

Tendances



BANQUE PRIVÉE
EDMOND DE ROTHSCHILD



Succursale de Lausanne

Sommaire

POINT DE VUE

Washington Comic Book
PATRICK SÉGAL 5

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Marché boursier américain:
Macro contre Micro ou quand l'investissement
redevient une affaire de sélection de valeur
PIERRE-YVES BRACK 8

Marché boursier européen :
« Le courage est le juste milieu entre la peur et l'audace » (Aristote)
PHILIPPE LEDERREY 11

Étude de secteur :
Notre point de vue sur le secteur technologique
suite au séisme au Japon et à notre visite dans la Silicon Valley
GÉRALDINE GUYON 14

Prévisions économiques 17

ALLOCATION D'ACTIFS

Allocation tactique 18

Contacts & adresses

4

DÉPARTEMENT COMMUNICATION ET MARKETING

John A. Reymond +41 58 818 92 70 joreymond@bper.ch

Valérie Boscat +41 58 818 94 62 vboscat@bper.ch

PAO

Anthony Aleu-Roca +41 58 818 99 63 aaleu-roca@bper.ch

Sonia Costa Pons +41 58 818 98 34 scostapons@bper.ch

Washington Comic Book

PATRICK SÉGAL

Nous écrivions dans notre dernier point de vue que les sociétés de notation avaient un rétroviseur poli pour regarder la situation financière des États-Unis. Nous n'avions donc aucun «insider tip» quant à la vigoureuse remontrance de Standard et Poor's sur la situation bilantielle du gouvernement américain. Si d'ici deux ans les finances US ne sont pas en voie de rétablissement, la notation AAA sera retirée. Terrible menace.

L'agence de notation chinoise, efficace et pragmatique, a depuis longtemps retiré cette notation prestigieuse aux USA pour un A beaucoup plus réaliste. Tandis que la Grèce, l'Irlande et le Portugal sont voués aux gémonies, les États-Unis, avec un déficit budgétaire de 10% et une dette proche

de 100% du produit national brut, sont dans une situation extrêmement délicate. Pour cette raison, le marathon budgétaire entre les républicains et les démocrates, entretenu par les télévisions américaines comme une angoisse paroxystique ressort plutôt d'un «comic book». 38 milliards de dollars de baisses des dépenses face à un déficit de 1500 milliards de dollars apparaissent comme une plaisanterie douteuse. Obama ne veut pas d'une baisse des dépenses sociales, alors que le chômage fait rage et les républicains parlent encore de nouvelles baisses d'impôts pour leur clientèle électorale. Nous sommes rentrés en campagne 2012 et tout sera désormais dicté par l'approche de cet évènement.

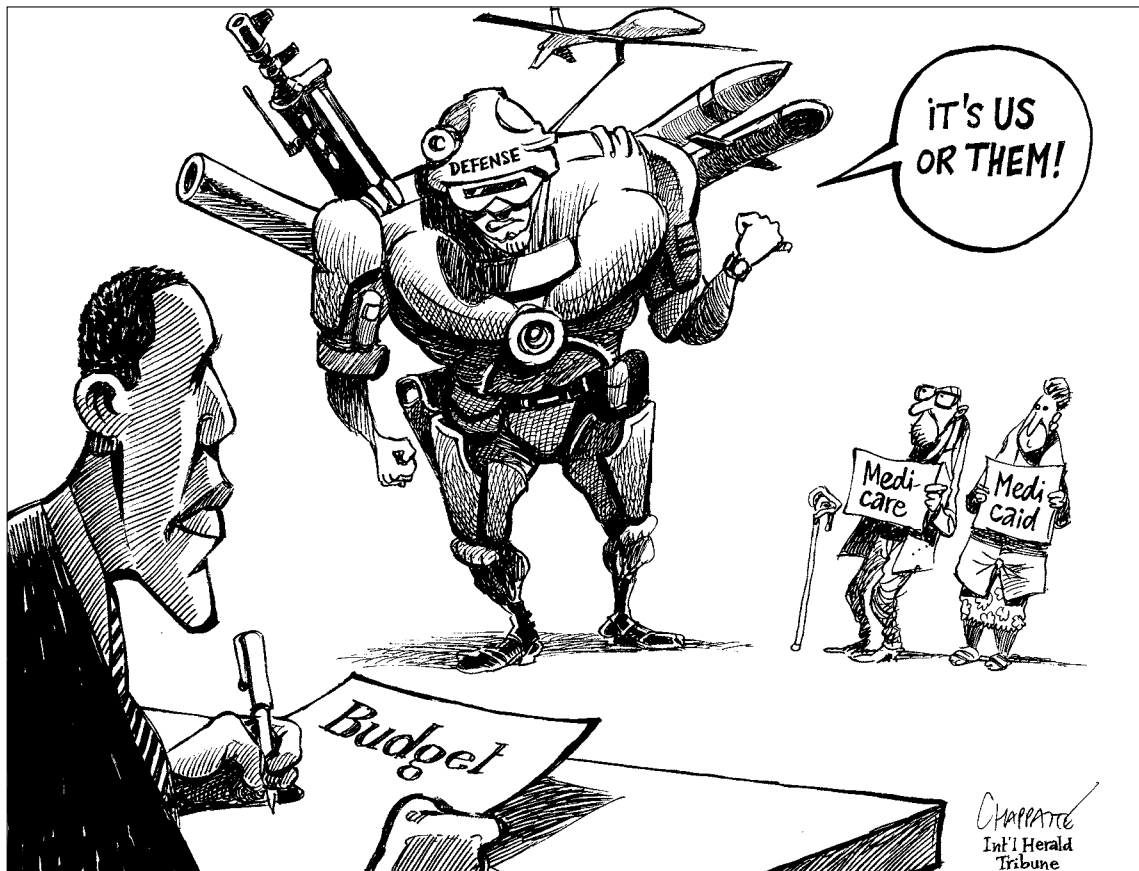


Standard & Poor's émet un avis négatif sur la dette américaine



— Il faut trouver un compromis ! — Sinon, vous allez compromettre ceci.

© Chappatte dans le *International Herald Tribune* avril 2011 | www.globecartoon.com



Budget Fédéral Américain

— Choisissez entre nous et eux (assurance-maladie pour les personnes âgées et les pauvres) !

