

Perspectives 2015 des CIOs de Fidelity Worldwide Investment

Marchés actions

La hausse des actions américaines toujours d'actualité en 2015



Dominic Rossi

Global Chief Investment Officer - Actions
Fidelity Worldwide Investment

Les marchés financiers ont fait l'objet d'un regain de volatilité au cours du dernier trimestre 2014 et les investisseurs peuvent ponctuellement s'attendre à de nouveaux soubresauts en 2015 compte tenu de la perspective du relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis. Toutefois, je suis convaincu que le marché actions américain saura aisément y faire face. Étant donnée la faiblesse de l'inflation et des prix des matières premières, je pense que les hausses de taux devraient se révéler plus graduelles et limitées que ne le prévoient de nombreux observateurs.

Si la volatilité est susceptible d'avoir atteint son point le plus bas durant ce cycle, l'orientation des actions américaines va néanmoins rester haussière et, selon moi, leur appréciation est appelée à se poursuivre jusqu'à l'élection présidentielle de 2016. Les perspectives de croissance de l'économie américaine demeurent prometteuses, permettant ainsi aux investisseurs de continuer à se concentrer sur la croissance des bénéfices et des dividendes des entreprises.

Je suis convaincu que la hausse du marché américain demeure d'actualité et que nous observerons de nouveaux niveaux record en 2015. C'est la confiance du marché dans la reprise outre-Atlantique qui a véritablement été à l'origine de l'appréciation des actions et il n'y a aucune raison que cette dynamique s'inverse. En effet, les taux d'intérêt aux États-Unis ne seront relevés que parce que la reprise est jugée vigoureuse et pérenne. Le fait que l'inflation soit peu élevée et soit probablement appelée à le rester en raison de la faiblesse des prix des matières premières confère une marge de manœuvre à la Réserve fédérale.

Marchés obligataires

Un environnement globalement positif pour les obligations en 2015



Andrew Wells

Global Chief Investment Officer - Taux et Diversifié
Fidelity Worldwide Investment

Les politiques des banques centrales ont toutes les chances de continuer à imprimer les tendances sur les marchés obligataires en 2015, mais trois thèmes clairs apparaissent se profiler :

1. L'expansion des bilans des banques centrales devrait soutenir les actifs obligataires à l'échelle mondiale ;
2. La divergence des politiques monétaires va donner lieu à des disparités sur les marchés du crédit et des changes ;
3. Le retour des stratégies de diversification.

2014 s'est avéré être un excellent cru pour les investisseurs au sein de l'ensemble des classes d'actifs obligataires. Les rendements des emprunts d'État ont reculé, tandis que les tendances sur le front des obligations d'entreprises se sont révélées contrastées : les spreads se sont contractés au sein de celles de catégorie Investment Grade, mais élargis dans le High Yield. Pour autant, les deux classes d'actifs ont enregistré de solides performances absolues. Il y a fort à parier que l'on se souviendra de 2014 comme une année marquée par une divergence grandissante entre les politiques monétaires menées dans les différentes régions du monde.

Marchés actions

« La hausse des actions américaines toujours d'actualité en 2015 »

