

Et maintenant ?

La récente volatilité extrême sur les marchés nous amène à faire un point à mi-août. Nous avons en effet vécu, comme le fait remarquer Citi, **la troisième plus grosse baisse des marchés actions depuis 1965 (les deux autres périodes étant 1987 et 2008). L'Europe est la région la plus touchée.**

Nous écrivions dans notre dernière Lettre Mensuelle que « cette forte divergence entre des fondamentaux très favorables, s'appuyant sur des ruptures bien identifiées et différenciatrices, et des parcours boursiers très mauvais, tout autant que des marchés devenus soudainement très étroits en juillet nous font dire que la performance médiocre du mois de juillet est essentiellement due aux conditions de marché ». Des marchés perdant soudainement leur profondeur est un signal très souvent négatif et, de fait, **la sous-performance du fonds constituait rétrospectivement un très bon révélateur d'un stress latent qui s'est accumulé jusqu'à la secousse tellurique récente. Nous avons déjà connu un schéma similaire en 2007.**

	YTD
S&P 500 (\$)	-6,8%
EuroStoxx 600 (€)	-16,9%
MSCI EM (MXEF, \$)	-14,0%
MSCI World AC (\$)	-9,6%
MSCI World (\$)	-8,9%
S&P 500 InfoTech	-4,4%
MSCI IT World (\$)	-7,2%
Euro vs US dollar	6,4%
IT _{Funds} Info Tech, class I (€)	-18,55%
IT _{Funds} Info Tech, class I (\$)	-13,4%

Source: IT AM, Bloomberg, au 11 août 2011

Notre Lettre Mensuelle d'août détaillait également les résultats des sociétés constituant le portefeuille et notamment les proportions entre les sociétés dépassant les attentes en termes de résultats et de prévisions, celles « en ligne », et celles qui ont déçu la communauté des investisseurs : **« notons que ces ratios ne sont pas très différents des trimestres précédents, ce qui nous fait dire que les résultats sont très bons ».**

Nous préférons appeler les changements profonds et structurels qui caractérisent l'industrie des technologies de l'information des « disruptions » dans la mesure où les différentes ruptures favorisent très clairement certains acteurs au détriment des autres. Ces ruptures se concrétisent tous les jours encore un peu plus et leur développement est peu dépendant des chiffres économiques. **On a même constaté une accélération de certaines ruptures en 2008 et 2009.**

Le Software as a Service (SaaS) est un mode d'utilisation d'un logiciel professionnel dans lequel le client, entreprise ou organisation, via un abonnement payé par mois par utilisateur, peut bénéficier d'une application moderne, totalement ouverte sur Internet, écrite aux standards du Web et qui s'inspire des meilleurs sites Internet en termes d'usabilité, tels qu'Amazon ou Facebook. Les dirigeants de la division peuvent ainsi choisir l'application qu'ils préfèrent plutôt que de passer sous les fourches caudines de la Direction des Systèmes d'Information. Ils savent qu'il convient

ET MAINTENANT ?

d'évoquer trois points lors du passage pour approbation devant le directeur financier : pas d'investissement de départ, pas d'achats de matériel (donc pas d'impact sur la trésorerie) et des coûts entièrement variables. Une société comme Salesforce.com a ainsi montré la pertinence d'un business model basé sur l'abonnement pendant la crise économique de 2008-2009. La grande visibilité du chiffre d'affaires futur permet d'ajuster en avance de phase les dépenses. Il a suffi à Salesforce.com de ralentir ses investissements et ses recrutements pour que le BNA progresse de 132% en 2008 et de 82% en 2009 (les ventes ont augmenté de 44% en 2008 et 21% en 2009).

La mobilité, aux implications multiples, est un changement majeur. Il est de plus en plus convenu que nous sommes entrés dans l'ère du post-PC. Le PC continuera sa vie tout comme les grands systèmes d'IBM sont toujours présents. Par contre, l'ancien monde où le PC constituait le centre de gravité de la consommation InfoTech est définitivement révolu. Apple, un des acteurs majeurs du changement, a vu ses ventes augmenter de 40% en 2008 (BNA +62%) et de 20% en 2009 (BNA +37%). Aruba, une société moins connue qui équipe les entreprises et organisations d'une infrastructure WiFi pour accueillir smartphones et tablettes, a eu un chiffre d'affaires en hausse de 17% et 15% sur ces deux années. Sa marge opérationnelle est passée de 2,4% en 2007 à 6,8% en 2009.

Un environnement économique morose, voire une récession, rendraient les choses plus difficiles pour les sociétés InfoTech mais la force intrinsèque des ruptures est suffisamment forte pour compenser. **Les équipes de direction des sociétés détenues en portefeuille ont montré qu'elles savaient réagir et ajuster leurs dépenses quand nécessaire.** Google, que certains considèrent uniquement capable d'investir sans s'occuper de sa rentabilité, a fait progresser son BNA de 25% en 2008 et 19% en 2009 (CA en hausse de 36% et 12% respectivement). Une assertion supportée par un chiffre clef : le chiffre d'affaires moyen des sociétés détenues par le portefeuille fin 2010 a progressé de 101% et le BNA de 106%, entre 2007 et 2010, au milieu pourtant d'une des pires récessions économiques depuis la deuxième guerre mondiale. **En résumé, les disruptions génèrent croissance ET rentabilité.**

C'est pourquoi nous gardons la stratégie d'investissement intacte. Le fonds est construit avec le but d'être investi sur les thèmes de ruptures majeurs, au sein de l'industrie InfoTech (virtualisation contre serveurs et PC, tablettes contre PCs...), ou en périphérie, lorsque des sociétés InfoTech sont à même de déstabiliser des acteurs établis (distribution numérique de contenu, e-commerce...). Nous n'avons pas ou n'achèterons pas de sociétés dites « défensives » ou indicielles car nous pensons que cela serait très mal servir nos clients. Par contre, nous prenons en compte le scénario d'une détérioration de l'environnement économique pour ajuster nos objectifs de cours. Avec des marchés ne fonctionnant plus en mode panique, nous restons confiants de délivrer une performance positive en dollars US sur l'année et de battre l'indice de référence du fonds, le MSCI IT World, après pourtant deux années de très grosse surperformance.

Nous restons à votre disposition si vous souhaitez des informations complémentaires.

Benoît Flamant & Leslie Griffe de Malval, 15 août 2011