

Stratégie obligataire

Juin 2017



SOMMAIRE

Page

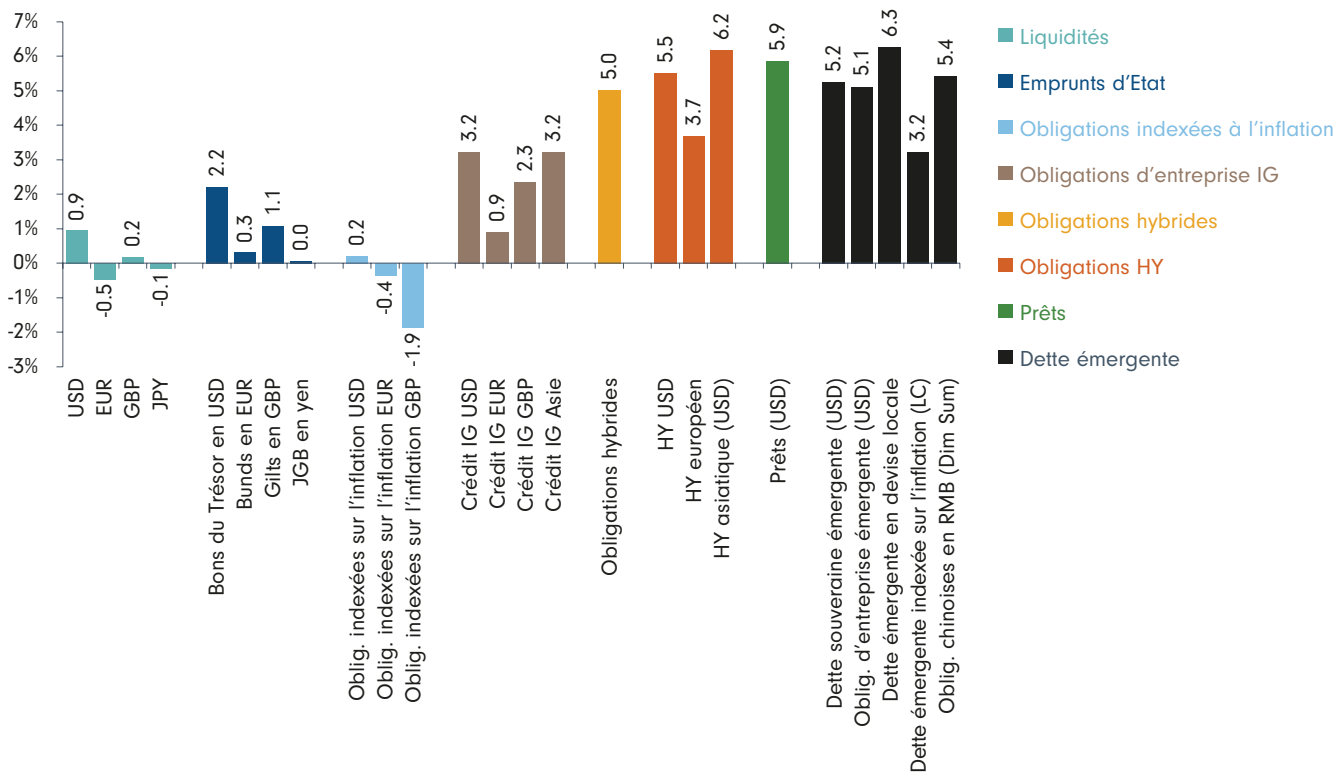
Synthèse: positionnement tactique et performances	1
Perspectives macro Emprunts d'État et taux	3
Obligations indexées sur l'inflation	4
Crédit Investment Grade	5
Crédit High Yield	6
Marchés émergents	7

Ce POINT DE VUE MENSUEL synthétise les opinions à moyen terme des membres de l'équipe de gestion obligataire Fidelity. Notre approche d'investissement repose sur des stratégies multiples. Nos gérants sont porteurs d'une responsabilité fiduciaire vis-à-vis de toutes les décisions d'investissement prises au sein des portefeuilles et rendent clairement compte à ce titre. Étant donné cette latitude, il se peut qu'il y ait parfois des écarts entre les stratégies appliquées au sein d'un fonds et les opinions partagées ci-dessous. Nous sommes convaincus de l'efficacité d'une gestion rassemblant plusieurs types de stratégies actives, notamment de type top-down et bottom-up, de manière à ce qu'aucun style ne dicte plus qu'un autre le risque au sein d'un fonds.

Positionnement tactique au sein des classes d'actifs obligataires

Emprunts d'État	--	-	=	+	++
Duration				●	
Emprunts d'Etat US (T-Bills)				●	
Emprunts d'Etat Core Euro			●		
Emprunts d'Etat Périphérie Euro			●		
Emprunts d'Etat Royaume-Uni (Gilts)		●			
Obligations indexées sur l'inflation	--	-	=	+	++
Dettes Indexées inflation - Marchés développés			●		
Dettes Indexées inflation - \$				●	
Dettes Indexées inflation - €			●		
Dettes Indexées inflation - £			●		
Crédit Investment Grade	--	-	=	+	++
Bêta Crédit Investment Grade			●		
Investment Grade US		●			
Investment Grade Euro			●		
Investment Grade Royaume-Uni		●			
Investment Grade Asie		●			
Hybrides	--	-	=	+	++
Hybrides financières et industrielles				●	
Contingent Convertibles (CoCos)			●		
Dettes Hybrides Investment Grade				●	
Crédit High Yield	--	-	=	+	++
Beta de credit High Yield			●		
High Yield US		●			
High Yield Europe			●		
High Yield Asie		●			
Obligations émergentes	--	-	=	+	++
Dettes souveraines émergentes « hard currency »		●			
Obligations d'entreprises émergentes « hard currency »				●	
Dettes souveraines émergentes en devise locale				●	
Devises émergentes		●			
Crédit chinois en RMB			●		

