

# Stratégie obligataire

Juillet 2018



# SOMMAIRE

Page

---

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

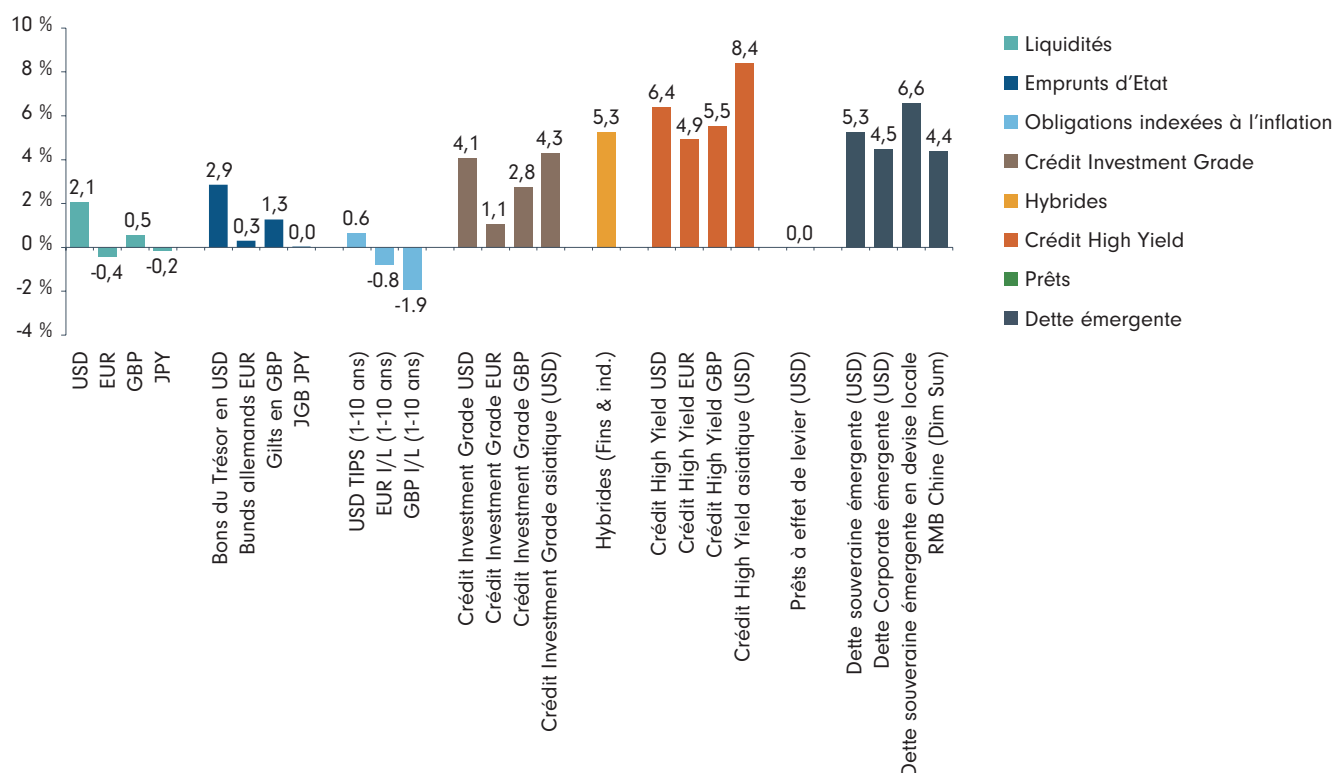
---

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'État États-Unis (T-Bills)		●			
Emprunts d'État Core Euro		●			
Emprunts d'État Périphérie Euro			→	●	
Emprunts d'État Royaume-Uni (Gilts)		→	●		
Obligations indexées sur l'inflation	--	-	=	+	++
Obligation index. inflation Marchés développés			●		
Indexées inflation - \$		→	●		
Indexées inflation - €			●		
Indexées inflation - £				●	
Crédit Investment Grade	--	-	=	+	++
Bêta Crédit Investment Grade			●	←	
Investment Grade USD		●			
Investment Grade EUR				●	
Investment Grade GBP			●		
Investment Grade Asie (USD)				●	
Hybrides financières et industrielles	--	-	=	+	++
Hybrides financières et industrielles				●	
Contingent Convertibles (CoCos)			●		
Hybride Investment Grade				●	
Crédit High Yield	--	-	=	+	++
Beta de credit High Yield		●			
Crédit High Yield États-Unis		●			
High Yield Europe		●			
High Yield Asie		●			
Obligations émergentes	--	-	=	+	++
Dettes souveraines émergentes « hard currency »		●			
Dettes Corporate émergentes « hard currency »				●	
Dettes souveraines émergentes en devise locale				●	
Devises émergentes	●				
Crédit chinois en RMB			●		

## Rendements des classes d'actifs obligataires



Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs. La valeur des investissements et les rendements susceptibles d'en découler peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs ne sont pas assurés de recouvrer l'intégralité du montant investi. Source : Fidelity International, Bloomberg, indicateurs JPM et ICE BofA Merrill Lynch. 30 juin 2018. Représentation du rendement actuariel le plus défavorable pour les titres à haut rendement et la dette émergente, du rendement à 3 ans pour les prêts en USD, du rendement réel pour les obligations indexées sur l'inflation et du rendement à maturité (également appelé rendement actuariel) correspond au rendement annuel anticipé (%) d'une obligation ou d'un fonds en fonction de son prix (valeur de marché) à la date considérée, de son coupon et de la durée jusqu'à l'échéance. Le rendement actuariel est exprimé en termes bruts (avant imputation des frais et des taxes). Le rendement actuariel le plus défavorable représente le rendement potentiel le plus faible d'une obligation compte tenu de l'ensemble des dates éventuelles de remboursement anticipé avant son échéance. L'univers des titres hybrides se compose à 50 % d'obligations d'entreprise hybrides et à 50 % d'indicateurs dédiés aux titres hybrides.

