

INVESTIR EN FONCTION DES FONDAMENTAUX

Comment résister à un marché baissier et tirer le meilleur parti d'un marché haussier

AVRIL 2009

EN BREF

- Dans un marché volatil, l'analyse fondamentale joue un rôle clé pour assurer la réussite en matière d'investissement
- Pour pleinement cerner une opportunité de placement, il faut tenir compte de données quantitatives et qualitatives
- Fidelity s'engage à conjuguer l'avantage en termes d'information que lui procurent ses analyses fondamentales à une stratégie de gestion active
- La gestion active permet de constituer des portefeuilles plus solides capables de résister à tout marché baissier et d'optimiser les rendements en période haussière

Le monde a changé. La confiance à l'égard des mécanismes du marché a volé en éclats sous le coup de l'une des crises les plus sérieuses depuis la Grande dépression. Alors que les hedge funds ont réduit leur endettement et que les banques ont fermé leurs desks de négoce pour compte propre dans un contexte où la prise de risque ne semble plus payer, les actions ont fait l'objet d'une braderie généralisée. Mais toutes choses ne sont pas égales. Certaines sociétés ont mérité l'abaissement de leur notation, leurs plans d'activité ayant été véritablement affaiblis (voire réduits à néant) par le resserrement du crédit et la contraction économique. Mais un tel traitement est injustifié dans le cas d'autres sociétés : leurs affaires sont parfois aussi florissantes qu'avant la crise et la faiblesse de leurs concurrents peut même les renforcer. Il est plus important que jamais, d'une part de pouvoir distinguer les gagnants des perdants, d'autre part de faire reposer ses décisions d'investissement sur une analyse fondamentale solide associée à une stratégie de gestion de portefeuille active.

EXAMEN DU NAUFRAGE

Inutile de chercher bien loin pour trouver les victimes du ralentissement économique actuel. De nombreuses entreprises – et dans certains cas, des secteurs économiques entiers – se retrouvent dans une situation difficile du fait de l'assèchement du crédit, de la frilosité des consommateurs et de la réduction des plans de dépenses. En lisant les titres catastrophistes des journaux, vous pensez probablement qu'il serait prudent de miser uniquement sur les liquidités en attendant que passe la tempête. Mais en agissant ainsi, vous risquez de manquer l'occasion financière de votre vie. Les investisseurs qui souhaitent éviter une telle éventualité peuvent choisir de simplement « acheter le marché » – peut-être via un ETF ? – et de s'appuyer sur une large diversification qui leur permettra de sortir relativement indemnes de cette phase. Mais cette stratégie comporte un défaut inévitable puisqu'elle implique d'acheter un portefeuille qui comprend par nature des titres de mauvaise qualité. Selon la loi des probabilités, un indice ne manquera pas de contenir un bon nombre de titres en difficulté dans un contexte économique tel que celui que nous connaissons actuellement. Ainsi, toute personne achetant un fonds indiciel choisit de s'exposer à ces valeurs sous-performantes. Or, dans un marché volatil, l'information devient une source de pouvoir et cette information repose sur l'analyse fondamentale.

L'ANALYSE FONDAMENTALE – UN IMPÉRATIF AUJOURD'HUI (COMME HIER ET DEMAIN)

Il existe inévitablement des moments où il n'est pas aussi important de comprendre les forces et les faiblesses fondamentales d'une entreprise. C'est le cas notamment dans un marché haussier. Ainsi, au plus fort de la bulle Internet, des entreprises présentant des fondamentaux fragiles ont été propulsées au sommet de l'affiche, portées par un afflux de capitaux d'investisseurs convaincus (à tort) de leur potentiel à venir.

La situation actuelle est tout à fait différente. Les risques financiers et économiques sont élevés et les sociétés moins solides vont soit échouer (d'où l'anticipation sur les marchés obligataires d'une augmentation des taux de défaillance de l'ordre de 20% et d'une multiplication des faillites), soit être rachetées par des concurrents plus solides. Il est donc crucial de pouvoir identifier celles dont les bilans et les bénéfices sont les plus robustes.

