

# Volatilité des marchés mondiaux : Panorama

Si les fondamentaux des actions demeurent favorables, les marchés commencent à réagir à l'aversion au risque grandissante des investisseurs.

Dans ce document, nous allons essayer de revenir sur les raisons de cette volatilité et ses implications pour les investisseurs des principales régions économiques.

## L'INFLATION, UNE PREOCCUPATION MAJEURE

Les baisses des principales bourses mondiales ont fait suite aux inquiétudes suscitées par une possible réaction de la Réserve Fédérale américaine aux craintes inflationnistes. Cette réaction prendrait la forme d'un nouveau relèvement des taux d'intérêt lors de la prochaine réunion du Comité de la politique monétaire qui se tiendra fin juin. Au début de la semaine dernière, Ben Bernanke, son président, a reconnu la préoccupation de la Fed concernant l'inflation et Jack Glynn, président de la Réserve Fédérale d'Atlanta a d'ailleurs qualifié les récentes données sur l'inflation de « gênantes ».

Les investisseurs mondiaux craignent qu'un relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis ne ralentisse l'économie américaine et n'ait des répercussions immédiates sur le reste de l'économie mondiale. Une étude menée par la Réserve Fédérale de Philadelphie a indiqué que la croissance économique américaine sera moindre que prévu durant le second semestre de cette année. Ainsi, les prévisions actuelles se situent aux alentours de 2,9 % alors que les projections précédentes tablaient sur 3,1 %.

Un dollar plus faible pourra aider à réduire le déficit commercial américain et constituer une issue favorable mais, en attendant, chaque information ou événement nouveau est analysé à la loupe par les investisseurs qui s'en servent pour affirmer leurs inquiétudes.

## LES FONDAMENTAUX DU MARCHE DEMEURENT POSITIFS

Même si l'aversion au risque a augmenté, les niveaux de valorisation des actions demeurent attractifs. De plus, les sociétés continuent de générer une importante trésorerie. Ainsi, en Europe, par exemple, le rendement des flux de trésorerie s'établit à près de 7 %. Les sociétés devraient également bénéficier de l'assainissement de leurs bilans.

S'agissant des entreprises, les bénéficiaires devraient poursuivre leur solide croissance. Au cours du premier trimestre, les bénéfices des entreprises américaines ont progressé de 19 %, en année glissante, alors que les prévisions concernant les bénéfices au niveau mondial se situent aux alentours de 12 %. Par ailleurs, les révisions nettes à la hausse des bénéfices sont toujours stables. Tout ceci devrait également servir de soutien aux actions.

Tandis que les niveaux de valorisation paraissent attractifs, le marché actuel présente une caractéristique intéressante qui est le faible niveau de dispersion des valorisations. En effet, les écarts de valorisation entre les régions (économies émergentes contre économies développées), secteurs, segments de capitalisation boursière, styles d'investissement ou qualité des fondamentaux se sont nettement réduits. De façon intéressante, cette faible différence entre les valorisations a engendré des anomalies sur le marché : les petites capitalisations se négocient avec une prime par rapport aux grandes capitalisations, tandis que la décote des valeurs de style « value » s'est fortement réduite. De telles conditions de marché offrent des opportunités intéressantes aux sélectionneurs de valeurs.

## QU'EST-CE QUE CELA SIGNIFIE POUR LES INVESTISSEURS ?

La volatilité n'est pas un facteur négatif pour les sélectionneurs de valeurs. Au contraire, elle permet d'identifier des opportunités d'investissement jusque-là dissimulées. Alors que le cours des actions avait pu croître indépendamment de la qualité des sociétés, en période de volatilité des marchés, les meilleures sociétés vont pouvoir supplanter les plus mauvaises. Ainsi, les décisions prises actuellement seront peut-être à l'origine de surperformances futures.