Dominic Rossi, Global Chief Investment Officer - Actions

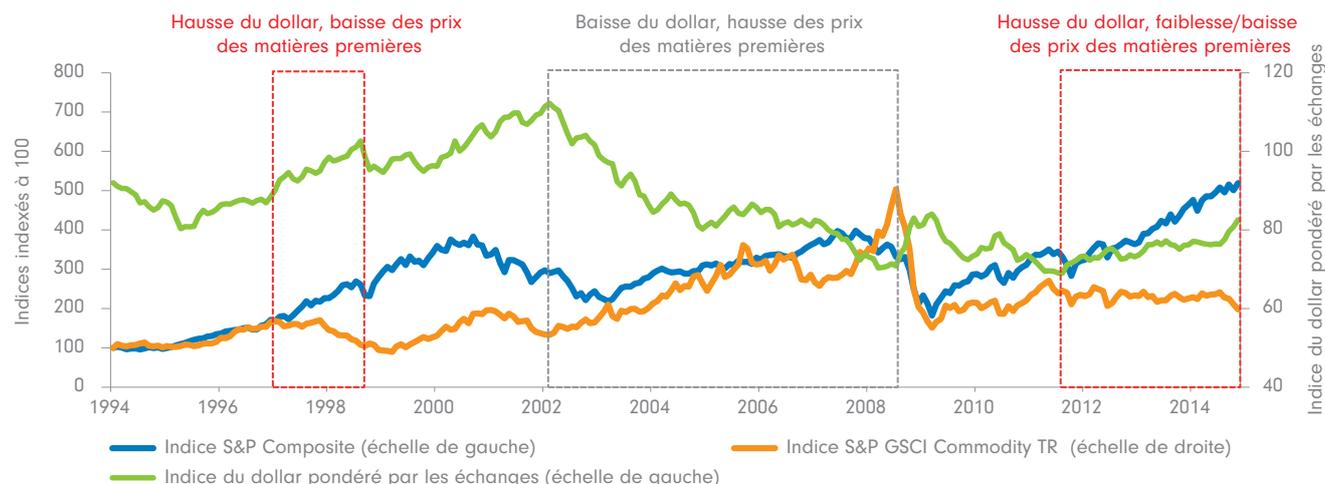
Les prix des matières premières et le dollar

Selon moi, la principale relation qui va continuer de déterminer l'évolution des marchés actions est l'impact cumulé de la baisse des prix des matières premières et de la hausse du dollar. Le prix du pétrole a désormais chuté de près de 25 % depuis juillet 2014 et il est fort probable que son recul se poursuive compte tenu du changement structurel que connaissent les dynamiques de l'offre sous l'effet de l'augmentation de la production des hydrocarbures de schiste aux États-Unis.

Le dollar s'est fortement apprécié face aux autres principales devises au cours des derniers mois. Le problème est que lorsque la première devise de réserve mondiale s'apprécie, les prix des autres actifs baissent, surtout ceux des matières premières comme le pétrole qui sont libellés en dollars. La situation est donc inverse à celle qui avait prévalu entre 2003 et 2008, lorsque la dépréciation du dollar s'était traduite par une hausse des prix des matières premières et avait aidé à soutenir les marchés émergents (voir le graphique ci-après).

L'appréciation du dollar est la conséquence des améliorations structurelles de ces dernières années outre-Atlantique. Elles sont certes perceptibles depuis un certain temps déjà, mais c'est le contexte monétaire qui a changé. Jusqu'à une date récente, le caractère accommodant de la politique monétaire avait empêché toute appréciation du billet vert. Compte tenu de la perspective d'un relèvement des taux d'intérêt en 2015, parallèlement à l'intensification de l'assouplissement quantitatif en Europe et au Japon, cet obstacle a désormais été levé. Le dollar pourrait ainsi s'orienter à la hausse de manière durable et prononcée, tout comme pourrait l'être la baisse des prix des matières premières. Une telle combinaison s'est généralement révélée favorable aux actions américaines.

Appréciation du dollar, baisse des prix des matières premières : de bon augure pour les actions américaines



Source : DataStream, au 17.11.2014.

Les Etats-Unis continueront à se distinguer sur les marchés internationaux

L'embellie de l'économie américaine se poursuit à un rythme soutenu ; les déficits jumeaux continuent de se résorber et ces améliorations structurelles contribueront à une nouvelle appréciation du dollar. La chute des importations d'hydrocarbures qui fait suite à l'essor de la production de combustibles de schiste aux États-Unis a permis une amélioration significative du déficit commercial, laquelle devrait d'ailleurs se poursuivre grâce à la possibilité d'exportations. L'amélioration du déficit budgétaire a été encore plus importante, ce dernier ayant fondu de près de 10 % au début de la présidence de Barack Obama à environ 3 % au jour d'aujourd'hui. L'administration actuelle a mis un frein aux excès dépensiers de l'ère Bush et les dépenses fédérales ont baissé suite à la fin de deux guerres coûteuses en Iraq et en Afghanistan. Dans ce contexte, je pense que le mandat du Président Barack Obama pourrait bien s'achever sur un modeste excédent budgétaire - ce qui serait sans nul doute un tour de force impressionnant.