L'ANALYSE FONDAMENTALE – UN BON SENS FONDAMENTAL

L'analyse fondamentale est la clé du succès en matière d'investissement. Elle vise à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise en se concentrant sur les facteurs sous-jacents qui pourraient affecter ses perspectives. Tout aspect lié à sa bonne santé économique fait partie de cette analyse fondamentale. Si les revenus et les bénéfices figurent parmi les éléments incontournables, les fondamentaux incluent également tous les autres aspects allant de la part de marché qu'elle détient à la qualité de sa direction.

- Les revenus de la société sont-ils en progression ?
- La société réalise-t-elle un bénéfice ?
- Est-elle en position suffisamment forte pour battre ses concurrents à l'avenir ?
- Est-elle en mesure de rembourser ses dettes ?
- L'équipe de direction est-t-elle fiable et compétente ?

Ce sont autant de questions auxquelles l'analyse fondamentale tente de répondre pour obtenir les informations qui permettront de rentabiliser un placement.

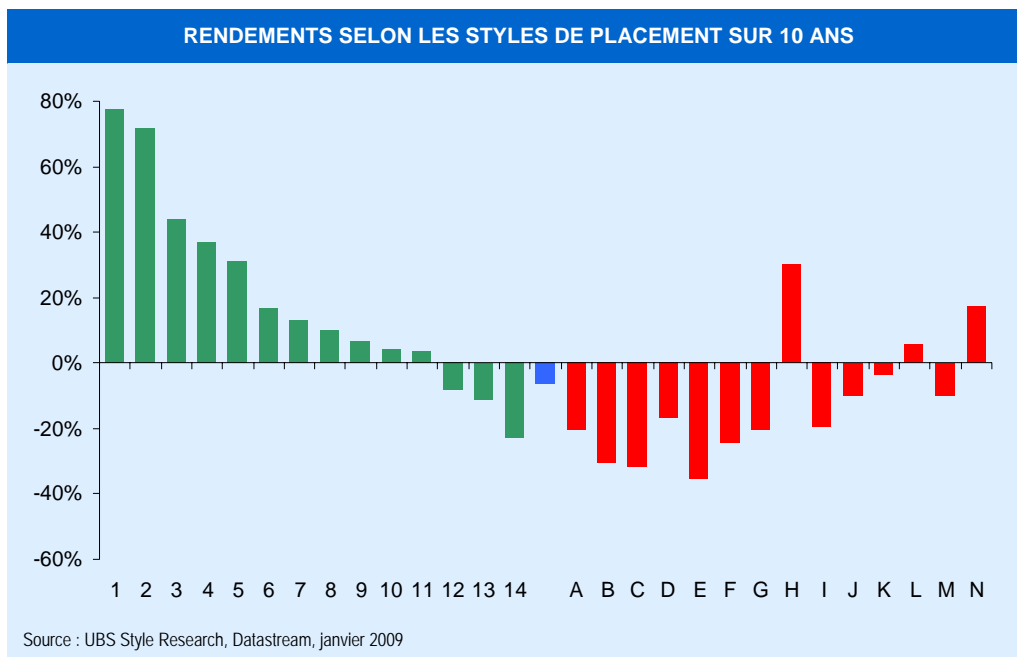
LES CHIFFRES CONCORDENT-ILS ?

L'essentiel de l'analyse fondamentale porte sur un examen minutieux des états financiers, du bilan, du compte de résultat et du tableau des flux de trésorerie pour ensuite déterminer comment ils s'articulent globalement. Ce type d'information devrait fournir des informations sur la performance future d'une société.

Il existe plusieurs paramètres qui peuvent être considérés comme fondamentalement intéressants. La liste ci-dessous n'est pas exhaustive mais elle constitue la base d'une analyse qui montre de quelle manière, sur le long terme, les fondamentaux déterminent l'évolution sur le marché.

