

Perspectives 2014 de Fidelity

Taux et Diversifié

La vision de notre CIO : « 2014 pourrait être riche en événements »

2014 est susceptible d'être une nouvelle année riche en événements pour les obligations.

Certes les rendements sont au plus bas au sein des différentes classes d'actifs obligataires. Mais il s'agit là de la traduction naturelle de la difficulté de l'environnement économique. De plus, les craintes relatives à une grande rotation des investissements en faveur des actions au détriment des obligations sont exagérées.

Au lieu de cela, les investisseurs doivent réévaluer leurs anticipations de croissance tendancielle. Les comparaisons avec les précédentes décennies, marquées par des taux de croissance et d'inflation plus élevés, ne sont guère d'une grande utilité dans l'environnement actuel.

Et c'est d'autant plus vrai dans un monde où l'endettement est important, dans les économies développées mais aussi émergentes.



Andrew Wells

Global Chief Investment Officer
Taux et Diversifié
Fidelity Worldwide Investment

Andrew a rejoint Fidelity en 1996 comme trader pour les fonds monétaires et devint rapidement gérant de portefeuille du fonds ICF (Institutional Cash Fund).

Par la suite, il a rejoint les bureaux de Fidelity à Hong Kong en 2002, initialement comme gérant pour un large spectre d'actifs de taux incluant le cash, la devise, le marché monde, émergent et high yield, puis comme CIO produits de taux Asie en 2005. En 2007 Andrew est devenu Global CIO Taux de Fidelity et en 2010, il a également pris la responsabilité de l'équipe ISG (Investment Solution Group), du fait du lien important entre l'activité d'allocation d'actifs et la gestion de taux.

Andrew est diplômé de l'Université de Kingston. Il appartient également à « l'Association of Corporate Treasurers » (A.C.T.) et détient un « Investment Management Certificate » (I.M.C.).

LA QUÊTE DU RENDEMENT SE POURSUIT

Il est fort probable que la quête du rendement se poursuive pendant plus longtemps que beaucoup ne le pensent et les spreads présentent encore un potentiel de contraction en 2014, tant parmi les obligations Investment Grade que High Yield. Tandis que les rendements des emprunts d'État sont proches de niveaux historiquement bas, les spreads de crédit demeurent bien supérieurs à leurs précédents niveaux, alors même que l'endettement est relativement contenu et que les ratios de couverture des frais financiers sont élevés. Le caractère favorable de ces fondamentaux et valorisations, ainsi que les politiques monétaires accommodantes des banques centrales, devraient contribuer à soutenir les marchés du crédit au cours des 12 prochains mois.

Parmi les obligations d'entreprises, une classe d'actifs extrêmement intéressante pour les investisseurs avides de rendements est le High Yield européen, porté par l'amélioration des spreads, d'une meilleure qualité de crédit moyenne et d'un risque de taux d'intérêt plus faible. Qui plus est, les défauts restent rares sur les marchés obligataires du haut rendement et leur augmentation est peu probable en 2014 dans la mesure où les sociétés ont rééchelonné leurs dettes. Dans le passé, un environnement marqué par une croissance atone a généralement été positif pour le High Yield, les performances étant soutenues par les coupons.

Au sein des obligations Investment Grade, il ne faut pas oublier que nous entrons dans une phase mature du cycle de crédit où le risque événementiel domine et où le potentiel d'appréciation du capital résultant de la contraction des spreads diminue. Par conséquent, les investisseurs doivent agir avec prudence : rechercher le portage certes, mais tout en

étant à même de réduire rapidement leur niveau de risque en cas d'apparition de tensions sur les marchés. Les États-Unis se trouvent en avance dans le cycle de réendettement. Aussi, il est probable que les investisseurs se tournent vers les titres de crédit en Europe et les solutions de crédit diversifiées globales afin d'atténuer certains de ces risques.

