

L'allocation mensuelle de Fidelity

Janvier 2016

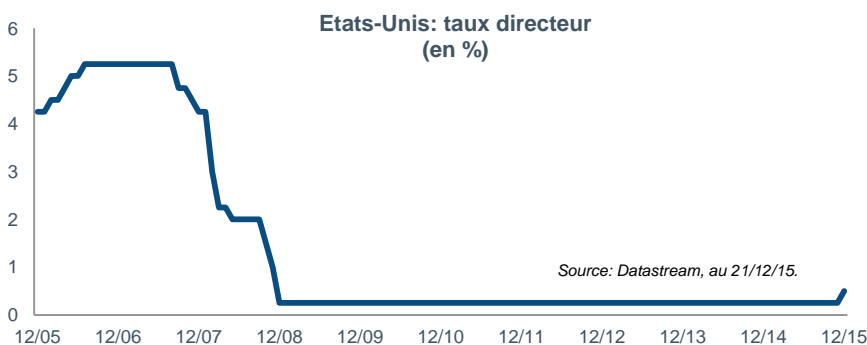
Morosité de fin d'année

Après le rebond des deux précédents mois, les marchés ont conclu l'année 2015 sur un repli. En dépit des inquiétudes persistantes sur les économies émergentes, la reprise dans les pays développés nous conforte dans notre positionnement en faveur des actifs risqués.

Contorsion. Indéniablement, les banques centrales ont été les grandes protagonistes de la fin d'année. Les instances sont simultanément intervenues pour ajuster leur politique monétaire afin qu'elles collent au plus près de la réalité économique. Or dans un contexte marqué par une dichotomie des cycles entre les États-Unis et le reste du monde, l'exercice s'est traduit par une contorsion des taux comme rarement auparavant. La BCE a ouvert le bal en annonçant le renforcement de ses mesures d'assouplissement monétaire avec notamment le prolongement du QE jusqu'en mars 2017. Tournant (enfin) la page de la crise financière, la Fed a, pour sa part, procédé à son premier tour de vis monétaire depuis neuf ans en remontant d'un quart de point ses taux directeurs à 0,50%. Enfin, de son côté, la BoJ a annoncé l'extension de son programme de rachat d'actifs. Autant d'annonces qui n'ont pas toujours eu les effets escomptés. Alors que l'opération, pourtant délicate, de la Fed est passée sans encombre, les mesures minimales mais cohérentes de la BCE ont, en revanche, pâti des faux-pas de Mario Draghi en matière de communication.

La tête en 2016. Traditionnellement haussiers en décembre, les marchés ont été chahutés sur le mois écoulé, concluant finalement l'année sur une note négative. Une baisse d'autant plus surprenante que, parallèlement, les fondamentaux économiques sont restés inchangés sur la période, continuant de délivrer des signes encourageants en provenance des économies occidentales et du Japon. Ce dernier a fait état d'une croissance de 0,3 % au troisième trimestre (1% en rythme annuel). La zone euro a tourné à la même cadence sur la période observée faisant ressortir une croissance de 1,6 % sur un an. Par ailleurs, bien qu'en léger recul, le PMI composite (Markit) dans son estimation flash (54 pts) laissait augurer une croissance de 0,4 % sur le quatrième trimestre. Aux États-Unis, les derniers indicateurs publiés en 2015 ont facilité la tâche de Janet Yellen en perspective de la remontée des taux. Le PIB a progressé de 2 % au troisième trimestre tandis que les créations d'emplois (211.000) sur novembre sont ressorties très au-dessus des attentes. Malgré tout, cette salve de bons indicateurs n'a pas suffi. A croire que les investisseurs avaient déjà la tête en 2016...

Le graphe du mois



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.

