

Nos analyses & nos choix

Avril
2009
n° 58

Rédigé en date
du 07/04/09

NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS: ISM MANUFACTURIER, COMPOSANTE NOUVELLES COMMANDES



ÉTATS-UNIS

> **Scénario :** La récession est partie pour être une des plus dures de l'après guerre. Elle a commencé en décembre 2007 mais ce n'est qu'à l'automne 2008 que l'activité s'est fortement contractée. Une amélioration devrait intervenir vers le milieu d'année.

> Évolution récente :

- L'indice ISM manufacturier a poursuivi sa progression alors que l'indice du secteur non-manufacturier a légèrement baissé. Le rebond de la composante nouvelles commandes de l'indice manufacturier de 8 points à 41,2, son plus haut niveau depuis août, constitue un élément particulièrement positif.
- La consommation semble se stabiliser : après un rebond de 0,7 % au mois de janvier, elle n'a reculé que de 0,2 % en février. Par ailleurs, les ventes de voitures ont légèrement rebondi en mars.
- Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation ont légèrement rebondi au mois de février.
- Le marché de l'emploi reste sinistré, avec un nouveau mois à 660 000 destructions d'emplois. Le taux de chômage est maintenant de 8,5 %, et la tendance ne s'améliore pas à en juger par les inscriptions hebdomadaires au chômage.

> **A surveiller :** Les prix de l'immobilier ont baissé de 2 % au mois de janvier et sont maintenant près de 30 % inférieurs à leurs plus hauts de la mi-2006, soit un retour au niveau de 2003. Rapportés au revenu disponible des ménages, les prix ne sont maintenant plus que 20 % au-dessus des points bas atteints en 1997 contre près de 95 % au sommet de la bulle. Le rebond des ventes de maisons neuves et des permis de construire, bien qu'il fasse suite à de très fortes baisses, constitue un premier signe positif.

ZONE EURO: VENTES DE DÉTAIL, VOLUME



ZONE EURO

> **Scénario :** L'économie européenne est entrée au printemps 2008 dans une récession qui va être profonde. La première moitié de l'année 2009 devrait être très mauvaise avant une amélioration progressive durant la deuxième moitié.

> Évolution récente :

- Les indices PMI se sont stabilisés à des niveaux relativement bas, signe d'une activité encore en berne au premier trimestre 2009.
- Les ventes de détail restent mal orientées, avec une baisse de 0,6 % au mois de février. En revanche, les ventes de voitures bénéficient des primes à la casse en France et en Allemagne.
- Le taux de chômage poursuit sa progression rapide à 8,5 % au mois de février. Les destructions d'emplois sont historiquement élevées, tout particulièrement en Espagne.
- La BCE a réduit son taux directeur à 1,25 % et a annoncé de probables mesures d'assouplissement quantitatif pour la prochaine réunion.

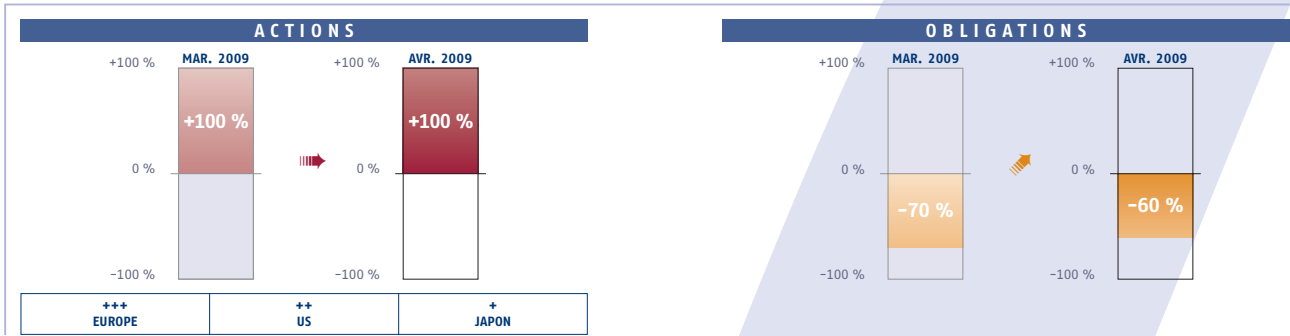
> **A surveiller :** Globalement, les derniers chiffres de la zone euro sont un peu décevants par rapport aux publications dans le reste du monde. Alors qu'ailleurs une nette inflexion par rapport aux points bas semble se dessiner, on ne peut guère parler que d'une stabilisation en Europe. Le déstockage ayant commencé beaucoup plus tard dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, il est probable que la conjoncture y reste médiocre plus longtemps qu'ailleurs, repoussant la reprise au dernier trimestre de l'année.