Rendements des classes d'actifs obligataires



Source : Fidelity International, Bloomberg, 31 mai 2017 Rendements basés sur les Bunds allemands à 10 ans, les bons du Trésor américain à 10 ans, les Gilts britanniques à 10 ans et les JGB japonais à 10 ans, les indicateurs JPM (EMBI Global, CEMBI Composite, GBI EM GD et USD Lev Loans LLI) et les indicateurs obligataires BofA Merrill Lynch (USD 3m Deposit Rate L315, EUR 3m Deposit Rate L3EC, GBP 3m Deposit Rate L3BP, JPY 3m Deposit Rate L3JY, US TIPS All Mats G0QI, Euro All Mats I/L EZJI, UK I/L All Mats G0LI, US Corp Master C0A0, Euro Corp ER00, Sterling Corp Collateral UC00, Asia Dollar Bond IG ADIG, Global Hybrids Index G0EC, Contingent Capital COCO, US HY Master II H0A0, Global HY European Issuers Constrained HQ0C, ACCY 20% Lvl4 Cap 3% Constr Q490, Dim Sum Broad Market CNHJ). Pour le High Yield, représentation du rendement actuariel le plus défavorable. Pour les prêts en USD, représentation du rendement à 3 ans. L'univers des titres hybrides est représenté à 50 % par les indicateurs G0EC et à 50 % par des indicateurs COCO. Pour les obligations indexées sur l'inflation, représentation du rendement réel. La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable des performances futures.

Synthèse des performances au dimanche 30 avril 2017 (%)

Emprunts d'Etat	1 mois	3 mois	6 mois	Depuis janvier	1 an	3 ans (ann.)
Bons du Trésor US	0,7	1,3	2,0	2,1	0,0	2,2
EUR (Bunds)	-0,1	-1,0	-0,5	-0,8	-0,7	3,1
Gilts britanniques	0,5	1,1	4,3	2,4	7,1	7,8
Obligations indexées sur l'inflation						
USD	0,0	0,5	1,8	1,9	2,5	1,2
EUR	0,3	-0,2	0,7	-1,2	0,6	2,3
GBP	-1,7	1,4	6,2	2,7	21,7	12,8
Crédit Investment Grade						
USD	1,2	2,0	4,3	3,6	4,3	3,5
EUR	0,4	0,6	1,8	1,2	2,8	3,1
GBP	1,2	2,1	6,1	3,9	10,8	7,7
USD en Asie	0,7	1,3	3,1	3,4	3,5	4,3
Hybrides						
Convertibles contingentes	1,2	4,6	11,4	8,4	15,9	7,4
Hybrides Investment Grade	1,2	3,8	7,8	6,2	10,8	5,8
Crédit High Yield						
États-Unis	0,9	1,8	6,9	4,8	13,9	4,7
Europe	0,9	2,3	6,4	4,5	10,0	6,0
Asie	-1,6	-0,5	3,1	2,7	9,7	6,3
Obligations émergentes						
Dettes souveraine émergente en USD	0,9	2,8	7,8	6,3	9,8	5,6
Dettes Corporate en USD	0,5	1,8	5,5	4,7	9,0	4,8
Dettes souveraine émergente en devise locale (sans couverture USD)	2,0	5,5	11,9	9,9	12,2	-2,6
China RMB	0,3	1,4	1,2	2,2	3,5	3,8

Source : Fidelity International, Datastream, 31 mai 2017. Performance totale basée sur les indicateurs JPM (JCBCOMP, JGENVUUG et JPEGCOMP) et les indicateurs obligataires BofA Merrill Lynch (G0Q0, G0D0, G0L0, G0QI, EZJI, G0LI, C0A0, ER00, UC00, ADIG, G0EC, COCO, CNHJ, H0A0, HQ0C, Q490).

Perspectives macro Emprunts d'État et taux

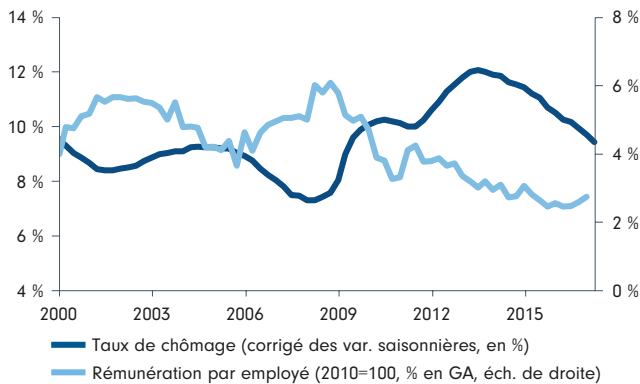
Analyse mensuelle

- Les emprunts d'État des principaux pays ont affiché des performances contrastées en mai.
- Les bons du Trésor américain ont gagné du terrain face au poids des risques géopolitiques et au manque de vigueur des statistiques macroéconomiques qui ont pesé sur les rendements
- Les Gilts britanniques affichent également une hausse sur le mois, les rendements s'abaissant sur fond d'inquiétude du marché autour du ralentissement de la consommation et de la croissance en écho aux négociations en cours autour du Brexit.
- Les Bunds allemands ont enregistré des pertes sur le mois. La volatilité des marchés a augmenté en amont de la réunion de la Banque centrale européenne en juin.

