

Le rebond conjoncturel conforte notre scénario initial de reprise

Points forts

- Les indicateurs confirment la solidité de la croissance aux Etats-Unis
- La Fed calme le jeu sur la fin de sa politique accommodante
- Confirmation de l'amélioration de la conjoncture en zone euro

Points faibles

- Le ralentissement de l'économie chinoise se prolonge
- Les pays émergents peinent à retrouver leur dynamique

Les turbulences survenues entre fin mai et fin juin ont fait long feu, comme nous l'avions d'ailleurs anticipé. Le rebond des indicateurs économiques en juillet confirme que l'économie mondiale est toujours en bonne voie de redressement, confortant ainsi notre stratégie d'investissement axée sur les actifs dynamiques.

La banque centrale américaine adoucit son message. L'annonce de la fin de la politique expansionniste de la Fed, en vigueur depuis le déclenchement de la crise financière, avait commencé à inquiéter les investisseurs fin mai. Ce sentiment s'est exacerbé en juin à tel point que la Banque centrale américaine se devait de clarifier ses intentions si elle ne voulait pas voir l'inquiétude se muer en panique. C'est désormais chose faite puisque la Fed a rassuré sur le fait que la normalisation de sa politique ne sera pas brutale, mais se fera en fonction de l'amélioration de la conjoncture au second semestre.

Les indicateurs économiques rassurent de part et d'autre de l'Atlantique. Une fois encore l'économie américaine a envoyé des signaux très encourageants. L'indice ISM manufacturier est ressorti à 55,4 en juillet, alors qu'il évoluait sous la barre des 50 depuis le printemps. Surtout il touche, à cette occasion, un plus haut depuis avril 2011.

Mais si les Etats-Unis ne font que confirmer la bonne santé de leur économie, les nouvelles les plus prometteuses viennent d'Europe. La zone euro, jusqu'ici la seule à être encore en récession, semble désormais engagée sur la voie du redressement. L'enquête PMI du mois de juillet a ainsi confirmé une amélioration de la conjoncture européenne pour la première fois depuis deux ans.

Pas d'amélioration notable du côté des émergents. Alors que les bonnes nouvelles se multiplient du côté occidental, les économies émergentes semblent rester quelque peu en marge de cette amélioration. Première concernée, la Chine continue de montrer des signes de ralentissement. Un paradoxe pour le premier exportateur mondial qui ne paraît pas profiter de l'embellie conjoncturelle aux Etats-Unis. Les changements politiques et les évolutions économiques et financières en cours constituent manifestement un frein à la croissance chinoise - même si celle-ci demeure conséquente. Reste à savoir quelle sera l'ampleur de ce mouvement.

L'ALLOCATION TACTIQUE de David Ganozzi, sur la base du portefeuille de Fidelity Patrimoine, au 31.07.13

Allocation par classes d'actifs

	--	-	=	+	++
Actions					■
Matières Premières			■		
Obligations			■		
Monétaire	■				

Allocation au sein des actions

	--	-	=	+	++
Etats-Unis				■	
Europe		■			
Asie ex Japon			■		
Japon				■	
Marchés émergents			■		

Allocation au sein des obligations

	--	-	=	+	++
Investment Grade Euro	■				
Euro High Yield				■	
Euro Short Term				■	
Dettes émergentes		■			

Source : Fidelity, sur la base du fonds FF - Fidelity Patrimoine

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

ACTIONS : Maintien payant d'une surexposition

Malgré le net repli des marchés en juin, nous avons maintenu nos positions sur les actions. Une stratégie qui s'est révélée payante car les marchés actions ont effacé en grande partie la baisse du mois précédent, rassurés par le message de la Fed et encouragés par les signaux conjoncturels aux Etats-Unis et en Europe. Les marchés américains se sont même payé le luxe de toucher de nouveaux plus hauts historiques !

Ce rebond conforte bien entendu notre surexposition sur cette classe d'actif. Les perspectives de croissance sont propices à alimenter les bénéfices des entreprises dont la valorisation est, par ailleurs, loin d'être excessive. Notre préférence se porte toujours sur les actions américaines et japonaises (au détriment des valeurs européennes et émergentes), les mieux placées pour bénéficier des vents porteurs de la reprise mondiale.