UNE CROISSANCE ATONE : LA NOUVELLE NORMALITÉ

L'économie américaine est en bonne voie pour enregistrer une croissance trimestrielle moyenne de 2 % en rythme annuel tout au long de 2014. Il s'agit là d'un résultat assez faible compte tenu du potentiel de l'activité économique et du caractère favorable de l'environnement monétaire. Les autorités monétaires s'inquiètent d'une croissance depuis 2008 qui n'a pas réussi à égaler le rythme qui était le sien dans les années 90 et au milieu des années 2000. Au niveau sectoriel, l'immobilier résidentiel outre-Atlantique est à l'origine de la seule éclaircie, mais il montre des signes d'essoufflement. L'investissement des entreprises est freiné par l'incertitude politique qui assombrit les perspectives sur le front des dépenses d'équipement. Pour que la reprise entre dans une phase plus autonome et que les perspectives de l'emploi s'améliorent, il est nécessaire que les entreprises intensifient leurs efforts et investissent dans l'économie en 2014.

Quant à l'économie britannique, elle se trouve dans une situation favorable à l'heure actuelle, mais je pense que son embellie récente est en partie due à un effet de rattrapage après les dernières années marquées par une croissance déprimée. Dans la zone euro, les tendances pourraient aussi positivement évoluer au début de l'année 2014 compte tenu de la récente stabilisation des statistiques, mais les problèmes

structurels auxquels sont confrontées ces économies sont gigantesques. Le risque événementiel, entourant tout particulièrement les tests de résistance (« stress tests ») et la revue de la qualité des actifs des banques, est bel et bien susceptible de déstabiliser les marchés l'an prochain, et ce, même si la transparence qu'ils apporteront est une composante naturelle du processus de guérison de ces économies.

En ce qui concerne les taux, ceux des emprunts d'État devraient légèrement augmenter en 2014, mais l'ampleur de toute correction obligatoire sera néanmoins limitée en raison de l'extrême prudence des banques centrales. L'été 2013 a offert un avant-goût de ce à quoi peuvent s'attendre les investisseurs dans un environnement de politiques monétaires moins accommodantes. La tolérance des banques centrales aux fluctuations des taux du marché a été mise à l'épreuve durant cette période, mais la hausse de 120 pb du rendement de l'emprunt d'État américain a été jugée trop extrême pour pouvoir être supportée par l'économie. La clé pour les investisseurs n'est pas nécessairement ce que les autorités monétaires font, mais plutôt ce qu'elles sont prêtes à tolérer.

Il existe une nette différence entre le « tapering » et la normalisation des taux d'intérêt, et la nouvelle présidente de la Fed va s'évertuer de le faire comprendre aux marchés.

Par conséquent, plutôt que de recourir systématiquement aux achats de titres, les banques centrales préféreront certainement à l'avenir donner davantage de visibilité aux marchés quant à l'évolution possible des taux d'intérêt sur les prochaines années. Compte tenu d'une croissance ancrée à un rythme moins vigoureux et de tensions inflationnistes modérées, les relèvements de taux n'interviendront pas rapidement. Élément important, une normalisation des taux d'intérêt n'interviendra que si l'on constate une embellie de la croissance économique et une accélération de l'inflation.

LES RISQUES EXTRÊMES : LA DIVERSIFICATION S'IMPOSE

Les investisseurs obligataires devront faire face à de nombreux risques en 2014 et la menace d'une hausse des taux d'intérêt n'en est qu'un parmi tant d'autres. Beaucoup d'investisseurs ont privilégié des stratégies qui réduisent la durée au sein des portefeuilles. Mais elles sont loin d'être la panacée, et ce, pour deux raisons : 1) les revenus s'érodent et 2) les caractéristiques d'un portefeuille obligataire sont modifiées, si bien que les obligations perdent leurs avantages en matière de diversification et présentent une plus grande corrélation avec les actifs de croissance. Une stratégie de durée courte exige également un timing impeccable dans la mesure où cela induit un coût sur les revenus qui se traduit par une sous-performance systématique à plus long terme. A vrai dire, cela peut même être le cas lorsque les rendements sont orientés à la hausse et que les courbes de taux demeurent ascendantes. Par conséquent, il est préférable d'opter pour une approche plus prudente consistant à améliorer la diversification au sein de l'univers obligataire.