## Synthèse des performances au 30 juin 2018 (%)

Emprunts d'Etat	Depuis le début de l'année	Juin 2017 Juin 2018	Juin 2016 Juin 2017	Juin 2015 Juin 2016	Juin 2014 Juin 2015	Juin 2013 Juin 2014
Bons du Trésor US	-1,1	-0,6	-2,4	6,7	2,6	2,3
Bunds (EUR)	1,5	2,0	-4,4	8,2	4,1	4,2
Gilts britanniques	0,3	2,0	-1,0	14,2	9,3	2,5
<b>Obligations indexées sur l'inflation</b>						
USD	-0,1	2,3	-0,8	4,6	-1,6	4,7
EUR	0,6	3,4	-0,8	3,9	2,8	8,1
GBP	-0,9	1,8	6,7	15,4	14,2	4,0
<b>Crédit Investment Grade</b>						
USD	-3,1	-0,7	2,3	7,4	1,0	8,0
EUR	-0,6	1,2	1,2	5,2	1,8	7,2
GBP	-1,6	0,6	6,7	9,2	6,4	7,7
USD en Asie	-2,2	-0,6	2,0	7,1	4,2	7,9
<b>Hybrides financières et industrielles</b>						
Convertibles contingentes	-3,3	1,8	18,1	0,9	3,6	N/A
Hybrides Investment Grade	-3,9	0,8	11,5	2,8	3,1	12,2
<b>Crédit High Yield</b>						
États-Unis	0,1	2,5	12,8	1,7	-0,5	11,8
Europe	-2,0	0,5	10,2	5,3	2,1	13,6
Asie	-4,3	-1,2	8,2	6,2	2,9	11,2
<b>Obligations émergentes</b>						
Dette souveraine émergente en USD	-5,2	-1,6	6,0	9,8	0,5	11,1
Dette Corporate en USD	-2,9	-0,1	6,8	5,3	2,4	9,5
Dette souveraine émergente en devise locale (sans couverture USD)	-6,4	-2,3	6,4	2,0	-15,4	3,6
China RMB	2,7	4,8	3,4	4,4	4,0	6,0

Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs. La valeur des investissements et les rendements susceptibles d'en découler peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs ne sont pas assurés de recouvrer l'intégralité du montant investi. Source : Fidelity International, Datastream, samedi 30 juin 2018. Performance totale basée sur les indicateurs JPM et ICE BofA Merrill Lynch.

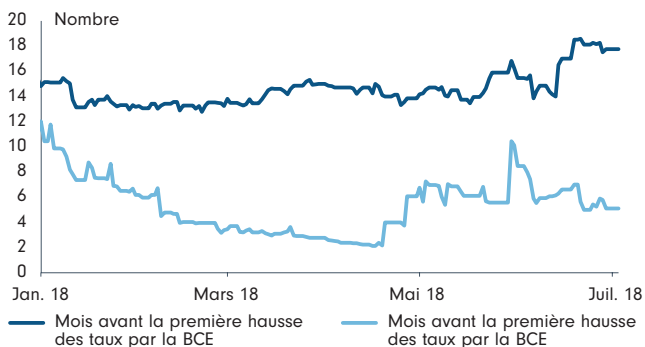
# Perspectives macro Emprunts d'État et taux

## Analyse mensuelle

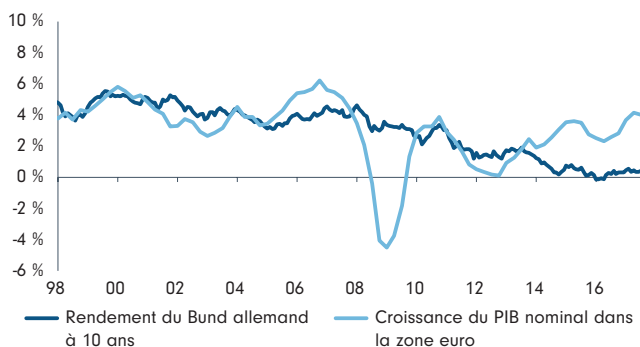
- Les rendements des emprunts d'État ont grimpé en juin sous l'impulsion des bons du Trésor à court terme en écho au relèvement des taux d'intérêt par la Fed et l'annonce de la poursuite de la hausse des taux à suivre.
- En Europe, les rendements des emprunts d'État italiens ont légèrement remonté depuis leurs plus larges du mois de mai, même si la fragilité politique a continué de jouer en faveur des Bunds.

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

## Entre 5 et 18 mois avant la première hausse des taux par la BCE et la Banque d'Angleterre



## Les rendements des Bunds sont faibles par rapport à la croissance nominale



## Perspectives

Les emprunts d'État se sont stabilisés ces dernières semaines, ils ont retrouvé leur statut de valeur refuge alors que les corrélations entre les bons du Trésor américain et les actions sont reparties en territoire négatif après un pic dans le vert le mois précédent. À l'avenir, les liens qui maintiennent les rendements au plancher à travers le monde ne nous semblent en rien érodés : le vieillissement de la population et le poids excessif de la dette compriment le potentiel de croissance, abaissent les taux terminaux et contraignent les banques centrales à la prudence dans le retrait de leurs politiques de relance. Au plan tactique toutefois, nous tablons sur un risque de hausse des rendements, notamment dans la zone euro.