OBLIGATIONS : Une neutralité toujours d'actualité

Depuis le début du printemps, les taux longs poursuivent leur hausse en pente douce. Si nous restons globalement neutres sur cette classe d'actif, cette remontée structurelle nous incite à la plus grande prudence sur les taux longs pour lesquels nous maintenons une sous-pondération. A l'inverse, nous conservons une préférence pour les obligations à haut rendement (high yield) plus à même de profiter de l'amélioration actuelle de la conjoncture. Ce positionnement se fait au détriment du cash qui nous apparaît toujours le moins attractif et sur lequel nous restons sous-exposés.

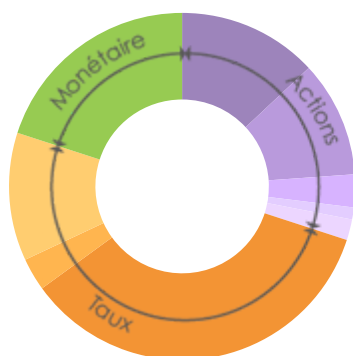
MATIERES PREMIERES : Une pondération neutre inchangée

Dans la continuité des mois précédents, nous conservons notre position neutre aux matières premières. Un positionnement qui s'est révélé une fois encore pertinent au regard de la baisse continue de cette classe d'actif sur le mois de juillet. Néanmoins, cette position doit être nuancée. En effet, si l'environnement actuel n'est pas de nature à favoriser les métaux précieux traditionnellement considérés comme des valeurs "refuge", à l'inverse, les métaux industriels restent une opportunité pour profiter de la reprise de la croissance.

L'ALLOCATION D'ACTIFS

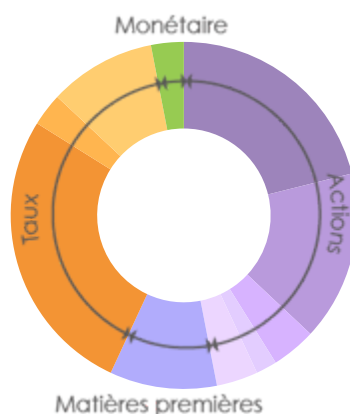
Illustration au travers de 3 portefeuilles types, au 31.07.13

Défensif (3 ans)



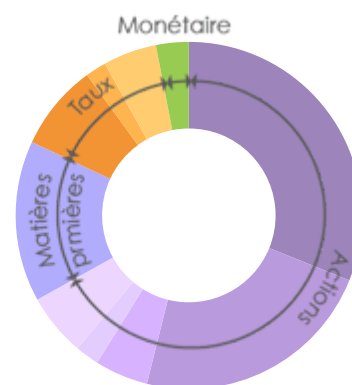
■ Actions Europe	13%	30%
■ Actions Etats-Unis	11%	
■ Actions Japon	3%	
■ Actions Asie Pacifique	1%	
■ Actions Emergents	2%	
■ Obligations Euro "Investment Grade"	35%	50%
■ Obligations Euro "High Yield"	3%	
■ Obligations Euro Court terme	12%	
■ Monétaire Euro	20%	20%

Equilibre (5 ans)



■ Actions Europe	21%	47%
■ Actions Etats-Unis	16%	
■ Actions Japon	4%	
■ Actions Asie Pacifique	2%	
■ Actions Emergents	4%	
■ Matières premières	10%	10%
■ Obligations Euro "Investment Grade"	27%	40%
■ Obligations Euro "High Yield"	3%	
■ Obligations Euro Court terme	10%	
■ Monétaire Euro	3%	3%

Dynamique (> 5 ans)



■ Actions Europe	31%	67%
■ Actions Etats-Unis	23%	
■ Actions Japon	5%	
■ Actions Asie Pacifique	2%	
■ Actions Emergents	6%	
■ Matières premières	15%	15%
■ Obligations Euro "Investment Grade"	8%	15%
■ Obligations Euro "High Yield"	2%	
■ Obligations Euro Court terme	5%	
■ Monétaire Euro	3%	3%

La vision de nos experts obligataires

au 31.07.13

Duration et emprunts d'Etat

	--	-	=	+	++
Duration		...			
Govies US					
Govies Core Euro					
Govies Euro périphérique					
Govies Royaume-Uni					

Notre scénario est celui d'une croissance lente et d'une inflation faible, avec un risque extrême important, notamment un risque baissier accru en matière de croissance. Les signaux envoyés par les marchés développés nous semblent contrastés, ce qui pourrait limiter notre degré de conviction ; nous pensons que les marchés émergents seront encore plus atones.