© Chappatte dans le *International Herald Tribune*, avril 2011 - www.globecartoon.com

Sur ces entrefaites, on attendait la conférence de presse de la Federal Reserve Board pour remettre un peu d'ordre et sérieux dans le capharnaüm politique. Un signal même ténu de la Fed vers un minimum de rigueur monétaire aurait pu faire réfléchir les marchés financiers, la spéculation des matières premières et le «carry trade». Il n'en a rien été. Ben Bernanke a assuré que le QE2 irait au terme de ses achats de 600 milliards de dollars d'obligations d'État et que les taux d'intérêt resteraient bas. Cette volonté de taux zéro, soutenue par l'idée que des taux négatifs arriveront à faire baisser le chômage, ne peut que créer plus d'incertitudes. Les taux hypothécaires ont déjà réalisé une forte progression; qui peut donc être tenté d'acheter du papier à 10 ans du gouvernement avec un rendement inférieur d'un tiers à la réalité ? Qui peut être tenté d'acheter du dollar si leur impression continue à un rythme inquantifiable ? Les investisseurs continuent donc à pousser les cours de l'or, de l'argent du pétrole et de l'immobilier pour détenir des actifs réels et échapper à la dévaluation des monnaies. Les frères Hunt du Texas, artisans du célèbre corner sur l'argent métal, retrouveraient ainsi le plus

haut de 1980. Mais cette fois, ce sont les grandes fortunes indiennes et asiatiques qui essaient de se protéger de la chute de valeur des monnaies.

La reprise américaine est difficile à se constituer pour une raison assez simple : en 1960, les usines américaines employaient 15 millions de personnes alors que l'État ne comptait que 8,7 millions de fonctionnaires ; aujourd'hui, grâce aux progrès de la productivité, les usines n'emploient plus que 11,5 millions de travailleurs comparé à 22 millions de fonctionnaires. On voit donc, et c'est également vrai pour de nombreux pays industrialisés, que la réduction de la fonction publique est devenue cruciale pour réduire les déficits budgétaires. Un immense travail de redéploiement de nos économies vers des services sophistiqués et un effort d'augmentation de la productivité dans la fonction publique pour réduire son poids dans le PNB est la seule voie réaliste pour sortir de nos difficultés occidentales. De plus, une révision générale de la fiscalité est devenue urgente, plus encore une disparition des niches fiscales et des «loopholes» permettraient déjà grandement une amélioration

du rendement de l'impôt. Les sociétés américaines disposent de trésors de guerre à l'étranger non taxés tant que non rapatriés. Wall Street paie un minimum d'impôts à telle enseigne que, devant le projet Obama de taxer les plus values financières professionnelles, les Paulson, Caxton, Renaissance, SAC, Citadel et compagnie ont commencé à préparer un abondement massif du futur candidat républicain. Donald Trump, deux fois ruiné, et redevenu milliardaire pour la troisième fois, croit en ses chances. Les lobbyistes de Washington vont faire une belle année.

Pour les pays émergents, cette inflation voulue par la Fed se traduit par une explosion des mécontentements dus à la hausse de l'essence et de la nourriture. Les hausses de salaire accélèrent l'inflation, tandis que les populations du bassin méditerranéen sont dans la rue, les routiers chinois bloquent le port de Shanghai et le mécontentement ouvrier devient assez violent en Chine. La hausse des taux d'intérêt dans ces pays va produire un ralentissement dans de nouvelles capacités de production. La réduction du pouvoir d'achat entraîné par l'inflation ralentira la progression de la consommation domestique de ces pays.

Nous avons espéré une légère reprise du dollar qui aurait été soutenue par des propos moins lénifiants de la Fed. Le jusqu'au boutisme du QE2 et la menace d'un QE3 ont volatilisés ces espoirs.



H.B. 11

*“Oh, darling, you shouldn't have
—soybeans!”*

— Oh chéri, tu es trop bon ! Du soja !

© 2011, Grant's Interest Rate Observer,
www.grantspub.com

Bien que cette pratique n'ait rien fait pour l'industrie et l'économie globale sinon d'enrichir les opérateurs financiers affranchis de toute discipline, la Fed continue vers les trois mille milliards de bilan. Comment en sortir? Personne ne le sait ! « Uncharted territories » nous l'avons dit. La Fed a déjà de lourdes pertes dans ce marché immobilier sans fond. A trop attendre, le retour à la raison risque d'être douloureux.

Tout le monde essaye d'accroître sa fortune dans des monnaies qui ont de moins en moins de valeur.

Pendant ce temps, le bal des maudits continue, banques d'investissement, « hedge funds », opérateurs financiers, tout le monde essaye d'accroître sa fortune dans des monnaies qui ont de moins en moins de valeur. Sans règles, sans impôts, sans vision, la spéculation s'engouffre dans le tunnel obscur de la stratégie sans devenir de la Fed.

Après avoir voulu la mort de l'euro, les marchés voient désormais la mort du dollar. Tout ce qui est excessif n'a pas grand sens. Le dollar au sens large représente 80% de la circulation monétaire mondiale. John Connally disait : « notre monnaie votre problème ». Raymond Barre, moins brutalement, mais plus astucieusement, disait que le cours du dollar n'était plus dicté par d'autres fondamentaux que la confiance dans les États-Unis. Hausse si optimisme sur le devenir des USA, baisse si inquiétude. Le grand économiste d'avant fait place au psychologue.

Pour pallier le chloroforme de la Fed, réfugiez-vous dans des actifs réels solides qui ont toujours passé les crises les plus graves. Entretemps, le veau d'or est plus que toujours debout.

Macro contre Micro ou quand l'investissement redevient une affaire de sélection de valeurs

PIERRE-YVES BRACK

Les contraintes sont bien réelles et bien connues. Elles ne permettent pas de verser dans un optimisme béat. Mais elles ne sont pas seulement source des problèmes ou de pressions, elles sont aussi source d'opportunités.

Nous sommes donc au cœur d'une situation conjoncturelle très contrastée qui fait des victimes, mais offre à d'autres de nouvelles perspectives.

C'est donc tout le difficile travail de l'analyse des sociétés que d'identifier celles qui risquent de décevoir les attentes du marché et celles qui ont le potentiel de surprendre en bien, en fonction de leur différence de positionnement et de compétitivité.

Les contraintes extérieures sont importantes...