Aux États-Unis, l'aplatissement de la courbe de rendement a occupé le devant de la scène en juin après que la Fed a signalé son intention de continuer à relever les taux sans interruption au dernier trimestre 2018, soit un rythme légèrement supérieur à ce que le marché avait anticipé. À 0,3 %, la différence entre les rendements à 2 et 10 ans s'apprête à s'inverser, dans la lignée d'une politique monétaire ramenée à une position neutre. La Fed est attentive à ce point et nous pensons qu'elle ajustera son expression « reste accommodante » lorsqu'elle caractérisera sa politique à la prochaine réunion du mois de septembre. Si la Fed a indiqué qu'une quatrième hausse est probable, nous tablons sur une pause en décembre en réaction au resserrement des conditions financières. La normalisation des bilans s'accélérera jusqu'en 2018, le volume des obligations à échéance qui ne sont plus réinvesties progressant à 50 milliards USD/mois. Les marchés sont, eux aussi, sceptiques à l'égard d'une quatrième hausse des taux en 2018 alors qu'ils n'anticipent que deux hausses supplémentaires de la part de la Fed au cours des 12 mois à suivre.

Les Bons du Trésor ont affiché une sous-performance notable au deuxième trimestre, l'économie américaine ne reflétant pas les déceptions vécues en Europe. À l'avenir, les statistiques américaines pourraient pointer vers une sous-performance au deuxième semestre face au resserrement des conditions financières depuis janvier. Impulsé par un mélange de vigueur du dollar, de taux en hausse et d'élargissement des spreads de crédit, le resserrement des conditions financières intervient dans un contexte d'accroissement des risques de guerre commerciale et de hausse des prix du pétrole. Sans surprise, les récents indicateurs de croissance du PIB ont entamé leur descente de leurs plafonds à 4-5 %. Si nous considérons les pressions à la hausse sur les rendements comme le signe d'un contexte économique toujours favorable (même si en déclin) et si nous optons pour une durée tactique courte, nous estimons probable que les rendements du Trésor à 10 ans se maintiennent pour bonne partie dans leur fourchette de 2,8 à 3,1 %. Un franchissement net à la hausse ne semble guère envisageable sauf une franche accélération de la croissance et de l'inflation.

Dans la zone euro, la conjugaison de statistiques économiques décevantes et la fragilité politique persistante ont soutenu les Bunds en juin et les rendements à 10 ans sont retombés à 0,3 %. Comme le marché l'attendait, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé la fin de son assouplissement quantitatif en fin d'année tout en réduisant le rythme des achats mensuels d'obligations de moitié à partir de septembre pour le ramener à 15 milliards d'euros. La question est maintenant de savoir quand la BCE va relever ses taux. Le tassement des perspectives économiques et les orientations explicites de l'autorité monétaire ont conduit les marchés à repousser leurs prévisions de hausse à décembre 2019, ce qui est conforme à nos anticipations. Il est difficile d'être constructif à l'égard des Bunds, compte tenu du bas niveau des rendements sur la valeur des fondamentaux, notamment les prévisions de PIB nominal. Par conséquent, nous percevons le risque d'une hausse des rendements à venir et nous préconisons une position courte sur la durée même si la courbe de rendement pentue et les risques politiques persistants en Italie devraient limiter l'étendue de tout mouvement de liquidation sur les Bunds. À la périphérie, nous avons opéré une hausse tactique de l'exposition à la dette publique italienne en mauvaise posture au deuxième trimestre, tout en conservant une surpondération à l'Espagne. Nous pensons que les forces du marché continueront d'agir tels des stabilisateurs automatiques en Italie et limiteront les dérives du gouvernement de coalition vers les extrêmes. Si le risque d'élections anticipées dans ce pays est probablement sous-estimé par les marchés, la dégradation budgétaire se retrouve largement dans le prix des BTP.

Au Royaume-Uni, le Brexit est présent dans tous les esprits et nous avons retiré la durée sous-pondérée sur la livre sterling. Jusqu'à présent, les données économiques résistent bien à la noirceur des messages des médias sur le Brexit, quoique le 1,3 % de croissance du PIB prévu par le consensus pour 2018 batte largement en brèche par rapport à la moyenne annuelle de 2,2 % observée ces 5 dernières années. En l'absence de l'émergence d'un consensus clair dans les négociations, les risques économiques progressent. Alors que l'inflation se tempère également, nous pensons que l'environnement restera favorable aux Gilts même si leurs valorisations apparaissent élevées dans la plupart des mesures et si la Banque d'Angleterre continue d'arguer de son intention de relever les taux.