Selon moi, les perspectives de bénéfices des entreprises américaines demeurent également positives et c'est la croissance des bénéfices et des dividendes qui sera l'élément moteur de la hausse du marché en faisant contrepoids à l'obstacle constitué par le relèvement des taux d'intérêt. Certains sceptiques prévoient un retour à la moyenne des profits depuis un certain temps déjà. Je ne suis pas de cet avis. Selon moi, les bénéfices peuvent rester élevés et, ce faisant, favoriser une nouvelle hausse des valorisations. Au cours des 12 dernières années, nous avons observé une réorientation de la distribution des richesses en faveur des entreprises et du capital, et au détriment du travail. Cette relation ne montre guère de signes de retournement.

La hausse du marché entre 2003 et 2008 était placée sous le signe du leadership chinois et de la surperformance des marchés émergents sur les marchés développés sur fond d'augmentation des prix des matières premières grâce à la faiblesse du billet vert. Toutefois, la poursuite du marché haussier actuel a pour toile de fond le leadership des États-Unis et la surperformance des secteurs de la propriété intellectuelle tels que la pharmacie, la biotechnologie et la technologie sur les actifs physiques dans un contexte d'appréciation du dollar.

Des perspectives contrastées pour les pays émergents et l'Europe... mais toujours une soif de rendements

Il y a tout lieu de croire en la pérennité de la croissance de l'économie, des bénéfices et des dividendes aux États-Unis. Toutefois, ce qui est une bonne nouvelle pour l'économie américaine ne l'est pas forcément pour d'autres marchés.

Pays Emergents : lors de la dernière période haussière des marchés entre 2003 et 2008, les pays émergents avaient bénéficié de deux facteurs clés : 1) le développement rapide de la Chine et ses taux de croissance économique de plus de 10 % et 2) la dépréciation du dollar américain et la hausse concomitante des prix des matières premières. Le modèle basé sur les exportations qui a si bien fonctionné pour de nombreux pays émergents durant les dix dernières années s'est désormais essouffé. Les différents pays émergents ne peuvent réussir que s'ils mettent en place des réformes structurelles et adoptent avec succès un programme économique faisant une part plus belle au marché intérieur.

Asie : les perspectives pour les marchés asiatiques restent prometteuses. L'endettement extérieur de l'Asie s'est significativement amélioré depuis la crise financière de 1997. La plupart des pays de la région ont accumulé d'énormes réserves de change par rapport à leurs niveaux d'endettement et sont devenus moins vulnérables que par le passé. Dans ce contexte, un dollar fort ne devrait pas affecter la croissance en Asie. De nombreux pays de la région ont également adopté un état d'esprit des plus réformateurs. En effet, les taux de croissance en Asie sont aujourd'hui de moins en moins dépendant des exportations et de plus en plus tirés par la demande intérieure. Mais les réformes demeurent la clé de la réussite à long terme. A l'heure actuelle, on retiendra la Chine, l'Inde et l'Indonésie comme pays mettant en place les fondations nécessaires à une croissance pérenne.

Europe : l'Europe semble pour sa part être prise entre deux feux. D'un côté, des défis structurels subsistent, la croissance réelle peine à être au rendez-vous et les spreads de crédit s'élargissent dans les pays périphériques. D'un autre côté, la dépréciation de l'euro va constituer un important facteur de soutien, surtout en combinaison avec la baisse des prix du pétrole et des matières premières qui, en règle générale, fait office de réduction d'impôt pour l'activité économique. Ensemble, tous ces facteurs pourraient offrir un modeste coup de pouce à l'activité en 2015. Suite à l'ajustement des valorisations, je reste tout aussi positif à l'égard de l'Europe que je le suis depuis un certain temps déjà.

Au delà des zones géographiques, privilégier les actions génératrices de dividendes

A l'heure actuelle, l'épargne est surabondante au sein du système financier mondial. Les taux d'intérêt proches de zéro et les rendements obligataires proches de niveaux historiquement bas priment pour ainsi dire cette épargne de tout « pouvoir de fixation des prix ». Cela oblige donc les investisseurs à placer leurs capitaux de manière à générer des rendements satisfaisants. Au niveau des grandes classes d'actifs internationales, les actions à dividendes apparaissent toujours attractives par rapport à d'autres actifs telles que les obligations et devraient continuer de susciter l'intérêt des investisseurs. En effet, compte tenu d'un taux de rendement du S&P 500 supérieur à celui de l'emprunt d'État américain à 10 ans et un taux de rendement de l'ordre de 4 % pour les marchés européens, je suis convaincu que les actions à dividendes seront l'un des principaux facteurs de soutien des marchés actions, à la faveur de la persistance de la soif de rendements.

