

Les mauvaises nouvelles ne remettent pas en cause le scénario de reprise

Points forts

- Les mesures de la banque du Japon (BoJ) pour relancer l'économie nippone.
- Le délais supplémentaire accordé à certains pays de la zone euro pour réduire leur déficit.
- La baisse continue du cours des matières premières.

Points faibles

- La déception suscitée par les indicateurs économiques aux Etats-Unis et en Chine.
- La poursuite du déclin de l'activité en zone euro.

Après trois mois d'une dynamique encourageante, la croissance mondiale a, sur le mois écoulé, suscité quelques inquiétudes quant à sa pérennité. Néanmoins, ce fléchissement apparaît comme une simple baisse de régime et ne préfigure pas un retournement de tendance.

La croissance mondiale a montré de nombreux signes de fébrilité sur le mois d'avril. Toujours dans la même posture, la zone euro a continué d'égrener son chapelet de mauvaises nouvelles. Parallèlement, les deux moteurs économiques que sont les États-Unis et la Chine ont fait état d'une baisse de régime. Chiffres et statistiques sur l'emploi et l'activité manufacturière ont fait ressurgir les craintes de déflation.

Les inquiétudes entourant un éventuel retournement sont loin d'être justifiées. Si les statistiques du mois d'avril ont surpris, la déception qu'elles ont suscitée est à relativiser. Le fléchissement de l'activité aux États-Unis tient surtout au contrecoup des mesures de resserrement budgétaire. Mais cela ne remet pas en question la robustesse de la croissance américaine tirée par une forte demande intérieure. Par ailleurs, le recul significatif et continu des matières premières s'annonce comme un soutien précieux à la croissance mondiale.

Le changement anime désormais le Japon et, dans une moindre mesure, l'Europe. Déterminée à soutenir la croissance nippone, la BoJ s'est lancée dans une politique quantitative d'ampleur qui tend déjà à redonner confiance aux agents économiques japonais. De son côté, la zone euro, consciente que la rigueur a ses limites, évolue vers un momentum plus souple en accordant un délai supplémentaire à certains pays pour réduire leur déficit.

L'ALLOCATION TACTIQUE de David Ganozzi, sur la base du portefeuille de Fidelity Patrimoine, au 30.04.13

Allocation par classes d'actifs
Surpondération des actions et retour à neutre sur les Mat.1ères

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

Allocation au sein des actions
Surpondération Asie, Japon et Emergents

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

Allocation au sein des obligations
Surpondération du « high yield » et obligations court terme

	--	-	=	+	++
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 : Une surpondération maintenue malgré les mauvaises surprises.

Les événements du mois d'avril n'ont pas ébranlé nos convictions profondes. En dépit du recul des marchés d'actions, nous restons surpondérés sur les actifs risqués. En ce sens, le mouvement de rattrapage depuis la fin avril conforte notre position. Les actions demeurent le meilleur parti pour profiter des retombées de la reprise économique, essentiellement tirée par les pays émergents et plus particulièrement par la Chine et l'Asie du Sud-est. Notre surexposition à cette zone géographique reste inchangée à ceci près que notre spectre s'élargit. Il englobe désormais le Japon, les récentes mesures de la BoJ sont de nature, selon nous, à profiter aux marchés nippons. A l'opposé, la situation économique européenne, ne montrant pas de signe d'amélioration, nous restons sous-pondérés sur la zone euro.

OBLIGATIONS : Renforcement sur le court terme

Les derniers développements macro-économiques ont fait évolué notre allocation sur les obligations qui se sont le mieux comportées sur le mois écoulé. Si, dans l'ensemble, nous conservons une sous-pondération (en relatif) sur cette classe d'actif, nous avons toutefois renforcé notre exposition. Ce changement a exclusivement profité aux obligations court terme qui tendent à bénéficier de l'évolution du momentum en zone euro - au premier rang desquelles celles des pays périphériques.

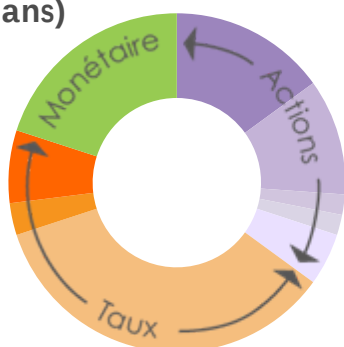
MATIERES PREMIERES : Réduction de l'exposition

Dans une conjoncture marquée par un fléchissement de l'activité mondiale, les matières premières ont été les premières pénalisées. Continuant de penser que la reprise mondiale va être solide mais tempérée, nous avons décidé de réduire notre exposition sur cette classe d'actif qui, selon nous, n'est plus à même de profiter du cycle économique actuel.