Comme nous le soulignons dans notre précédent commentaire, les contraintes s'exerçant sur l'activité des entreprises sont nombreuses et largement médiatisées :

- Politiques plus restrictives dans les pays émergents pour prévenir une surchauffe inflationniste.
- Première inflexion de la politique monétaire aux États-Unis au début de l'été du fait du non-renouvellement du « QE2 ».
- Des finances publiques fortement sous pression dans les pays industrialisés, se traduisant par des politiques budgétaires d'austérité.
- Pressions généralisées sur les coûts d'approvisionnement en matières premières (y compris pour les produits agricoles).
- Tensions politico-sociales dans le monde arabe alimentant des craintes de perturbation de l'approvisionnement énergétique.
- Probables perturbations de la chaîne d'approvisionnement dans les domaines où le Japon joue un rôle clé (notamment dans les applications électroniques ou l'automobile, par exemple) pouvant déboucher sur une utilisation non optimale de l'appareil de production.

... Mais le tableau est loin d'être homogène

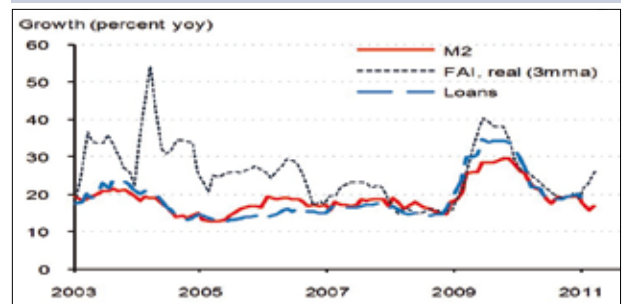
Malgré ces constats qui doivent nous garder de tout optimisme béat, il convient de souligner que les effets de ces différents facteurs sont loin d'être homogènes et que si des pans d'activités sont pénalisés, d'autres sont favorisés.

Politiques monétaires plus restrictives dans les pays émergents : l'exemple de la Chine.

Incontestablement, les autorités agissent pour contrer les pressions inflationnistes et la spéculation financière/immobilière. Mais, dans le même temps, elles allouent aussi des ressources considérables à la réalisation du nouveau plan quinquennal qui vise, notamment, au développement rapide de l'intérieur du pays et des villes de deuxième importance. Au bout du compte, si la consommation ralentit, l'investissement accélère, y compris dans l'immobilier au travers d'un puissant plan de construction de logements sociaux (10 millions par an en 2011 et 2012). Il y a donc certes des perdants, mais aussi des gagnants.

Investment has remained strong.

Source: CEIC, World Bank staff estimates.

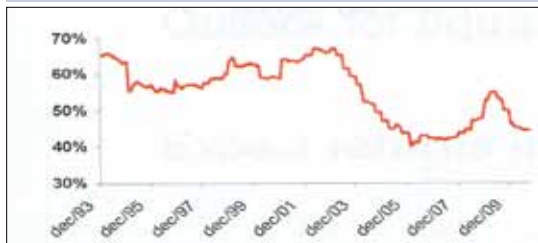


Des finances publiques sous pression. Certes, mais des finances d'entreprises plus resplendissantes que jamais avec des cash-flows qui couvrent trois fois et demie les investissements actuels et un endettement au plus bas. D'où un potentiel d'investissement considérable, mais pas nécessairement dans les frontières du pays. Le secteur

Free Cash flow / Capex



AverageNet debt / Equity non-financials



minier en est un exemple criant. Les entreprises, boostées par les niveaux record des matières premières, investissent massivement. Des groupes tels que BHP, Rio Tinto ou Vale ont chacun des programmes de \$80-90mia d'investissements pour les cinq prochaines années et les premiers des viennent-ensuite ne sont pas en reste. Evidemment pour trouver de nouvelles ressources, il faut aller, en bonne partie, dans d'autres points du globe. Qu'à cela ne tienne, les équipementiers suivent leurs clients et répondent à leurs besoins spécifiques ! Quand de nouveaux sites ouvrent, ce sont toujours des équipements Caterpillar, Joy Global ou Bucyrus que l'on retrouve en action.

Les finances rutilantes des entreprises permettent aussi de relancer simultanément une croissance par acquisitions et des programmes de rachats de titres, autant de soutiens mécaniques au cours des actions.

Pressions généralisées sur les coûts d'approvisionnement en matières premières. Certes, c'est une pression pour les acquéreurs de ces ressources, mais il est évident que c'est une aubaine pour les fournisseurs et pour ceux qui les ont comme clients. Là aussi, il y a donc deux faces à la médaille.

Les craintes (et parfois les réalités) des perturbations d'approvisionnement liées à la triple catastrophe qui a frappé le **Japon et aux tensions politico-sociales dans le monde arabe.** Oui, des sociétés en pâtissent ! Pertes de contrats ou de débouchés commerciaux, augmentation de coûts et/ou utilisation non optimale de l'outil de production par exemple. Mais d'autres, dans bien des

domaines, en bénéficient. Gains de parts de marché abandonnées de fait par certains producteurs dans l'incapacité de répondre aux besoins (ex : Gazprom suppléant certains fournisseurs libyens) nouvelles priorités nées de la situation (ex : énergies alternatives) ou encore, à terme, les besoins de reconstruction (matériaux, équipements, etc.)

Nous sommes donc au cœur d'une situation conjoncturelle très contrastée qui fait des victimes, mais offre à d'autres des opportunités. C'est donc tout le difficile travail de l'analyse des sociétés que d'identifier celles qui risquent de décevoir les attentes du marché et celles qui ont le potentiel de surprendre en bien en fonction de leur différence de positionnement et de compétitivité.

A ces aspects conjoncturels, il convient de rappeler aussi que plusieurs vecteurs structurels porteurs sont à l'œuvre : démographie et urbanisation, nouvelles contraintes environnementales ou difficultés croissantes d'accès aux ressources naturelles sont autant d'opportunités bien réelles pour bon nombre d'industries (ex : agriculture, infrastructures, énergies renouvelables, équipements de dépollution, etc.)

Potentiel d'appréciation des marges

Les sociétés qui seront capables de tirer les marrons du feu jouiront d'un atout supplémentaire : l'effet de levier opérationnel sur une structure de coûts affutée sous la pression de la dernière crise. Une croissance nominale de plus de 4% aux États-Unis et de plus 6% au niveau mondial permettra

S&P 500 net profit margin

Source: Compustat, I/B/E/S, FirstCall and Goldman Sachs
Global ECS Research



à ceux qui gagneront des parts de marché d'en-granger une progression de leurs revenus flirtant avec les deux chiffres. Autant dire qu'une telle ac-



célération fera plus que compenser les pressions sur les coûts et résultera en une nouvelle progression des marges bénéficiaires malgré leur niveau déjà record.

