

PERSPECTIVES ALLOCATION

Document destiné aux clients professionnels

Points clés

Janvier 2018

- Forte accélération des prix des actifs risqués en écho à celle de l'économie mondiale, dans une configuration (dollar faible, courbe US plate, hausse des matières premières, surperformance des émergents,) qui n'est pas sans rappeler l'euphorie de 2005-2006.
- A l'époque, la Chine de Hu et Wen ne se préoccupait que de croissance extensive à grand renfort de dette et d'investissement en infrastructures, entraînant l'ensemble des émergents dans son sillage. Le pétrole était cher mais il se réglait en une monnaie dont la valeur baissait en permanence. L'économie américaine sous-performait le reste du monde en raison de la détérioration de ses termes de l'échange.
- Aujourd'hui, Xi bénéficie d'une conjoncture politique (interne) et économique (internationale) idéale pour réaliser les ajustements structurels nécessaires à la survie du régime communiste. L'initiative OBOR ne peut se substituer à l'atonie du cycle d'investissement dans les émergents.
- Au contraire, l'économie américaine surperforme le reste du monde grâce au boom de l'investissement pétrolier et une politique budgétaire procyclique (seul remède visible au blocage partisan).
- La surchauffe américaine semble incompatible avec la glissade du dollar, sauf à supposer que Powell se révèle une triste copie d'Arthur Burns.
- En 2008, un pétrole en ébullition avait, par défaut, servi de régulateur à une expansion monétaire mondiale sans pilote. La Fed pourrait jouer ce rôle dix ans après, possiblement contre son gré, au travers de la réduction de son bilan et ses effets mal perçus sur la liquidité mondiale dans un monde post Bale III.
- Nous réduisons l'amplitude de nos surpondérations en actions (zone euro, Japon, Asie émergente) contre obligations souveraines. Neutralité sur les actions américaines (préférence pour le Nasdaq), le crédit et les matières premières.



Raphaël Gallardo
Stratégiste multi-assets
Investissement et Solutions Clients

Vues tactiques

GLOBAL	--	-	=	+	++
Actions				•○	
Obligations	○	•			
Monétaire		○•			
ACTIONS	--	-	=	+	++
US			•○		
Europe				○•	
Japon				○•	
Asie ex Jap			•○		
EM				•○	
TAUX	--	-	=	+	++
Etat	○	•			
IG Euro			○	•	
HY Euro			○	•	
Dette EM			•	○	

○ : vues du mois

• : vues du mois précédent

Editorial : Des heures hindoues

Si 2017 fut pour l'économie mondiale l'année de la reflation, 2018 sera très probablement celle de la normalisation des politiques monétaires. Extinction graduelle du QE en Europe et au Japon, cherté des matières premières, appréciation des devises contre dollar, tentative de deleveraging en Chine : beaucoup d'économies devraient faire leur pic de croissance en cours d'année. Parmi les économies développées, seuls les Etats-Unis pourraient accélérer sous l'effet d'une politique budgétaire laxiste et de l'effet retardé de la faiblesse du dollar.

Mais la cherté des actions américaines (PE>18) incite à rechercher des sources de croissance diversifiante en dehors d'Amérique. Nous pensons que le marché indien offre a ce titre des perspectives intéressantes.

Certes, le marché indien est cher : en termes de PER, il pulvérise les niveaux des autres émergents, avec un ratio supérieur a celui des Etats-Unis. Et ce constat reste vrai même une fois retraité de la composition sectorielle du MSCI India, qui est très fortement pondéré en valeurs technologiques. La cherté relative du marché demeure également lorsqu'on ajuste son ratio cours/valeur comptable (P/B) des différentiels de rendement du capital : l'Inde offre un RoE supérieur à ses concurrents émergents, mais inférieur à celui de Wall Street ; or l'Inde se traite quasiment au même niveau de P/B que les actions américaines.

Malgré cette cherté historique, nous faisons le pari des actions indiennes car nous croyons à un scénario de reprise économique forte et durable, de surcroit moins vulnérable aux aléas de la conjoncture internationale.

Parmi les « Fragile Five » (Inde, Brésil, Turquie, Indonésie, Afrique du Sud) pointés du doigt en 2013 au moment du « taper antrum », l'Inde est probablement le pays qui a le plus réduit ses vulnérabilités externes. Le déficit courant a été ramené de 5% du PIB en 2013, à 1% en 2017, et est couvert par des flux d'investissement direct stables. Le déficit budgétaire a été réduit de 5% du PIB à 3.5%, et devrait continuer à baisser grâce aux rentrées fiscales issues de la nouvelle Good & Services Tax (GST).