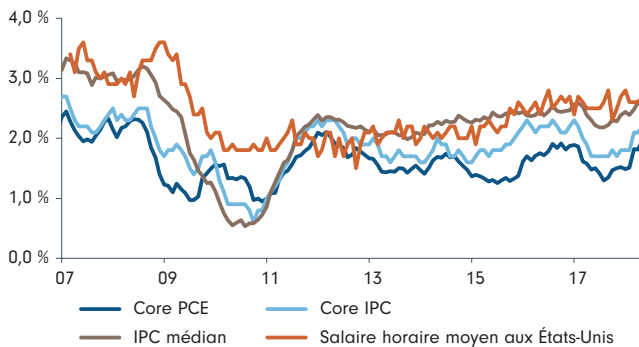
# Titres indexés sur l'inflation

## Analyse mensuelle

- Les prévisions d'inflation ont grimpé en juillet aux États-Unis sous l'effet de l'embellie des prix du pétrole en fin de moi. À l'échelle mondiale, les chiffres de l'inflation n'ont pas été à la hauteur des prévisions à fin juin comme illustré par les mauvais résultats des IPC dans la zone euro.
- Les points morts d'inflation en Europe ont évolué au gré de l'actualité politique, les obligations italiennes indexées sur l'inflation ayant repris par rapport aux nominales, ce qui élargit leurs points morts sur toutes les échéances.
- Les points morts d'inflation au RU n'ont guère évolué sur le mois.

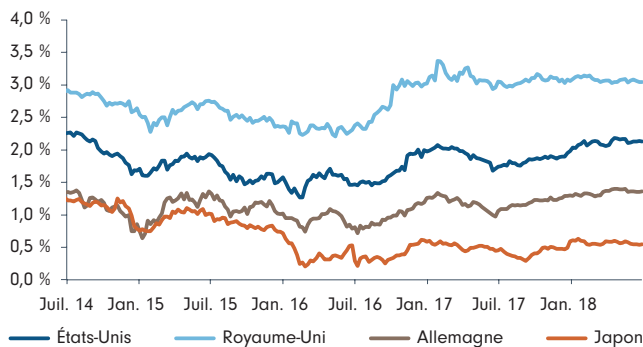
Positionnement tactique	--	-	=	+	++
Inflation marchés développés				●	
Obli. indexées sur l'inflation - USD		→		●	
Obli. indexées sur l'inflation - EUR				●	
Obli. indexées sur l'inflation - GBP					●

## Les mesures sous-jacentes de l'inflation se raffermissent aux États-Unis



Source : Fidelity International, Bloomberg, juillet 2018.

## Points morts d'inflation à 10 ans



Source : Fidelity International, juillet 2018.

## Perspectives

Les obligations indexées sur l'inflation sont restées stables au deuxième trimestre face à la stabilisation des rendements. Les points morts d'inflation ont suivi des tendances disparates d'une région à l'autre. Nos prévisions d'inflations tablent sur une accentuation modérée des pressions sur les prix à l'échelle mondiale dans les 12 à 18 mois à venir même si les risques de hausse progressent. La poussée de la menace protectionniste pèse sur la tendance déflationniste structurelle des prix des marchandises et les marchés du travail se resserrent de plus en plus à travers les différents pays. Face à des points morts d'inflation et des rendements réels sur les indices mondiaux proches des plus hauts à 5 ans, nous sommes globalement neutres sur les linkers et repérons des opportunités tactiques aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Aux États-Unis, les points morts d'inflation n'ont pas suivi la reprise des cours du pétrole à la fin juin et offrent donc des opportunités sur la partie courte de la courbe. L'inflation a été conforme aux prévisions en mai, l'indice des prix à la consommation sous-jacent et global enregistrant une croissance modérée, respectivement de 2,2 % et 2,8 %. Point important, la mesure d'inflation privilégiée par la Fed, les dépenses de consommation personnelle, ressort désormais à 2,0 % tandis que les autres mesures de l'inflation sous-jacente affichent une tendance à la hausse. Les composantes de prix des enquêtes ISM auprès des entreprises, les prévisions de hausse des prix du côté des consommateurs et les mesures statistiques de l'IPC médian pointent toutes vers une hausse de l'inflation dans les mois à venir. Les pressions sur les salaires aux États-Unis restent pourtant sous contrôle et ne dépassent pas les fourchettes actuellement observées. L'inflation est également contrainte par le récent relèvement de la productivité qui contient la croissance du coût unitaire du travail. Sur les points morts aux États-Unis, nous avons supprimé notre position courte tactique - basée sur la mauvaise tenue des chiffres saisonniers en mai et juin - pour revenir à une exposition neutre et nous conservons une approche constructive à long terme. Face à des points morts à 10 ans qui paraissent peu accessibles à 2,1 % (soit proches de leurs plus hauts à 5 ans de 2,2 %), l'amélioration des signaux sur l'inflation sous-jacente et la solide remontée des prix du pétrole nous donnent une vision plus constructive à l'égard du marché.

En Europe au deuxième trimestre, la confiance a évolué au gré des risques italiens et les points morts ont sous-performé les autres marchés qui forment le cœur de l'Europe. Compte tenu d'un IPC sous-jacent à 1,0 % en mai et projeté à 1,4 % à la mi-2019, la BCE peut se permettre d'aller doucement vers la normalisation des politiques. Les signes de vigueur de plus en plus nombreux du côté des salaires accroissent le risque d'une telle approche. La croissance des salaires a connu une accélération modérée dans la zone euro au premier trimestre, en hausse de 2 % en glissement annuel. Les chiffres au niveau des pays tendent vers une vigueur renforcée à suivre. Sans surprise, les projections de la BCE pointent également vers le haut alors que l'inflation sous-jacente devrait atteindre 1,9 % en 2020, dans la juste lignée de l'objectif de la BCE. Nous conservons une position neutre sur les marchés de l'inflation en euros même si les points morts sont élevés par rapport à d'autres pays développés et si les indicateurs techniques (tels que les flux d'investisseurs) nous conduisent vers une orientation légèrement négative.

