

La fin d'année confirme la sortie de crise en Europe

Sur la lancée des mois précédents, les signaux confirmant une reprise mondiale de la croissance se sont multipliés en novembre. Une fois encore, la poursuite de l'embellie conjoncturelle a fait la part belle aux actions, confortant notre allocation de portefeuille.

Etats-Unis et Japon à l'honneur. Aux États-Unis, le nouveau statu quo de la Fed conjugué à l'annonce de mesures destinées à compenser la fin prochaine des rachats d'actifs, ont une nouvelle fois satisfait les investisseurs. De sorte que, dans la foulée, les indices Dow Jones et S&P 500 ont touché de nouveaux plus hauts historiques. Parallèlement, au Japon, la publication de nouvelles statistiques - et notamment d'un PMI des directeurs d'achats du secteur manufacturier au plus haut depuis 2006 - a également propulsé les indices Topix et Nikkei à leurs plus hauts d'avant crise.

Stabilisation du marché du travail en zone euro. Si les signes de reprise sont encore timides en Europe, au moins la sortie de crise se précise un peu plus chaque mois. Dernière preuve en date, les chiffres du marché du travail sur le mois d'octobre. Et pour la première fois depuis 2011, le nombre de sans emploi en zone euro a reculé à 12,1% de la population active après avoir touché un record de 12,2% en septembre. Certes, les 17 pays membres ne génèrent pas encore une croissance susceptible de créer des emplois. Mais ce recul, avec un peu de retard sur les premiers signes d'amélioration de l'activité en Europe, témoigne au moins d'une stabilisation du marché du travail et- espérons le - d'une décrue prochaine du chômage.

Le pragmatisme de la BCE. La différence de style est notable. Depuis l'arrivée de Mario Draghi à sa tête, l'instance monétaire européenne semble s'accorder des prérogatives qui vont au-delà de son traditionnel champ d'action. Ainsi, à la surprise générale, la BCE a abaissé ses taux, début novembre. Même s'il s'en défend, son président semble animé par la volonté de soutenir la timide reprise européenne et de faire baisser l'euro. Cette décision a, en tout cas, rassuré le marché obligataire européen qui semble désormais déconnecté de la problématique qui prévaut aux Etats-Unis.

Points forts

- Le chômage se stabilise en zone euro
- La BCE soutient l'économie européenne

Points faibles

- Risque de déflation en Europe et au Japon
- Faiblesse de certaines économies émergentes

L'ALLOCATION TACTIQUE

De David Ganozzi sur la base du portefeuille de Fidelity Patrimoine, au 30.11.13
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		■			

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

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

ACTIONS : Encore et toujours en surpondération

Les facteurs de soutien aux marchés d'actions n'ont pas manqué sur le mois de novembre. L'amélioration globale de l'environnement dans la plupart des zones économiques en est le premier élément d'explication. Les annonces faites par les instances monétaires pour soutenir la reprise, y ont également participé. S'il y a fort à parier que la fin, annoncée pour les prochains mois, des rachats d'actifs par la Fed engendre quelques remous sur les marchés actions, cela ne remet pas en question notre surexposition sur cette classe d'actifs. En effet, même s'ils restent fragiles dans certaines régions, les fondamentaux économiques actuels plaident pour une amélioration continue de la conjoncture.

Nous continuons de privilégier les régions les plus porteuses en surpondérant les actions américaines et japonaises. Cette préférence se fait aux dépens des marchés émergents sur lesquels nous restons "neutre" et les marchés européens (sous-pondérés au regard de notre allocation stratégique).

OBLIGATIONS : Une neutralité très pratique

En novembre, les marchés obligataires se sont, dans l'ensemble, légèrement appréciés. Nous estimons que la baisse des taux de la BCE marque le début d'une déconnexion avec la politique de la Fed et d'une décorrélation entre les marchés de taux européen et américain. Globalement, il apparaît que la tendance générale a profité aux compartiments investment grade (+2%) et high yield (+1%). Elle conforte notre position "neutre" sur cette classe d'actifs. Nous continuons de préférer le haut rendement sur lesquels nous restons surpondérés aux dépens des taux longs.