Ces progrès ont été récemment salués par l'amélioration de la note souveraine du pays a Baa2 par Moody's. Le pays reste vulnérable à une hausse du prix du pétrole dont il est un gros importateur, mais les taux réels élevés offerts sur les titres indiens devraient permettre de continuer à attirer les capitaux (notamment via les émissions off-shore de titres en roupies, surnommées 'Masala bonds').

L'effet d'éviction de la dette publique a fait que le secteur privé a appris à vivre, et à croire à hauteur de 5-7% par an, avec des taux réels positifs, ce qui a évité le surinvestissement et mal-investissement qui oblige aujourd'hui la Chine a un ajustement délicat.

Enfin, nous pensons que les reformes mises en place par le gouvernement de Narendra Modi devraient achever de libérer le gigantesque potentiel de croissance du sous-continent. Le pays bénéficie à la fois d'un dividende démographique (croissance de la population de 1.2%) et d'une capacité technologique forte, comme l'atteste le succès du programme AADHAAR. Relever le niveau d'éducation demeure un défi, mais des sauts technologiques (« frogleaps ») sont possibles dans de nombreux secteurs comme les services financiers, les télécoms et la distribution.

L'Inde a besoin pour cela d'unifier son marché domestique et d'une allocation efficiente de son épargne nationale. Les reformes phares de Modi sont en ce sens extrêmement prometteuses. Avec la création d'une taxe nationale sur les ventes de biens et services, les 36 Etats indiens ont signé l'équivalent de leur Traité de Rome créant le marché commun. Le plan de recapitalisation des banques de 32mrd\$, la taxe sur l'or et la campagne de démonétisation devraient canaliser une partie de l'épargne populaire vers les banques. L'adoption d'un régime de ciblage de l'inflation par la RBI et la réduction du déficit public devraient faire baisser les taux réels. Enfin, la réforme du droit des faillites doit rendre les banques moins frileuses dans leurs prêts au secteur privé.

Tous les éléments se mettent en place pour une plus grande intermédiation de l'épargne par le secteur bancaire et son allocation vers le secteur productif.

Les gains de productivité potentiels liés à l'unification du marché domestique sont potentiellement colossaux si le secteur financier parvient à financer les infrastructures nécessaires. Le rebond récent du crédit nous incite à faire ce pari. Certes, avec un PE de 18, le droit d'entrée est cher, mais ce niveau de prime est parfaitement en ligne avec le rebond cyclique auguré par l'indicateur avancé PMI (cf. graphique dans la vidéo). Il reste à espérer que Modi maintienne le cap des réformes et ne succombe pas aux sirènes populistes a l'approche des élections générales de 2019.



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

Allocation d'actifs : *Le Meilleur des mondes*

Les marchés financiers ont ouvert l'année 2018 en fanfare. Dans un contexte de croissance mondiale forte, les mouvements constatés sur les marchés d'actifs depuis trois semaines ne sont pas sans rappeler l'euphorie des années 2005-2006: *bull market* sur la plupart des marchés actions; surperformance des actifs émergents; compression des spreads sur le crédit *corporate*, la dette émergente et toutes sortes d'ABS; prolifération des stratégies de portage (*carry trades*); envolée des matières premières (énergie, métaux) sous la pression des flux spéculatifs (futures, ETPs...), effritement concomitant de la valeur du dollar contre les devises du G10 et des émergents ainsi que face à l'or; écrasement des volatilités historiques comme implicites; forte croissance de la base monétaire mondiale; ouverture du déficit courant américain; « gradualisme » de la Fed et aplatissement de la courbe des taux américaine.

A ce jeu des comparaisons, on peut se rassurer de certaines dissymétries : le déficit courant américain s'est fortement réduit depuis la crise de 2008 (merci au *shale oil*), et son financement ne dépend pas de l'appétit du reste du monde pour des produits complexes opacifiant le risque de défaut; enfin, les spreads de crédit ne sont pas aussi bas qu'en 2006. Néanmoins la situation inverse prévaut sur les marchés d'actions : les PE et primes de risque atteignent des niveaux alarmistes sur des marchés cardinaux comme ceux de la Chine et des Etats-Unis, et les stratégies « *short vol* » sont une bombe à retardement estimée à 2 trillions de dollars. Enfin, comme à la veille de la grande crise, **certains signaux inquiétants de l'économie américaine sont ignorés par les marchés** : montée des défauts des ménages malgré la faiblesse du chômage (crédit auto, crédit étudiant et cartes de crédit versus *mortgages* en 2006), effet d'éviction des prix élevés sur la demande de logements des jeunes ménages, ralentissement durable de la croissance potentielle (productivité en berne, crise sanitaire, immigration ralentie).