Au Royaume-Uni, les points morts d'inflation à 10 ans sont stables depuis le début d'année et restent dans une marge étroite entre 3,0 % et 3,1 %. Si l'inflation se tempère au Royaume-Uni, la faiblesse de la livre sterling et la hausse des prix du pétrole marquent un regain d'impulsions inflationnistes qui en atténuent les effets. En retirant ces forces extérieures du panier de l'IPC (à savoir les éléments davantage exposés aux importations), les pressions inflationnistes intérieures reculent incontestablement. Par conséquent, nous tablons sur une modération de l'IPC sous-jacent en deçà des 2,0 % au dernier trimestre 2018, ce qui rétrécirait vite la fenêtre d'opportunité laissée à la Banque d'Angleterre pour relever ses taux. Bien que l'inflation britannique tende à ralentir, le Royaume-Uni reste l'un de nos marchés préférés sur la base de la valorisation des points morts et des répercussions potentielles sur l'inflation domestique de la faiblesse de la livre sterling dans le sillage du Brexit. Contrairement aux autres marchés qui s'échangent à des niveaux proches de leurs plus hauts à 1 et 2 ans, les points d'inflation s'échangent aux alentours de leurs moyennes au Royaume-Uni.

# Crédit Investment Grade

## Analyse mensuelle

- Les spreads des obligations d'entreprises Investment Grade (IG) à l'échelle mondiale se sont élargis en juin pour finir le trimestre sur une hausse de 15 pb.
- Le crédit asiatique (USD) et Euro ont enregistré des sous-performances notables sur le trimestre. Les marchés asiatiques ont atterri dans la crainte d'un ralentissement de la croissance et d'un resserrement du crédit en Chine alors que les financières ont affaibli les marchés euro, en écho aux risques politiques élevés.
- Le rendement total des obligations IG s'est replié en juin et au deuxième trimestre bien que les flux sortants aient commencé à se ralentir après une faiblesse prononcée au T1.

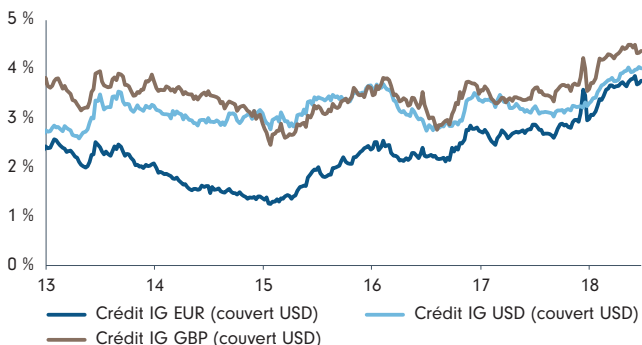
### Positionnement tactique

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

### Les marchés du crédit IG traduisent une réalité plus vacillante que les actions



### Le secteur IG EUR est plus porteur sur une base couverte



## Perspectives

Les obligations d'entreprises IG mondiales ont clos le deuxième trimestre en baisse sur la base du rendement total car les spreads ont poursuivi leur élargissement marqué. Ces derniers mois, un écart s'est creusé entre la mauvaise tenue du crédit et un marché d'actions plutôt résistant. Sur une base historique, l'élargissement des spreads a souvent annoncé des jours sombres pour les actifs à risque de par le resserrement des conditions de crédit. Reste donc à voir si on est face à l'amorce d'une évolution à la baisse plus marquée des actifs à risque. La valeur est revenue sur bon nombre de segments du secteur IG avec des spreads revenus à leurs plus larges en 18 mois, à 129 pb, mais qui restent encore bien loin des 202 pb de février 2016. Nos modèles de crédit recommandent toujours une légère position de bêta long sur l'IG américain et européen, sur la base de signaux de liquidité et de retour à la moyenne favorables même si le niveau de conviction s'est abaissé. Nous sommes attentifs à une éventuelle exacerbation des tendances négatives sous l'effet de la diminution de la liquidité pendant l'été et la plupart des portefeuilles sont donc positionnés de manière défensive en anticipation de tout nouveau fléchissement à suivre.

En Europe, l'élargissement des spreads EUR d'un plus bas de 74 en février à 122 pb aujourd'hui a ramené de la valeur sur le marché et, dans une perspective transversale, l'euro n'est désormais guère plus cher que l'USD sur le crédit (8 pb). La problématique dominante ces dernières années d'un segment crédit EUR peu accessible ne vaut plus à la lumière du rétrécissement significatif de l'écart de valorisation des spreads sur les emprunts d'État et des rendements ajustés de la couverture de change. La situation fondamentale de l'Europe reste positive pour beaucoup mais nous nous attendons à une dégradation. Si l'effet de levier s'est modéré et les ratios de couverture des intérêts sont élevés, ces mesures sont sensibles à la dynamique de croissance et devraient se dégrader au deuxième semestre 2018. La reprise tous azimuts des opérations de fusion-acquisition en Europe est le signe de l'émergence d'esprits instinctifs et nous pourrions finalement entrer dans un environnement de crédit de fin de cycle. Du côté des facteurs techniques, la réduction progressive des achats d'obligations d'entreprises par la BCE à partir d'octobre sera un frein dans un environnement précaire pour les flux d'investisseurs. Les fonds obligataires IG européens ont subi des sorties massives au deuxième trimestre en réaction aux rendements totaux négatifs au premier trimestre. Cependant, les flux devraient repartir avec la stabilisation des résultats. Dans l'ensemble, l'Europe demeure notre région préférée sur le secteur du crédit même si les arguments qui sous-tendent cette vision se transforment, face à la dégradation des fondamentaux des entreprises et à l'amélioration des valorisations.