Quelques favoris dans un tel environnement

Nous ne pouvons pas réinventer la roue toutes les quatre semaines et nos priorités n'ont que peu varié.

Pour saisir les opportunités qui se présentent toujours en des temps troublés, nous favorisons les sociétés aux finances impeccables et ne cédon pas aux sirènes du levier financier. **Finances rutilantes** riment aussi, souvent, avec un potentiel de rémunération accru de l'actionnaire. Or, aujourd'hui plus que jamais, le **dividende** est une composante importante de la performance totale.

Toutes choses étant égales par ailleurs, la reconstruction du Japon augmentera les besoins de ce pays en **ressources naturelles** (y compris charbon et gaz pour suppléer la production nucléaire). Dans le même temps, l'investissement et la construction résidentielle réaccélèrent en Chine. Cuivre, minerais de fer et charbon restent nos favoris.

Le **platine** et le **palladium** ont escompté un net ralentissement de la production automobile mondiale. La baisse nous semble exagérée pour des métaux industriels et précieux en situation de déficit de production et qui sont impératifs pour le respect des nouvelles normes de pollution qui entrent en vigueur un peu partout dans le monde. **L'or, quant à lui, demeure le refuge ultime.**

Les **terres rares** sont une niche extrêmement attractive (mais très volatile). Les quotas d'exportation chinois sont drastiquement à la baisse face à une demande en forte hausse, sans parler de la probable constitution de stocks stratégiques aux États-Unis en raison des applications militaires (guidage de missiles, vision de nuit, etc.) ou des applications « vertes » (catalyseurs, batteries pour véhicules électriques, éolienne, énergie solaire).

Le **secteur agricole** jouit d'un cycle porteur. Aux États-Unis, les surfaces plantées devraient augmenter de 3% à 4% cette année pour répondre à un surcroît de demande. Semenciers et équipementiers en tireront avantage.

Enfin, quelques valeurs plus spécifiques, traditionnellement immunisées contre les pressions inflationnistes sont dignes d'intérêt. C'est le cas des **gaz industriels** ou de certains titres de **santé**.



«Le courage est le juste milieu entre la peur et l'audace»

Aristote

PHILIPPE LEDERREY

Malgré une très forte résistance aux nombreux chocs exogènes, les marchés européens risquent de se focaliser sur des considérations plus structurelles une fois la saison des publications trimestrielles terminée. En fait, toutes les conditions-cadres à un regain de tension sur les marchés sont réunies. Si plus de la moitié des sociétés ont déclaré des gains et des revenus nets au dessus des attentes, les thèmes abordés par les directions des entreprises pour la suite de l'exercice restent malgré tout teintés de retenue (prix élevés des matières premières et effet pervers des taux de change). Nous tablons toujours sur une période de transition caractérisée par de forts mouvements «en dents de scie» ces prochains mois. Sur le plan des thématiques, nous aimons évidemment l'exposition des sociétés aux pays en voie de développement, mais restons quand même très dubitatifs sur certains engouements particulièrement à la mode. L'axe qui risque d'être le plus déterminant les jours qui viennent sera celui du prix du pétrole. Il a en effet chuté de 14% en une seule journée et il est patent qu'une période de consolidation risque de s'installer avec de lourdes conséquences dans les rotations sectorielles.

Rassurés par le Fed, les marchés européens ont fait « le gros dos »

Les marchés européens ont été solides en ce mois d'avril (2.9% de performance déjà partie en fumée depuis le début mai), portés notamment par le discours de Ben Bernanke qui a rassuré les marchés. En effet, il a non seulement annoncé que la banque centrale américaine n'allait pas remonter ses taux directeurs de sitôt, mais surtout qu'il s'engageait à ne pas retirer non plus ses liquidités du marché, même après la fin officielle des mesures exceptionnelles de soutien. L'ensemble de ces promesses a donc in fine été très favorable à une volonté forte de reprendre du risque. Nous restons malgré tout surpris par la capacité du marché à encaisser tous ces chocs exogènes qui se suivent les uns après les autres cette année (inquiétudes géopolitiques au Moyen-Orient, risque nucléaire au Japon après un séisme historique, risques grandissants de restructuration de la dette grecque, possible dégradation de la note de la dette américaine, prix des matières premières explosifs...). Le risque est donc clairement qu'une fois la saison des publications trimestrielles achevée, les investisseurs se focalisent à nouveau sur d'autres considérations structurelles: les dettes souveraines, les divergences des politiques monétaires entre les deux côtés de l'Atlantique, les effets pervers d'un dollar en chute libre... Les signes avérés de surchauffe dans les pays émergents (cf. hausse-surprise des taux indiens) et le ralentissement observé prévisible dans les pays développés vont de toute manière de pair avec un repli de l'appétit pour le risque, au moins ces prochains mois.

Une phase de normalisation qui impose quand même au moins une période de consolidation boursière.

Les indicateurs composites avancés de l'OCDE (conçus pour anticiper les points de retournements de l'activité économique par rapport à sa tendance) sont restés incroyablement positifs, mais sont en train de se retourner à la baisse. Si on y ajoute le début de la phase de remontée des taux en Europe et la réduction programmée une fois ou l'autre de toute la liquidité mondiale (suite à une fin programmée de la politique des taux exceptionnelle et hyper accommodante menée par les banques centrales, d'un non-renouvellement des outils exceptionnels...), on comprend que les conditions-cadre d'une tension sur les marchés sont bien réunies. Nous sommes très dubitatifs sur les arguments basés sur la résistance historique des bourses européennes dans les mêmes conditions que par le passé: nous sommes en phase de normalisation de mesures plus qu'exceptionnelles qui n'ont rien à voir avec celles d'un milieu de cycle «classique».

Des résultats trimestriels qui surprennent toujours positivement... mais nettement moins qu'avant !