Alors que la croissance reste anémique et que l'inflation a toutes les chances de demeurer modérée au cours des 12 prochains mois, les banques centrales « marchent sur des œufs » : stimuler la croissance aux dépens de la formation de risques inflationnistes à plus long terme. Cet environnement monétaire est propice aux erreurs. Pour les investisseurs,

les obligations indexées sur l'inflation demeurent d'excellents véhicules de diversification et de protection contre les inconnues monétaires. Dans la mesure où l'inflation est bien contenue dans la plupart des grands pays, le moment actuel est opportun pour commencer à se protéger contre l'inflation, les marchés tablant actuellement sur des perspectives modérément inflationnistes. Ces obligations peuvent aussi s'avérer être utiles pour atténuer le risque de hausse des taux d'intérêt.

La dette des marchés émergents a généralement été un bon outil de diversification pour les portefeuilles obligataires traditionnels, et ce, même si l'été 2013 a servi de douloureuse piqure de rappel du manque de liquidité de cette classe d'actifs et de sa sensibilité aux tendances monétaires dans les pays développés. Mais il faudra rester vigilant à la « trappe à liquidité », caractéristique de ce marché.

Heureusement, les classes d'actifs au sein de la dette émergente évoluent rapidement et les investisseurs pourraient se voir offrir plus de granularité en termes de choix d'investissement. Les obligations chinoises, également appelées « Dim Sum » (libellées en renminbi), sont un excellent exemple. Cette classe d'actifs présente une volatilité annualisée de près de 3 % (soit environ le tiers de celle enregistrée par les indices obligataires émergents en devise locale), mais offre un rendement de plus de 4 %. Elle est très intéressante compte tenu de la modestie de son risque de crédit « investment grade », de la faiblesse de son risque de taux d'intérêt et de sa capacité à bénéficier de la légère appréciation de la devise chinoise. Les obligations « Dim Sum » se sont révélées faire preuve d'une bien meilleure résistance durant l'été 2013 on peut s'attendre à ce qu'elles se comportent également bien en 2014, surtout à la lumière des récentes annonces de réforme.

Un autre thème intéressant est l'évolution actuelle des instruments obligataires qui, selon moi, est appelée à se poursuivre en 2014. Les pressions persistantes sur les banques pour limiter le crédit conduit de très nombreux nouveaux émetteurs sur les marchés obligataires High Yield et émergents, tandis que le changement de la réglementation bancaire a également pour effet de modifier la nature même de la dette des banques. Ces tendances vont persister pendant plusieurs années. Les obligations hybrides des entreprises représentent une autre source d'opportunités, en particulier pour les investisseurs désireux d'améliorer la diversification de leurs portefeuilles.

CONCLUSION

En dépit des craintes à l'égard d'une hausse des taux d'intérêt qui sont apparues durant l'été dernier, les investisseurs pourraient être surpris d'apprendre que les obligations d'entreprises signent toujours une performance positive jusqu'à présent en 2013, et ce, malgré l'augmentation des rendements des emprunts d'État à l'échelle mondiale. Selon moi, il devrait en être de même en 2014. Même si les taux d'intérêt sont au plus bas et qu'il existe un risque de les voir quelque peu augmenter en 2014, les spreads de crédit restent attractifs. Aussi, les investisseurs devraient continuer de privilégier les obligations d'entreprises au sein de leurs stratégies, tout en mettant l'accent sur la diversification et la protection contre les inconnues d'ordre politique.

La vision de nos gérants

OBLIGATIONS

OBLIGATIONS EUROPÉENNES



David Simner,
gérant de FF Euro
Corporate Bond
Fund et FF Euro
Bond Fund

Le crédit recèle encore des opportunités

Les valorisations des obligations Investment Grade sont attrayantes dans un contexte marqué par une politique monétaire accommodante et des rendements des emprunts d'État à leurs plus bas niveaux depuis de très nombreuses années. Néanmoins, la perspective de pressions haussières sur les taux et les inquiétudes liées à la qualité de la dette des entreprises menacent la tendance à la contraction des spreads de crédit observée. Même si, selon nous, les obligations d'entreprises Investment Grade sont appelées à demeurer une composante essentielle des portefeuilles des investisseurs, nous nous attendons à ce que la solidité des ratios de Sharpe prenne le pas sur la quête de rendements.