Aux États-Unis, les marchés du crédit sont pris sous les feux croisés de la scène politique. Difficile d'avoir une approche trop négative du marché au vu de la solidité de la croissance économique qui sous-tend les bénéfices des entreprises et l'équilibre budgétaire. Pourtant, le profil technique du crédit US est assombri par la politique de la Fed et il reste de nombreux signes d'excès au plan fondamental. La hausse des taux directeurs et des rendements sur les emprunts d'État, conjuguée à l'amélioration des valorisations relatives des marchés hors États-Unis, tempore les acheteurs marginaux de crédit US. Dans l'ensemble, nous restons prudents à l'égard du crédit USD. Au Royaume-Uni, les spreads sur le GBP se sont élargis en écho au marché EUR bien que l'exode des investisseurs au détriment des fonds obligataires britanniques se soit tassé. Les flux de fonds sur le segment IG au RU se sont révélés négatifs après avoir affiché de bons résultats de mars à mai. Dans une perspective d'avenir, la livre sterling apparaît attractive avec des spreads supérieurs à 150 pb, soit un niveau équivalent au marché asiatique. Toutefois, 50 % du marché IG GBP est constitué d'émetteurs exposés au risque britannique. Les marchés évaluent donc à leur juste mesure les risques du Brexit et nous conservons une position neutre.

En Asie, l'élargissement récent des spreads et la sous-performance ont ravivé la valeur du marché même si la confiance risque de manquer à court terme. Les inquiétudes autour d'un resserrement du crédit, la mauvaise tenue des marchés de devises, les tensions commerciales et la hausse des risques de défaut sont autant de facteurs qui ont pesé sur le marché. Malgré cela, le crédit asiatique conserve un profil fondamental relativement sain, avec des niveaux de levier et de trésorerie disponible comparables aux émetteurs IG américains. Les facteurs techniques sont toutefois fragilisés par une demande toujours en panne. Nous maintenons une vision globale positive du secteur IG asiatique au vu de la valeur disponible.

# Crédit High Yield

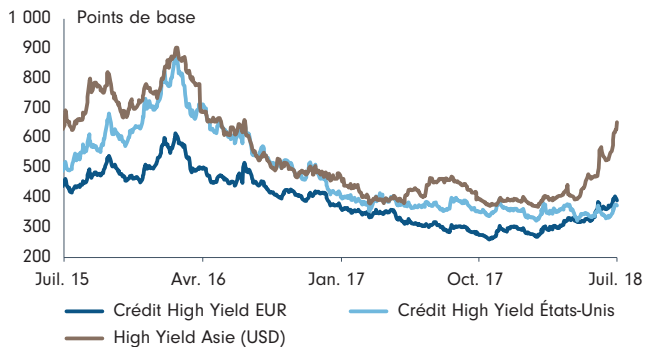
## Analyse mensuelle

- Les obligations mondiales à haut rendement (HY) ont cédé du terrain en juin et au deuxième trimestre malgré des tendances disparates selon les régions.
- Le HY américain a bien résisté, avec un rendement total légèrement positif, et n'est pas atteint par l'escalade des tensions sur la scène commerciale.
- En Europe, le HY a souffert de l'actualité de l'Italie et de la déception des statistiques économiques dans la zone euro. Le HY a également marqué le pas en Asie dans le sillage d'un tassement de la demande des investisseurs.

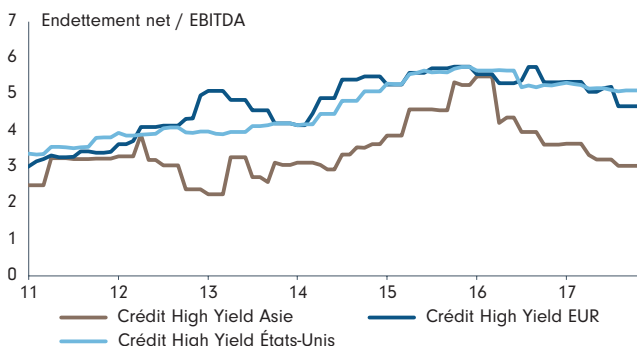
### Positionnement tactique

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

### Spreads HY : l'Asie devient plus accessible



### Les entreprises ont réduit leur endettement



## Perspectives

Les marchés HY se sont essouffés au deuxième trimestre, les mouvements par région l'emportant sur la tendance plus générale. Nous restons prudents à l'égard du haut rendement et nous anticipons un nouvel élargissement possible des spreads au deuxième semestre 2018, sous l'impulsion des États-Unis. Les spreads sur les indices mondiaux sont repassés au-dessus de 400 pb, ce qui confère un coussin de portage plus confortable à la catégorie d'actifs mais nous ne sommes revenus qu'aux niveaux de janvier 2017, soit encore très loin des 700 pb enregistrés en 2016. Le retrait de l'assouplissement monétaire étant devenu un thème récurrent, le marché est très sensible à toute évolution à la baisse de la croissance mondiale. Le segment investment grade présente un risque majeur pour le marché. Si la capitalisation boursière totale du HY a atteint un plateau ces dernières années au vu d'une offre peu abondante, la croissance rapide des emprunts notés BBB représente un risque de taille dans le contexte du prochain cycle de déclassement.