Cependant, pour la majorité des investisseurs particuliers, ne rien faire semble être la meilleure solution. En effet, il est quasiment impossible de prévoir l'évolution des marchés et les risques de manquer la reprise sont trop importants.

Comme beaucoup s'y attendaient, le recul des marchés actions mondiaux a tiré à la hausse la demande d'obligations. Cependant, on pourrait se poser la question suivante : la chute des rendements des obligations d'Etat (et l'augmentation du cours de celles-ci) a-t-elle été en réaction à la baisse des marchés actions ou non ? En effet, elle pourrait être la conséquence des craintes suscitées par le ralentissement de la croissance économique, les préoccupations en termes d'inflation entraînant souvent une progression des rendements obligataires.

## LES PRINCIPALES RÉGIONS MONDIALES

Voici ci-après un résumé des événements récents ayant eu lieu dans les principales régions du monde.

MSCI Europe	Date	Niveau du marché	Performance à ce jour
Actuellement	09 juin 06	4 8719,32	-
Plus haut niveau cette année	09 mai 06	5 282,574	-8,8 %
Il y a 1 an	07 juin 05	4 093,699	17,7 %
Plus bas niveau en 2003	12 mars 03	2 275,179	111,8 %

Source : S&P

Les marchés européens ont reculé de 8,8 % par rapport à leur plus haut niveau du 9 mai 2006. Cette baisse touche tous les secteurs.

En Europe, la croissance économique se poursuit, bien qu'à un moindre rythme. Malgré la récente volatilité du marché, les entreprises européennes sont relativement en bonne santé avec de solides bilans et une forte génération de trésorerie. En tout état de cause, la volatilité du marché a créé de nouvelles opportunités en Europe, désormais davantage visibles aux yeux des sélectionneurs de valeurs.

Dans la zone euro, on a observé de fortes ventes au détail et une confiance au beau fixe. Ainsi, en avril, les ventes au détail de la zone euro ont bondi de 1,4 % d'un mois sur l'autre, après une chute de 0,7 % en mars. Avec un taux de 2,8 %, en année glissante, les ventes d'avril ont enregistré leur plus forte progression depuis octobre 2002.

Les économistes tablaient sur un relèvement de 0,25 % des taux par la Banque Centrale Européenne à 2,75 %, alors que de nombreux observateurs estimaient possible une hausse de 0,50 %. Le Président de la

Banque Centrale Européenne, Jean-Claude Trichet, avait auparavant indiqué que les taux d'intérêt dans la zone euro étaient encore faibles et que de nouveaux relèvements seraient peut-être nécessaires dans le futur.

En dehors de la zone euro, la Suède et la Norvège devraient laisser les taux d'intérêt inchangés, malgré les pressions grandissantes pour les relever. Le Danemark suivra la Banque Centrale Européenne dans la mesure où sa politique monétaire est calquée sur celle de la zone euro. Enfin, la Banque Centrale turque a annoncé une hausse du coût de l'emprunt le 7 juin dernier en augmentant les taux à 15 %.

Le Comité de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre s'est également réuni pour débattre de la question des taux d'intérêt et, comme prévu, ces derniers sont restés inchangés pour le dixième mois consécutif. En mai, deux membres avaient voté (l'un pour leur hausse, l'autre pour leur baisse) contre la majorité qui souhaitait maintenir les taux à leur niveau actuel. Depuis, l'un des deux a quitté le comité et le vote de ce mois-ci pourrait bien indiquer les orientations futures de la politique monétaire.

Les gains enregistrés par les marchés obligataires européens et britannique ont été modestes en comparaison de ceux du marché américain. Aux Etats-Unis, une large part du resserrement monétaire a déjà été intégrée au marché obligataire. Beaucoup reconnaissent que le cycle de resserrement en Europe (hors Royaume-Uni) ne fait que commencer. Au Royaume-Uni, le marché commence à anticiper un autre relèvement des taux de 0,25 % d'ici la fin de l'année. Cependant, étant données les prévisions actuelles en matière de croissance et d'inflation, le marché des emprunts d'Etat britannique semble être à sa juste valeur, ou presque.

