

# PERSPECTIVES ALLOCATION

Document destiné aux clients non-professionnels

## Sommaire

- La grande rotation reflationniste s'accélère avec l'élection surprise de Trump à la Maison Blanche.
- La Banque du Japon et la BCE tenteront de résister à la spirale haussière des taux américains
- Les émergents partagés entre remontée du dollar et rebond des matières premières
- Excès d'optimisme *trumpien* sur les actions ?
- Maintien d'un biais marqué en faveur du crédit *corporate* en Europe



**Raphaël Gallardo**  
Stratège multi-assets  
Investissement et Solutions Clients

## Éditorial : Poker menteur à Vienne

*La thématique de la reflation domine les mouvements de marché depuis le milieu de l'été. Si l'élection surprise de Donald Trump a donné un nouvel élan à cette tendance, il ne faut pas oublier que le rebond du prix du pétrole depuis un point bas à 41\$ en juillet a fortement contribué à initier ce changement de paradigme. Notamment, l'annonce d'une entente entre les membres de l'OPEP sur un gel de la production à Alger en septembre a contribué à propulser le baril de brut au-dessus de 50\$. Quelles sont les chances que se concrétise un tel accord à Vienne à la fin du mois ?*

*Nous restons sceptiques sur la concrétisation de cette réduction de la production. L'engagement pris à Alger en septembre portait sur un plafond de production à 32.5-33mb/d, mais l'AIE estime que la production a à nouveau progressé en octobre, jusqu'à 33.8mbj. En outre, on sait d'ores et déjà que des membres clés du cartel refusent de se soumettre ne serait-ce qu'à un gel de leur production : l'Iran souhaite retrouver rapidement sa production d'avant les sanctions internationales ; l'Iraq et la Libye invoquent le besoin de financer la guerre contre Daech ; le Nigéria, en pleine crise financière, vise un retour à la normale de sa production après avoir conclu un accord avec les rebelles du Delta. La Russie, qui s'est jointe aux discussions, a trop de projets qui doivent entrer en production en 2017 pour se priver de cette hausse de revenus. Cela laissera le poids de l'ajustement sur les épaules de l'Arabie Saoudite, du Qatar, des Emirats Arabes Unis et du*

*Koweït. Il sera dans l'intérêt de ces 4 producteurs de procéder à une réduction de leur production si cette baisse engendre une forte hausse des cours. Cela dépend de la pente de la courbe d'offre au cours actuel de 50\$. Nous pensons que la forte réaction des frackers américains à la remontée des prix depuis le mois de février nous montre que nous sommes au contraire, autour de 50\$, sur une partie de la courbe d'offre où la production mondiale réagit fortement à la hausse des prix. Comme le montre le graphique p.5, le nombre de derricks en activité est en forte hausse aux Etats-Unis, surtout dans le bassin Permien, ce qui suggère que les banques américaines acceptent de financer de nouveaux projets du moment que les producteurs hedgent la production future au-dessus de 50\$. Une coupe de production dans les monarchies du Golfe reviendrait donc à subventionner la production des frackers américains. Certes, la stratégie de baisse des prix de l'Arabie Saoudite depuis 2014 a permis de stopper le développement de certains types de pétroles, comme l'off-shore profond, les sables bitumineux du Canada, l'Arctique, la Sibérie, mais elle a échoué à chasser la production des pétroles de schiste, dont les coûts de production ont fortement chuté grâce aux gains de productivité (forages horizontaux, fracturation par ajout de sable). Avec une courbe forward solidement ancrée aux alentours de 50\$ par les réserves américaines, l'Arabie Saoudite a plutôt intérêt à privilégier une stratégie de parts de marché.*