La prudence est de mise sur le HY américain ces dernières semaines à la lumière de sa résilience par rapport aux autres segments de crédit. Après avoir surmonté les oscillations du marché d'actions, le grand écart des spreads sur le crédit investment grade et les sorties de capitaux continues de la part des investisseurs, le haut rendement américain a fini le trimestre sur un rendement total positif. L'allègement des positions et de l'offre a porté le marché. Les émissions sont en baisse de 30 % depuis le début d'année par rapport à la même période de l'année dernière. La modération de l'offre a été contrebalancée par des flux sortants incessants dont une autre des conséquences négatives a été en juin pour les fonds d'investissement collectif à haut rendement aux États-Unis. Dans une perspective fondamentale, il y a des raisons de rester positionné à la hausse sur le haut rendement américain : une économie américaine toujours très dynamique, une bonne croissance des bénéfices, une modération des effets de levier et une baisse des défauts. Et pourtant nous restons prudents car une bonne partie des émetteurs IG ne sont pas loin de se transformer en anges déchus (on les estime à presque la moitié de la taille du marché HY américain aujourd'hui) et les signes excessifs de fin de cycle se multiplient par rapport aux autres marchés.

Le marché HY européen a connu une belle revalorisation de ses prix ces derniers mois à mesure que les spreads se sont élargis. Le marché a ainsi récupéré une partie de sa valeur bien nécessaire et repoussé les rendements au-dessus de 3 %. À l'avenir, les perspectives fondamentales pourraient s'assouplir sur fond de ralentissement de la croissance des résultats, de hausse des dépenses d'investissement, d'opérations de fusion plus nombreuses (ce qui se passe déjà parmi les méga-capitalisations) et, pour finir, un effet de levier plus important. Les perspectives techniques sont mitigées. Les marchés primaires sont restés en retrait en juin après des mois d'avril et mai très actifs. L'offre peu abondante intervient dans un contexte mensuel marqué par de nouveaux flux sortants depuis les fonds HY européens de la part des investisseurs individuels. Indépendamment des défis techniques, notamment le retrait de l'assouplissement quantitatif de la BCE en fin d'année, nous estimons que le récent élargissement des spreads et des rendements devrait raviver l'attrait de la catégorie d'actifs auprès des acheteurs domestiques et internationaux. En termes de risques, le secteur automobile a cristallisé les tensions commerciales sans effet de contagion majeur sur les autres secteurs et entreprises qui dépendent largement de leurs revenus aux États-Unis. Par conséquent, nous tablons sur une dispersion renforcée des émetteurs et des secteurs à mesure que la situation s'éclaircit sur la scène commerciale.

Le haut rendement asiatique a été particulièrement faible en juin, entraîné dans le sillage de la baisse des actions chinoises sous l'effet des signes d'accélération du resserrement du crédit, des défauts interrompus sur le marché intérieur et des craintes de plus en plus vives d'une guerre commerciale. Dans une perspective fondamentale, le désendettement a été un thème important depuis 2016 parmi les émetteurs HY asiatiques, les mesures du ratio endettement/EBITDA, de la couverture d'intérêts et des flux de trésorerie disponible se situant tous à de meilleurs niveaux que leurs équivalents sur le marché américain. Les spreads étant revenus à plus de 650 pb, les valorisations redeviennent intéressantes même s'ils restent bien en deçà de leur pic à trois ans, à 904 pb. Nous classons la récente liquidation comme la traduction d'une réalité technique (tout particulièrement l'assèchement de la demande après une période de fort appétit des investisseurs) mais nous anticipons l'émergence de meilleurs points d'entrée après l'été.



# Marchés émergents

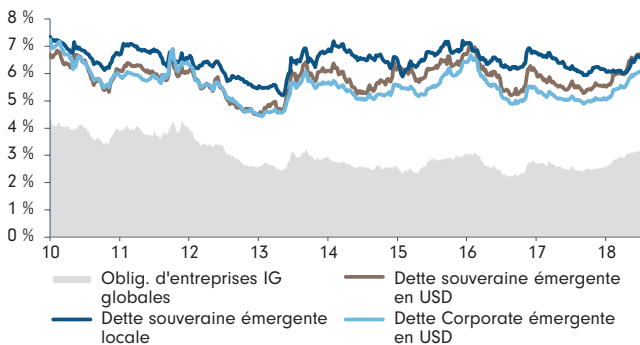
## Analyse mensuelle

- Les obligations des marchés émergents, conduites par les émissions en devise locale, ont encore cédé du terrain en juin.
- Les devises des marchés émergents ont subi une nouvelle baisse au cours du mois (-2,6 %), soit une baisse de 9,1 % sur le trimestre. La Turquie et le Brésil ont tout particulièrement souffert en juin.
- Les spreads sur les obligations d'entreprises et souveraines émergentes en devises fortes se sont élargis sur le mois, marqué par la sous-performance de la Turquie, du Brésil et de l'Afrique du Sud.

### Positionnement tactique

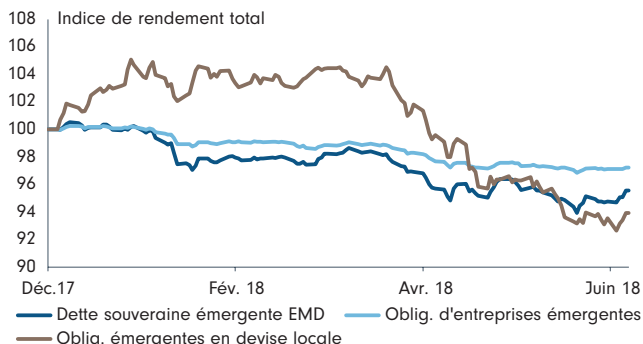
	--	-	=	+	++
Dettes souveraine « hard currency »		●			
Dettes Corporate « hard currency »				●	
Dettes souveraine émergente en devise locale				●	
Devises émergentes	●				
Chine en RMB			●		

### Les rendements des obligations des marchés émergents franchissent à nouveau les 6 %



Source : Fidelity International, Bloomberg, indices obligataires JP Morgan, juillet 2018.