#### Etats-Unis

S&P 500	Date	Niveau du marché	Performance à ce jour
Actuellement	09 juin 06	1 910,00	-
Plus haut niveau cette année	05 mai 06	2 017,34	-5,3 %
Il y a 1 an	07 juin 05	1 791,89	6,6 %
Plus bas niveau en 2003	11 mars 03	1 152,15	65,8 %

Source : S&P

Après le passage de l'indice Dow Jones Industrials sous les 11 000 points, et les baisses qui ont encore suivies, il est peut-être temps de considérer la valorisation des entreprises. Selon une étude Morgan Stanley Research de février 2006, la « décote des actions européennes par rapport aux actions américaines était passée de 40 % à 25 % (moyenne des ratios cours/valeur comptable, cours / (bénéfices+amortissement), des rendements des actions) ». Au 31 mai 2006 (date des dernières données disponibles RIMES/MSCI), les actions américaines apparaissent encore meilleur marché selon ces mêmes mesures, y compris au regard du plus classique ratio cours/bénéfice.

	Cours/valeur comptable	Cours/ (bénéfices + Amortissement)	Prix/ bénéfice	Rendement
<b>31 mai 2006</b>				
Indice MSCI USA	2,8	11,7	17,4	1,9 %
Indice MSCI Europe	2,3	9,0	14,1x	3,0 %
Prime du marché américain	22 %	30%	23%	37 % (Inversé)
<b>28 février 2006</b>				
Indice MSCI USA	2,9	11,9	18	1,8 %
Indice MSCI Europe	2,6	9,8	16	2,6 %
Prime du marché américain	12 %	21 %	13 %	31 % (Inversé)

Source : RIMES, MSCI, 8 juin 2006

Les marchés boursiers américains, les plus importants et les plus sophistiqués du monde, peuvent apparaître comme un refuge pendant les périodes de volatilité. De plus, une proportion significative des nouvelles idées en termes de produits, technologie et stratégie proviendra sûrement des Etats-Unis, temple de la culture entrepreneuriale et où, comme le dit la citation : « business is business ». En effet, l'innovation demeure l'un des piliers du succès des sociétés cotées américaines.

Les marchés obligataires américains ont bien performé au cours des dernières semaines en raison des prévisions attestant d'un prochain ralentissement de la croissance économique. Cependant, l'inflation plus élevée que prévue, ainsi que les commentaires quelque peu agressifs de plusieurs membres du FOMC, ont incité de nombreux investisseurs à réévaluer le rythme et la probabilité des futurs relèvements des taux d'intérêt.

Il est intéressant de constater que ce sont ces facteurs qui ont provoqué les ventes massives d'actions et le renforcement de la demande d'obligations. Dans des circonstances normales, de telles nouvelles auraient été défavorables. Mais le fait que ça n'a pas été le cas reflète la confiance des marchés en la capacité de la Fed à contenir l'inflation et la croissance par le biais de sa politique monétaire. Toute hausse supplémentaire des taux d'intérêt permettra sans conteste de maîtriser l'inflation et ralentir la croissance à long terme – deux éléments positifs pour les marchés obligataires.

Comme prévu, la vigueur du marché des obligations n'a pas profité aux produits indexés sur l'inflation, lesquels ont enregistré un recul dans le sillage des prévisions inflationnistes à long terme (et du marché actions). D'autre part, il est également important de noter que la Fed s'est montrée très claire par rapport aux facteurs qu'elle suit avec attention et sur la façon dont elle usera de la politique monétaire. Cela a permis aux investisseurs d'anticiper la majorité des relèvements des taux d'intérêt observés bien avant que la Réserve Fédérale ait effectivement agit. Actuellement, le marché des contrats à terme anticipe 82 % de chance que les taux d'intérêt atteignent 5,25 % à la fin du mois de juin – soit une hausse de 48 % par rapport à la fin de la première semaine de juin.