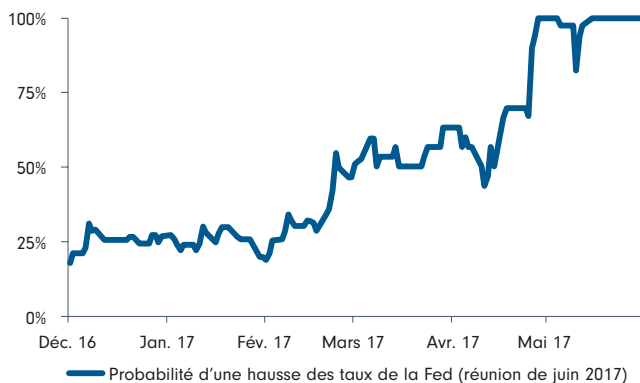
Positionnement tactique

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

La croissance atone des salaires entretiendra la prudence de la BCE



La Fed devrait relever ses taux en juin malgré l'atterrissage des chiffres de l'inflation en mai



Perspectives

Les marchés ont jonglé entre risques macroéconomiques et politiques en mai. Les rendements sur les emprunts d'État des marchés développés sont restés globalement stables.

La réunion à venir de la BCE en juin sera sûrement l'occasion d'une évolution de ses déclarations vers une vision plus équilibrée de l'économie du Conseil des gouverneurs. La reprise économique de la zone euro se poursuit à un rythme soutenu et on peut donc tabler sur une politique monétaire moins conciliante. Cependant, ce changement de ton de la BCE ne devrait être que très progressif au vu du ralentissement attendu de l'inflation avec le tassement des effets de base des prix des matières premières au second semestre et le maigre rebond des salaires. Par ailleurs, les prévisions et décisions de la BCE devront tenir compte de l'appréciation de l'euro dont nous avons été témoins depuis le début d'année qui constituera un autre frein à l'inflation. Le rythme actuel des achats, à environ 60 milliards d'euros par mois, restera en place jusqu'en décembre 2017 et la réduction du programme n'interviendra pas avant 2018. Cette situation est un facteur technique très favorable aux emprunts d'État européens dont l'offre nette négative d'environ 500 milliards d'euros attendue cette année devrait contenir la hausse des rendements. Si des discussions ont été engagées sur une hausse du taux des dépôts avant la réduction des achats d'actifs, ce n'est pas notre scénario de base. Les conditions d'emprunt continuent de s'améliorer au sein de la zone euro et une hausse du taux des dépôts n'aurait probablement qu'un impact limité sur la disponibilité du crédit alors qu'elle aurait pour effet de doper la monnaie unique, ce qui n'est pas souhaitable à ce stade. Nous conservons une position globale neutre sur la duration dans les pays européens tout en gardant une petite préférence pour les emprunts d'État des principaux pays au détriment de la dette périphérique. Celle-ci a profité d'une évolution favorable de la scène politique mais reste en première ligne et pourrait connaître de nouveaux pics de volatilité et un élargissement des spreads en écho à la situation de l'Italie et à l'éventualité d'élections anticipées qui risquent fort d'être l'élément moteur des prochains mois.

Les bons du Trésor américain ont enregistré un nouveau mois positif, soutenus par l'incertitude persistante qui entoure la forme et le calendrier de la réforme fiscale aux États-Unis et par la publication d'une série de statistiques décevantes. Aux niveaux actuellement observés, on peut considérer que les effets du « Trump trade » qui ont vu les rendements du Trésor américain à 10 ans grimper à 2,6 % plus tôt cette année, ont disparu. Bien que les valorisations et les positions de marché se soient normalisées au cours des deux derniers mois, nous conservons une position positive à l'égard de la duration américaine alors que de nouveaux obstacles à la croissance et aux rendements commencent à voir le jour. Les pressions inflationnistes ont quelque peu diminué même si la récente réduction renforcée de la production de l'OPEP pourrait soutenir les prix des matières premières à court terme. Par ailleurs, le « resserrement réglementaire » que connaît la Chine, ainsi que la persistance des risques géopolitiques, pourraient avoir un effet de contagion négatif sur les prix des actifs à travers le monde. La déception des derniers chiffres de l'inflation n'empêchera sans doute pas la Fed de relever à nouveau ses taux lors de sa réunion de juin à l'occasion de laquelle elle devrait apporter de nouveaux éclairages sur la réduction de son bilan. Ce contexte ne devrait pas changer les règles du jeu pour les bons du Trésor américain et nous tablons sur le maintien d'une extrême prudence de la Réserve fédérale qui fera tout pour éviter un nouveau « Taper tantrum ». La plupart des marchés de risque s'échangeant à des plus hauts inobservés depuis plusieurs années, la marge d'erreur est limitée et la duration américaine offre donc une protection bienvenue dans un tel environnement.

Les Gilts restent le marché sur lequel les investisseurs recherchent une exposition courte à la lumière des valorisations élevées par rapport aux autres zones géographiques et aux défis budgétaires qui ne manqueront pas d'attendre le gouvernement britannique dans les mois et années à venir. Nous ne suivons pas le consensus général qui considère raisonnable de sous-pondérer les Gilts. Cependant, nous ne négligeons pas pour autant qu'une réévaluation marquée des prix est fort improbable à court terme compte tenu du ralentissement de la croissance, de l'attentisme de la Banque d'Angleterre et d'un marché rivié sur les négociations du Brexit.