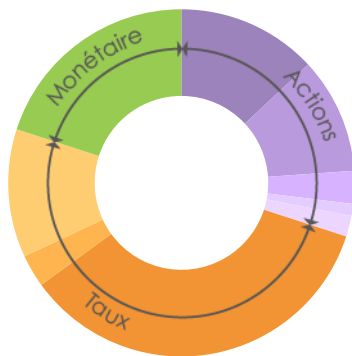
MATIERES PREMIERES : "Neutre" malgré tout

L'année 2013 n'aura pas été celle des matières premières. Dans un contexte économique caractérisé, certes par un bon rythme de croissance aux Etats-Unis, mais surtout par une reprise poussive en Europe et en Asie, l'inflation reste au plus bas. En l'absence prolongée de ce soutien, nous maintenons une certaine neutralité à l'égard de cette classe d'actifs.

L'ALLOCATION D'ACTIFS

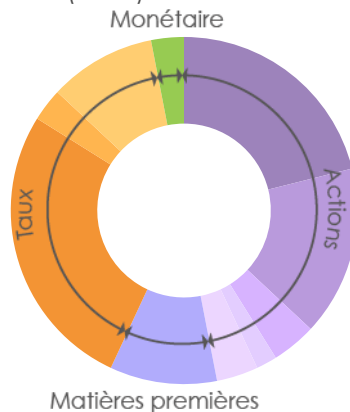
Illustration au travers de 3 portefeuilles types, au 30.11.13

Défensif (3 ans)



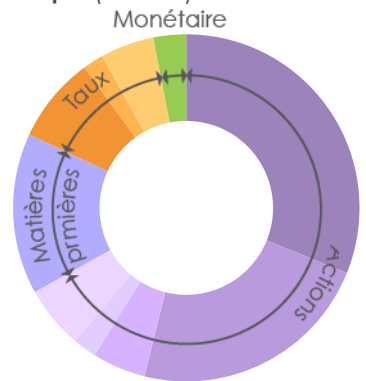
■ Actions Europe	13 %	30 %
■ Actions Etats-Unis	11 %	
■ Actions Japon	3 %	
■ Actions Asie Pacifique	1 %	
■ Actions Emergents	2 %	
■ Obligations Euro "Investment Grade"	35 %	50 %
■ Obligations Euro "High Yield"	3 %	
■ Obligations Euro Court Terme	12 %	
■ Monétaire Euro	20 %	20 %

Equilibre (5 ans)



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

Dynamique (> 5 ans)



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

La vision de nos experts obligataires : de part et d'autre de l'Atlantique, les politiques monétaires divergent

au 30.11.13

Alors que la FED laisse entendre qu'elle reste prête à poursuivre les efforts d'accompagnement et de stimulation de l'économie américaine, il est clair que les signes de rebond durable de la croissance seront pourtant annonciateurs d'un durcissement de la politique outre atlantique en 2014. De leur côté, les opérateurs de marché anticipent toujours un début de « tapering » à horizon mars 2014.

En Europe, la Banque Centrale Européenne (BCE) a surpris les marchés en ramenant son taux directeur de 0.5% à 0.25%, un plus bas historique. Avec des politiques monétaires qui divergent de part et d'autre de l'Atlantique, la politique de communication des Banques Centrales en 2014 jouera très probablement un rôle central.

Néanmoins, compte tenu de la quête de rendement ininterrompue des investisseurs, de tensions inflationnistes largement contenues et d'une amélioration généralisée des statistiques des grandes économies, les actifs obligataires devraient bénéficier de soutiens solides en 2014.