Basé sur un peu moins des trois quarts des publications des entreprises européennes, un peu plus de la moitié à peine (58%) d'entre elles a déclaré des gains et des revenus nets au dessus des attentes. Ce ratio s'avère assez inférieur à celui des publications des deux derniers trimestres (et à ce



ratio aux États-Unis : 70%), mais reste malgré tout toujours un peu au-dessus de sa moyenne à long terme. Les principaux thèmes abordés par les directions des entreprises pour la suite de l'exercice restent quand même teintés de retenue: les prix plus élevés des matières premières (surtout énergétiques) sont pesants alors que l'effet pervers des taux de change s'aggrave. Certes, certaines compagnies prévoient des augmentations de prix afin de compenser les pressions sur les marges ; toutefois, elles conviennent elles-mêmes qu'elles ne peuvent être que temporaires. Notons aussi un élément intéressant et qui vient étayer notre intime conviction de surpondérer le secteur sur la santé: les marges semblent être déjà parties à la hausse et ont déjà pris par surprise le consensus : 83% des entreprises ont déclaré des revenus supérieurs aux attentes.

Une thématique de fusions-acquisitions soudainement réveillée

Bien que les facteurs structurels usuels de déclenchement de ce genre d'opérations ne sont guère présents, la thématique des fusions et acquisitions est pour finir beaucoup plus omniprésente que ce qu'on pouvait imaginer en début d'année. Ces transactions sont en effet en hausse de plus de 60% sur les quatre premiers mois de l'année et avec des offres qui contre toutes attentes affichent des primes parfois spectaculaires. Deux conclusions peuvent d'ores et déjà se dégager des opérations récentes de l'année. Tout d'abord, ce sont les secteurs au sein desquels les conditions de rentabilité sont les plus favorables ou les générations de cash-flow libres les meilleures que l'essentiel des opérations s'est concentré (Santé, Télécoms, Luxe, Mines et Chimie). Par ailleurs, on constate aussi un net crescendo dans les primes accordées, surtout lorsque la taille des repreneurs est importante. Dès lors, ces niveaux de prix consentis laissent présupposer que les leaders sectoriels qui se sont lancés dans de tels mouvements ont de fortes chances de devoir déchanter par la suite sur leurs retours sur investissement aux risques subséquents d'avoir in fine détruit de la valeur actionnariale. Parmi les secteurs où d'autres opportunités pourraient apparaître, mentionnons les biens d'équipement, le luxe & cosmétiques, les semi-conducteurs ou les services pétroliers.

Une période de transition qui devrait somme toute favoriser une approche des plus prudentes

■ Nous tablons toujours sur une période de transition caractérisée par de forts mouvements «en dents de scie» ces prochains mois. Nous n'avons par contre pas la conviction que les marchés européens sont en train d'amorcer un virage vers une

correction très importante et prolongée. Cette phase de remise en cause et d'incertitudes nécessitera probablement un certain temps d'adaptation avant de pouvoir éventuellement espérer une reprise plus linéaire de la progression.

■ Nous conseillons donc toujours dans ce cadre de privilégier les secteurs défensifs à l'image des valeurs de la santé qui subissent certes le développement des génériques ou des coupes dans les dépenses publiques, mais qui peuvent par contre encore fortement abaisser leurs coûts et se réorganiser industriellement de manière plus efficiente.

■ Sur le plan géographique, nous évitons évidemment toujours les marchés des pays aux problématiques souveraines ou d'endettement privé (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne). Nous restons aussi quelque peu sur nos gardes sur certains pays considérés de fait comme solides, mais dont la visibilité sur les équilibres à long terme n'est pas si forte (portrait-robot de la France). A contrario, des pays ressentis comme à problèmes, mais disposant de fondamentaux honorablement sains pourraient surprendre en bien (Italie par exemple). À ce stade, nos pays préférés pour un investisseur en actions restent globalement ceux du Nord qui jouissent d'une croissance supérieure et surtout sont aussi bien poussés par la force des exportations que par une demande intérieure en accélération.

La thématique de la Chine ou le nouveau «miroir aux alouettes» ?

Nous aimons évidemment l'exposition des sociétés aux pays en voie de développement, mais restons quand même très dubitatifs sur certains engouements particulièrement à la mode ces derniers temps. Si on prend l'exemple de l'amour immodéré des investisseurs européens pour tout investissement réalisé par les sociétés en Chine, nous séparons quand même les segments qui peuvent encore espérer profiter de cette exposition quelque peu (on peut citer les entreprises liées à la consommation ou à la santé) de ceux qui doivent déjà au contraire affronter une compétition frontale de ce pays (chimie, équipementiers en télécommunication, transmission électrique, énergies renouvelables...). L'exemple des équipementiers en énergie solaire est une bonne illustration : quasi absents il y a une quinzaine d'années, les compétiteurs chinois représentaient la moitié du marché en 2009 et les deux tiers à la fin 2010. L'explication est des plus simples : l'avantage compétitif sur les prix est supérieur à 30%. Les sceptiques sur les méfaits pour les industries occidentales de cette évidente compétition chinoise feraient bien de se remémorer l'incidence du Japon sur l'industrie automobile il y a un demi-siècle : l'Empire du soleil levant exportait 100'000 voitures en 1965, 1.8 million dix ans plus tard et 4.4 million une vingtaine d'années après. De fait, les conséquences sur la plupart des acteurs

non asiatiques (surtout les véhicules «de masse») ont souvent été dévastatrices. Même sans cette compétition, bon nombre de sociétés européennes soulignent clairement que les avantages des bas coûts salariaux ne sont de toute manière plus autant d'actualité que par le passé. Et avec la volonté légitime du gouvernement chinois de favoriser progressivement la consommation domestique, cela se fera fatalement aussi au détriment de l'avantage compétitif sur les prix du travail.

L'axe du pétrole risque d'être particulièrement déterminant ces prochaines semaines

L'axe qui risque d'être le plus déterminant dans les semaines à venir sera celui du prix du pétrole. Il a en effet chuté de 14% en une seule journée et il est patent que leurs évolutions dans un sens ou l'autre peuvent avoir de lourdes conséquences. Nous pensons judicieux de bien séparer l'approche tactique à relativement court terme de la thèse stratégique avec une plus longue échéance.