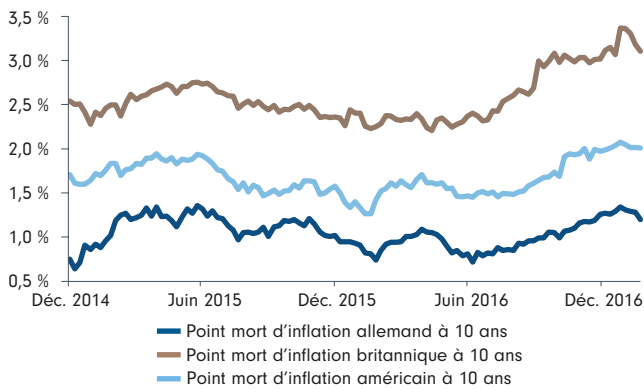
Titres indexés sur l'inflation

Analyse mensuelle

- Les obligations indexées sur l'inflation ont enregistré des performances contrastées en mai et ont sous-performé les obligations nominales. Les TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) américains et les emprunts d'État européens indexés sur l'inflation ont dégagé des résultats positifs tandis que les Gilts britanniques indexés sur l'inflation ont marqué le pas.
- Les points morts d'inflation (qui mesurent les anticipations d'inflation) se sont resserrés sur l'ensemble des régions. Les chiffres de l'inflation inférieurs aux prévisions aux États-Unis et en Europe ont constitué un vent contraire pour la catégorie d'actifs.
- Outre-Atlantique, avril a marqué un recul de l'inflation globale comme sous-jacente, l'IPC sous-jacent passant sous la barre des 2%.
- L'inflation HICP (IPC harmonisé) s'est également abaissée à 1,4% en mai, traduisant un repli marqué par rapport à 1,9% en avril et le niveau le plus bas observé cette année.

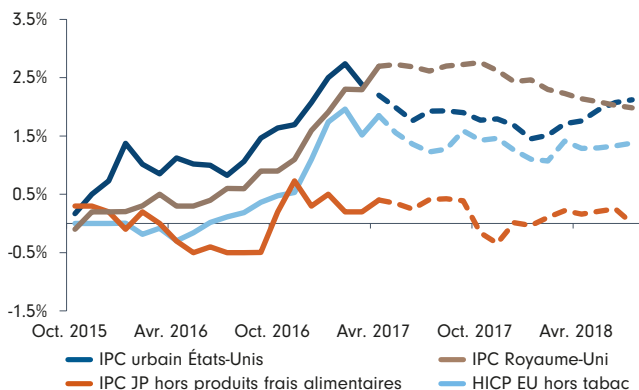
Positionnement tactique	--	-	=	+	++
Inflation marchés développés			●		
Obli. indexées sur l'inflation - USD				●	
Obli. indexées sur l'inflation - EUR			●		
Obli. indexées sur l'inflation - GBP			●		

Point mort d'inflation des obligations à 10 ans (%)



Source : Fidelity International, Bloomberg, 6 juin 2017

Prévisions d'inflation de Fidelity



Source : Fidelity International, 6 juin 2017

Perspectives

Les plans des investisseurs qui attendaient un rebond de l'inflation américaine après la déception du mois dernier ont été déjoués en mai.

Les derniers chiffres de l'IPC ont à nouveau atterri, l'IPC américain étant retombé à 2,2% et l'IPC sous-jacent à 1,88%, sous l'effet du niveau inférieur aux prévisions des prix de la téléphonie mobile et des loyers. L'inflation américaine a fait partie d'une série de mauvaises nouvelles parmi les données issues des grandes enquêtes ce mois-ci, notamment les ventes automobiles et la croissance des salaires. Ces mauvaises surprises ont poussé le marché à s'interroger sur l'état de l'économie américaine dont on peut dire qu'elle se trouve en fin de cycle avec très peu de chance de bénéficier maintenant d'une relance budgétaire cette année. Dans cet environnement, les points morts se sont resserrés aux États-Unis cette année. A terme, nous reconnaissons que les perspectives d'inflation américaine semblent aujourd'hui plus équilibrées qu'il y a 12 mois. Néanmoins, les arguments justifiant une surpondération des points morts d'inflation aux États-Unis sont toujours là. Ces points morts offrent toujours le meilleur couple risque-rendement par rapport aux autres marchés d'inflation et les valorisations restent accessibles par rapport aux fondamentaux, à un marché du travail étroit et à des salaires qui continuent de grimper. Par ailleurs, les dernières réductions annoncées de la production de pétrole de l'OPEP soutiendront les prix du pétrole dans les mois à venir et la faiblesse du billet vert observée depuis novembre sera un facteur positif supplémentaire pour les prix à l'importation.