# Allocation d'actifs : synthèse des vues globales

L'élection surprise de Donald Trump a donné un second souffle au *trade* de reflation qui domine les mouvements de marché depuis le milieu de l'été. Parmi toutes les promesses de campagne du candidat Trump, les marchés n'ont, semble-t-il retenu que celles favorables aux actions : baisses d'impôts massives pour les entreprises et les particuliers, relance budgétaire par un programme d'investissement en infrastructures, réduction du fardeau des réglementations pesant sur les entreprises. Le spectre d'un virage protectionniste (dénonciation de NAFTA, abandon du TTIP, droits de douane de 35% sur les importations mexicaines, 45% sur les importations chinoises) et de déportations massives d'immigrés clandestins, qui épouvantait les marchés avant l'élection, a été ignoré, alors même que ce sont dans le domaine de l'immigration et du commerce que le Président dispose d'une indépendance d'actions, et que le volet budgétaire et fiscal requerra l'accord d'un Congrès Républicain traditionnellement très hostile à la dérive des déficits. Il est fort probable que les propositions fiscales du candidat Trump seront fortement édulcorées par la majorité républicaine au Congrès, et ne seront effectives qu'en 2018. Idem pour le plan d'infrastructures, dont l'effet multiplicateur sera probablement très limité étant donné que le secteur de la construction connaît une pénurie de main d'œuvre depuis plusieurs années. La réaction violente des taux longs américains (+45pb sur le 10 ans, dont la moitié de hausse de taux réel) semble donc exagérée, d'autant plus que le stimulus Trump tardera à se mettre en place, et que le resserrement des conditions financières (hausse des taux et du dollar) s'applique dès aujourd'hui à une croissance américaine très dépendante d'un accès aisé

au crédit (crédit automobile, cartes de crédit, financement de l'investissement pétrolier...). Le fil statistique américain demeure suffisamment solide pour justifier que la Fed conserve sa hausse de taux prévue en décembre, mais le scénario pour 2017 demeure encore plus incertain, écartelé entre hypothétique relance budgétaire et essoufflement naturel d'un cycle de croissance assis sur une nouvelle expansion du crédit.

Au niveau international, la nouvelle donne budgétaire américaine ainsi que le risque protectionniste rebattent les cartes. Hausse des rendements obligataires et probabilité d'une amnistie fiscale pour le rapatriement de la trésorerie étrangère des multinationales américaines (un *Homeland Investment Act II*) propulsent le dollar à la hausse. Dans un contexte mondial de reflation par les matières premières, les pays émergents sont soumis à un double choc inflationniste qui met à l'arrêt le cycle d'assouplissement monétaire dont les marchés attendaient beaucoup pour relancer la demande domestique (Russie, Inde, Brésil). Si elle se poursuit, la hausse du dollar pourrait également réveiller les craintes sur la dette externe en dollar de certains souverains et corporates émergents.

En Europe, la baisse de l'euro face au dollar donne un ballon d'oxygène aux secteurs exportateurs, mais remonte d'autant la trajectoire d'inflation attendue, réduisant les marges de manœuvre de Mario Draghi. Or la décision de la BCE sur la poursuite ou non d'un QE à taux plein (80 mds €/mois) sera cruciale pour la trajectoire budgétaire de l'Italie, à la veille d'un référendum à haut risque (4 décembre 2016).

Dans cet environnement incertain, nous maintenons une légère sous-pondération des actions au profit du crédit européen et du cash. Nous avons poursuivi la réduction de notre exposition aux obligations d'Etat et maintenons nos positions longues en inflation en Europe et aux Etats-Unis. Nous réduisons également l'exposition à la dette émergente en dollar, qui représente une durée élevée (7 ans).

## Vues tactiques

GLOBAL	--	-	=	+	++
<b>Actions</b>		•◇			
<b>Obligations</b>				•◇	
<b>Monétaire</b>				•◇	
ACTIONS	--	-	=	+	++
<b>US</b>			•	◇	
<b>Europe</b>				•◇	
<b>Japon</b>			•◇		
<b>Asie ex Jap</b>			•	◇	
<b>EM</b>		◇	•		
TAUX	--	-	=	+	++
<b>Etat</b>		◇•			
<b>IG Euro</b>				◇•	
<b>HY Euro</b>			◇•		
<b>Dette EM</b>			◇	•	