États-Unis - Nous nous montrons prudents concernant des anticipations de croissance en hausse aux États-Unis. La Fed souhaite procéder à une réduction de ses achats mensuels de titres, ce qui se traduit par une diminution des programmes QE aux États-Unis. Selon nous, ce thème devrait se confirmer ces prochains mois, la communication avec les marchés représentant un véritable défi pour la banque centrale. Notre maintienons notre exposition à la duration des taux d'intérêt dans les portefeuilles d'obligations mondiales et américaines.

Royaume-Uni - La politique monétaire britannique devrait être à la fois corrélée à l'inflation et au chômage. Les rendements britanniques actuels sont cohérents avec le contexte macroéconomique. Notre positionnement est légèrement sous-exposé en duration.

Zone euro - L'Europe reste dans l'incertitude, avec une croissance anémique, un chômage élevé, des mesures d'austérité pesantes et le désendettement des banques. Il est fait grand cas du récent rebond des indices européens des directeurs d'achats, des conditions de crédit anticipées pour les 3 prochains mois et d'une baisse des pressions budgétaires, favorables dans une certaine mesure à la croissance. Pourtant, la demande de prêts non financiers reste faible. Dans l'ensemble, nous pensons que la BCE restera sur la réserve pendant encore quelques réunions, même si l'inflation est nettement inférieure aux niveaux cibles. Nous sommes globalement surexposés en duration dans les pays « core », de sorte que les portefeuilles européens devraient bénéficier d'une éventuelle baisse des taux d'intérêt à long terme, si les investisseurs venaient à être convaincus que l'inflation n'augmentera pas.

Crédit Investment Grade

	--	-	=	+	++
Sensibilité crédit					
Investment Grade US					
Investment Grade Euro					
- Financières					
- Corporate					
Investment Grade Royaume-Uni					
Investment Grade Asie					

Monde - Les fondamentaux continuent à se dégrader presque partout et les valorisations de la dette Investment Grade ont retrouvé leurs niveaux d'avant l'annonce de l'arrêt des programmes de QE. Toutefois, il est important de noter que la croissance du crédit ralentit. Cela s'explique, du côté de la demande, par une croissance faible et le risque de crédit, et du côté de l'offre, par une activité de prêts bancaires fragmentée. L'offre nette d'emprunt d'État, de Mortgage Back Securities (titrisation de créance hypothécaire), d'obligations d'entreprises, de prêts bancaires, d'ABS continue de diminuer, même après le début de l'arrêt des programmes de QE de la Fed. Cette réduction de l'offre tient déjà compte de l'intervention de la Banque du Japon, et représente 25 % de l'offre mondiale nette sur 2 ans. Les titrisations de créance hypothécaire sont désormais à leurs niveaux les plus faibles par rapport au crédit depuis août 2011.

États-Unis - Dans ce contexte, nous ne souhaitons pas être trop exposés à la duration des spreads de la dette privée américaine, à l'exception de certains titres BB dont la note pourrait être relevée.

Royaume-Uni - Après la récente remontée des spreads, notamment des titres BBB et A, nous identifions toujours un potentiel haussier. Les portefeuilles britanniques affichent un DTS* positif. Pourtant, compte tenu de l'incertitude économique, les portefeuilles privilégient les secteurs cycliques.

Zone euro - Le crédit européen a bien rebondi. Les portefeuilles européens surpondèrent actuellement le bêta du crédit.

Obligations indexées sur l'inflation

	--	-	=	+	++
Duration réelle					
US TIPS					
Autres indexées inflation - \$					
Indexées inflation - €					
Indexées inflation - UK					
Indexées inflation - émergents					

États-Unis - Les TIPS sont aujourd'hui pertinents dans un portefeuille.

Royaume-Uni - Nous sommes négatifs sur les points morts d'inflation. Les swaps à long terme offrent un potentiel haussier.

Zone euro - L'inflation reste modérée en Europe : anticipations de points morts d'inflation négatifs en Europe. Nous anticipons en revanche, plus d'inflation sur la partie courte.

*DTS (Duration Time Spread) : mesure la sensibilité du prix par rapport à un changement relatif du spread. Il peut servir à modéliser le risque d'un portefeuille.