En Europe, la légère amélioration des indicateurs cycliques et l'atténuation des risques politiques permettent de brosser un tableau de la situation plus optimiste qu'auparavant. Pour autant, la région est toujours empêtrée dans ses problèmes et les responsables politiques continuent de prendre des mesures à minima afin de favoriser une pleine reprise. Le caractère très fragmenté de la croissance du crédit, l'insuffisance de la compétitivité et l'extrême faiblesse de l'inflation continuent d'avoir pour réponse une politique monétaire accommodante de la BCE. Si la poursuite de cette dernière dans une perspective à court/moyen terme est globalement favorable pour les spreads de crédit en Europe, une approche exigeant beaucoup de discernement sera nécessaire pour générer de l'alpha compte tenu de valorisations à des sommets historiques.

OBLIGATIONS INTERNATIONALES



Andy Weir,
gérant de FF
Global Strategic
Bond Fund et FF
Global Inflation-
linked Bond Fund

Des rendements obligataires en retrait, mais du potentiel de performance sur le segment High Yield

En 2014, il est peu probable que les classes d'actifs obligataires réitèrent leurs excellentes performances de ces dernières années. Les rendements ont pour ainsi dire reculé sous l'effet des baisses concertées des taux d'intérêt à court terme et de la politique monétaire accommodante. Selon moi, les rendements des emprunts d'État sont encore trop bas au regard de leur «fair value» à long terme. Toutefois, je ne les vois pas retrouver le chemin de la hausse dans l'immédiat. La politique monétaire accommodante va se poursuivre pendant un certain temps encore, même si en décembre 2013, la FED a commencé à réduire de seulement 10 milliards de dollars par mois ses rachats d'actifs. Un relèvement des taux par la Fed n'est pas pour tout de suite. Janet Yellen a précédemment proposé un cadre de « contrôle optimal » au sein duquel l'accélération de l'inflation est le prix à payer pour parvenir plus rapidement à une baisse du taux de chômage, en maintenant au plus bas les taux d'intérêt pendant une période prolongée. Toutefois, la remontée des taux d'intérêt se fera probablement de manière plus prononcée que la règle de Taylor de la Fed ne le donne à penser.

Au sein des obligations, les titres High Yield devraient selon moi surperformer au regard de la relative solidité de leurs fondamentaux. Le facteur technique dominant qui a conduit les investisseurs sans risque à la recherche de rendement à se diriger vers plus de risque de taux et de risque crédit va probablement perdurer et contrebalancer toute modeste hausse des taux d'État. Compte tenu de la poursuite de la politique monétaire accommodante, le risque d'inflation, bien que non anticipé, devrait augmenter. De plus, les turbulences des marchés intervenues durant l'été 2013 ont été à l'origine d'anomalies de valorisation des obligations indexées sur l'inflation. Etant donnés ces facteurs, je pense que les obligations indexées sur l'inflation restent attractives.

HAUT RENDEMENT



Andrei Gorodilov,
gérant de FF
European High
Yield Fund

Le High Yield européen privilégié en 2014

La situation macroéconomique globale est gage d'un contexte positif pour les obligations High Yield européennes en 2014. L'Europe est sur la voie de la reprise, mais la croissance est anémique, le chômage est élevé et l'austérité continue d'être un frein. Compte tenu de ces facteurs et de l'absence de tensions inflationnistes, la BCE a affiché sa détermination à maintenir les taux « au plus bas pendant une période prolongée », contribuant ainsi à aiguïser l'appétit actuel pour les titres High Yield.