Conclusion

Les investisseurs n'ont aucune raison d'être perturbés par des épisodes de volatilité en 2015, et ce, à mesure que les marchés intègrent dans les cours le relèvement des taux d'intérêt. Je pense que les perspectives de croissance prometteuses de l'économie et des bénéfices des entreprises américaines vont permettre à un marché actions américain haussier depuis cinq ans de poursuivre sa tendance. Si d'autres marchés sont susceptibles de continuer à bien se comporter, je n'entrevois toutefois pas de changement fondamental de leadership dans le cadre de ce marché haussier. C'est d'autant plus vrai compte tenu de la perspective d'une appréciation du dollar qui, généralement, pénalise les pays émergents dépendants des matières premières et ceux toujours soumis à d'importantes dettes libellées en dollars.

Marchés obligataires

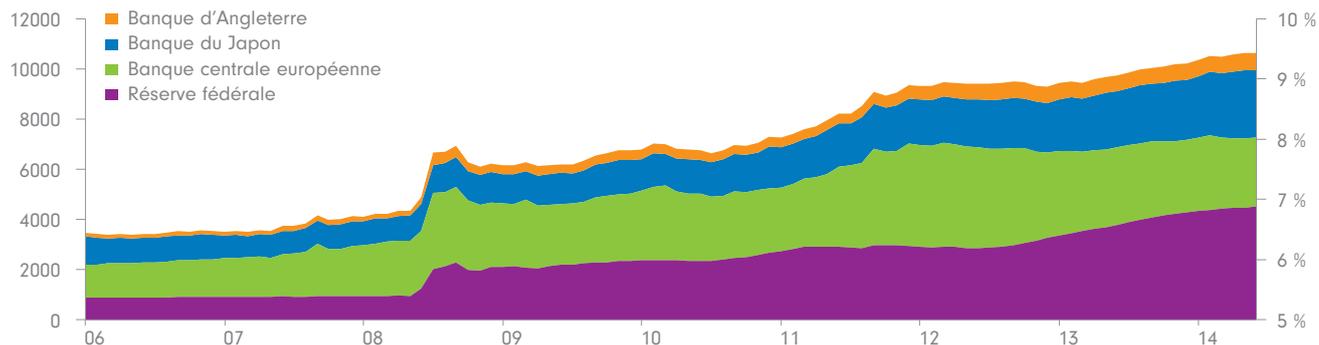
« Un environnement globalement positif pour les obligations en 2015 »

Andrew Wells, Global Chief Investment Officer - Taux et Diversifié

Les obligations appelées à bénéficier de l'expansion des bilans des banques centrales

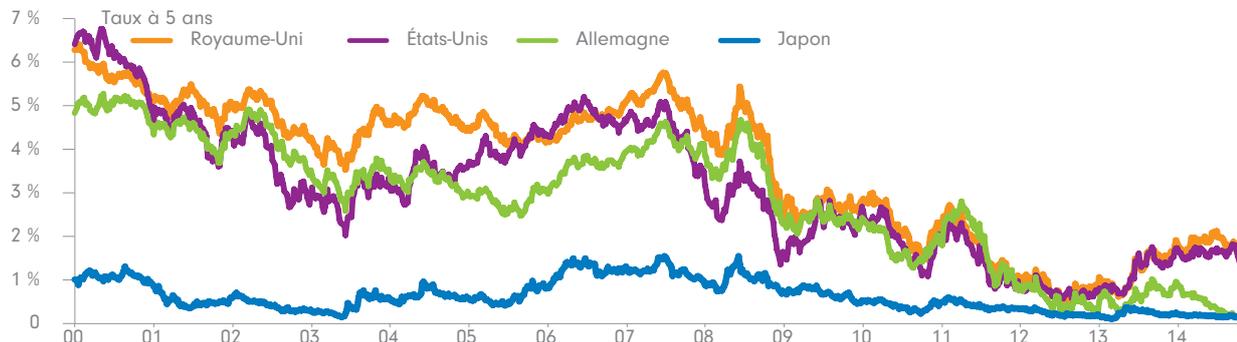
En dépit des divergences entre les pays, le climat monétaire mondial a toutes les chances de demeurer favorable aux actifs obligataires en 2015. Certes la Réserve fédérale devrait relever ses taux d'intérêt au second semestre de l'année prochaine, mais les bilans des banques centrales, au premier rang desquelles figurent la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, devraient globalement continuer d'être orientés à la hausse. Dans ce contexte, les rendements devraient rester bien ancrés à des niveaux bas dans le monde entier.