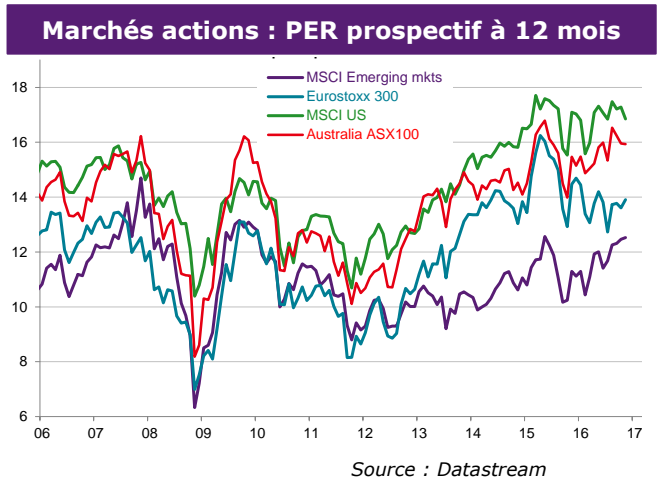
◇ : vues du mois

• : vues du mois précédent

# Actions

## « Privilégier les Etats-Unis et l’Australie contre les émergents et la zone euro »

- Nous passons à une sous-pondération de la zone euro en raison de l’approche d’échéances politiques sensibles (référendum italien, élections autrichienne et française), malgré la résilience de la croissance à court-terme et la baisse de l’euro. Nous restons favorables aux secteurs de la construction et des financières (hausse des taux).
- Nous passons à une surpondération des Etats-Unis via les *small caps*, qui sont les plus sensibles à une baisse du taux d’impôt sur les sociétés et une réduction du poids de la réglementation, et moins vulnérable au risque protectionniste que les multinationales.
- Nous entrons une position sur les actions australiennes. Le marché australien combine à la fois une exposition forte aux matières premières et un poids élevé des financières, qui bénéficient d’une courbe des taux plus pentue.
- Nous sommes sous-pondérés sur les marchés émergents pour des raisons de valorisations et de fragilités des devises face au dollar. Nous avons réduit l’exposition à la Corée en raison de l’enlisement de la crise politique intérieure. Nous entrons un pari relatif sur le Mexique contre le reste de l’Amérique latine pour des raisons de valorisations relatives et de risque protectionniste déjà intégré dans les cours mexicains.



### Vues tactiques

ACTIONS	--	-	=	+	++
<b>Marchés développés</b>					
US			•	◇	
Europe				◇	•
Japon		•	◇		
Asie ex Jap			•	◇	
<b>Marchés émergents</b>					
Asie		◇			•
Europe		◇	•		
Am Latine			•	◇	