PARAMÈTRES POSITIFS		PARAMÈTRES NEGATIFS	
1	Rendement élevé des flux de trésorerie disponibles	A	Faible rendement des flux de trésorerie disponibles
2	EBIT/VE élevé	B	EBIT/VE faible
3	Rendement du dividende élevé	C	Rendement du dividende faible
4	Rendement des ventes élevé	D	Rendement des ventes faible
5	Rendement des bénéfices élevé	E	Rendement des bénéfices faible
6	Forte dynamique bénéficiaire	F	Faible dynamique bénéficiaire
7	Ratio valeur comptable/cours élevé	G	Ratio valeur comptable/cours faible
8	Ratio EBIT/VE faible	H	Ratio EBIT/VE élevé
9	Ratio ROIC élevé	I	Ratio ROIC faible
10	ROE élevé	J	ROE faible
11	Faible PEG	K	PEG élevé
12	Couverture du dividende élevée	M	Couverture du dividende faible
13	Forte croissance du dividende	P	Faible croissance du dividende
14	Prévisions de croissance du BPA élevées	N	Prévisions de croissance du BPA faibles

Le système d'analyse UBS Style Research examine les rendements générés par un placement à la lumière des paramètres énumérés ci-dessus. Ses données portent sur le marché européen. Le diagramme ci-dessous montre les rendements sur 10 ans qui auraient été générés par des titres affichant les caractéristiques figurant dans la liste. La barre bleue au centre montre le rendement de l'indice MSCI Europe sur la même période. Vous pouvez aisément vous rendre compte que les placements dans les titres affichant des caractéristiques fondamentalement intéressantes dégagent les plus grands gains.



SI LES CHIFFRES NE MENTENT PAS, ILS NE DISENT PAS TOUT

D'après cette simple analyse, vous pourriez penser qu'il est possible d'investir avec succès en se fondant uniquement sur une analyse quantitative. Au cours des dernières années, on a, en effet, observé une tendance croissante à investir dans une «boîte noire». On dit que les chiffres ne peuvent pas mentir, mais dans un monde où les schémas de Ponzi présumés abondent, un monde dans lequel des mesures exceptionnelles (nationalisations, taux d'intérêt 0, relances budgétaires et assouplissement quantitatif) ont changé les règles au point de les rendre méconnaissables, il serait tout à fait naïf de s'appuyer uniquement sur les données historiques. Dans des périodes comme celle que nous traversons actuellement, l'intervention humaine, l'intuition et l'analyse (et parfois tout simplement le bon sens) sont nécessaires pour déterminer le véritable potentiel d'une société une fois la tempête passée, voire même, pendant qu'elle fait encore rage.

Les modèles d'investissement quantitatifs reposent sur l'expérience passée. Ils examinent les rendements obtenus précédemment et les éléments quantitatifs présents à ce moment-là – les volumes de négoce dominants, les évaluations, les données économiques, etc. – tentent sur cette base de créer un modèle pour l'avenir en fonction de la probabilité que ces événements passés se reproduisent.

Mais quand l'expérience passée n'est plus à même de fournir les mêmes pronostics, le modèle s'effondre et la performance s'en ressent. Jamais les marchés n'auront été aussi volatils depuis la Grande dépression. Peu de modèles sont capables d'intégrer dans leur analyse de tels écarts par rapport à la moyenne. De ce fait, les sociétés d'investissement qui se sont fiées aux seuls modèles quantitatifs pour gérer leurs portefeuilles ont vu leur performance chuter.

RECHERCHER LA QUALITÉ, LA MÉTHODE FIDELITY

Il ne suffit pas décortiquer les chiffres pour évaluer une société correctement. L'analyse financière doit être complétée par l'analyse qualitative – qui tient compte de tous les éléments intangibles et difficiles à mesurer propres à une entreprise. C'est pourquoi les équipes de recherche de Fidelity consacrent autant de temps à organiser des réunions en personne avec ses responsables afin de se faire une meilleure idée de la situation.

Mais l'analyse fondamentale ne s'arrête pas là. Il faut également apprendre à connaître ses concurrents et découvrir l'impact que peuvent avoir des changements au niveau de la chaîne de valeur sur cette société et sur son secteur d'activité. De même, comprendre les tendances à long terme du marché et d'un secteur donné peut procurer un avantage tangible en termes d'investissement, ce qui n'est pas le cas d'une stratégie de placement à court terme et opportuniste.