L'ALLOCATION D'ACTIFS

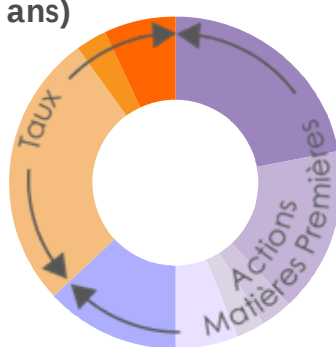
Illustration au travers de 3 portefeuilles types, au 29.04.13

Défensif (3 ans)



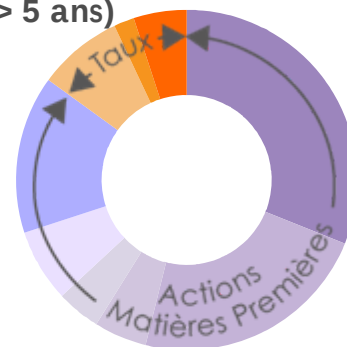
■ Actions Europe	14%	35%
■ Actions Etats-Unis	11%	
■ Actions Japon	3%	
■ Actions Asie Pacifique	2%	
■ Actions Emergents	5%	
■ Obligations Euro "Investment Grade"	35%	45%
■ Obligations Euro "High Yield"	3%	
■ Obligations Euro Court terme	7%	
■ Monétaire Euro	20%	20%

Equilibre (5 ans)



■ Actions Europe	21%	50%
■ Actions Etats-Unis	16%	
■ Actions Japon	4%	
■ Actions Asie Pacifique	3%	
■ Actions Emergents	6%	
■ Matières premières	10%	10%
■ Obligations Euro "Investment Grade"	27%	40%
■ Obligations Euro "High Yield"	3%	
■ Obligations Euro Court terme	10%	

Dynamique (> 5 ans)



■ Actions Europe	31%	70%
■ Actions Etats-Unis	23%	
■ Actions Japon	5%	
■ Actions Asie Pacifique	4%	
■ Actions Emergents	7%	
■ Matières premières	15%	15%
■ Obligations Euro "Investment Grade"	8%	15%
■ Obligations Euro "High Yield"	2%	
■ Obligations Euro Court terme	5%	

La vision de nos experts obligataires

au 30.04.13

Duration et emprunts d'Etat

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

Si les marchés ont rapidement pris du recul sur la thématique du "mur budgétaire" américain, les principaux risques perdurent : Tout d'abord, les tentatives de désendettement répétées - et surtout simultanées - de nombreux secteurs et nombreux pays. Ensuite, la spirale baissière qui se forme entre l'austérité, la croissance faible, l'augmentation des ratios dette/PIB reste bien présente à la périphérie de la zone euro. Si les fondamentaux de la zone euro continuent de se détériorer rapidement, cela ne semble guère émouvoir le marché. Les obligations espagnoles et italiennes à 10 ans ont vu leurs rendements baisser d'au moins 60 pb depuis l'annonce de la BoJ.

Pour le moment, la faiblesse des taux d'intérêt réels et de la croissance, eu égard aux normes des dernières décennies, ne semble pas devoir s'atténuer dans un avenir prévisible. Est-ce une mauvaise nouvelle pour les marchés à risque ? Pas nécessairement, tant que les banques centrales continuent d'apporter leur soutien. QE, QE, QE... L'assouplissement quantitatif devrait selon nous faire le bonheur des marchés à risque durant un bon moment. Les rendements des obligations d'Etat des marchés développés poursuivent leur congestion, sous l'influence prédominante de l'assouplissement quantitatif sur les marchés à risque. Les principaux rendements d'Etats restent sur des plus bas historiques. Parmi eux, nous continuons de favoriser les Bunds aux Gilts ou aux bons du Trésor américain.

Crédit Investment Grade

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

Notre vision des perspectives fondamentales des obligations d'entreprises continue de s'orienter fermement vers une détérioration, en particulier aux Etats-Unis, où les actions favorables aux actionnaires et le réendettement des bilans sont devenus la norme. Même si les niveaux de spread actuels commencent à témoigner d'une certaine fragilité, cela reste selon nous insuffisant pour compenser les écarts grandissants entre les cours acheteurs et les cours vendeurs (bid-offer spreads). Les marchés émergents sont une région susceptible de présenter un potentiel d'alpha lié à la sélection de valeurs.

Toutefois, en gardant cela à l'esprit, dans un environnement de taux bas et sur une base ajustée des taux de défauts, les spreads demeurent fondamentalement attractifs. Dans cet environnement où les fondamentaux se détériorent, nous ne pensons pas que le risque de défaut (qui ne reste qu'une composante parmi d'autres du risque global sur le crédit investment grade) puisse impacter fortement les spreads. Le risque de liquidité est un élément plus important et l'assouplissement quantitatif devrait continuer à abaisser cette prime de liquidité, avec un impact positif sur les spreads. Notre préférence consiste à s'exposer autant que possible au bêta du crédit mais dans les secteurs défensifs, tels que les télécommunications et les services aux collectivités. En Europe, les financières et financières subordonnées périphériques affichent toutes une bonne robustesse à la lumière de l'environnement largement favorable au risque observé depuis l'annonce de la BoJ.