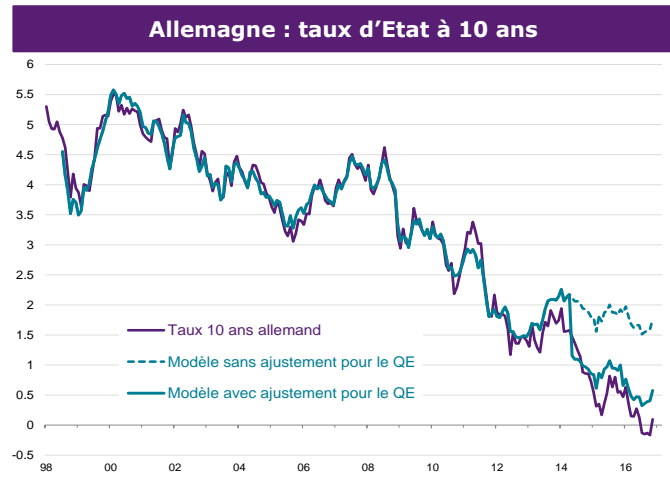
◇ : vues du mois

• : vues du mois précédent

# Obligations

## « Long crédit IG contre dette souveraine du G4 »

- Notre allocation était déjà positionnée pour la poursuite du mouvement de reflation avec une sous-pondération en durée nominale en Europe et une surpondération des indexés inflation.
- L'approche d'une décision de la BCE sur la poursuite de son programme d'achat d'actifs et le référendum italien pourrait maintenir une forte volatilité sur les taux en zone euro.
- Aux Etats-Unis, nous considérons que le mouvement de hausse des taux réels ne pourra être soutenu au vu des fragilités de la croissance. La courbe réelle devrait s'aplatir après la hausse de taux de la Fed en décembre.
- Nous neutralisons l'exposition à la dette émergente en devises. D'une part, cette dette présente une durée très élevée, donc est vulnérable à la hausse des taux américains. D'autre part, la hausse du dollar fragilise la solvabilité de nombre de pays émergents.
- Nous conservons notre exposition au crédit *corporate* eurolandais, qui bénéficie toujours de fondamentaux sains (solvabilité des entreprises) et des achats de la BCE (environ 2 Mds € par semaine).



Source : Datastream

### Vues tactiques

TAUX	--	-	=	+	++
<b>Obligations d'Etat</b>					
Euro Core		◆ ●			
Euro Périph		◆	●		
UK			◆ ●		
US			◆ ●		
Japon			◆ ●		
Inflation				◆ ●	
<b>Crédit</b>					
IG Euro				◆ ●	
IG US			● ◆		
High Yield €			◆ ●		
High Yield \$			◆ ●		
Dette EM			◆		●

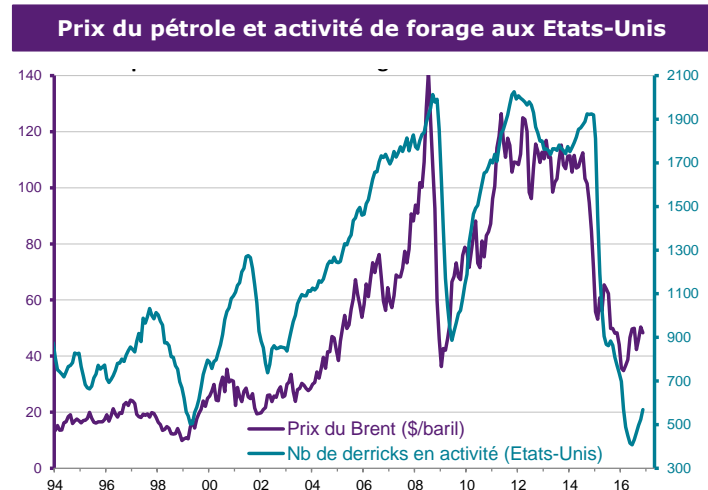
◆ : vues du mois

● : vues du mois précédent

## Matières premières

### « Retour tactique sur l'or ; neutralité sur pétrole et métaux industriels »

- Le mouvement de baisse de l'or post élections s'explique mécaniquement par la hausse des rendements réels américains. Néanmoins, il nous semble que sur les cours actuels, l'or présente un attrait en tant que *hedge* géopolitique face à la montée de l'incertitude internationale (retrait américain d'Europe, velléités probables de la Chine et la Russie de 'tester' le nouveau président américain).
- Comme évoqué dans l'éditorial, nous ne croyons pas à un accord contraignant de réduction de l'offre de l'OPEP. Les chances sont minces de voir le marché se rééquilibrer en 2017. Nous sommes neutres sur le pétrole autour de 45\$/baril.
- Les métaux non-ferreux connaissent une remontée spectaculaire. Si un phénomène de rationalisation de l'offre est bien à l'œuvre dans l'aluminium et le zinc, le plus important d'entre eux, le cuivre, reste pénalisé par une offre abondante. Le rebond du métal rouge trouve sa source dans les anticipations de reflation trumpienne, mais aussi dans la spéculation chinoise sur la bourse de Shanghai, les contrats *futures* servant de valeur refuge face à la baisse continue du *Renminbi*. Le thème de la reflation sino-américaine par les infrastructures nous semble surjoué et nous préférons la neutralité à court-terme.