C'est pourquoi nous faisons tout notre possible pour trouver la valeur ou le potentiel de croissance non reconnu des sociétés que nous évaluons. Nous ne nous contentons pas de rechercher des titres bon marché d'après leurs multiples à court terme. Et nous ne nous bornons pas à examiner les mêmes titres que tout le monde d'autre. Les équipes de recherche de Fidelity aux quatre coins du globe couvrent plus de 95% de l'indice MSCI World, qui comprend 2 380 sociétés. Et ce chiffre ne tient pas compte des nombreuses entreprises que nous analysons et qui se trouvent en dehors de nos indices de référence. Au total, les analystes de Fidelity et de ses filiales aux États-Unis surveillent plus de 6 600 titres.

Afin de rester au courant de l'évolution d'un univers de placement aussi vaste, nous recherchons en permanence des sources d'information nouvelles et diversifiées sur les sociétés. En combinant des réunions en face à face dans les entreprises et à l'extérieur, des briefings d'analystes, des conférences sectorielles et nos propres études réalisées de manière indépendante, nous parvenons à nous forger une opinion approfondie. Notre présence sur le marché et notre solidité financière nous permettent de faire réaliser des analyses sur mesure. Nous pouvons étudier la clientèle d'une société ou obtenir des informations qualitatives sur ses dirigeants et leur style de gestion en consultant leurs pairs, leurs clients et leurs fournisseurs. Nous disposons d'un panel de médecins américains qui nous informe des tests cliniques et des développements au sein du secteur pharmaceutique. En bref, avant de formuler une recommandation, nous faisons tout pour nous assurer que nous avons couvert tous les angles. C'est là un avantage en termes d'information qui nous distingue de nombre de nos concurrents.

DES EFFORTS CONJUGUÉS À UNE GESTION ACTIVE

Un avantage en termes d'information doit être correctement mis à profit, et c'est ici que l'analyse fondamentale rejoint le principe de la gestion active. C'est l'analyse fondamentale qui dégage les arguments permettant de s'écarter de l'indice de référence.

Les partisans des stratégies de placement passives renvoient aux études démontrant que les gestionnaires actifs ont tendance à sous-performer leur indice de référence et révélant à quel point les fonds indiciels sont comparativement coûteux. De là, ils avancent que les stratégies de gestion active n'ont pas leur place aujourd'hui. Naturellement, nous contestons ce point de vue.

Si dans un marché haussier, les trackers sur indice représentent une option attrayante, il faut savoir que c'est le marché qui les porte. Le succès qu'a connu la gestion passive au cours des dernières années pourrait être attribué à la faible volatilité des marchés. Pendant cette période, il n'était pas facile de différencier les titres ; de ce fait, pour construire une stratégie de placement efficace, il était tout aussi judicieux de s'exposer à un indice que de composer un portefeuille en sélectionnant des titres particuliers.

Mais cela n'est plus le cas dans le contexte de forte volatilité que nous connaissons actuellement. Lorsque les marchés baissent, les fonds à gestion passive ne peuvent protéger les investisseurs contre les pertes car ils suivent tout simplement le marché dans sa chute. Dès lors, ce sont les investisseurs qui supportent l'ensemble des conséquences du repli. En revanche, un gérant de fonds actif peut positionner le fonds de manière à minimiser les pertes. Il comprend parfaitement les perspectives de chaque entreprise. Il connaît ses atouts commerciaux et comprend la structure de son capital. Il sait reconnaître les opportunités qui se présentent, est conscient des dangers potentiels et peut analyser la situation sous tous ses angles. Bref, un gérant de fonds actif sera beaucoup plus à même d'éviter les titres fondamentalement faibles et d'investir uniquement dans les meilleures valeurs.

Pour prendre un exemple d'actualité, regardons le secteur bancaire. Dans le cas d'un fonds indiciaire ou d'un ETF, si le secteur est exposé à l'indice, les titres se frayeront automatiquement un chemin dans le portefeuille. Or, il faudrait être aujourd'hui bien téméraire pour suggérer que le secteur n'a pas souffert – et pourrait même continuer de souffrir pendant un certain temps – de certaines faiblesses fondamentales parmi ses principaux acteurs. Dans un tel cas, l'analyse fondamentale chercherait à identifier quels titres bancaires (s'ils existent) ont les meilleures chances de s'en sortir indemnes. La gestion active permettrait ensuite de déterminer s'il vaut la peine de surpondérer les titres les plus prometteurs au détriment des valeurs plus faibles, ou s'il est plus judicieux de sous-pondérer l'intégralité du secteur. Un fonds passif se contenterait, pour sa part, de détenir les titres bancaires compris dans l'indice, en fonction d'une pondération fixée sans tenir compte des perspectives à venir.