Points forts

- La Fed remonte ses taux directeurs
- La conjoncture reste robuste dans les pays développés

Points faibles

- La fragilité des économies émergentes perdure
- Les matières premières poursuivent leur repli

L'allocation tactique

De David Ganozzi sur la base du portefeuille de Fidelity Patrimoine, au 31.12.15
En relatif par rapport à l'allocation stratégique

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				■	
Dette émergente		■			

L'allocation mensuelle de Fidelity

Janvier 2016

BILAN 2015

Krachs boursier en Chine, repli des matières premières, glissade estivale des marchés, craintes sur les émergents, volatilité extrême ... En dépit des apparences et d'un mois de décembre baissier, le bilan 2015 est loin d'être négatif. Rester sur une telle impression serait oublier trop vite la performance historique enregistrée sur les marchés actions au premier trimestre. Et, au final, les 9,34 % affichés par le MSCI World sur l'année, confirmant la suprématie des actions sur les autres classes d'actifs. Sans surprise, confortant par la même occasion notre stratégie d'allocation, ce sont les zones en phase de reprise qui affichent les plus belles performances annuelles à commencer par le Japon (22,41 %) et l'Europe (11,47%).

Parallèlement, le marché obligataire a connu une phase de transition. Quantitative easing en Europe, politique accommodante poussée à l'extrême au Japon, remontée des taux américains, baisse des taux chinois ... Les opérations et annonces à l'initiative des banques centrales ont été nombreuses et finalement bien négociées. L'investissement grade affiche ainsi un petit gain annuel de 1,03 %, le high yield s'est apprécié sur la période de 0,73 % et le court terme de 0,63 %.

En revanche, l'année 2015 n'aura vraiment pas été celle des matières premières qui affichent la plus mauvaise performance des classes d'actifs avec une chute annuelle de 16,12 %. Le ralentissement des émergents, l'appréciation du dollar - reflet de la singularité de la croissance américaine - et le maintien des quotas de l'Opep ont notamment fortement pesé sur le cours du pétrole qui après avoir flirté avec les 70 dollars le baril, début mai, a terminé l'année sous les 40 dollars.

ACTIONS

Une surpondération reconduite pour 2016

En dépit de bons indicateurs économiques en provenance des économies développées, les marchés actions ont souffert de la prudence des investisseurs. Dans un contexte caractérisé par les interventions des banques centrales, ces derniers ont semblé-t-il préféré garder une distance de sécurité avec les marchés. Or, après deux mois de forte hausse, les actions n'ont pas été épargnées.

Ce mouvement ne remet cependant pas en cause nos convictions. Nous restons confiants sur la poursuite de la reprise dans les économies développées. Ce scénario nous incite donc à maintenir une position en faveur des actifs risqués au premier rang desquels les actions.

Plus précisément, nous continuons de privilégier les actions japonaises et européennes sur lesquelles nous demeurons surexposés. En dépit des craintes persistantes sur les émergents, nous gardons le curseur à « neutre » sur ces pays ainsi que la zone Asie-Pacifique. Enfin, nous conservons une sous-exposition aux marchés américains pour des raisons de valorisation.

OBLIGATIONS

Plus que jamais « Neutre »

Logiquement, le compartiment obligataire a été concerné au premier chef par les interventions répétées des banques centrales. Mais contrairement à ce qui était redouté initialement ce n'est pas tant la hausse des taux américains que le renforcement de l'assouplissement monétaire de la BCE qui a le plus chahuté les marchés. Pourtant, le tapering et le krach obligataire du printemps 2013 avaient mis en lumière la forte appréhension des investisseurs concernant un resserrement monétaire outre-Atlantique. Mais le virage a finalement bien été négocié. Sur le mois écoulé, le compartiment n'a cédé que 1 %. Nous maintenons un positionnement à « neutre » sur cette classe d'actifs au sein de laquelle nous continuons de préférer le high yield et le court terme aux obligations les mieux notées.

MATIERES PREMIERES

« Neutre » malgré tout

Après le sursaut de novembre, les matières premières ont rechuté, terminant l'année 2015 comme elles l'ont traversée. Les craintes persistantes sur les émergents et la Chine continuent de tirer les cours à la baisse. A cela s'est ajouté un nouveau statu-quo des membres de l'Opep lors de leur dernière réunion à Vienne fin décembre, ce alors que les prix du baril pâtissent d'un excédent d'offre. Malgré cette chute des cours, nous restons à « neutre » sur cette classe d'actifs qui entretient par ailleurs un potentiel de rebond désormais important.

