

Juillet 2014

## Paroles d'experts sur les marchés actions

Les responsables régionaux des investissements et de la recherche actions de Fidelity livrent ici leurs perspectives sur les principaux moteurs des marchés actions, et révèlent où nos gérants identifient les meilleures opportunités.

### Cette table ronde a réuni :

- **Richard Lewis**, Responsable des actions mondiales
- **Paras Anand**, Responsable des actions européennes
- **Alex Treves**, Responsable des actions japonaises
- **Henk-Jan Rikkerink**, Directeur de la recherche actions, Europe, USA, EMEA & Amérique latine
- **Leon Tucker**, Directeur de la recherche actions en Asie-Pacifique
- **Matthew Sutherland**, Responsable de la gestion produit en Asie

### Q : QUE PENSEZ-VOUS DE L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE ACTUEL AU NIVEAU MONDIAL ?

**RL :** Si l'on prend un peu de recul, on peut voir que les fondamentaux sous-jacents à long terme demeurent relativement inchangés. Mon constat principal est toujours que les économies développées sont dans un processus de désendettement massif après la crise financière. Les principales caractéristiques de cet environnement sont en place : désinflation avec accès occasionnels de déflation, faible niveau d'activité économique en général, inflation réduite et inégalités croissantes. Concernant ce dernier point, on voit que la demande est étouffée puisque la classe moyenne des pays développés subit la contrainte d'une faible croissance des salaires alors que la part des bénéfices des entreprises reste élevée.

Ces conditions de croissance modeste, de taux d'intérêt bas et de marges bénéficiaires élevées sont favorables aux actifs, en particulier aux actions, et l'on note donc une progression des valorisations. Cet environnement engendre une inflation du prix des actifs qui profite directement aux investisseurs. Toutefois, il devient de plus en plus difficile de dire que les actifs financiers sont bon marché ; certains segments sont même désormais pleinement valorisés avec parfois des excès de plus en plus visibles. Cela se traduit par exemple par l'introduction en Bourse d'entreprises de faible qualité, qui peuvent emprunter à des taux d'intérêt très faibles, nous constatons également que les acteurs du private equity cherchent à engranger des liquidités. Dans ce contexte d'inflation des prix des actifs et d'excès de confiance, le risque de correction est de plus en plus important. Et plus la situation perdure, plus la correction risque d'être sensible. Cela dit, ce sont des conditions qui peuvent durer parfois plusieurs années, donc il serait sans doute erroné de dire qu'il faut sortir des marchés maintenant.

### Q : COMMENT SONT POSITIONNÉS LES GÉRANTS AU NIVEAU MONDIAL ?

**RL :** Les gérants des portefeuilles Fidelity maintiennent une légère préférence pour l'Amérique du Nord, toutefois moins prononcée qu'avant même si le marché américain représente globalement la moitié des indicateurs d'actions mondiales. De plus, les portefeuilles surpondèrent légèrement le Japon et sont neutres vis-à-vis de l'Europe et de l'Asie-Pacifique. En valeur relative, le positionnement le plus notable est la sous-pondération importante des marchés émergents.

En termes de secteurs, la santé et la technologie font toujours l'objet des plus grosses surpondérations, bien qu'elles aient été allégées dernièrement ; la consommation cyclique fait moins consensus. Les gérants renforcent légèrement leur exposition à la consommation non-cyclique et ont des opinions contrastées quant à l'industrie et à la finance. Ils tombent cependant d'accord sur la sous-pondération des télécommunications et des services collectifs. On observe aujourd'hui un regain d'intérêt pour le critère de qualité, après un mouvement inverse en avril et en mai.

## **Q : LES PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE SONT-ELLES TRIBUTAIRES DES INTERVENTIONS DE LA FED ?**

**RL :** Certains observateurs estiment que la croissance atteindra 3 ou 3,5 % au second semestre, ce qui est possible, mais je pense pour ma part que ce niveau pourrait être problématique s'il renforce la probabilité d'un durcissement des taux d'intérêt. Cela dépendra largement de Janet Yellen et de ses talents pour guider les marchés et intervenir au bon moment. Ce qui m'inquiète, c'est que l'on vient d'avoir quatre ans et demi de taux d'intérêt presque nuls, et que toute forme de resserrement monétaire aura des conséquences non voulues.

Étant donné la faiblesse de l'activité au premier trimestre, je ne serais pas surpris que l'économie américaine se redresse vivement pour atteindre une croissance de 3-3,5 % au deuxième trimestre, ce qui porterait la croissance annualisée à 4 % fin 2014. Toutefois, il en faudra plus pour que Janet Yellen commence à relever les taux. Globalement, les conditions restent les mêmes : la Fed continue à combattre la mondialisation au moyen des taux d'intérêt américains.

## **Q : QUELLES SONT LES PERSPECTIVES POUR L'EUROPE ?**

**PA :** La stabilisation de la demande en Europe et plus généralement dans les pays développés entraîne un affaiblissement de la croissance dans des économies telles que la Chine, le Brésil, l'Inde et la région Asie. Dans certains cas, cela s'accompagne d'importantes dépréciations des devises dans les pays émergents, ce qui constitue un obstacle supplémentaire à court terme au niveau des bénéfices de nombreuses entreprises européennes.