Les perspectives des points morts d'inflation en Europe restent mitigées. Le marché sera très attentif aux déclarations de la BCE en juin et à tout indice traduisant une évolution vers une volonté de conciliation moins forte. Si on peut s'attendre à certains ajustements des orientations à terme, nous pensons que le Conseil des Gouverneurs procédera avec grande prudence face à l'absence persistante de signe d'inflation des salaires dans la zone euro. D'un côté, les points morts d'inflation devraient donc bénéficier de la demande de la BCE. Toutefois, les effets de base qui ont poussé l'inflation globale de la zone euro au plus haut récent de 1,9% risquent fort de se tasser au deuxième semestre. Nous prévoyons ainsi un recul de l'inflation HICP à 1,3% d'ici décembre. Dans le même temps, nous constatons peu de pressions à la hausse de l'inflation sous-jacente dans le sillage du sous-emploi toujours aussi large sur le marché du travail et des risques potentiels de baisse si la situation vient à se dégrader à nouveau sur la scène politique. Tout pris en compte, le plus approprié nous semble donc d'opter pour une position neutre à l'égard des points morts d'inflation de la zone euro.

Gagnant 2,7% en mai, l'IPC britannique évolue plus vite que le consensus sous l'effet de l'anticipation des effets des hausses des prix des services publics, ainsi que de nouvelles répercussions des changes sur les prix de l'alimentation et de l'habillement. L'inflation s'est réveillée, les salariés britanniques ayant constaté la première baisse des salaires réels depuis 2014 après un ralentissement de la croissance des salaires à 2,1% au premier trimestre 2017. A terme, l'IPC est proche de son plus haut et la baisse du revenu disponible risque de peser sur les dépenses de consommation. Les points morts d'inflation au Royaume-Uni semblent peu accessibles par rapport à l'inflation globale. Cependant, les perspectives de la catégorie d'actifs restent largement dépendants de l'évolution des changes et des prix des matières premières. Si la livre sterling venait à connaître une nouvelle phase de fléchissement ou si les prix du pétrole remontaient, l'IPC grimperait et réduirait du même coup la surévaluation des points morts d'inflation. Nous sommes donc réticents à passer à une sous-pondération et conservons une position neutre.

Crédit Investment Grade

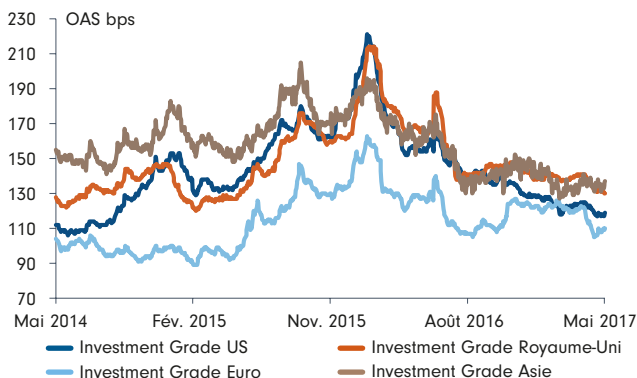
Analyse mensuelle

- Le crédit Investment Grade (IG) a enregistré des performances positives en avril et a surperformé les emprunts d'État des principales régions.
- Les spreads de crédit se sont resserrés sur les marchés des obligations d'entreprise IG en euro et en livre sterling, tandis que les spreads des titres IG américains sont restés globalement inchangés.
- Sur le plan régional, la dette d'entreprise IG en euro a surperformé au mois d'avril. La confiance s'est améliorée en fin de mois en raison de l'avance d'Emmanuel Macron, candidat pro-européen, dans les sondages réalisés en vue du 1er tour de l'élection présidentielle française.

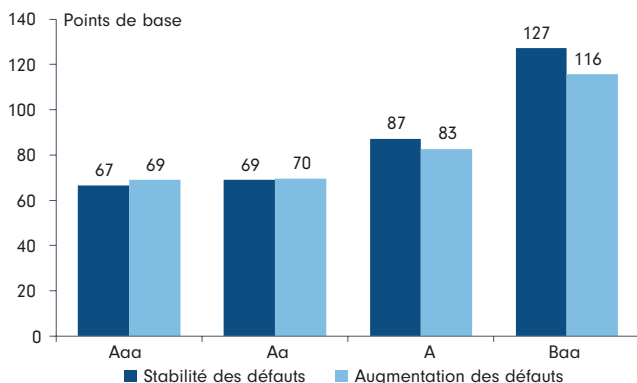
Positionnement tactique

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

Spreads des obligations Investment Grade



Estimations des primes de spread



Source : Fidelity International, sur la base des données de Moody's sur les défauts depuis 1970 ; prime de spread du crédit IG mondial par catégorie de notation dans un environnement de stabilité/de hausse des taux de défaut (hausse des défauts de plus de 1 % en GA), à fin mai 2017

Perspectives

L'anticipation d'une phase de prudence des banques centrales au cours des semaines à venir, la poursuite du cycle de reprise macroéconomique et la publication de résultats supérieurs aux prévisions sont autant de facteurs qui ont joué en faveur de tous les actifs à risque en mai et le crédit n'a pas fait exception. Le crédit Investment Grade (IG) a surperformé les emprunts d'État, d'où un resserrement des spreads.

Après une embellie depuis le début d'année, nous en avons profité pour prendre des bénéfices sur le crédit IG. Les spreads de crédit sont désormais proches de leurs niveaux les plus étroits de tous les temps et ne laissent donc guère de marge d'erreur.

