organisation. Les analystes, suiveurs comme de coutume, ont soudainement sabré leurs prévisions début 2009, au point où ils doivent maintenant les revoir à la hausse. Les prévisions des sociétés, faites au paroxysme de la panique générale, étaient très prudentes. Il est donc plus facile de les battre. Certains nous ont même clairement dit que leur objectif était de sortir de la liste des investisseurs short en donnant des prévisions telles que la probabilité d'une révision à la baisse soit suffisamment faible pour que ces mêmes investisseurs aillent s'attaquer à une autre société. Quel que soit le facteur dominant, le fait est que les résultats sont meilleurs que prévus. Le marché, qui anticipait le pire du pire, corrige fort logiquement à la hausse.

Les dirigeants de sociétés technologiques ont en point commun d'avoir traversé une crise historique dans le début des années 2000. Leur mémoire est encore très fraîche. C'est pourquoi ils ont travaillé à adapter leur business model pour être plus résistants en période de crise, augmenter la part de revenus récurrents, se consolider pour améliorer leur pouvoir de négociation avec les acheteurs et enfin mettre en place les indicateurs nécessaires pour réagir très vite en cas de détérioration de leur activité et d'augmentation des stocks de produits invendus. Il est important de souligner qu'un tel comportement est partagé par les dirigeants, quelle que soit la taille de la société.

Pour paraphraser Business Week, « les corrections d'inventaires – et les coupes de production qui les accompagnent – jouent toujours un rôle majeur dans le cycle économique ». La crise actuelle en est le parfait exemple. En effet, l'ampleur de la réduction des stocks fin 2008/début 2009 est considérable. Pour le seul premier trimestre 2009 aux Etats-Unis, les économistes estiment qu'elle s'élève à presque 100 milliards de dollars US. De fait, le message récurrent des sociétés technologiques est que la correction d'inventaires a été massive, très tôt dans le cycle et excessive. D'autant plus excessive que la demande finale tient mieux que prévu. Ainsi, TSMC, le leader mondial des fondeurs, un excellent indicateur de l'industrie du semi-conducteur, prévoit des ventes pour le trimestre à venir en augmentation de 84%. C'est la plus forte progression séquentielle de la société jamais réalisée.

La dépense consommateur en produits électroniques résiste mieux que prévu. On voit ainsi Apple, Microsoft et sa console de jeux vidéo XBox, Nintendo ou Research in Motion publier de bons résultats, qui éloignent en grande partie la crainte d'une désertion du consommateur.

La demande entreprise est plus difficile à cerner. Certains ne voient pas encore le bout du tunnel, d'autres sont plus optimistes. L'environnement du crédit reste, il est vrai, encore très difficile et les sociétés restent très prudentes quant à l'utilisation de leur trésorerie. Le processus de décision reste anormalement long et l'étape chez le directeur financier toujours aussi redoutée. Nous restons prudents.

Sur les marchés

Si les volumes restent relativement faibles, la hausse des marchés est bien répartie. Pratiquement tous les secteurs et toutes les sociétés participent à la hausse. Fin février tout début mars, certaines sociétés de petite ou

moyenne taille ont rebondi avant les plus grosses. Au fur et à mesure que le rallye boursier, commencé le 10 mars, se prolongeait, les flux indiciels se renforçaient certes, mais sans faire de l'ombre au reste de la cote. **C'est un facteur très positif pour le marché et bien évidemment pour le Fonds.**

La surperformance des technologies de l'information est maintenant manifeste. Le secteur a mieux résisté dans la baisse de début d'année et a continué à creuser l'écart dans la hausse, contrairement à bon nombre de secteurs défensifs.

Les facteurs de risque exogènes tels la recapitalisation des banques américaines ou, plus récemment, la grippe A-H1N1 se sont largement résorbés.

La grande majorité des investisseurs n'est pas encore revenue sur les marchés actions, attendant de voir si nous avons vraiment touché le fond. En conséquence, les niveaux de trésorerie pouvant entrer sur les marchés restent considérables.

Si la hausse récente des marchés actions est forte, notamment pour les valeurs technologiques, il faut néanmoins garder en tête que le consensus, il y a encore peu, nous faisait entrer directement dans une dépression comme en 1929.

Début mars, les valorisations étaient à un niveau historiquement bas comme nous l'écrivions dans notre Lettre Mensuelle : « ces opportunités uniques d'acheter des valeurs de croissance, bénéficiant pleinement de tendances structurelles industrielles, à des prix plancher... ». **Le rebond des marchés ne doit pas occulter pour autant le fait que les valorisations seront revues à la hausse au fur et à mesure que l'environnement s'améliorera.**

De nombreux facteurs rassurants qui nous font rester optimistes.