Tout cela porte à croire que l'inflexion haussière des bénéfices anticipée par les cours de Bourse n'est vraisemblablement pas pour bientôt. De plus, avec les statistiques contrastées, les tensions géopolitiques en Ukraine et des valorisations jugées parfois excessives dans des secteurs comme l'immobilier haut de gamme, on constate qu'un sentiment de prudence commence à gagner les investisseurs.

Si l'on doit observer une reconnexion entre les cours de Bourse et les bénéfices des sociétés, on s'attend de plus en plus à ce que ce soit via un ajustement des valorisations.

Actuellement, l'environnement des entreprises se caractérise par des bilans particulièrement robustes.

Comme la menace de risques macroéconomiques extrêmes s'est dissipée et que l'on commence à voir des signes de reprise, les bilans sont dans une situation que l'on peut qualifier d'inefficace.

**HJR :** L'an passé, les marchés européens ont connu une nette réévaluation sous l'effet d'une embellie du sentiment des investisseurs, mais cette année les bénéfices n'ont pas encore suivi ; on peut d'ailleurs le voir avec les nombreuses révisions à la baisse opérées par les analystes, dont les prévisions ont été quasiment divisées par deux. En termes de leadership, ce sont les actions de faible qualité et situées dans la périphérie qui ont le plus rebondi, ce qui n'est pas évident pour nous étant donné que nous sommes axés en priorité sur les entreprises de grande qualité.

En Europe, la croissance se maintient aux alentours de 1 %, ce qui signifie que la demande globale dans la région n'apporte aucun soutien réel. La région continue à dépendre de la croissance mondiale dans la mesure où les craintes de déflation sont assez fortes.

La Banque centrale européenne a réduit son principal taux de refinancement et le taux de rémunération des dépôts début juin dans le cadre d'une série de mesures pour lutter contre la menace de déflation. Compte tenu des incertitudes persistantes entourant les moteurs de la croissance, nous pensons que le marché va se recentrer sur les valeurs de qualité.

## **Q : LES FUSIONS-ACQUISITIONS ATTEIGNENT UN NIVEAU RECORD ; EN QUOI CELA BÉNÉFICIE-T-IL AUX ENTREPRISES EUROPÉENNES ?**

**PA :** Depuis le début de l'année, on a pu observer plusieurs rapprochements d'envergure (la vente de SFR par Vivendi, le rachat de Foster Wheeler par Amec, la vente de l'activité pharmacie grand public de Novartis à GlaxoSmithKline ou encore le rachat de Ziggo par Liberty Global) qui pourraient être le coup d'envoi d'un cycle prolongé. Par rapport aux cycles précédents, il est évident que les entreprises européennes sont bien positionnées pour profiter de cette tendance dans la mesure où les structures sont globalement ouvertes dans la région ; les sociétés sont mieux gérées et plus diversifiées sur le plan géographique, alors que les valorisations sont encore attractives.

## **Q : LES CONDITIONS ÉCONOMIQUES ACTUELLES SONT-ELLES POSITIVES POUR LE ROYAUME-UNI ?**

**RL :** Le marché britannique ne reflète pas vraiment les conditions de l'économie locale (au niveau des secteurs, il reflète plutôt mieux les conditions de l'indicateur boursier mondial) ; toutefois, il est sensible aux conditions de liquidité qui règnent au Royaume-Uni. S'il y a une économie qui devrait durcir sa politique

monétaire, c'est bien le Royaume-Uni. Sachant cela, les marchés anticipent désormais un resserrement, et cela commence à se voir au niveau de la livre également.

On peut se dire que les taux ne seront pas remontés trop haut, car leur impact sur la consommation est important. Rien ne permet de penser que le marché britannique va évoluer très différemment du marché mondial.

Il semblerait pourtant que certaines grosses capitalisations soient sous-évaluées (cela fait maintenant plusieurs années que les petites et les grandes sociétés affichent des parcours divergents, et il se peut que cet écart se résorbe).

#### **Q : L'ÉCONOMIE NIPPONE EST-ELLE SUR LA BONNE TRAJECTOIRE ?**

**AT :** Le Japon se distingue des autres pays développés, actuellement en situation de bulle du prix des actifs. Il est certain que le marché japonais risque moins la correction car son évolution est dictée par un ensemble de facteurs fondamentalement différents, qui correspondent aux réformes structurelles menées à l'échelle du pays. En fait, le marché nippon a déjà reculé de 7 % depuis le début de l'année. Les valorisations sont proches de leurs plus bas niveaux depuis 20 ans, malgré les effets de la crise financière, avec des ratios cours/valeur comptable à 1,2x et cours/bénéfices prévisionnels à 12,5x.