À surveiller

- Principal sujet de préoccupation des investisseurs, la Chine devrait rester au centre de l'attention en ce début d'année. Dans ce contexte, **les indicateurs en provenance de l'Empire du Milieu seront une fois encore à surveiller de très près.**
- En dépit de la remontée des taux aux États-Unis, **les données conjoncturelles en particulier sur l'évolution des prix, des salaires et sur le secteur manufacturier, continueront d'être minutieusement observées.**

L'allocation d'actifs

Illustration au travers de 3 portefeuilles types, au 31.12.15

Défensif (3 ans)

Actions	
Actions Europe	16 %
Actions Etats-Unis	9 %
Actions Japon	3 %
Actions Asie Pacifique	1 %
Actions Emergents	2 %
Total	31 %

Taux	
Obligations Euro « Investment Grade »	35 %
Obligations Euro « High Yield »	3 %
Obligations Euro Court Terme	12 %
Total	50 %

Monétaire	
Monétaire Euro	19 %
Total	19 %

Equilibre (5 ans)

Actions	
Actions Europe	25 %
Actions Etats-Unis	14 %
Actions Japon	3 %
Actions Asie Pacifique	1 %
Actions Emergents	3 %
Total	46 %

Matières premières	
Matières premières	10 %
Total	10 %

Taux	
Obligations Euro « Investment Grade »	27 %
Obligations Euro « High Yield »	3 %
Obligations Euro Court Terme	10 %
Total	40 %

Monétaire	
Monétaire Euro	4 %
Total	4 %

Dynamique (> 5 ans)

Actions	
Actions Europe	35 %
Actions Etats-Unis	21 %
Actions Japon	4 %
Actions Asie Pacifique	2 %
Actions Emergents	4 %
Total	66 %

Matières premières	
Matières premières	15 %
Total	15 %

Taux	
Obligations Euro « Investment Grade »	11 %
Obligations Euro « High Yield »	3 %
Obligations Euro Court Terme	5 %
Total	19 %

Monétaire	
Monétaire Euro	0 %
Total	0 %

L'allocation mensuelle de Fidelity

Janvier 2016

Les perspectives de nos experts obligataires

au 31.12.15

Emprunts d'État et duration

En 2016, il est peu probable que le contexte macro-économique évolue fortement. La croissance économique demeurera entre 1-2 %, les pressions inflationnistes resteront relativement atones et la prudence sera encore de mise en matière de politique monétaire. Dans un tel environnement, les rendements souverains continueront d'afficher des performances légèrement positives ces douze prochains mois, à l'instar du rendement total proche de 1 % enregistré en 2015.

Etats-Unis : après plusieurs mois de communication ciblée et de gestion des anticipations, la Réserve fédérale a enfin décidé de relever ses taux d'intérêt de 25 pb. Le contexte macro-économique américain était favorable (avec notamment la poursuite encourageante du redressement du marché de l'emploi), ce qui a convaincu la Fed que l'économie peut supporter des taux supérieurs. Reste à savoir si la forte hausse des emplois se traduira en 2016 par une augmentation des salaires et de l'inflation. Le marché est prudent concernant les taux américains, tablant sur une hausse de seulement 70 pb ces douze prochains mois contre 100 pb suggéré par la Fed. Malgré les risques persistants d'une accélération de l'inflation salariale, nous jugeons les valorisations du marché convenables et maintenons donc une position neutre sur les bons du Trésor américain.

Europe: la reprise cyclique se poursuit avec l'aide du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. Avec des achats d'actifs planifiés au moins jusqu'en mars 2017, le marché anticipe déjà des rendements faibles parmi les emprunts d'État européens (EGB) ces deux prochaines années. Bien qu'un taux de rémunération des dépôts encore plus négatif puisse accroître le potentiel haussier des EGB, les valorisations sont extrêmes puisque les Bunds allemands affichent des rendements négatifs sur des échéances allant jusqu'à 6 ans. Comme nous l'avons vu au printemps dernier durant les secousses violentes sur le Bund, les ajustements peuvent être rapides. Nous préférons donc allouer du risque aux produits de spread, obligations souveraines périphériques y compris, dans lesquels un rendement supérieur et un spread plus large peuvent aider à amortir les performances en cas d'accès de volatilité.