CONCLUSION

Qu'est-ce qui distingue un excellent gestionnaire d'un gestionnaire moyen à long terme ? Quelles sont les clés du succès d'un placement en actions ?

Un avantage en termes de recherche

Les partisans de l'hypothèse de marchés efficients soutiendraient que, puisque le marché est le reflet de toutes les informations disponibles, le concept d'avantage en termes de recherche n'existe pas. Fidelity croit au contraire que la clé du succès en matière d'investissement réside dans la faculté de déterminer quelle information est véritablement pertinente pour déterminer la valeur économique d'une société. Ce sont les avis qui diffèrent du consensus qui renferment la valeur ajoutée à long terme. Et cette stratégie porte ses fruits dès que de nouvelles informations sont mises à jour et orientent le consensus vers la position du fonds.

Se concentrer sur l'avenir plutôt que de suivre la tendance du marché

Pour réussir ses investissements, il faut être tourné vers l'avenir. Une recherche fondamentale qui se veut efficace tente d'anticiper l'avenir plutôt que de se reposer sur la persistance de tendances actuelles. Cette approche axée sur l'avenir offre des perspectives pendant les phases de transition (comme celle que nous traversons aujourd'hui) et contraste avec le processus tourné vers le passé que représente une construction de portefeuilles sur la base d'indices de référence.

La conviction des idées de recherche

Si un gérant tel que Fidelity dispose d'un avantage en termes de recherche, à quoi bon diluer cet avantage en se positionnant par défaut sur un indice de référence ? C'est pourquoi nous créons nos portefeuilles sur la base des convictions que nous avons acquises dans le cadre de nos recherches. Et c'est la raison pour laquelle nos portefeuilles sont gérés activement. Cela ne signifie pas pour autant que nous ne sommes pas conscients des risques. Nous le sommes. Mais nous restons convaincus que c'est en acceptant une certaine prise de risque dans nos portefeuilles que nous pouvons dégager les meilleurs rendements. Ce n'est pas en suivant le troupeau que l'on est gagnant à long terme. C'est en le menant.

Fidelity/Fidelity International désigne FIL Limited, constituée aux Bermudes, ainsi que ses sociétés affiliées. Fidelity est l'une des sociétés de gestion de fonds les plus renommées au monde (et les plus fréquemment récompensées) à offrir aux investisseurs tant privés qu'institutionnels des produits et services de placement. Avec près de 1000 gestionnaires et analystes, Fidelity dispose de la plus importante équipe d'experts de l'investissement au monde et est représentée sur l'ensemble des principales places financières internationales. Fidelity fournit exclusivement des informations sur ses produits ou d'ordre général et n'émet aucune recommandation de placement. Nous vous recommandons de fonder vos décisions d'investissement uniquement sur la base d'informations détaillées. Fidelity Funds est une société de placement de droit luxembourgeois à capital variable. Par décision de la Commission fédérale des banques en date du 11 September 2008, Fidelity Funds peut commercialiser en Suisse 95 de ses catégories de parts. Les investissements ne doivent se faire que sur la base du prospectus de vente en vigueur. Le prospectus ainsi que les derniers rapports annuels et semestriels peuvent être obtenus gratuitement auprès de nos points de vente agréés, de notre centre de services européen du Luxembourg, ou bien de notre représentant en Suisse (Fortis Foreign Fund Services SA, Rennweg 57, Case postale, CH-8021 Zurich). L'agent payeur pour la Suisse est Fortis Banque (Suisse) S.A., Succursale de Zurich, Rennweg 57, CH-8021 Zurich. A défaut d'indication de source, toutes les opinions émises proviennent de Fidelity. Le présent document est destiné aux professionnels de l'investissement, ne saurait être ni reproduit ni publié sans accord préalable et ne s'adresse pas aux investisseurs privés. Editeur: FIL Investments International, autorisée et réglementée en Grande-Bretagne par la Financial Services Authority. Cette communication n'est pas destinée aux résidents de Grande-Bretagne et ne doit pas être utilisée par ces derniers. CO18189/904CH02