On peut observer des signes encourageants de reprise. Plusieurs facteurs ont permis de dégager des perspectives positives, à savoir les politiques publiques, la « Revue Ito » (similaire à la *Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*), et les efforts des entreprises pour améliorer la rentabilité de leurs fonds propres (ROE) sous la pression du GPIB, le fonds de retraite public. L'indicateur JPX400, basé sur le ROE, incite déjà les sociétés à faire des efforts au niveau de ce critère pour y être incluses. Nous espérons qu'une des conséquences indirecte sera une augmentation du rendement total pour l'actionnaire.

#### **Q : QUELLES SONT LES PERSPECTIVES POUR L'ASIE ET LA CHINE ?**

**MS :** L'environnement nous semble très favorable à la poursuite de la tendance haussière des actions avec des rebonds relativement synchrones sur les marchés développés et le maintien de politiques monétaires accommodantes. L'époque nous paraît propice à un repositionnement sur l'Asie, justifié par les performances, les flux, les valorisations et les fondamentaux. L'Asie du Nord retient particulièrement notre attention avec la Chine, la Corée du Sud et Taïwan, qui se comportent très bien tous les trois. Cela vaut la peine de s'intéresser de plus près à la Chine en ce moment, et l'Inde pourrait encore poursuivre son parcours haussier.

La Chine affiche toujours une croissance robuste, même si son ralentissement polarise toutes les attentions ; elle reste bien partie pour atteindre environ 7 % sur l'année. En dehors de la Chine, les marchés d'Asie-Pacifique enregistrent des collectes nettes positives d'investissements étrangers depuis quatre mois (exception faite de la Thaïlande le mois dernier, pénalisée par les désordres politiques). Toutefois, malgré des perspectives à long terme favorables, la Chine pêche par son manque de catalyseurs immédiats ; le sentiment des investisseurs est très largement baissier et le secteur immobilier suscite à nouveau des inquiétudes.

Globalement, nos portefeuilles régionaux surpondèrent toujours la Chine et Hong Kong, et un peu moins la Corée du Sud. L'Australie est sous-pondérée dans tous les portefeuilles à cause de ses relations commerciales étroites avec la Chine et de la baisse de la demande en matières premières ; de plus, ses entreprises présentent un mauvais profil de croissance des bénéfices, ses valorisations sont relativement élevées et sa devise pourrait se déprécier.

**LT :** Comme celles d'Europe, les équipes de recherche d'Asie demeurent fermement axées sur le critère de qualité, ce qui nous a posé quelques problèmes en avril et en mai, quand le marché a opéré une rotation radicale en délaissant les secteurs de la nouvelle économie ; les valeurs d'Internet ont été particulièrement touchées mais elles ont démontré leur résistance et se sont redressées depuis. Nous sommes en train d'adopter une opinion plus favorable à l'égard des actions indonésiennes.

#### **Q : L'INDE VA-T-ELLE CONSERVER SON ATTRAIT APRÈS LA SOLIDE PROGRESSION DE SON MARCHÉ DERNIÈREMENT ?**

**MS :** Dans l'ensemble, nos portefeuilles ont bien profité du rally impressionnant des actions indiennes après l'élection de Narendra Modi en mai, grâce à des expositions surpondérées. Maintenant, la question est de savoir quand prendre nos bénéfices et éviter la correction qui se produira inexorablement lorsque cet optimisme retombera. Et il va retomber ; nous avons eu des exemples il y a quelques mois après la Troisième session plénière du parti communiste en Chine ou l'annonce du plan Abenomics au Japon.

---

**Ce document de reporting est exclusivement destiné aux professionnels de l'investissement et ne doit pas être diffusé à des investisseurs particuliers.**

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document de reporting est exclusivement destiné aux professionnels de l'investissement et ne doit pas être diffusé à des investisseurs particuliers. Les actions ne sont pas garanties et peuvent donc perdre de la valeur, notamment en raison des fluctuations des marchés. Les valeurs citées dans ce document ne constituent pas de recommandations d'achat. Elles ne sont données qu'à titre d'illustration ou à indiquer que l'OPCVM est actuellement investi dans ces valeurs. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Toute souscription dans un compartiment doit se faire sur la base du prospectus et/ou du Document d'Informations Clés pour l'Investisseur actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur notre site internet ou sur simple demande auprès de votre intermédiaire. Fidelity Funds est une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois (SICAV). Ses compartiments sont autorisés à la commercialisation en France par l'AMF. Le présent document a été établi par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le n° GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM1688

Important: Les renseignements contenus dans ce message sont de nature confidentielle et ne sont adressés qu'à l'attention du destinataire dont le nom figure ci-dessus. L'utilisation, la divulgation, la copie ou la modification sans autorisation de ce message et/ou de tout fichier joint est strictement interdit. Si vous n'êtes pas le destinataire de ce message (ni responsable de sa remise au destinataire), veuillez en avvertir immédiatement l'expéditeur par message de retour et détruire le message original. L'expéditeur ne saurait garantir la sécurité de ce message, ni être tenu responsable de tout endommagement suite à une modification de ce message et/ou de tout fichier joint par un tiers, ou suite à la transmission d'un virus. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits, par conséquent ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Les informations ou commentaires figurant dans ce message ne reflètent pas nécessairement l'opinion de FIL Limited, ses filiales ou sociétés affiliées.