Source : Datastream

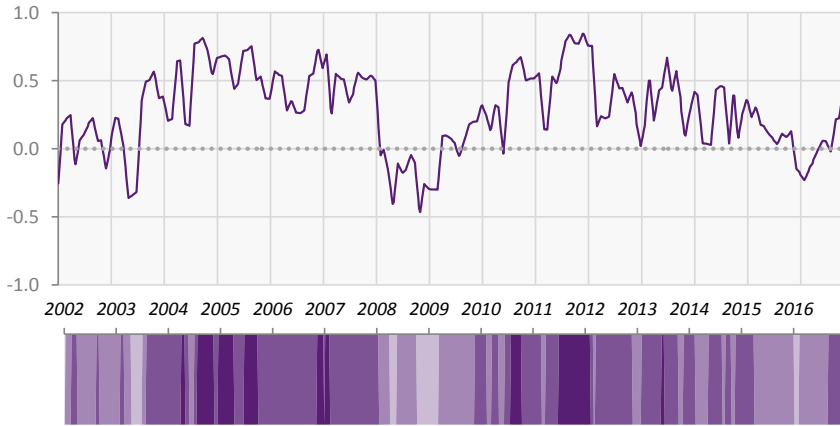
### Vues tactiques

Matières premières	--	-	=	+	++
Pétrole			◇ ●		
Métaux industriels	●		◇		
Or			●	◇	

◇ : vues du mois  
● : vues du mois précédent

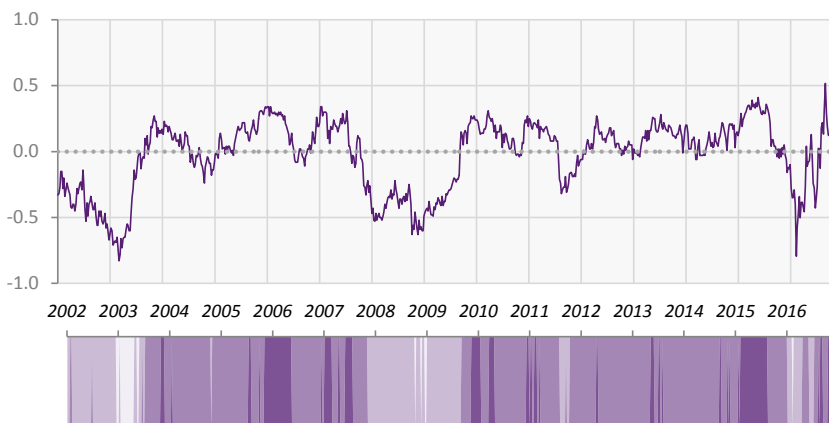
# Indicateurs quantitatifs

## SITUATION ÉCONOMIQUE



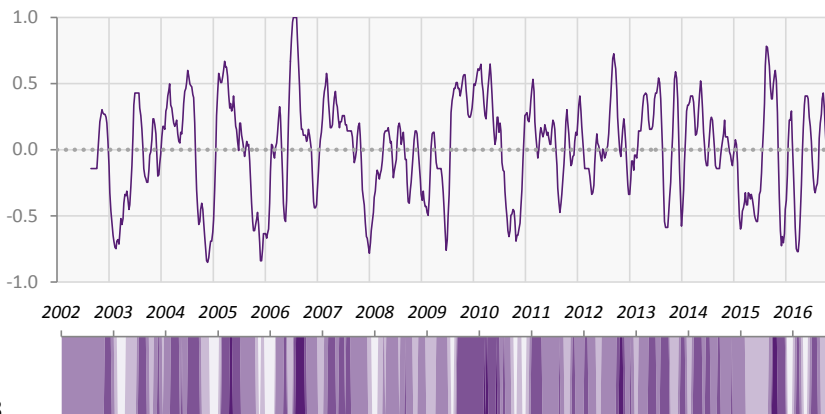
Cet indicateur, continu et compris entre 1 et +1, permet d'évaluer la conjoncture économique globale. Il est construit à partir du niveau et/ou de la dynamique d'un panel de données macro-économiques (croissance, inflation, valorisation, bénéfices).  
**► Plus il est élevé, plus les actifs risqués sont favorisés.**

## TENDANCE DE MARCHÉ



Cet indicateur, continu et compris entre -1 et +1, permet de caractériser la dynamique à moyen terme des marchés Actions relativement aux marchés Obligataires. Il s'appuie sur des moyennes mobiles de longueurs variables, définies en fonction de la volatilité.  
**► S'il est positif, les actifs risqués sont favorisés.**

