

Commentaire Spécial

Stratégie d'investissement

Février 2010

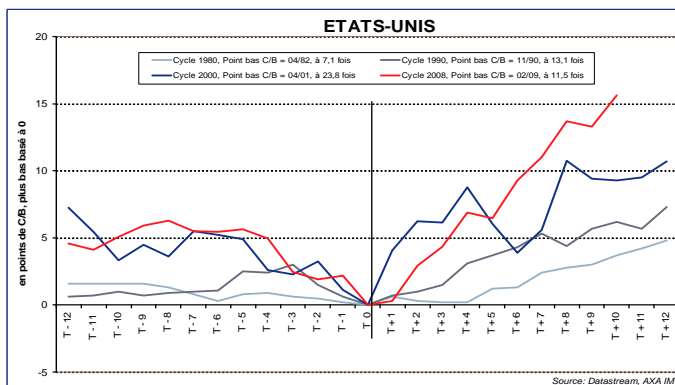
Actions : renaissance du chiffre d'affaires

Lors de l'assemblée générale des actionnaires de Siemens qui s'est tenue fin janvier, deux thèmes majeurs sont ressortis. Premièrement, les perspectives de croissance pour ses trois secteurs phares (industrie, énergie et équipement médical) se sont améliorées, avec une hausse du chiffre d'affaires d'environ 11% au 1T de son exercice comptable. Deuxièmement, les restructurations en cours se confirment, entraînant près de 17 000 suppressions de postes, notamment dans les fonctions administratives.

Nous faisons le point dans ce commentaire sur les moteurs des marchés d'actions qui devraient retenir l'attention des investisseurs cette année.

La revalorisation des actions cycliques se termine

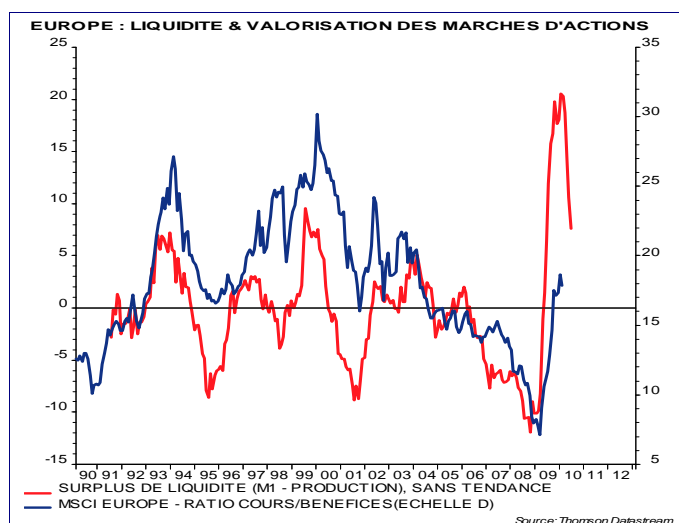
Les actions sont, la plupart du temps, en avance sur le cycle. Elles commencent à remonter dès que les indicateurs économiques montrent une amélioration. Aussi, les reprises sont généralement accompagnées par une politique monétaire accommodante, ce qui donne davantage de soutien à la bourse. Le scénario de l'année passée l'a encore confirmé : la liquidité surabondante a permis la hausse des multiples des actions. A leur point bas, les multiples européens se situaient entre 7 et 8 fois les bénéfices publiés. Depuis, ils ont pratiquement doublé. Il faut reconnaître que la baisse des ratios suite à la faillite de *Lehman* s'est avérée sans précédent, les investisseurs craignant alors la catastrophe. Le rebond des valorisations plus prononcé que d'habitude aux Etats-Unis et en Europe n'est donc pas surprenant.



www.axa.com

Cependant, il est peu probable que la rentabilité des actions continue d'être portée par la hausse des valorisations. En premier lieu, la valorisation (basée sur les bénéfices publiés) s'établit désormais dans le haut de la fourchette que nous considérons comme « normale ». Ensuite, le surplus de liquidité va diminuer.

Malgré la reprise, le retrait des mesures de soutien exceptionnelles des banques centrales partout dans le monde constitue un obstacle pour l'ensemble des marchés d'actifs risqués, et les actions en particulier. En fait, il semble que l'excès de liquidité ait déjà commencé à fléchir aux Etats-Unis comme en Europe.



Cela signifie sans doute que d'autres moteurs de rentabilité devront apparaître afin que les marchés d'actions reprennent le chemin de la hausse. En conséquence, il semble que le *bêta* ne sera plus la source prédominante de performance.

Fin des restructurations en 2010

Dans la phase de reprise, le rebond des bénéfices passe en général par des efforts de restructuration des entreprises. Si aujourd'hui le mouvement n'est pas terminé, notamment en Europe, l'importance de la réduction des coûts devrait diminuer en 2010. Certes, Siemens & Co continueront à rapporter des dépenses liées

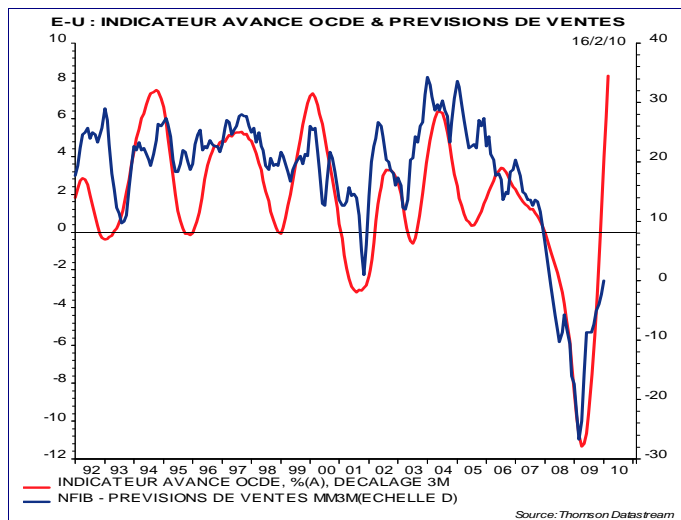
aux restructurations, mais les investisseurs s'intéresseront davantage au prochain moteur de rentabilité, la croissance du chiffre d'affaires (CA).