Au niveau géographique, le crédit IG en Europe reste notre segment préféré du marché, grâce à l'attrait de fondamentaux d'entreprises très solides conjugués à une demande continue et au déséquilibre de l'offre. L'amélioration des résultats que nous avons observée le trimestre dernier a contribué à réduire davantage les ratios d'endettement, ce qui a soutenu les valorisations malgré le récent resserrement. La demande reste forte, tant du côté des investisseurs privés que de la BCE qui ne s'est pas désengagée du marché des obligations d'entreprise comme illustré par des volumes hebdomadaires et mensuels stables malgré la réduction globale du périmètre du programme d'assouplissement quantitatif. L'engagement ferme de la BCE à acheter des obligations d'entreprise devrait limiter l'impact de toute annonce à venir d'un resserrement de sa politique sur les spreads de ces titres alors que la diminution des volumes d'achats devrait davantage concerner les emprunts d'État que le crédit. Cependant, la volatilité pourrait surprendre les investisseurs trop complaisants au cours des mois à venir, en particulier au vu de perspectives qui restent fluctuantes sur la scène politique européenne. Le risque politique a en effet fait marche arrière après l'élection de Macron mais il ne peut pas pour autant disparaître des radars des investisseurs sur lesquels clignote maintenant l'Italie. Face à ces nuages à l'horizon, nous conservons une position neutre sur le crédit IG EUR bien que nous le préférâmes toujours à d'autres marchés IG de la région.

Ailleurs, l'incertitude politique et macroéconomique imposent une plus grande prudence.

Aux États-Unis, les paris pris en anticipation de la politique de Trump et de scénarios réflationnistes ont été abandonnés par certains marchés, USD et bons du Trésor américain en tête. Le crédit résiste bien jusqu'à présent, grâce à l'attrait du spread et aux statistiques macroéconomiques satisfaisantes depuis le début d'année. Pourtant, les données réelles des deux derniers mois ont commencé à pointer vers un possible ralentissement de l'économie américaine, les tous derniers chiffres de l'emploi s'avérant inférieurs aux prévisions. Dans l'univers des entreprises, la croissance des résultats s'est relevée et les investisseurs ont renforcé leur exposition au risque de crédit jusqu'à des valorisations tendues. Cependant, les spreads offrent une valeur limitée à leurs niveaux actuels. Nous en profitons pour prendre des bénéfices et réduire le risque.

La même prudence s'impose au crédit IG en Asie compte tenu du resserrement réglementaire de la Chine et des valorisations élevées de la région. Nous savons toutefois que la demande d'émissions en USD reste extrêmement forte de la part des investisseurs locaux et qu'elle limitera probablement toute évolution à la hausse des rendements et des spreads.

Enfin, au Royaume-Uni, tous les regards sont tournés vers la scène politique où le parti conservateur conserve son avantage sur les Travailleurs dans les derniers sondages avant les élections générales. Jusqu'à présent, le crédit GBP a bien résisté à l'agitation politique mais il est impossible d'ignorer que la baisse du revenu disponible et ses effets sur la consommation pourraient être un frein aux marges des entreprises. Nous restons prudents mais nous chercherons à exploiter tout élargissement significatif des spreads comme une opportunité d'accroître notre exposition.

Crédit High Yield

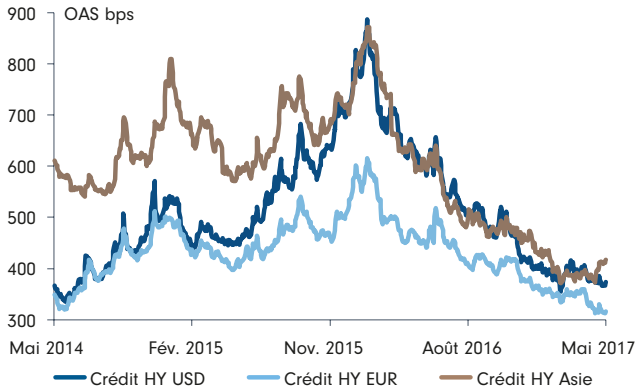
Analyse mensuelle

- Le crédit High Yield (HY) a enregistré des performances positives en avril et le marché en EUR a surperformé le marché en USD.
- L'amélioration continue du contexte macroéconomique, l'atténuation des risques politiques et les commentaires favorables des banques centrales ont œuvré en faveur de la catégorie d'actifs.
- En Europe, l'assurance et la banque ont compté parmi les secteurs les plus performants tandis que la métallurgie/l'extraction minière et les technologies ont sous-performé. Aux États-Unis, ce sont l'industrie pharmaceutique et la banque qui ont surperformé tandis que le pétrole et les industrielles sont restés en retrait.
- La performance négative de Noble Group a pesé sur les indices HY de l'Asie qui sont restés dans l'ombre des autres régions.

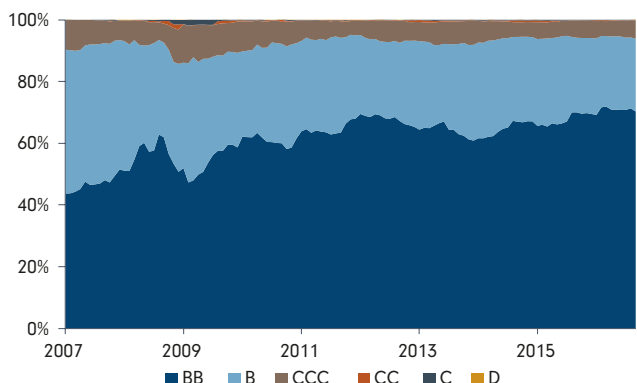
Positionnement tactique

	--	-	=	+	++
Bêta crédit High Yield			●		
Haut rendement US		●			
Haut rendement euro			●		
Haut rendement Asie		●			