#### Japon

Topix	Date	Niveau du marché	Performance à ce jour
Actuellement	09 juin 06	1 742,80	-
Plus haut niveau cette année	07 avril 06	2 074,18	-16,0 %
Il y a 1 an	07 juin 05	1 312,28	32,8 %
Plus bas niveau en 2003	11 mars 03	861,56	102,3 %

Source : S&P

Le 8 juin dernier, l'indice Topix a enregistré sa plus forte baisse en une séance depuis le début de l'année pour atteindre son plus bas niveau depuis la mi-novembre 2005.

Toutefois, les fondamentaux micro et macroéconomiques demeurent solides. Pour l'exercice clôturé le 31 mars 2006, les sociétés japonaises ont publié des bénéfices records pour la troisième année consécutive. Même si les dirigeants d'entreprises sont devenus plus prudents face à la hausse des coûts salariaux/de production et à l'appréciation du yen, la croissance de leur chiffre d'affaires devrait compenser ces facteurs. De plus, depuis les trois dernières années, les prévisions annoncées se sont toujours montrées trop prudentes et ont été suivies de plusieurs révisions à la hausse. Il est donc peut probable que cette année fasse exception à la règle.

Par ailleurs, les sociétés japonaises sont plus saines que jamais, affichant des bilans plus solides, des niveaux de trésorerie records et des seuils de rentabilité beaucoup plus bas. Selon des mesures de solvabilité comme le ratio dettes/fonds propres et le ratio de couverture des charges financières, elles sont à présent à mêmes d'absorber des coûts d'emprunt plus élevés.

Durant l'exercice fiscal 2005/06, l'économie japonaise a progressé de 3,0 % par rapport à l'exercice précédent, en termes réels, soit la plus importante hausse depuis 1990. Bien que la consommation privée et les dépenses en biens d'équipement aient constitué les principales sources de cette progression, la contribution de la demande externe est venue attester d'une reprise bien équilibrée. La demande domestique a connu une hausse considérable par rapport à l'année précédente, l'amélioration des conditions de l'emploi ayant favorisé la confiance des consommateurs et, ce faisant, la consommation. Les niveaux sans précédent de trésorerie des sociétés, au même titre que la hausse de la demande de remplacement, ont encouragé les investissements fixes, l'autre pilier de la demande interne.

Alors que les entreprises exportatrices avaient constitué les principaux acteurs des reprises précédentes, les entreprises dont l'activité est nationale font preuve de beaucoup plus de solidité cette fois-ci. De fait, l'économie devrait continuer de se montrer vigoureuse pendant les deux prochaines années au moins, faisant ainsi de cette reprise la plus longue d'après-guerre et, certainement, la plus forte de ces dernières années.

#### Asie Pacifique (hors Japon)

MSCI Asie Pacifique Hors Japon	Date	Niveau du marché	Performance à ce jour
Actuellement	09 juin 06	558,26	-
Plus haut niveau cette année	08 mai 06	659,456	-15,3 %
Il y a 1 an	07 juin 05	478,172	16,7 %
Plus bas niveau en 2003	11 mars 03	272,907	104,6 %

Source : S&P

Les 10 principaux marchés de la région Asie-Pacifique (hors Japon) se sont inscrits en recul. La Corée, Taiwan, l'Inde et l'Indonésie ont figuré parmi les pays ayant abandonné le plus de terrain.

Ce sont, notamment, les valeurs exportatrices qui ont le plus souffert en raisons des craintes suscitées par un ralentissement de la demande de leurs produits.

Les devises asiatiques se sont, dans l'ensemble, dépréciées de près de 1 % face au dollar américain, aggravant ainsi les performances libellées en devises étrangères.