Duration et emprunts d'Etat

États-Unis : Les bons du Trésor ont enregistré une performance négative en novembre. En effet, les données économiques mieux orientées que prévu ont fait craindre aux investisseurs que la Fed ne déclenche plus tôt que prévu le ralentissement de ses achats d'actifs. Selon le compte rendu de la réunion de la Fed fin octobre, les gouverneurs estiment qu'un affermissement de l'économie pourrait permettre à la banque centrale de réduire le rythme de ses achats d'actifs dans les prochains mois, exacerbant par là-même les craintes de retrait progressif de la politique d'assouplissement quantitative. La banque centrale cherche à convaincre les investisseurs que le tapering ne sera pas synonyme de relèvement du taux directeur. Son président actuel, Ben Bernanke, a répété que les taux des fed funds resteraient probablement proches de zéro pendant une très longue période après la fin des achats d'actifs. Les chiffres relatifs à la confiance des ménages, aux ventes de détail et à l'emploi (hors agriculture) ont progressé davantage que prévu en novembre, confirmant la solidité de la reprise économique américaine.

Europe : Les Bunds allemands ont fait du surplace en novembre. La baisse inattendue de 25 pb du taux directeur de la BCE s'est révélée favorable aux Bunds mais leurs gains ont été neutralisés par le recul des bons du Trésor américain. La zone euro a fait état de statistiques économiques mitigées en novembre, témoignant de l'hétérogénéité de la reprise économique dans la région. Bien que l'indice de confiance ait grappillé quelques

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

points, les indicateurs plus larges tels que la croissance trimestrielle du PIB, les indices des directeurs d'achat et la périphérie européenne, comme l'Espagne et l'Italie, ont continué leur progression à la faveur de la quête des investisseurs en actifs à rendement plus élevé. Les obligations italiennes ont notamment bénéficié de la décision du Sénat d'exclure l'ex-Premier ministre Silvio Berlusconi du parlement.

R-U : Les Gilts ont cédé du terrain en novembre, plusieurs statistiques plus robustes que prévu ainsi que la révision des prévisions de croissance de la Banque d'Angleterre ayant confirmé l'accélération de la reprise économique. La Banque centrale a également fait savoir que la probabilité que le taux de chômage renoue avec le seuil des 7 % d'ici la fin 2014 avait augmenté, alors qu'elle avait initialement prévu cet objectif pour le 3ème trimestre 2015.

Dettes à haut rendement

Les obligations high yield ont enregistré des performances positives et ont surperformé les emprunts d'Etat et les titres investment grade au mois de novembre. Nous restons « prudemment positif » sur cette classe d'actifs. Avec un resserrement des spreads des obligations à haut rendement dans toutes les régions, les titres spéculatifs européens ont encore surperformé leurs homologues américains. L'embellie des perspectives économiques et le soutien assuré par les politiques monétaires des banques centrales ont de nouveau accru l'intérêt des investisseurs pour les actifs risqués européens. La plupart des secteurs ont terminé le mois sur des performances positives, dans le sillage des médias et de l'énergie qui ont surperformé.

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

En revanche, les émissions des secteurs de l'alimentation et des télécoms ont affiché des performances négatives et ont sous-performé.

Obligations indexées sur l'inflation

La plupart des obligations indexées sur l'inflation ont généré des performances négatives et ont sous-performé les obligations nominales en novembre. De fait, les pressions inflationnistes sont restées modestes malgré la légère accélération de la reprise économique. Aux États-Unis et en zone euro, l'inflation a aussi baissé et les anticipations inflationnistes à court terme demeurent contenues. Ces évolutions ont entraîné une baisse des points morts d'inflation en novembre. Nous pensons que le marché n'anticipe pas suffisamment la capacité des obligations indexées sur l'inflation à surperformer les obligations nominales en 2014.