La croissance des bilans des banques centrales devrait continuer de soutenir les actifs obligataires



Source : Bloomberg, JP Morgan, bilans des banques centrales convertis en USD sur la base de la moyenne mobile sur 12 mois de la devise (au 30 septembre 2014)

Les cycles des taux d'intérêt divergent



Source : Bloomberg (au 31 octobre 2014)

Savoir anticiper la dynamique inflationniste aux US

Aux États-Unis, de modestes relèvements des taux sont déjà intégrés dans les cours et une hausse significative des anticipations de croissance et d'inflation sera nécessaire pour conduire à une augmentation importante des rendements obligataires. Le passé offre d'utiles points de repère de la façon dont les marchés peuvent réagir à une telle évolution des taux d'intérêt mais, en règle générale, les baisses les plus prononcées parmi les emprunts d'État interviennent avant le début du resserrement monétaire. Il est probable que nous ayons été en présence de ce phénomène en 2013.

Lorsque la Fed finira par relever ses taux d'intérêt, elle ne le fera toutefois que progressivement et au diapason des marchés obligataires. Toute hausse des taux allant de pair avec une forte augmentation des rendements à long terme et des spreads de crédit sera considérée comme une menace pour l'économie. En effet, la Banque centrale s'efforcera de minimiser le risque de volatilité des marchés. Une telle approche empreinte de prudence donne à penser que les taux d'intérêt pourraient même rester inchangés en 2015 outre-Atlantique. Mais, si tel était le cas, cela ne ferait que renforcer les craintes de voir la Fed réagir trop tardivement.

« Selon nous, l'inflation devrait rester contenue en 2015, mais l'accroissement des pressions salariales aux États-Unis constitue le principal risque entourant notre scénario. »

Selon nous, l'inflation devrait rester contenue en 2015, mais l'accroissement des pressions salariales aux États-Unis constitue le principal risque entourant notre scénario. Les États-Unis et le Royaume-Uni figurent en tête du cycle. Un environnement de sagesse salariale devrait s'accompagner de taux d'intérêt toujours peu élevés pendant encore un peu de temps.

« C'est pourquoi, avec des primes de risque inflationniste au plus bas, les obligations indexées sur l'inflation offrent d'excellentes opportunités d'investissement pour 2015. »

La divergence des taux d'intérêt va se traduire par des disparités sur les marchés du crédit et des changes

« Pour les investisseurs de la zone euro, les spreads de crédit présentent encore un potentiel de contraction et le Japon offre un exemple extrême du bas niveau auquel peuvent tomber les spreads en raison du soutien de la banque centrale. »

« Si la volatilité du marché des changes est historiquement faible, les investisseurs ne devraient cependant pas sous-estimer le risque de la voir ponctuellement se renforcer en 2015. »

Toutefois, le vieillissement des populations, la diminution du taux de participation à la population active et le recul du chômage aux États-Unis sont autant de facteurs tendant à indiquer que les pressions sur les salaires pourraient être imminentes. Et, compte tenu de l'hypertrophie des bilans des banques centrales, il convient de ne pas sous-estimer le risque d'un brutal revirement des dynamiques inflationnistes et des politiques des autorités monétaires. Toute la difficulté pour les investisseurs est que les marchés l'anticiperont bien avant le début de l'accélération de l'inflation. C'est pourquoi, avec des primes de risque inflationniste au plus bas, les obligations indexées sur l'inflation offrent d'excellentes opportunités d'investissement pour 2015.