Malgré la chute du cours des actions, les fondamentaux asiatiques à long terme demeurent solides. En règle générale, la croissance fait preuve de robustesse, tandis que les taux de chômage demeurent peu élevés et que la demande intérieure continue à croître à un rythme soutenu. Ainsi, grâce à l'importante demande intérieure, aux excédents budgétaires et commerciaux, ainsi qu'aux réserves de changes dans de nombreux pays asiatiques, les économies de la région se montrent désormais beaucoup plus résistantes aux chocs externes.

Au niveau des entreprises, la gestion du capital s'est nettement améliorée. Grâce à une importante génération de trésorerie et au désendettement des bilans, les entreprises sont aujourd'hui mieux à même de résister à un environnement de hausse des taux d'intérêt que par le passé.

Le relèvement prévu des taux d'intérêt en Corée et la nervosité générale des marchés financiers mondiaux ont été à l'origine de la volatilité élevée du marché coréen. Ainsi, il a abandonné près de 11 % depuis le début de l'année avec des multiples de valorisation se situant à 9, contre une moyenne de 13,6 depuis 1990. La croissance du PIB est susceptible de demeurer modérée à 4-4,5 %. Ce faisant, l'inflation devrait rester modérée, tandis que les bénéfices des entreprises devraient connaître une reprise importante en 2006/2007. Enfin, les importantes liquidités des ménages coréens dont l'épargne est faiblement investie en actions, ainsi que l'intérêt accru des fonds de pension et des fonds publics, devraient servir de soutien au marché.

#### Marchés émergents

Marchés émergents MSCI	Date	Niveau du marché	Performance à ce jour
Actuellement	09 juin 06	50 015,96	-
Plus haut niveau cette année	09 mai 06	59 835,28	-16,4 %
Il y a 1 an	07 juin 05	38 503,42	29,9 %
Plus bas niveau en 2003	11 mars 03	19 961,14	150,6 %

Source : S&P

Les marchés émergents mondiaux ont fait l'objet de ventes massives depuis le début du mois mai. Figurant parmi les marchés les plus performants depuis les douze derniers mois, ils devraient sans doute poursuivre encore leur baisse. La croissance économique mondiale a été tirée par la demande grandissante de matières premières. Ainsi, en tant que producteurs de matières premières, certains marchés émergents ont également bénéficié de la hausse de la demande.

Toutefois, une grande partie de cette croissance est due à l'importance des liquidités en provenance, en particulier, des Etats-Unis. Pendant un temps, des craintes ont été suscitées par le fait que ces liquidités pourraient être affectées en cas de relèvements trop prononcés des taux d'intérêt américains.

#### CONCLUSION

La volatilité actuelle est peut-être le prix à payer à court terme pour obtenir une inflation maîtrisée sur le long terme. En fin de compte, l'inflation constitue la principale préoccupation de la majorité des classes d'actifs. Toute statistique économique attestant d'un taux d'inflation se situant au sein d'une fourchette acceptable, conduira probablement à une meilleure performance des actions et des obligations au fur et à mesure de l'amélioration de la confiance des investisseurs.

- Globalement, les liquidités pourraient continuer de constituer la préoccupation principale des investisseurs, accroissant potentiellement leur aversion au risque et la volatilité du marché.
- Toutefois, les niveaux de valorisation et les fondamentaux des sociétés continuent d'être favorables.
- Les investisseurs ne devraient pas perdre de vue les facteurs de soutien du marché sur le long terme.
- Enfin, les conditions de marché devraient favoriser les sélectionneurs de valeurs.

Source de l'ensemble des données : Datastream, du 11.03.2003 au 09.06.2006. Sauf indication contraire, toutes les informations communiquées sont celles de Fidelity International. Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs. Les actions ne sont pas garanties et peuvent donc perdre de la valeur, notamment en raison des fluctuations des marchés. 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. Publié par Fidelity Investissements SAS, 29 rue de Berri, 75008 Paris. CP06225