La vision de nos experts obligataires

au 31.07.13

Dettes à haut rendement

	--	-	=	+	++
Haut rendement US				...	■
Haut rendement Euro				...	■
Haut rendement Asie		■			

La quête continue de rendement est favorable à cette classe d'actifs, même si nous notons que le secteur approche de sa juste valeur

Europe - Nous sommes raisonnablement optimistes à l'égard du haut rendement européen. Après un récent plus bas, le secteur a connu une reprise salutaire. Nous pensons que le haut rendement européen devrait bien résister car la nette préférence de la BCE pour des taux d'intérêt « plus bas plus longtemps » et une inflation modérée devraient jouer en faveur des solutions à revenu élevé, toujours attrayantes. Les taux de défaut européens devraient rester faibles car les entreprises sont toujours prudentes ; le marché est dominé par les titres notés BB et les émissions primaires sont principalement destinées au refinancement. La sous-exposition en duration du haut rendement européen par rapport aux autres actifs obligataires, y compris le haut rendement américain, devrait être favorable à cette classe d'actifs car les spreads fournissent une protection convenable en termes de valorisation, tandis que le revenu des coupons reste le principal moteur de performances. Les flux de capitaux sont corrélés aux performances – malgré une correction, le haut rendement européen affiche un rendement positif depuis le début de l'année avec des décollectes limitées. Néanmoins, des inquiétudes persistent concernant une liquidité faible, une certaine complaisance à l'égard de la crise de la zone euro, la capacité du marché à digérer une offre soutenue, la qualité des émetteurs et des prix.

Asie - Les fondamentaux se dégradent, les valorisations du crédit ne sont plus suffisamment attrayantes et les facteurs techniques sont généralement moins favorables. Dans l'ensemble, l'endettement a été trop important ces dernières années. C'est pourquoi nous adoptons une position défensive sur le haut rendement asiatique sur les 3 à 6 prochains mois. Le secteur est fortement corrélé au sentiment des investisseurs et aux flux de capitaux. Par conséquent, nous tentons de reconstituer des coussins de liquidité, si possible grâce aux indices de CDS. Notre principale stratégie : sous-pondérer les obligations du secteur industriel, adopter une position neutre sur l'immobilier, surpondérer les indices de CDS, réduire la sous-pondération des titres des sociétés productrices de matières premières en difficulté, maintenir les niveaux de liquidités à 7 %.

Dettes émergentes

	--	-	=	+	++
Hard currency		■			
Devise locale		■			
Dettes émergentes corporate		■			

Les marchés émergents ont regagné une partie du terrain pendant le mois, mais sont restés sous pression étant donné la hausse des principaux taux, le tassement de la croissance des marchés émergents par rapport aux marchés développés, la dégradation des balances extérieures. Néanmoins, nous avons observé des différences entre les classes d'actifs et au sein de celles-ci ; par exemple :

Depuis le début de l'année : les obligations d'entreprise des marchés émergents ont surperformé (duration courte, élargissement des spreads), tandis que la dette émergente en devise locale a sous-performé (duration et devises),

Depuis le début du mois : les taux asiatiques ont sous-performé (Inde, Indonésie), tandis que les obligations d'entreprise d'Amérique latine ont continué à faire l'objet de tensions (par exemple, les constructeurs mexicains, les producteurs de viande brésiliens).

Les marchés émergents entrent dans une phase de désendettement attendue depuis longtemps, ce qui nous conduit à la prudence.

Positionnement :

- surexposition en duration, conviction forte ;
- DTS* long, conviction moyenne ;
- long sur les devises, conviction faible (principalement attribuable à des facteurs techniques, mais différenciation toujours notable en termes de valorisations).

*DTS (Duration Time Spread) : mesure la sensibilité du prix par rapport à un changement relatif du spread. Il peut servir à modéliser le risque d'un portefeuille

Source: FIL Limited. Ce document résulte d'une synthèse d'opinion du comité de stratégie de gestion obligataire. Il ne s'agit pas de la stratégie obligataire Fidelity, chaque gérant au sein de Fidelity étant au final responsable de ses décisions de gestion et d'allocation. Les prises de position en portefeuille peuvent donc varier par rapport aux vues exprimées dans ce document. Le positionnement au sein de chacun des segments obligataires est un positionnement en absolu de chacun de ces sous-segments.

Document de reporting.

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

Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs. 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. 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. Toute souscription dans un compartiment doit se faire sur la base du prospectus actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur le site internet ou sur simple demande auprès de Fidelity. 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. Publié par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le n° GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM 1442