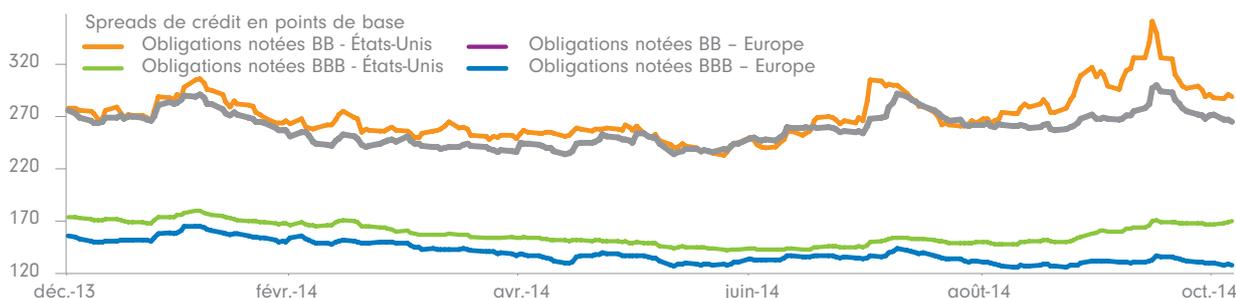
Les marchés du crédit deviennent moins guidés par les fondamentaux et plus par les facteurs techniques. Les politiques des banques centrales soutiennent la demande des investisseurs. A la fin de l'année 2013, nous affirmions que la quête de rendements allait se poursuivre. Nous pensons qu'il en sera toujours de même en 2015, en particulier parce que les taux directeurs demeurent ancrés à des niveaux bas.

Europe : Plus subtilement, 2015 devrait être le témoin d'une divergence accrue entre les marchés du crédit et certains signes commencent à attester d'un différentiel en matière d'élargissement des spreads entre les zone euro et les États-Unis. En Europe, la politique monétaire favorable devrait offrir un solide soutien aux obligations d'entreprises de la région. L'ardeur de la BCE à accroître la taille de son bilan devrait contribuer à maintenir à des niveaux peu élevés les rendements et les spreads. De plus, il existe une forte probabilité d'un programme d'assouplissement quantitatif impliquant des achats d'obligations d'État et d'entreprises. Pour les investisseurs de la zone euro, les spreads de crédit présentent encore un potentiel de contraction et le Japon offre un exemple extrême du bas niveau auquel peuvent tomber les spreads en raison du soutien de la banque centrale. Mais, il existe également des facteurs fondamentaux positifs : les entreprises européennes se montrent plus prudentes que leurs concurrentes américaines et la dette des pays périphériques a toutes les chances de poursuivre son rétablissement.

US : Aux États-Unis, le cycle du crédit est dans une phase de maturité. La perspective d'un relèvement des taux devrait favoriser la prudence des investisseurs, mais de manière temporaire uniquement selon nous. Historiquement, il n'est certes pas rare que les marchés du crédit concèdent du terrain lors des premières phases d'un resserrement monétaire, mais cet accès de faiblesse est généralement de courte durée. Les spreads de crédit et les taux d'intérêt sont négativement corrélés et une hausse des taux va généralement de pair avec une contraction des spreads dans la mesure où les conditions économiques restent favorables. En effet, les spreads actuels sont supérieurs aux niveaux observés avant le début de nombreux cycles précédents, raison pour laquelle nous pensons qu'ils présentent encore un potentiel de contraction en 2015.

En ce qui concerne le marché des changes, la divergence des politiques monétaires est susceptible de se traduire par des fluctuations plus prononcées des devises. Les nouvelles initiatives de la BCE et de la BoJ en vue d'accroître la taille de leurs bilans vont conduire leurs devises à être scrutées à la loupe. Mais, la dévaluation compétitive est un jeu à somme nulle pour l'économie mondiale et l'assouplissement quantitatif met à l'épreuve les limites de la crédibilité des banques centrales. Si la volatilité du marché des changes est historiquement faible, les investisseurs ne devraient cependant pas sous-estimer le risque de la voir ponctuellement se renforcer en 2015.

Marchés du crédit : les premiers signes de divergence



Source : Bloomberg, indices obligataires BofA Merrill Lynch - spreads ajustés de l'option (OAS), au 12 novembre 2014

Privilégier la diversification et pas uniquement la gestion de la duration

Le contraste entre les performances de 2013 et de 2014 s'est révélé saisissant. Mais, de ces deux périodes il peut être tiré une leçon très claire : il est notoirement difficile de baser des décisions d'investissement sur les prévisions macroéconomiques et les stratégies de diversification représentent le meilleur moyen de générer régulièrement des performances positives. Et, face à l'extrême incertitude entourant la conjoncture macroéconomique, le marché est particulièrement sensible aux changements de l'environnement macroéconomique, surtout sur le front de la croissance, des salaires et de l'inflation.