Dettes à haut rendement

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

Malgré la faiblesse des rendements, les valorisations ne sont pas trop chères. Les investisseurs dans le segment du haut rendement perçoivent un bon rendement au regard du taux de perte en cas de défaut et du spread offert par rapport à la moyenne historique. Les émissions d'obligations assorties d'une perspective négative demeurent modestes. Les émissions de titres CCC sont largement inférieures à leur pic de 2007. Ainsi, quels sont les catalyseurs à court terme du risque de défaut ? Le profil des échéances courtes est sain et restera échelonné. Il est difficile d'imaginer que les défauts à court terme puissent s'amplifier de manière significative dans les deux ans, à moins d'une perturbation majeure. Comme pour le crédit Investment Grade, dans cet environnement où les fondamentaux se détériorent, nous ne pensons pas que le risque de défaut (qui ne reste qu'une composante parmi d'autres du risque global sur le crédit à haut rendement) puisse impacter fortement les spreads. Le risque de liquidité est un élément plus important et l'assouplissement quantitatif devrait continuer à abaisser cette prime de liquidité, avec un impact positif sur les spreads.

La vision de nos experts obligataires

au 30.04.13

Dette émergente

	--	-	=	+	++
Hard currency		■			
Devise locale		■			
Dette émergente corporate				■	

La dynamique de croissance des marchés émergents, telle qu'indiquée par les indices PMI, a marqué le pas par rapport à celle des marchés développés, reflétant la décélération de la croissance en Chine, au Brésil et dans d'autres pays. Ce ralentissement représente un effet négatif sur tous les actifs risqués émergents, se traduisant sur les spreads, les devises et les actions. Le ralentissement de la croissance chinoise est particulièrement préoccupant. La contraction probable du crédit au deuxième semestre devrait ralentir la croissance à 7% ou moins. Les marchés doivent encore en tenir compte. Il convient également de mentionner l'amélioration des actions des agences de notation. Au cours des trois dernières années, les trois épisodes de tarissement des flux de fonds vers la dette émergente ont coïncidé avec des périodes durant lesquelles les agences de notation procédaient à davantage de dégradations que de révisions à la hausse de souverains émergents. Le premier trimestre 2013 n'a pas fait exception. Certains signes montrent un redressement des révisions à la hausse des notations en mars/avril.

Nous anticipons un conflit entre les mesures articulées autour d'un objectif d'inflation et les mesures macro-prudentielles. Ce qui signifie que les mesures palliatives destinées à maintenir une inflation basse ne vont pas résoudre les déséquilibres entre l'offre et la demande dans la plupart des pays émergents, tels que le Brésil ou la Turquie. Dans ce contexte, les courbes devraient selon nous se pentifier. Nous tablons également sur des politiques monétaires d'assouplissement plutôt que de durcissement : les banques centrales émergentes sont plus enclines à baisser qu'à relever leurs taux. Les pays menant une politique de détente sont la Pologne, la Hongrie, la Turquie, le Mexique, la Russie. Les pays qui resserrent (ou devraient le faire) leur politique monétaire sont le Brésil, la Malaisie et la Thaïlande).

Enfin, nous anticipons une nouvelle décélération de la croissance émergente. Ce risque nous paraît supérieur à celui d'une hausse des rendements des bons du Trésor américain.

Obligations indexées sur l'inflation

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

L'inflation n'est tout simplement pas perçue comme un problème. Même au Royaume-Uni, où l'atténuation des tensions inflationnistes pourrait justifier des mesures de relance supplémentaire de la Banque d'Angleterre, un changement de cap en matière de politique monétaire nous semble improbable. Le risque de voir ce contexte se transformer aux Etats-Unis est plus préoccupant. Si une telle évolution pourrait aller de pair avec une économie plus robuste, elle pourrait nuire aux marchés financiers. La récente contraction des points morts d'inflation des marchés développés a ramené les valorisations sur des niveaux trop bas par rapport aux anticipations d'inflation suggérées par les enquêtes. Différents secteurs de matières premières ont affiché une normalisation vers leurs récents plus hauts. Le déclin le plus marqué a été observé au niveau des métaux précieux - dont l'impact sur l'IPC est faible voire nul. Globalement le marché ne semble pas inquiet à court terme sur la thématique de l'inflation comme indiqué par la chute des points morts. La question de l'inflation se pose donc plus sur une perspective de long terme.

Source: FIL Limited, 15/03/2013. 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.

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 1366