JAPON: PRODUCTION INDUSTRIELLE, VOLUME



JAPON

Le PIB japonais s'est contracté de 12,1 % en rythme annualisé au quatrième trimestre 2008, essentiellement du fait de l'effondrement des exportations. L'activité a continué de se dégrader au premier trimestre 2009 : la production industrielle de février est inférieure de 20 % à celle de décembre et le marché de l'emploi se dégrade rapidement. Ainsi le ratio d'offres par demandeur d'emploi est à son plus bas niveau depuis 2003. Mais ici comme ailleurs, on observe une légère amélioration des enquêtes auprès des entreprises au mois de mars.



Nous restons surexposés aux actions car les niveaux atteints en termes de valorisation intègrent déjà une récession marquée. Nous réduisons légèrement notre sous-exposition aux obligations suite à la remontée des taux.

Niveau à la rédaction (07/04/09) CAC 40 à 2 930, taux OAT 10 ans 3,72 % - ↑ ↓ Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

PROFITER DES OPPORTUNITÉS DE LA ZONE NORDIQUE AVEC **NORDEN**

Norden est une Sicav investie uniquement en actions des pays nordiques : Suède, Norvège, Danemark, Finlande. Elle offre un accès aux fondamentaux spécifiques de ces pays et à un large panel d'entreprises faiblement représentées dans les indices européens. **Norden** se présente donc comme un outil intéressant de diversification de portefeuille. Depuis le début de l'année, ce fonds affiche une performance de 8,5 % contre -8,2 % pour le DJ Eurostoxx au 03/04/09.

Thomas Brenier, gestionnaire de la Sicav, nous apporte son éclairage sur la zone et nous fait part de ses convictions.



Comment justifiez-vous l'intérêt porté sur cette zone géographique ?

Pour nous, son principal intérêt réside dans les caractéristiques de ses populations qui, en plus d'avoir maîtrisé et exploité leurs ressources naturelles (pétrole, bois, énergie hydraulique...), ont créé un climat économique et social favorable au développement d'entreprises innovantes et internationales (citons par exemple Ikea, Ericsson, Volvo, Nokia, H&M...). En effet, en plus de développer un niveau élevé d'éducation, ils associent efficacement flexibilité du travail et protection sociale. Ce dynamisme économique s'illustre par un niveau de croissance plus élevé et un chômage plus faible que la plupart des pays d'Europe continentale.

Et comment ces pays traversent le retournement de cycle actuel ?

Les gouvernements nordiques ont réagi avec vigueur à la crise économique et financière en sauvegardant leurs systèmes financiers et en baissant drastiquement les taux. Ceci a notamment entraîné une baisse de la couronne suédoise de près de 20 % depuis juin 2008 améliorant nettement la compétitivité des exportatrices. Ces actions, alliées à un dialogue social proactif, devraient permettre aux entreprises de traverser la crise et de pleinement participer à la reprise de l'activité que nous anticipons.

Quels sont les spécificités et atouts des entreprises nordiques ?

Les entreprises de la zone ont de fortes compétences et positions de marché dans certains secteurs d'activité : santé et transport maritime au Danemark, technologie en Finlande, énergie en Norvège, industrie en Suède. Elles sont très largement exportatrices et gérées dans l'esprit de la création de valeur pour l'actionnaire.

Comment le fonds *Norden* est-il construit ?

Norden, investi exclusivement sur cette zone, est un portefeuille concentré (40 à 60 valeurs), issu d'une sélection d'entreprises se distinguant par un faible niveau d'endettement, une forte rentabilité des capitaux employés ainsi que de solides positions de marché. Notre gestion est fondamentale, libre de son benchmark et active, s'appuyant sur une évaluation rigoureuse de la valeur des sociétés. La présence d'une gestion à Paris permet d'assurer une proximité avec nos clients. L'équipe est très mobile et rencontre régulièrement le management des sociétés (180 rencontres en 2008).

Et quelles sont vos convictions actuellement ?

Le faible niveau de valorisation des marchés offre des opportunités d'investissement, notamment dans les secteurs industrie, biens de consommation et pétrole et gaz sur lesquels nous sommes positionnés. En l'occurrence les sociétés industrielles, bénéficiant d'un fort « pricing power » à l'export et de structures de coûts flexibles, devraient bien résister aux conséquences du ralentissement. Nous pouvons citer Kone (fabriquant d'ascenseur / Finlande) qui offre une forte productivité financière et une excellente visibilité, ou encore SKF (leader mondial des roulements à bille / Suède) qui dispose des atouts (produits différenciés, structure de coûts flexible et bilan solide) pour résister à la chute de l'activité et être parmi les premières sociétés à bénéficier du redémarrage.

Cependant, nous restons encore prudents sur les sociétés financières et restons à l'écart des secteurs ayant bénéficié d'importantes augmentations de capacités en haut de cycle, comme le transport maritime ou les matériaux de base.

Quelles sont les performances du fonds depuis le début de l'année ?

Depuis le début de l'année, notre sélection de sociétés montre une nette résistance vis-à-vis des marchés européens : **Norden** (toujours investi à près de 100 % en actions) affiche une performance de 8,5 % contre -8,2 % pour le DJ Eurostoxx Large au 03/04/09.