### Les rendements des indices obligataires émergents sont en baisse depuis le début d'année



Source : Fidelity International, Bloomberg, indices obligataires JP Morgan, en USD, au 6 juillet 2018.

## Perspectives

La dette émergente a reculé davantage en juin. Les indices de la dette souveraine, privée et en devise locale ont respectivement cédé 5,2 %, 2,9 % et 6,4 % depuis le début d'année. Les inquiétudes sur la scène commerciale, le regain de vigueur du dollar et le retrait progressif des mesures de relance monétaire pèsent lourd sur les marchés émergents et si les rendements globaux sont attractifs à plus de 6 %, les perspectives à court et moyen terme sont fragiles, spécialement dans le contexte de baisse de la liquidité pendant l'été. Les fonds obligataires émergents, ceux en devise locale en premier lieu, ont traversé leur troisième mois consécutif de flux sortants en juin même si le rythme s'est ralenti ces dernières semaines. Malgré la performance médiocre des marchés, les statistiques économiques des marchés émergents résistent mieux. Les indices des directeurs d'achat ont surpris à la hausse en juin et ont contribué à combler l'écart avec les marchés développés. Alors que nombre d'élections sont maintenant passées, la stabilisation du calendrier politique offre de nouvelles occasions. Dans l'ensemble, nous conservons une prudence tactique à l'égard de la dette émergente mais nous estimons que cette catégorie d'actifs s'appuie sur des facteurs structurels qui la rendent attractive par rapport aux marchés développés.

Les obligations en devise locale des marchés émergents ont concentré l'essentiel de la fragilité du marché ces derniers mois et les investisseurs s'interrogent de plus en plus pour savoir si le marché est un piège à valeur. La vigueur retrouvée du dollar sous-tend la confiance des investisseurs sur les marchés des devises émergentes et nous continuons d'apprécier la durée en devise locale qui s'exprime par le biais des rendements réels. Contrepoint de la faiblesse des changes, le relèvement des prix des matières premières et l'étroussure relative des marchés de l'emploi devraient soutenir l'inflation à travers l'univers émergent au cours des 12 mois à suivre. Sur les marchés émergents en devises fortes, les spreads souverains se sont encore élargis en juin, atteignant leurs niveaux les plus larges des 18 derniers mois, à 353 pb aujourd'hui. Les spreads des obligations d'entreprises émergentes se sont, eux aussi, élargis (325 pb à l'heure actuelle). Nous restons globalement prudents à l'égard des émissions souveraines émergentes dont les fondamentaux et les facteurs techniques restent fragiles. Nous sommes plus constructifs à l'égard des émissions d'entreprises émergentes pour lesquelles une diversité suffisante des émetteurs peut être trouvée pour capitaliser sur la prime de risque.

En Turquie, les rendements sur les emprunts d'État à deux ans en lire turque atteignent 20 % sur la semaine écoulée, soit une première depuis la crise financière de 2008. Une décennie d'assouplissement monétaire et budgétaire a provoqué une surchauffe de l'économie avec des niveaux d'épargne au plancher, une inflation à deux chiffres et une balance courante à 6 %, ce qui n'est pas durable. Alors que l'IPC frôle désormais les 17 %, les autorités commencent à réagir. Les hausses de taux de plus de 500 pb au deuxième trimestre seront probablement suivies de nouvelles mesures de resserrement après un nouvel effondrement de 14 % de la lire turque au cours du trimestre. Si les rendements semblent attractifs, nous continuons d'observer les choses de loin car la Turquie et les marchés émergents au sens large font face à une confluence de vents contraires.

Au Mexique, le pays a été balayé par le changement politique après la victoire confortable d'Andrés Manuel López Obrador (connu sous l'acronyme AMLO) aux élections présidentielles pour devenir le premier président de gauche depuis les années 1980. Si l'agenda budgétaire et les mesures populistes d'AMLO ont ébranlé les investisseurs au cours de l'année écoulée, nous tablons sur le fait que son agenda pro-croissance sera plus propice aux intérêts des investisseurs que le marché le craint. Ses commentaires conciliants après sa victoire ont laissé présager d'un pragmatisme de sa politique et l'incertitude politique ayant été surmontée, nous tablons sur un soulagement à court terme sur les marchés mexicains. Les obligations en devise locale offrent la meilleure source de valeur après que la banque centrale mexicaine a réussi à abaisser les prévisions d'inflation au cours des 18 derniers mois, à l'aide de hausses des taux de 475 pb, et à surmonter la faiblesse du peso. Alors qu'il est probable que l'inflation intérieure se tasse, une réduction des taux d'intérêt nous semble envisageable et les rendements en devise locale devraient se réduire dans les 12 prochains mois.

En Chine, le CNY a enregistré une dépréciation de 3,2 % par rapport au dollar US en juin, une évolution équivalente à sa réévaluation surprise d'août 2015. Il en a découlé une accentuation des craintes autour de la fragilité de l'économie domestique et la nécessité pour les autorités chinoises d'atténuer le ralentissement de l'économie même si les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine expliquaient pour partie la situation.

---

## 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. PM2660

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