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

La vision de nos experts obligataires : de part et d'autre de l'Atlantique, les politiques monétaires divergent

au 30.11.13

Crédit Investment Grade

Si les obligations corporate investment grade ont reculé dans le sillage des emprunts d'État, les spreads de crédit sont restés globalement inchangés et le crédit a surperformé. Sur le plan régional, les obligations d'entreprises européennes ont généré des performances positives, alors que les émissions libellées en livre sterling et en dollar ont affiché des performances négatives. L'abaissement inattendu du taux directeur de la BCE en début de mois a entraîné un rebond des obligations d'entreprises européennes. Cependant, la configuration technique est devenue moins favorable ces dernières semaines en raison des nouveaux signes de prises de bénéfices et de réduction des niveaux de risque à l'approche de la fin d'année. Cette tendance coïncide néanmoins avec le pic habituel des émissions après les périodes de publication des résultats. Les émetteurs américains, souhaitant profiter de la faiblesse des coûts de financement, se sont montrés très actifs sur les marchés primaires des titres investment grade en EUR et en GBP. Au niveau sectoriel, les émissions financières ont surperformé les titres non-financiers, qui ont enregistré des performances négatives. Les banques et les sociétés de courtage se sont distinguées alors que les médias et l'énergie sont restés à la traîne.

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

Dettes émergentes

Dettes souveraines émergentes « hard currency » :

La dette émergente a cédé du terrain au cours du mois en raison de la correction des bons du Trésor américain. L'élargissement des spreads de crédit a entraîné une sous-performance des obligations émergentes « hard currency » par rapport aux émissions des pays développés. La plupart des pays ont terminé le mois sur des performances négatives, en particulier le Venezuela et l'Indonésie. L'instabilité politique croissante au Venezuela a entraîné une forte baisse des prix des obligations en novembre. La forte baisse des prix du pétrole, principale source de revenus du pays, a aussi pesé sur la confiance. A l'inverse, l'Argentine a tiré son épingle du jeu et a enregistré des performances positives grâce à la poursuite du rebond initié en septembre.

Dettes corporates émergentes « hard currency » :

Les obligations d'entreprise émergentes « hard currency » ont enregistré des performances négatives mais ont toutefois surperformé les émissions souveraines « hard currency ». Sur le segment des obligations d'entreprises émergentes, les émissions à haut rendement ont surperformé.

Focus devise des marchés émergents :

Les devises émergentes se sont dépréciées face au dollar car les investisseurs, sensibles aux bonnes statistiques économiques américaines, ont délaissé les devises les plus risquées.

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

Dettes souveraines en devise locale :

Les emprunts d'État émergents en devise locale ont généré des performances négatives en novembre. Ils ont pâti de l'appréciation constante du billet vert et de la hausse des rendements des émissions émergentes en devises locale, dans le sillage des rendements des bons du Trésor. Fin novembre, l'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified affichait un rendement proche de 6,8 %, soit 20 points de base de moins que les plus hauts constatés début septembre. Sur le plan régional, l'Asie est restée à la traîne, sous l'influence du repli des émissions indonésiennes et philippines. Les émissions latino-américaines ont également enregistré des performances négatives, en particulier le Brésil. La banque centrale brésilienne a relevé les taux d'intérêt pour la sixième fois consécutive pour lutter contre l'inflation, mettant ainsi un terme à une période (certes courte) de coûts d'emprunt inférieurs à 10 % qui n'a malheureusement pas permis de relancer la première économie latino-américaine. Les pays émergents d'Europe ont aussi fini le mois en territoire négatif mais ont néanmoins surperformé leurs homologues asiatiques et latino-américains. La région continue à bénéficier de la reprise économique de la zone euro et de l'assouplissement des politiques monétaires au plan local.

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

Le positionnement au sein de chacun des segments obligataires est un positionnement en absolu de chacun de ces sous-segments.

Document de reporting.

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

Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs. Les valeurs citées dans ce document ne constituent pas de recommandations d'achat. Elles ne sont données qu'à titre d'illustration ou à indiquer que l'OPCVM est actuellement investi dans ces valeurs. Les actions ne sont pas garanties et peuvent donc perdre de la valeur, notamment en raison des fluctuations des marchés. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Toute souscription dans un compartiment doit se faire sur la base du prospectus actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur le site internet ou sur simple demande auprès de Fidelity. Fidelity Funds est une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois (SICAV). Ses compartiments sont autorisés à la commercialisation en France par l'AMF. Fidelity SICAV est une société d'investissement à capital variable de droit français. Publié par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le n° GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM 1529