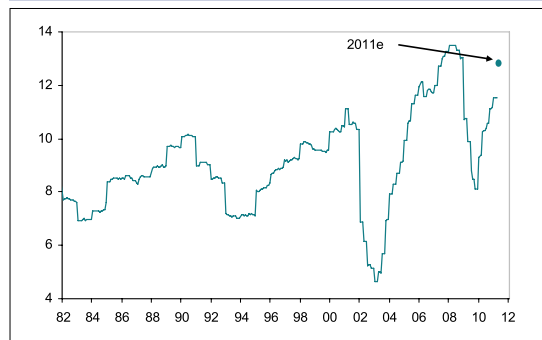
■ L'aspect court terme est avant tout lié à la spéculation. Nous sommes une fois encore intrigués par la non-reconnaissance de cet élément par les professionnels (financiers comme du monde du pétrole) qui arguent en général que cet aspect est très secondaire. Pourtant, les prix du brut ont chuté de près de 77% de juillet à décembre 2008 et il semble bien difficile de concevoir qu'un tel mouvement n'a été initié que par les fondamentaux très statiques de l'or noir. Idem, le 5 mai 2011 où ce sont des nouvelles règles sur les fluctuations journalières des contrats «futures» qui ont déclenché ce très rapide et brusque mouvement. Pour cet aspect immédiat, il est bien entendu très délicat de jauger des futurs mouvements, mais a priori la correction technique liée à la spéculation ne semble pas avoir été suffisante. Elle est rejointe par moult considérations immédiates qui justifient aussi une certaine pression à la baisse : capacités excédentaires de production à des hauts niveaux, stocks assez élevés, croissance de la demande émergente en decrescendo après les premières mesures antiinflation des banques

centrales, baisse générale de la demande mondiale par ajustement des prix récemment à la hausse... Un retour sous la barre des 100 US\$/baril (voire même jusqu'à 90 US\$/baril) semble donc plausible.

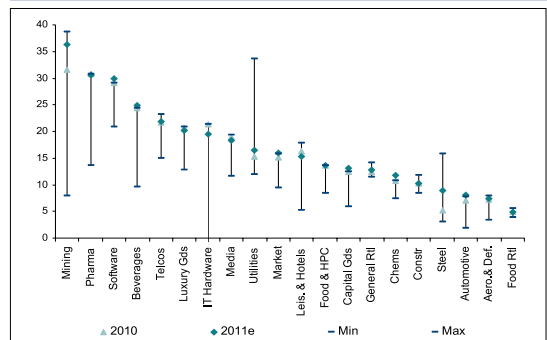
■ En ce qui concerne l'aspect moins immédiat, il est évidemment lié à la géopolitique : un grand nombre des pays du Moyen-Orient ont connu des formes de révolutions populaires contre les régimes en place, mais avec les notables exceptions du Qatar et surtout de l'Arabie Saoudite. Or, combien de temps la famille royale régnante de ce très important producteur pourra-t-elle continuer à apaiser l'ardeur populaire ? La réponse à cette question est non bénigne puisqu'elle déterminera si le prix du baril va prendre plus de 50% en quelques semaines ou continuer sa correction...

■ Enfin, à plus long terme, entre une demande en énergie qui ne va fatalement que grimper et une offre qui va tôt ou tard s'éroder, les prix ne peuvent que se diriger vers une hausse progressive ces prochaines années. Et c'est sans compter sur un autre facteur essentiel : si les gouvernements actuels des grands pays producteurs du Moyen-Orient (qui englobent près de 70% des réserves futures) sont remplacés, il est plausible que les dirigeants futurs auront une politique de prix cherchant à bien moins gaspiller cette précieuse denrée énergétique via un contrôle bien plus drastique des quotas de production... mettant encore plus la pression sur les prix ! Si on observe la corrélation des performances sectorielles européennes aux prix du pétrole, on retrouve certains segments qui profiteront le plus de cette consolidation des prix du baril : la santé, l'alimentaire, le tabac, les télécommunications et les services aux collectivités. A contrario, les secteurs qui vont le plus souffrir seront : l'énergie bien sûr (surtout les services et les sociétés d'extraction), les minières, les sociétés de transport et les industrielles. Comme on le voit, on retrouve avec une tout autre approche ce même biais pro actions défensives et anti titres cycliques. Idem au niveau des pays puisque sont favorisés la Suisse et l'Allemagne alors que sont pénalisés les pays nordiques et du Sud.

Est-il plausible que les marges des entreprises européennes puissent afficher des records en dépit des fortes pressions sur les coûts ?



Et sur ce point, plusieurs segments sont particulièrement à risque (autos, distribution, alimentaire...)



Notre point de vue sur le secteur technologique suite au séisme au Japon et à notre visite dans la Silicon Valley

GÉRALDINE GUYON

14

Au lendemain du terrible tremblement de terre au Japon, nous nous sommes rendus à San Francisco et plus particulièrement dans la Silicon Valley, (Vallée du Silicium) surnommée la « Mecque » de la Technologie. Nous avons visité 20 sociétés : les très célèbres Apple, Cisco, Juniper, Hewlett Packard et d'autres moins connues, mais tout aussi recherchées des « geeks » ou des technophiles, comme MIPS, Finisar, Seagate, KLA Tencor, Flextronics, AMAT...

Nous retenons de ce séjour très instructif plusieurs points : 1/ le sentiment des sociétés dans la vallée était positif; pas d'inquiétude, malgré les risques de non-approvisionnement en composants du Japon ; 2/ les thèmes du « Cloud Computing », « virtualisation des Serveurs », de « stockage de données » s'imposent de plus en plus aux sociétés qui n'ont pas d'autres choix que de s'y mettre ; 3/ une « guerre des puces » se profile entre les leaders actuels Intel/ AMD pour contrer la menace d'ARM ; 4/ reprise des fusions/acquisitions qui pourrait s'accélérer en cas de complaisance du gouvernement Obama s'il décide d'amnistier le rapatriement des avoirs à l'étranger des sociétés technologiques.

Pas d'inquiétude malgré un environnement plus incertain ?