Les fondamentaux sont robustes. Les entreprises restent pour beaucoup sur la défensive et la plupart des nouvelles émissions servent au refinancement. Le marché présente une excellente qualité de crédit ; deux tiers des titres sont notés BB, contre deux cinquièmes seulement aux États-Unis. Élément important, nous nous attendons à ce que les taux de défaut restent bien en-deçà de leurs moyennes historiques en 2014. De plus, la situation technique est favorisée par la quête de rendements qui se traduit par des flux de capitaux positifs. De plus, la rotation au détriment du marché européen des prêts a contribué à une nouvelle année record en matière d'émissions.

Toutefois, la faiblesse historique des rendements nous pose un problème en termes de valorisation. Mais, selon nous, les spreads offrent toujours un « matelas de sécurité » adéquat. Comme ce fut le cas dans le passé, les coupons ont toutes les chances d'être la principale source des performances en 2014, sachant que le coupon moyen de l'indice s'établit actuellement à un peu plus de 7 %.



David Ganozzi,
gérant de
FF Fidelity
Patrimoine Fund

Des perspectives de croissance prometteuses plaidant pour une exposition en actifs risqués

Les perspectives de la croissance mondiale apparaissent prometteuses en 2014. L'économie américaine semble extrêmement solide et sa reprise autonome, grâce à des créations d'emplois robustes et au redressement continu du secteur immobilier résidentiel.

Certes la politique budgétaire pourrait être moins favorable l'an prochain, mais l'économie japonaise devrait à nouveau enregistrer une année de croissance économique positive, aidée par une politique économique extrêmement agressive.

Après avoir accusé un retard par rapport au reste du monde au cours des dernières années, l'Europe est récemment sortie d'une profonde et longue récession. Son taux de croissance devrait rester très modeste en 2014, mais il témoignera néanmoins d'une amélioration sensible par rapport à 2013.

En ce qui concerne les marchés émergents, les perspectives divergent d'un pays à l'autre, mais la confiance des entreprises et les indicateurs avancés ne laissent pas entrevoir de profond ralentissement. Par exemple, en Chine, des signes manifestes d'une nouvelle accélération de la croissance ont récemment pu être observés. Sur le front de l'inflation, les risques apparaissent extrêmement limités pour la plupart des pays développés. Même aux États-Unis, où le cycle économique devient plus mature, les pressions sur les salaires sont non existantes. En Europe continentale et au Japon, où le chômage demeure très élevé, le risque inflationniste est encore moins perceptible.

Dans cet environnement économique favorable, les politiques monétaires devraient rester accommodantes dans la plupart des pays développés l'an prochain. Toutefois, la normalisation de la politique monétaire outre-Atlantique devrait demeurer un important sujet de préoccupation pour les marchés. La fin d'année 2013 a d'ailleurs été ponctuée par le passage à l'acte de la part de la Fed en douceur, avec une réduction homéopathique de ses rachats d'actifs. Dans ce contexte, 2014 devrait s'avérer être une autre année difficile pour les marchés obligataires, même si le risque d'une sévère correction est limité de par l'absence de tout risque inflationniste.

Les marchés actions sont incontestablement plus attractifs. Les valorisations n'envoient pas de signaux négatifs en dépit de leurs récentes progressions solides et les bénéfices devraient pouvoir compter sur le soutien de la croissance économique mondiale. En conséquence, je continue de privilégier les actions au sein de mes fonds diversifiés, à tel point que leur pondération est aujourd'hui très proche de leur limite maximale dans mon allocation stratégique. Les instruments monétaires représentent la classe d'actifs la moins favorisée. Mes expositions aux matières premières et aux obligations sont pour ainsi dire neutres. La poche obligataire de mes fonds présente une durée inférieure à celle de l'indicateur de comparaison et j'ai diversifié mon exposition aux obligations High Yield.



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

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les actions ne sont pas garanties et peuvent donc perdre de la valeur, notamment en raison des fluctuations des marchés. 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. 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 et/ou du Document d'Informations Clés pour l'Investisseur actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur notre site internet ou sur simple demande auprès de votre intermédiaire. 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. Ses compartiments sont agréés par l'AMF pour leur commercialisation en France. Fidelity Active Strategy est une SICAV de droit luxembourgeois. Ses compartiments sont autorisés à la commercialisation en France par l'AMF. Publié par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le n° GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM1553 / PM1554