Les États-Unis devraient connaître l'amélioration la plus marquée au cours des mois prochains. Les résultats du 4T09 publiés en janvier – ceux des sociétés Caterpillar et Rockwell notamment – reflètent l'importance nouvelle de la croissance du CA. En effet, les rapports d'activité retiennent toute l'attention des investisseurs. L'annonce par Rockwell de meilleures ventes que prévu pour son système de contrôle informatique a fait s'envoler l'action. A l'inverse, Caterpillar, avec un CA inférieur au consensus, a vu son titre décrocher fortement.

Les chiffres d'affaires vont s'améliorer, en premier lieu aux Etats-Unis...

Malgré les risques pesant sur les perspectives économiques, cette reprise revêt des aspects communs à tous les cycles économiques et, au vu de la reconstitution des stocks, la croissance du CA devrait reprendre. Le *timing* du rebond est néanmoins incertain.

Les indicateurs avancés offrent des signaux fiables des points de retournement. Ainsi, l'indicateur conjoncturel de l'OCDE permet d'évaluer la croissance du CA et suggère une reprise imminente des ventes.

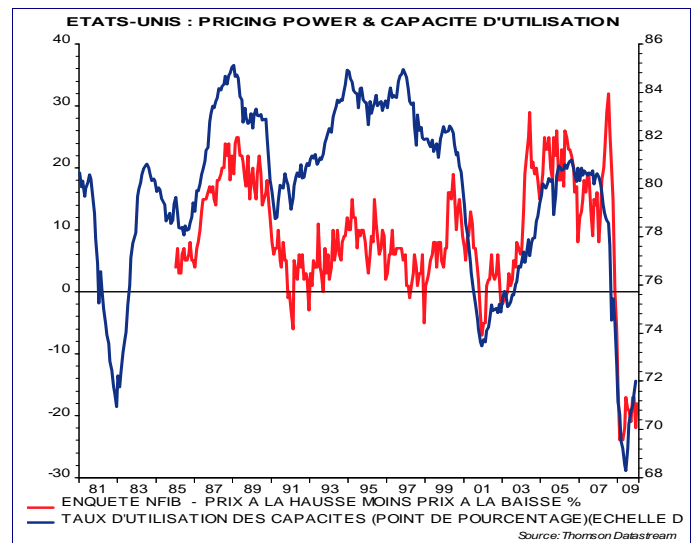


Par ailleurs, les prévisions de ventes au détail préfigurent assez fidèlement les CA des entreprises à l'horizon de trois mois. Nous sommes probablement à la veille d'une reprise de la croissance des CA. Parallèlement, les premières estimations du PIB américain pour le 4T09 montrent une amélioration des dépenses d'investissement. Au niveau microéconomique, l'annonce la plus rassurante est venue du directeur général de Cisco qui, à l'occasion de la présentation des résultats trimestriels, prévoyait que le rebond des investissements du 4T09 se poursuivrait au 1T10. Selon lui, les commandes s'inscrivent en hausse de 17%(A) aux États-Unis et atteignent une croissance à deux chiffres en Asie. Même en Europe, les nouvelles commandes donnent des signes d'amélioration.

... mais la capacité d'augmenter les prix reste faible

La reprise de la croissance des CA se dessinant constitue une bonne nouvelle, qui ne demande qu'à être confortée par une amélioration du « *pricing power* ». Il semble néanmoins que les perspectives de relèvement des prix de ventes restent actuellement limitées.

Les capacités excédentaires dans le monde constituent un frein à la hausse des prix. Le *pricing power* ne sera donc pas une source importante de croissance du CA. Cependant, cela n'est pas nécessairement un obstacle insurmontable pour assurer une bonne performance d'un portefeuille actions. Il s'agira de mettre davantage l'accent dans la sélection des secteurs, voire des valeurs.



Conclusions

Grâce aux injections massives de liquidité et à la reprise économique, une revalorisation des actions a eu lieu. Elle semble désormais sur le point de se terminer. A l'avenir, les investisseurs devront s'intéresser à d'autres facteurs de rentabilité pour justifier une hausse supplémentaire des marchés. Le bêta ne sera plus l'élément prédominant.

Le rebond des bénéfices prendra le relais des efforts de restructuration, qui devraient néanmoins se poursuivre en Europe en 2010. Les conditions pour une amélioration durable semblent réunies mais les investisseurs n'accepteront pas que les bénéfices soient uniquement soutenus par les restructurations, le potentiel de baisse des coûts supplémentaires étant aujourd'hui limité.

L'heure est à la croissance du chiffre d'affaires. De bonnes nouvelles sont apparues dans ce sens récemment et nous anticipons une poursuite du mouvement.

Franz WENZEL

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers Paris n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement.

Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers Paris ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM Paris ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein de la Société.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées. Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.