Tous les fabricants de semi-conducteurs rencontrés ont eu l'air serein malgré le tremblement de terre au Japon. Ils ont environ deux mois de stocks d'avance et leurs contacts en Asie présagent d'un retour rapide à la normale... Nous aimerions partager leur optimisme, mais il n'en est rien. En effet, le Japon se classe parmi les trois pays fournisseurs de semis avec la Corée/Taiwan et la Californie du Nord. Si l'on rentre dans le détail des composants indispensables, on comprend vite les difficultés qui s'annoncent pour le secteur High-Tech. 35% à 40% de la mémoire Flash (Nand) que l'on utilise dans les Smartphones, portables, et autres tablettes est fabriquée au Japon, ainsi que 13% de la mémoire Dram (PC), 85% de la résine BT qui colle les puces sur les plaques de silicium. Les cartes mères HDI, les batteries lithium-ion et les écrans pour PC ou télé, enter autres sont également fabriqués au Japon. Un composant manque et c'est toute la chaîne de production qui s'arrête... Pour preuve, Peugeot arrête pendant une semaine ses chaînes de production en France, car il leur manque un composant indispensable fabriqué au Japon. En discutant avec Apple, pas d'inquiétude et pourtant on apprenait quelques jours après notre visite, qu'il s'empressait d'acheter la mémoire Nand disponible sur le marché (20% de la production mondiale de Nand est absorbée par Apple) faisant flamber du coup les cours des mémoires Flash Nand: +13% en une seule journée !!

Mêmes échos pour la résine BT... Une certitude: tous les fabricants ou équipementiers télécoms (Cisco, Alcatel-Lucent, HP, STM, Apple...) vont devoir faire face à une pénurie de composants dans les semaines à venir, ce qui va inévitablement impacter leurs prévisions.

L'autre temps fort de notre visite est la guerre déclarée entre les fabricants historiques de puces Intel et AMD, d'une part, et ARM et son architecture ouverte (CPU+GPU) d'autre part. Les deux leaders mondiaux nous ont présenté leurs dernières innovations qui seront mises sur le marché cet été et qui devraient séduire les investisseurs en amont (Bulldozer pour ADM et Sandy Bridge pour Intel). Nous avons surtout retenu l'enjeu technologique qui se prépare actuellement dans la vallée : la remise en cause de la plate-forme X86 d'Intel avec son processus de fabrication verticale fermée pour une architecture ouverte d'ARM ou de MIPS Technology.

Ces deux sociétés affrontent Intel en proposant une alternative aux fabricants de puces comme Nvidia, Qualcomm, Texas... Elles dessinent l'architecture de leurs futures puces, moyennant des royalties sur chaque puce vendue et qui apporterait au client final (fabricant de PC+ Smartphones+mobile...) une plus grande autonomie de leur batterie. La suprématie d'Intel peut être remise en cause sur le long terme. En effet, dans la division « mobiles » (tél. + tablettes), c'est le Britannique ARM qui domine avec près de 80% de parts de marché. Dé-



© Raimundas / www.shutterstock.com

sormais, ARM et Nvidia (projet Denver en 64-bits) s'attaquent au marché des PC et des serveurs, la chasse gardée d'Intel. Les rumeurs vraies ou fausses circulent qu'Apple pourrait passer sur une architecture ARM pour ses prochains Mac Books. Désormais, c'est Google qui pourrait optimiser son système d'exploitation Android 3.0 (Honeycomb) en allant sur ARM et sur MIPS. Lors de nos entretiens, nous comprenons aussi que la dernière puce Tegra 2 de Nvidia (Quad-core) est une révolution technologique, car moins gourmande en énergie (1w), tandis que le dual-core Atom d'Intel sur la plate forme X86 est beaucoup trop lourde pour les mobiles.

C'est donc bien une guerre qui se profile dans la Silicon Valley où tous les coups seront permis. MIPS, seule alternative à la domination d'ARM, est une cible possible pour Intel, car pas de risque des autorités antitrust. Le marché spéculait sur un mariage possible entre MIPS et Intel.

Le secteur des semi-conducteurs va être recherché par crainte de pénurie, ce qui va faire monter les prix des composants. La hausse des stocks constatée sur le secteur avant le tremblement de terre au Japon va vite être effacée, car beaucoup de clients vont se dépêcher de commander. Nous pensons que le ralentissement attendu sur le secteur des semis pourrait être décalé de deux trimestres en raison de cet événement exceptionnel.

Les nouveaux enjeux de la Technologie : stockage de données, batterie, virtualisation, « Cloud Computing »...

Les fabricants de PC (HP) nous informent que les ventes d'ordinateurs sont très fortes grâce aux commandes des entreprises, mais plus faibles du côté des consommateurs : faiblesse des ventes en Chine et concurrence forte des tablettes. De plus en plus d'entreprises équipent leurs salariés de tablettes plutôt que de portables. Le marché naissant des tablettes devrait se traduire par un grand gagnant : l'iPad2 et beaucoup de perdants, car toutes les nouvelles tablettes mises sur le marché sont semblables et souvent plus chères que l'original.

Le thème récurrent auprès des sociétés demeure le « Cloud Computing » en passe de devenir la nouvelle norme chez les fabricants. Idem du côté de la Virtualisation des logiciels et autres périphériques informatiques (dixit : VMware le leader mondial). Le taux de pénétration dans les serveurs est de 20 à 25% et nous ne sommes qu'au début du cycle de croissance (CA : +20%/an pour les 3 prochaines années). Après les grands comptes, ce sont désormais les PME qui migrent leurs infrastructures informatiques sur le nuage Internet.

Chez les équipementiers télécoms rencontrés, nous apprenons que la demande en équipements



réseaux est toujours aussi forte et que les moyens actuels restent insuffisants face aux nombres d'abonnés à Internet (dixit : Juniper et Cisco), d'une explosion de la vidéo sur Internet (dixit : Finisar) et de la demande croissante des pays émergents. Les commandes viennent aussi du déploiement de la 4G aux USA/Europe et de la 3G en Chine.

Les investissements dans la fibre optique sont très importants comme à la fin des années 90 /début des années 2000 (dixit : Finisar). A écouter le PDG de Finisar, on se replonge dix ans en arrière lors de la bulle Internet, en se remémorant les hausses vertigineuses de titres comme JDS Uniphase.

Enfin, nous comprenons lors de nos entretiens que Cisco, actuel leader mondial en équipements réseaux, se fait attaquer par un nombre toujours plus grand de concurrents (Juniper+ Alcatel Lucent). D'autres fabricants, inexistant dans les équipements réseaux comme HP, viennent aussi lui prendre quelques clients moyennant une prestation moins chère.

Les secteurs des équipementiers télécoms et du hardware sont deux secteurs que nous apprécions fortement pour les innovations technologiques et d'une demande toujours forte des clients pour améliorer leur parc informatique ou pour optimiser leurs réseaux. Toutefois, on observera une certaine prudence compte tenu de l'incertitude sur les risques possibles de pénurie ou de retard de livraison de certains composants. L'autre incertitude est sur les marges, car ces mêmes fabricants risquent de payer plus cher leurs produits en se fournissant chez d'autres prestataires.