Spread des obligations à haut rendement



La qualité de crédit du HY européen n'a jamais été aussi bonne



Perspectives

Mai a marqué un nouveau bon mois pour le Crédit High Yield (HY) avec des performances totales positives et un resserrement des spreads. Les mauvaises surprises sur le front macroéconomique n'ont pas entamé les performances grâce à une confiance et à des flux d'investissement ravivés par des résultats d'entreprise supérieurs aux prévisions et à un relèvement des indicateurs d'endettement. Le manque de croissance et le bas niveau d'inflation qui caractérisent l'économie mondiale offrent les conditions parfaites pour entretenir cette demande. Les politiques conciliantes des banques centrales mondiales et l'élargissement de leurs bilans laissent peu d'autres options aux investisseurs que celle consistant à trouver refuge dans des actifs offrant un portage positif. La bouffée d'air généralisée permise par le rebond des prix des matières premières, la volatilité très basse, un resserrement chinois bien orchestré jusque-là et, dernier point mais non des moindres, le redressement des indicateurs d'endettement du high yield ont tous eu leur carte à jouer.

L'envolée toute récente des actifs à risque, qui a conduit les spreads du HY à un cycle de resserrement, n'est donc pas surprenante dans ce contexte.

A terme cependant, des obstacles demeurent et ne doivent pas être négligés, en particulier au vu des valorisations tendues, de la marge de manœuvre limitée du côté des spreads et donc d'une marge d'erreur tout aussi réduite.

Les niveaux de spread impliquent actuellement un taux de défaut prévu de tout juste au-dessus de 1% pour le crédit High Yield mondial. Pour les investisseurs, il en découle des prévisions de performances peu élevées et une faible rétribution du risque de crédit. A court terme, la tendance vers des rendements et des spreads en baisse pourrait bien se poursuivre, au vu de la quête de revenus qui semble insatiable de la part des investisseurs et des épargnants.

Cependant, dans le contexte d'une croissance mondiale qui reste anémique et déséquilibrée et alors que le pic de liquidité orchestré par les banques centrales est désormais derrière nous, le rapport risque/rendement d'une surpondération du HY est défavorable et asymétrique. Nous en profitons donc pour prendre des bénéfices et réduire le risque, en particulier dans les secteurs et émetteurs qui se sont le mieux tenus depuis le début d'année et dans des régions où soit le cycle de crédit est plus avancé, comme les États-Unis, soit les défis macroéconomiques et de la liquidité requièrent une marge de spread plus grande, comme c'est le cas pour le HY de l'Asie.

Le HY européen ressort comme une catégorie d'actifs plus défensive dans cet environnement, grâce à la solidité des fondamentaux d'entreprise et à un environnement technique favorable. La BCE reste engagée sur les marchés obligataires européens pour au moins six mois et il est probable que les emprunts d'État souffrent d'avantage de la poursuite de la réduction de l'assouplissement quantitatif que le crédit. En outre, grâce à la gestion rigoureuse des positions de bilan des entreprises européennes, les indicateurs d'endettement se sont considérablement améliorés et la qualité de crédit du HY n'a jamais été aussi bonne, plus de 70 % de l'univers étant noté BB. Les valorisations restent toutefois élevées dans la région et nous privilégions donc une position neutre à une surpondération.

Marchés émergents

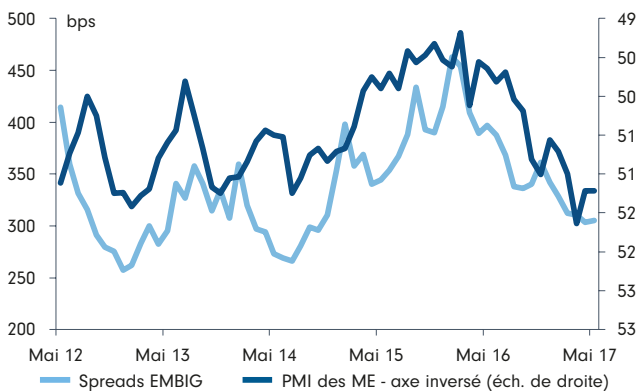
Analyse mensuelle

- La dette des marchés émergents a affiché des performances positives au cours du mois et les titres en devise locale ont surperformé les obligations « hard currency ».
- Le repli des rendements du Trésor américain, le raffermissement des devises émergentes et les flux entrants vers la catégorie d'actifs ont étayé les résultats.
- Moody's a abaissé la notation de la Chine de Aa3 à A1 et a fait évoluer ses perspectives de stables à négatives. Ce changement de notation était largement prévu, au vu de la hausse persistante de l'endettement du pays.
- Au Brésil, l'agitation politique est repartie après les récentes présomptions de corruption à l'encontre du Président Temer.