## APPÉTENCE POUR LE RISQUE



Cet indicateur, continu et compris entre -1 et +1, permet d'apprécier la recherche de risque à court terme des différents acteurs du marché. Il s'appuie sur l'analyse du niveau de risque (mesuré par la volatilité) et de sa rémunération par le marché (mesurée par les primes ou les spreads).  
**► Plus il est élevé, plus les actifs risqués sont favorisés.**

# Portefeuille modèle

Classe d'actifs	Allocation de référence	Portefeuille actuel	Déviati	Variation par rapport au mois précédent
<b>Cash</b>	<b>10.0%</b>	<b>21.8%</b>	<b>↑ 11.8%</b>	<b>↑</b>
Eonia	10.0%	21.8%	↑ 11.8%	↑
EUR / GBP	-	-2.0%	↓ -2.0%	↓
USD / MXN	-	-2.0%	↓ -2.0%	↓
<b>Souverains</b>	<b>40.0%</b>	<b>24.5%</b>	<b>↓ -15.5%</b>	<b>↓</b>
Euro	32.0%	12.0%	↓ -20.0%	↓
Inflation Euro	4.0%	6.5%	↑ 2.5%	↑
US	4.0%	4.0%		
Gilt	-	-		
Inflation US	-	2.0%	↑ 2.0%	↑
<b>Spreads</b>	<b>15.0%</b>	<b>19.0%</b>	<b>↑ 4.0%</b>	<b>↓</b>
Crédit Euro	15.0%	19.0%	↑ 4.0%	↓
High Yield Euro	-	-		
High Yield US	-	-		
IG US	-	-		↓
<b>Taux émergents</b>	<b>-</b>	<b>-</b>		<b>↓</b>
EMD \$	-	-		↓
<b>Actions développées</b>	<b>20.0%</b>	<b>21.8%</b>	<b>↑ 1.8%</b>	<b>↑</b>
EMU	2.0%	1.3%	↓ -0.8%	↑
Europe ex-EMU	3.0%	1.5%	↓ -1.5%	↑
Amérique du Nord	12.0%	12.0%		
Japon	2.0%	2.0%		↑
Pacifique hors Japon	1.0%	1.0%		
Espagne	-	-		↓
Australie	-	1.0%	↑ 1.0%	↑
Europe Small Cap	-	-		↓
Europe Construction	-	1.0%	↑ 1.0%	
Soins de Santé	-	1.0%	↑ 1.0%	↑
US Small Cap	-	1.0%	↑ 1.0%	↑
<b>Actions émergentes</b>	<b>10.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>↓ -2.5%</b>	<b>↓</b>
Asie Emergente	7.0%	5.0%	↓ -2.0%	↓
Latam	1.5%	-	↓ -1.5%	↓
EMEA	1.5%	0.5%	↓ -1.0%	
Corée	-	-		↓
Taiwan	-	0.5%	↑ 0.5%	
Mexique	-	1.5%	↑ 1.5%	↑
<b>Matières premières</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>↑ 0.5%</b>	<b>↑</b>
Pétrole	2.5%	2.5%		
Métaux industriels	1.3%	1.3%		↑
Or	1.3%	1.8%	↑ 0.5%	↑
	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

## Comité de rédaction

**Coordination par le département d'allocation multi-assets :** le pôle d'expertise Investissement et solutions clients de Natixis Asset Management

**Franck Nicolas** - Directeur Investissement et solutions clients

**Raphael Gallardo** – Stratégiste multi-assets - Investissement et solutions clients

*Document rédigé le 18 novembre 2016*



Retrouvez sur le même thème la vidéo de Raphaël Gallardo sur la [web TV](#) de Natixis Asset Management

[Cliquez sur ce lien pour consulter le glossaire financier de Natixis Asset Management](#)

### Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €  
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738  
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients non-professionnels au sens de la Directive MIF.

Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management.

Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Ce document est publié par la direction de la Communication de Natixis Asset Management.