Positionnement tactique	--	-	=	+	++
Duration				■	
Govies US				■	
Taux Core Euro		■			
Taux périphérie				■	
Taux Royaume-Uni		■			

Crédit Investment Grade

Partout dans le monde, les obligations Investment Grade ont terminé l'année 2015 sur une performance neutre. Le même scénario devrait se répéter en 2016, à une exception près : les valorisations sont désormais plus attrayantes. Dans ce contexte, la classe d'actifs pourrait enregistrer des performances favorables (jusqu'à 5 %) en 2016.

Etats-Unis: la hausse de l'endettement et le niveau record d'émissions à l'approche de la première hausse des taux de la Fed ont pesé sur les titres Investment Grade américains, dont les spreads se sont de nouveau élargis et ont renoué avec leurs niveaux des trois dernières années. Les valorisations sont nettement plus attrayantes et compensent partiellement les difficultés techniques et fondamentales auxquelles la classe d'actifs restera confrontée en 2016. Reste à savoir si à leurs niveaux actuels, les investisseurs sont correctement rémunérés par rapport au risque de crédit dans un environnement de demande en berne, de ralentissement de la croissance des résultats et de hausse potentiellement plus rapide que prévu des taux directeurs américains. Une position neutre est donc recommandée.

Europe: après des années de prudence des sociétés européennes par rapport à leurs homologues américaines, des initiatives favorables aux actionnaires commencent également à apparaître dans l'univers européen. Malgré un endettement appelé à progresser lentement en 2016, nous tablons sur un redressement progressif des résultats, ce qui contribuera à maintenir des coefficients d'endettement stables. Grâce au soutien technique constant de la BCE et à ses valorisations attrayantes (notamment par rapport à l'univers croissant d'emprunts d'État aux rendements négatifs), cette classe d'actifs fait partie de nos favoris dans la catégorie Investment Grade en 2016. Les financières restent notre secteur préféré.

Asie: en 2015, grâce à leur profil de duration inférieur et à des caractéristiques axées davantage sur le cycle de crédit local et le contexte macroéconomique régional, les obligations Investment Grade asiatiques ont démontré leur résistance face aux fluctuations des rendements des bons du Trésor. Les perspectives pour cette classe d'actifs sont équilibrées. Un cycle de relèvement des taux de la Fed plus rapide que ce qui est actuellement prévu pourrait avoir une incidence négative, de même que le ralentissement du taux de croissance que nous prévoyons dans la région. Néanmoins, dans la mesure où les autorités devraient maintenir une politique monétaire accommodante, le potentiel haussier des rendements demeure relativement limité.

Positionnement tactique	--	-	=	+	++
Sensibilité (bêta) crédit				■	
Investment Grade US		→		■	
Investment Grade Euro					■
Investment Grade R-U				■	
Investment Grade Asie				■	

Dette à haut rendement

Alors que 2016 débute, les défauts augmentent et les fondamentaux du crédit se dégradent encore. Malgré cela, les valorisations se sont considérablement ajustées. Les spreads supérieurs à leur juste valeur et le maintien probable d'une politique monétaire accommodante nous incitent à penser que le marché devrait enregistrer de bonnes performances. Par ailleurs, compte tenu des perspectives incertaines en matière de résultats, le haut rendement est un bon actif de croissance de fin de cycle pour les investisseurs qui cherchent à diminuer leur exposition au risque et aux actions.