Conclusion :

Au retour de notre visite dans la Silicon Valley après ce terrible tremblement de terre, nous avons procédé à de nouveaux arbitrages. Le premier était de se focaliser et de surpondérer le secteur des semi-conducteurs, d'être plus prudent sur les segments hardware et équipementiers télécoms, car ils pourraient souffrir du manque de composants et enfin de privilégier le secteur des logiciels, car pas impacté par le Japon

Deux mois après le tremblement de terre et à mi-chemin des publications trimestrielles, qu'en est-il du secteur technologique ?

Les premières publications dans le secteur technologique sont pour le moment globalement bonnes à part quelques déceptions spécifiques à certaines compagnies (ex : MIPS, Logitech, SAP, Nokia...). Le secteur des semi-conducteurs, notre préféré, a délivré de bons résultats et surtout des perspectives solides malgré les risques de pénuries de composants à venir. Les grandes sociétés (Intel, Infineon, Sandisk, Texas, ASML...) confirment que certaines de **leurs usines au Japon tournent au ralenti**, qu'elles pourraient éprouver **quelques difficultés à approvisionner leurs clients** dans les délais et pourtant **elles maintiennent leurs prévisions annuelles inchangées**. Le marché a salué leurs résultats et ce secteur a été recherché par nombre d'investisseurs.

A la lecture de ces premiers résultats trimestriels et des prévisions, le drame au Japon paraît occulté et l'on retrouve le même optimisme qu'il y a deux mois.

Ces prévisions sont quelque peu surprenantes, car quelques enseignes spécialisées dans la vente de produits High Tech commencent à s'inquiéter des livraisons à venir, d'une possible hausse des prix et conseillent même à leurs clients de ne pas attendre et d'acheter maintenant leurs ordinateurs pour la prochaine rentrée scolaire.



Prévisions économiques

Croissance du PIB (GDP) et contribution à la croissance mondiale (estimations BPER)

Pays	GDP 2010	GDP 2011 estimation BPER	GDP 2012 estimation BPER	Poids du pays	Contribution 2011
Etats-Unis	2.8%	3.1%	2.9%	19.7%	0.61%
Zone Euro	1.7%	1.7%	0.8%	14.6%	0.24%
Chine	10.3%	9.0%	8.0%	13.6%	1.22%
Japon	3.9%	1.4%	2.0%	5.8%	0.08%
Inde	10.4%	8.2%	7.8%	5.4%	0.44%
Russie	4.0%	4.7%	4.5%	2.9%	0.14%
Royaume-Uni	1.3%	1.1%	0.6%	3.0%	0.03%
Brésil	7.5%	4.5%	4.5%	2.9%	0.13%
Mexique	5.5%	4.5%	4.0%	2.1%	0.09%
Canada (estimation IMF)	3.1%	2.8%	2.6%	1.8%	0.05%
Autres (estimation IMF)	5.2%	4.7%	4.9%	28.2%	1.31%
MONDE	5.0%	4.4%	4.1%	100%	4.4%

17

Remarques

- Croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) en 2010. Prévisions en 2011 et 2012.
- Le poids de chaque pays est calculé à partir de son PIB en USD, sur la base de la parité des pouvoirs d'achat publiée par le FMI. Cette méthode tient compte des différences de prix et de niveaux de vie entre les pays.
- Les pays sont classés selon leur poids, par ordre décroissant.
- La contribution à la croissance mondiale est calculée de la manière suivante : croissance du PIB de chaque pays multiplié par son poids. La somme des contributions donne 4.4%, soit une bonne estimation de la progression du PIB mondial en 2011.
- La liste est limitée aux 10 pays contributeurs à la croissance mondiale les plus importants.

Allocation tactique (%)

18

PORTEFEUILLE CHF

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme	14									14
Obligations	14	2								16
Actions	8	2		2	3	5				20
Fonds alt. Long/short (directionnels)		7								7
Fonds alt. Non-directionnels	23									23
Immobilier	3								7	10
Commodities, Métaux précieux							3	7		10
Total	62	11	0	2	3	5	3	7	7	100

PORTEFEUILLE EUR

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme		17								17
Obligations		14							2	16
Actions	3	7		2	3	5				20
Fonds alt. Long/short (directionnels)		5		2						7
Fonds alt. Non-directionnels		23								23
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux							3	7		10
Total	3	66	0	4	3	5	3	7	9	100

PORTEFEUILLE USD

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme				17						17
Obligations				16						16
Actions		4		8	3	5				20
Fonds alt. Long/short (directionnels)				7						7
Fonds alt. Non-directionnels				23						23
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux							3	7		10
Total	0	4	0	71	3	5	3	7	7	100

Avertissement

Ce document est fourni exclusivement à titre d'information et à l'usage du destinataire. Il ne constitue ni une offre ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou de services bancaires et ne saurait délier le destinataire de la nécessité de former son propre jugement. Il est en particulier recommandé à ce dernier d'examiner ces informations, le cas échéant avec l'aide d'un conseiller, sous l'angle de la compatibilité avec ses ressources personnelles et celui des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, etc. La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit préalable de la banque est interdite.

Tout placement comporte des risques, en particulier des risques de fluctuation des valeurs et des rendements. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps.

En aucun cas, la responsabilité de la banque ou d'une autre entité du Groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation des informations contenues dans le présent document.

Il est expressément stipulé que ce document ne s'adresse pas aux personnes soumises à une législation leur interdisant l'accès à de telles informations du fait de leur nationalité ou de leur domicile. Ce document, à but purement informatif, a été établi par divers services de la banque et les opinions ou informations d'ordre général qui y sont mentionnées ne sont pas le résultat d'une analyse financière propre ou de tiers. Les «Directives pour garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers ne s'appliquent dès lors pas au présent document.

© 2011 Copyright by Banque Privée Edmond de Rothschild S.A.



BANQUE PRIVÉE EDMOND DE ROTHSCHILD S.A.

GENÈVE : 18, rue de Hesse - CH-1204 Genève T +41 58 818 91 11
FRIBOURG : 11, rue de Morat - CH-1700 Fribourg T +41 26 347 24 24
LAUSANNE : 2, avenue Agassiz - CH-1003 Lausanne T +41 21 318 88 88

www.groupedr.ch