A la fin 2013, nous avons mis en garde contre les conséquences d'une réduction de la duration qui, généralement, s'accompagne d'une augmentation du risque de crédit et de la corrélation avec les actifs risqués. 2014 a rappelé aux investisseurs que les stratégies à duration courte n'étaient en aucun cas la panacée. En effet, il est crucial de choisir le bon moment car, faute de quoi, la perte persistante de rendement a un effet d'érosion sur les performances.

A l'aube de 2015, il est à nouveau tentant de réduire la duration à en juger par le rendement de l'emprunt d'État américain à 10 ans qui s'établit à tout juste 2,4 %, soit 60 points de base en-deçà du niveau qui était le sien au début de l'année 2014. Au lieu de cela, les investisseurs devraient avant tout utiliser la diversification afin de gérer le risque de taux d'intérêt. Pour ce faire, il est possible de combiner les sources de duration entre les marchés de manière à exploiter la divergence des cycles économiques. Cette stratégie permet de préserver les avantages en matière de rendement et de diversification. Utiliser les obligations indexées sur l'inflation afin de remplacer la duration nominale est une autre façon d'atténuer la sensibilité d'un portefeuille à l'inflation et aux taux d'intérêt.

« Utiliser les obligations indexées sur l'inflation afin de remplacer la duration nominale est une autre façon d'atténuer la sensibilité d'un portefeuille à l'inflation et aux taux d'intérêt. »

Les obligations d'entreprises Investment Grade demeure le segment où il fait bon investir pour les investisseurs obligataires en offrant une compensation des risques de taux et de crédit et, ce faisant, une performance plus équilibrée. Mais, en l'absence de récession, le High Yield devrait continuer de surperformer et l'élargissement des spreads des titres High Yield depuis l'été dernier a permis d'améliorer sensiblement les valorisations. Les fondamentaux se détériorent, en premier lieu aux États-Unis, mais les ratios de couverture sont élevés et le risque de refinancement est faible dans l'immédiat ; ainsi, les défauts ont toutes les chances de rester peu nombreux.

« Les fondamentaux se détériorent, en premier lieu aux États-Unis, mais les ratios de couverture sont élevés et le risque de refinancement est faible dans l'immédiat ; ainsi, les défauts ont toutes les chances de rester peu nombreux. »

La quête de rendements battant toujours son plein, les obligations des marchés émergents devraient continuer d'être prisées dans la mesure où elles offrent des rendements très nettement supérieurs à ceux de la plupart des autres segments obligataires. Et, l'Asie a un rôle de plus en plus important à jouer en la matière. En effet, les obligations chinoises libellées en yuan se sont particulièrement distinguées en 2014 en signant une progression de plus de 3 % depuis le début de l'année, et tout en présentant une bien moindre volatilité que le reste de l'univers obligataire émergent. Compte tenu de rendements supérieurs à 4 % et d'un risque Investment Grade, elles sont non seulement attractives, mais également une excellente source de diversification.

Conclusion

Dans l'ensemble, les principaux risques entourant les obligations en 2015 sont de nature économique - le ralentissement de la croissance et de l'inflation devrait soutenir les emprunts d'État, mais au détriment des obligations d'entreprises, et vice versa. Et, il est difficile d'anticiper un élargissement des spreads de crédit en l'absence d'accès de faiblesse économique et/ou de forte correction des actifs risqués à l'échelle mondiale. Les deux vont de pair. Heureusement, nous nous attendons à ce que l'économie mondiale enregistre à nouveau une croissance modestement positive en 2015, ce qui devrait être gage d'un environnement stable et globalement favorable aux obligations.



Ce document 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. 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. Fidelity SICAV est une société d'investissement à capital variable de droit français. Ses compartiments sont agréés par l'AMF pour leur commercialisation en France. Fidelity Active Strategy est une SICAV de droit luxembourgeois. Ses compartiments sont autorisés à la commercialisation en France par l'AMF. Publié par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le n° GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM1784