Etats-Unis: les anticipations de défaut dans le haut rendement américain ont progressé parallèlement à la dégradation des fondamentaux des entreprises et à la correction des prix des matières premières. Nous tablons sur un taux de défaut compris entre 3 et 5 % en 2016, contre 2,9 % actuellement. C'est légèrement plus que l'estimation de référence de Moody's (4,1 %), mais bien en-deçà de son estimation pessimiste de 15,6 % qui ne se produirait qu'en cas de franche récession aux États-Unis, et qui ne figure pas dans notre scénario de référence. Après avoir eu une opinion négative de la classe d'actifs pendant la majeure partie de 2015, nous sommes récemment devenus plus optimistes car il nous semble que les valorisations rémunèrent correctement les investisseurs, même si les défauts augmentent. Nous continuons de privilégier les entreprises de qualité possédant une trésorerie suffisante pour faire face à tout nouvel accès de volatilité à court terme.

Europe: malgré l'amélioration du contexte macroéconomique régional et le soutien technique fort de la BCE, les spreads du haut rendement européen ont terminé l'année proches de leur niveau 12 mois plus tôt. Ces deux thèmes sont promis à se maintenir cette année et, avec ses valorisations très attrayantes par rapport aux emprunts d'État, la classe d'actifs reste notre préférée. Les risques demeurent, notamment sur le front de la croissance. La reprise européenne reste cyclique par nature et pourrait être mise en péril en cas de nouveau ralentissement de la croissance mondiale.

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

L'allocation mensuelle de Fidelity

Janvier 2016

Les perspectives de nos experts obligataires

au 31.12.15

Obligations indexées sur l'inflation

Les obligations indexées sur l'inflation ont sous-performé les emprunts d'État nominaux, en particulier aux États-Unis. Les valorisations sont désormais attrayantes à moyen terme, notamment aux États-Unis et en zone euro. La classe d'actifs devrait rester globalement stable en 2016, sachant que les performances positives attendues aux États-Unis et en Europe devraient compenser les résultats négatifs enregistrés par ailleurs.

Etats-Unis: Les TIPS américains restent notre segment de prédilection dans l'univers indexé sur l'inflation, grâce à leurs valorisations attrayantes : les points morts d'inflation à 10 ans sont proches de leurs plus bas sur 6 ans et le point mort d'inflation 5 ans/5 ans privilégié par la Fed se situe aux alentours de ses plus bas sur 16 ans à 1,70 %. Après des années de vaines tentatives de profiter du point bas de l'inflation, les intervenants de marché se méfient de plus en plus des TIPS américains. Les fluctuations récentes des prix des matières premières sont un autre sujet de préoccupation et la corrélation entre la classe d'actifs et le WTI atteint désormais des extrêmes historiques. Sachant que l'OPEP (et notamment l'Arabie Saoudite) applique une stratégie de faibles cours pétroliers et que les approvisionnements en pétrole iraniens pourraient reprendre cette année, les matières premières et l'inflation restent confrontés à de multiples obstacles. À en juger par les valorisations, le profil rendement/risque des TIPS est attrayant et incite donc à la surpondération, avec des effets de base qui constitueront un soutien technique durant la première partie de l'année.

Europe: Avec un rendement total de 2,1 %, les obligations indexées sur l'inflation européennes ont bravé la déroute des matières premières et surperformé leurs homologues nominales en 2015. Cette surperformance est imputable principalement au programme d'achat d'actifs de la BCE (qui comprend des obligations indexées sur l'inflation) et au revirement des statistiques macroéconomiques européennes. Nous demeurons optimistes concernant les obligations indexées sur l'inflation européennes en 2016, car leurs valorisations restent attrayantes par rapport aux obligations nominales, en particulier sur la partie courte de la courbe des taux. Le programme d'achat d'actifs de la BCE et le redressement cyclique étant voués à se poursuivre en 2016, les obligations indexées sur l'inflation européennes resteront soutenues et offrent de bonnes opportunités de rendement total pour les investisseurs à l'horizon des 12 prochains mois.