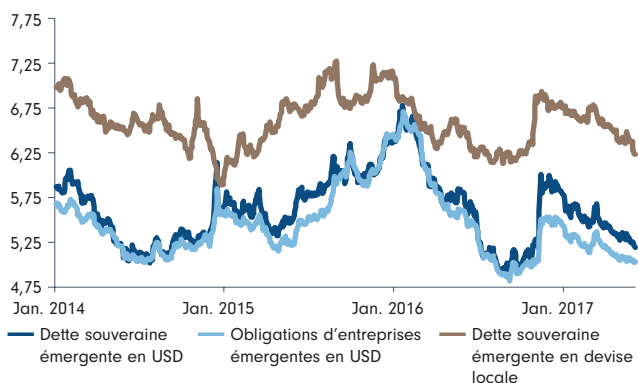
Positionnement tactique

	--	-	=	+	++
Dette souveraine « hard currency »		●			
Dette Corporate « hard currency »				●	
Dette souveraine émergente en devise locale				●	
Devises émergentes		●			
Chine en RMB			●		

Spreads des indicateurs EMBIG vs. PMI des marchés émergents



Rendements des classes d'actifs émergents



Perspectives

Les investisseurs en quête de revenus continuent de trouver dans la dette émergente une terre d'accueil. Cette catégorie d'actifs a profité de flux entrants en mai, attribuables au repli des rendements du Trésor américain. Il est impossible d'ignorer les taux de rendement de 5 % en USD et de plus de 6 % en devise locale face au rebond cyclique de la croissance et à des banques centrales qui restent conciliantes à travers le monde. Dans un tel environnement, il n'est pas surprenant que la dette émergente soit l'une des catégories d'actifs les plus performantes de l'obligataire depuis le début d'année, les performances totales s'établissant aux alentours de 6 % pour la dette souveraine « hard currency » et à 10 % pour la dette émergente en devise locale.

Le Brésil et la Chine ont occupé le devant de la scène émergente en mai.

Au Brésil, les présomptions de corruption à l'encontre du Président Temer ont à nouveau jeté le pays dans une crise politique et ont rappelé à quelle vitesse le risque politique peut se matérialiser et impacter les prix des actifs.

Dans le même temps, la Chine a vu sa notation de crédit abaissée par Moody's. Comme prévu, cette action a recentré l'attention vers le niveau d'endettement du pays. Les autorités chinoises ont activement visé à trouver le bon équilibre entre réduction de l'endettement et stabilité de la croissance en usant de l'arme réglementaire plutôt que du resserrement monétaire ou budgétaire. Elles sont jusqu'à présent parvenues à éviter un freinage brutal de la croissance et l'endettement total du pays semble s'être stabilisé mais la route reste semée d'embûches.

Après leur toute récente reprise, les spreads de la dette souveraine « hard currency » des marchés émergents se sont légèrement resserrés par rapport à la juste valeur et nous préconisons donc une position prudente, en privilégiant le crédit d'entreprise en USD. Au Brésil par exemple, nous avons longtemps opté pour une sous-pondération de la dette souveraine, compensée par une exposition aux entreprises exportatrices susceptibles d'exploiter la mauvaise tenue des changes du fait de flux de revenus en dollars US. Mais leurs bases de coûts restent largement exprimées en devise locale. Une approche similaire s'applique aux autres pays de la région. Par ailleurs, nous conservons une vision défensive du crédit émergent en Asie au vu de valorisations élevées et des risques macroéconomiques et politiques persistants.

Du côté de la dette en devise locale, nous favorisons la surpondération de la durée locale que la baisse de l'inflation et l'assouplissement monétaire devraient continuer de porter. En Amérique latine notamment, le Pérou offre des rendements intéressants, tant sur une base nominale que réelle, une courbe de rendement pentue et une devise stable. En Asie également, les taux de la Thaïlande présentent une bonne opportunité de rapport risque/rendement compte tenu de notre vision constructive de la durée américaine et mondiale.

Pour finir, les changes des marchés émergents pourraient rencontrer des difficultés à l'avenir, notamment sous l'effet de l'impact des mesures de resserrement de la Chine sur les prix des produits manufacturés et des matières premières dans le monde. Nous restons sous-pondérés sur la devise des pays à bêta élevé et exportateurs de matières premières comme la Colombie, la Russie, la Corée et l'Afrique du Sud qui joueraient en premier lieu le rôle de soupape de sécurité si l'activité manufacturière mondiale se ralentissait et si l'aversion au risque progressait dans les mois à venir.

Information importante

Ce document est destiné uniquement aux investisseurs résidant en France. Ce document contient des informations destinées aux investisseurs professionnels; il n'est pas destiné ni remis aux investisseurs privés. Ce document ne peut être reproduit ou distribué sans autorisation préalable. Sauf cas contraire, toutes les informations communiquées sont celles de Fidelity.

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 par conséquent, ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé.

FIL Limited et ses filiales constituent la structure globale d'investissement qui se réfère plus communément à l'appellation Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, le logo Fidelity International ainsi que le symbole F sont des marques déposées de FIL Limited. © Fidelity. Toute reproduction interdite sans l'autorisation de l'auteur, FIL Gestion.

Le présent document a été établi par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le N°GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM2420

Important: Les renseignements contenus dans ce message sont de nature confidentielle et ne sont adressés qu'à l'attention du destinataire dont le nom figure ci-dessus. L'utilisation, la divulgation, la copie ou la modification sans autorisation de ce message et/ou de tout fichier joint est strictement interdit. Si vous n'êtes pas le destinataire de ce message (ni responsable de sa remise au destinataire), veuillez en avvertir immédiatement l'expéditeur par message de retour et détruire le message original. L'expéditeur ne saurait garantir la sécurité de ce message, ni être tenu responsable de tout endommagement suite à une modification de ce message et/ou de tout fichier joint par un tiers, ou suite à la transmission d'un virus. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits, par conséquent ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Les informations ou commentaires figurant dans ce message ne reflètent pas nécessairement l'opinion de FIL Limited, ses filiales ou sociétés affiliées.

FIDELITY INTERNATIONAL
29, rue de Berri
75008 Paris