Positionnement tactique	--	-	=	+	++
Duration réelle*				■	
Obli. indexées sur l'inflation – USD					■
Obli. indexées sur l'inflation – EUR					■
Obli. indexées sur l'inflation – GBP		■			
Obli. indexées sur l'inflation émergents				■	

Dettes émergentes

Le ralentissement de la croissance chinoise et de la conjoncture mondiale, la faiblesse des prix des matières premières et le spectre du premier relèvement des taux de la Fed ont semé la défiance à l'égard de cette classe d'actifs en 2015, sans parler des événements propres à la région qui se sont ajoutés à la liste des préoccupations. Malgré cela, la performance de la dette émergente a été mitigée : les titres en devise forte se sont bien comportés alors que ceux en monnaie locale ont été en difficulté. Alors qu'il faudra suivre de près l'ampleur et le rythme des décollectes en 2016, quelques facteurs clés sont plus rassurants, notamment si l'on compare l'environnement émergent actuel aux cycles précédents. Le crédit du secteur privé est l'un des principaux segments où la dette extérieure émergente a progressé, mais cela ne concerne que quelques marchés clés, dont la Chine, la Turquie et le Brésil. Pour leur part, les gouvernements ont évité les asymétries de devise et préféré se financer sur les marchés de la dette en devise locale. La croissance des réserves de change émergentes constitue également une différence notable entre les cycles. Pendant des années, les flux de capitaux entrants ont permis aux banques centrales de reconstituer leurs réserves de change, qui sont désormais élevées par rapport aux moyennes historiques. Les devises émergentes fluctuent désormais plus librement et elles sont un bien meilleur outil d'équilibrage pour les banques centrales : dépréciation et assouplissement des conditions financières en phase de dégradation de la conjoncture, contribue au rééquilibrage des économies. Les devises émergentes ont ainsi perdu 13 % en 2015 après 12 % en 2014, ce qui devrait stimuler les économies à la traîne.

Dettes souveraine « hard currency » : la dette souveraine libellée en devise forte devrait afficher une performance proche de 5 %, sachant que le resserrement potentiel des spreads compensera les risques liés à une hausse modeste des rendements des bons du Trésor. Au-delà de l'élargissement des spreads, les performances sont restées positives en 2015, dans la mesure où le portage a soutenu la performance globale de la classe d'actifs. En 2016, nous attendons une certaine valorisation du capital avec des spreads souverains attractifs en termes de prix.

Obligations d'entreprises « hard currency » : à égalité avec la dette souveraine émergente, nous prévoyons une performance proche de 5 % pour les obligations d'entreprises émergentes libellées en devise forte en 2016. Bien que les spreads de la dette souveraine et des obligations d'entreprises émergentes se soient élargis à l'unisson en 2015, les obligations d'entreprises émergentes ont surperformé en termes de spread en raison de leur bêta inférieur et de leur composition différente. Du point de vue des valorisations, le redressement des rendements par rapport aux emprunts d'État compense de manière adéquate le risque de crédit supplémentaire, mais la diversification accrue avec l'équilibrage des pays et des secteurs complémentaire des portefeuilles souverains est tout aussi importante. Nous continuons de privilégier les entreprises très présentes dans la chaîne de production mondiale et tournées vers l'export, qui ont bénéficié de la faiblesse des devises émergentes (les revenus sont libellés en dollar alors que la base de coûts l'est en monnaie locale).

Dettes émergentes en devise locale : les devises émergentes ont été dans l'œil du cyclone ces trois dernières années, jouant le rôle de soupape de sécurité pour les déséquilibres sur les marchés émergents et pâtissant de l'obstacle considérable constitué par le raffermissement du dollar américain. Bien que la volatilité puisse demeurer élevée et éventuellement assombrir les perspectives à court terme, nous avons sans doute atteint un point bas et estimons que la classe d'actifs affiche désormais un bon potentiel sur les 9 à 12 prochains mois. En effet, avec une performance attendue sur les obligations en monnaie locale désormais supérieure à 7 % (compte tenu des rendements, des risques de défaut et du retour à la moyenne des devises), nous estimons que ces titres sont suffisamment intéressants pour commencer à les surpondérer.

Source: Fidelity. Ce document résulte d'une synthèse d'opinion du comité de stratégie de gestion obligataire. Il ne s'agit pas de la stratégie obligataire de 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. PM2090.

Positionnement tactique	--	-	=	+	++
Dettes Hard Currency				■	
Dettes en devise locale					■
Dettes émergentes Corporate					■