Hors des Etats-Unis, la différence majeure est que la croissance forte de 2017-18 ne provient pas, comme en 2004-06 d'un *boom* de l'investissement industriel dans les émergents, mais plutôt d'un **phénomène de rattrapage de la demande** (consommation et capex) **dans les pays développés** après les années de crise. La rentabilité marginale du capital investi et la durabilité de ce cycle sont donc beaucoup moins robustes que la thématique du rattrapage séculaire des BRICs et autres « Next Eleven ». Au contraire, aujourd'hui l'investissement privé en Chine est en récession, ce qui invalide la thèse du « super cycle » dans les actifs liés aux matières premières (Amérique latine, Russie, Afrique du Sud...).

Nous restons convaincus que, hier comme aujourd'hui, **ce régime de croissance requiert une baisse permanente du coût du capital en dollar au niveau mondial**, obtenue soit par aplatissement de la courbe américaine

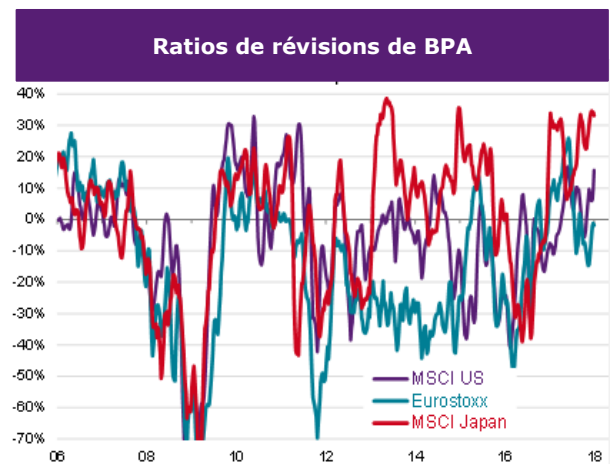
(recyclage des excédents commerciaux des émergents sous forme de réserves de change, QE en Europe/Japon), par une compression des spreads de crédit on-shore et off-shore (eurobonds), et/ou une érosion de la valeur externe du dollar (lissée par les interventions de change des émergents/G7). Or, plusieurs maillons de la chaîne d'approvisionnement du monde en dollars sont menacés: la Fed pourrait abandonner le dogme du « gradualisme » face à la dérive de l'inflation et du déficit budgétaire fédéral; les programmes de QE du Japon et de la zone euro sont en phase de réduction et leur recyclage sur la courbe américaine est amoindri par des coûts de *hedge* cambiaire prohibitifs (dérive des bases sur les swaps de change); la disponibilité du crédit bancaire en eurodollars est de plus en plus contrainte par les nouvelles régulations (LCR) et la réduction du montant des HQLA en dollars (baisse des réserves bancaires au passif de la Fed en raison des hausses d'émission de T-bills et contraction du bilan).

En 2007, l'ultime envolée du pétrole avait mis fin à l'expansion mondiale en augmentant brutalement le besoin de « working capital » en dollar pour financer les stocks énergétiques, à un moment où les banques européennes perdaient leur accès au dollar en raison de leurs pertes sur les « subprimes ». Le monde financier découvrait alors le curieux phénomène des bases négatives sur les swaps de change vers le dollar, reflet de la centralité rémanente du dollar dans le système financier mondial. Ces bases se tendent à nouveau aujourd'hui alors même que le bilan de la Fed commence à peine à se réduire, et malgré l'arrivée du bitcoin et des contrats futurs sur le petro-yuan.

A court-terme, la dynamique réelle et financière paraît robuste. Au-delà d'une respiration de courte durée (nombre d'indicateurs techniques sont en zone de surachat), ni les aléas (géo)politiques (Corée du Nord, « *shutdown* », « *grosse coalition* » ...), ni les discours de la BCE ou de la BoJ ne devraient enrayer la mécanique haussière et crever la bulle « *vega short* ». L'officialisation d'un *tapering* en cours d'année par Kuroda et Draghi aurait tendance, *ceteris paribus*, à affaiblir le dollar à court terme, donc à renforcer le régime de croissance. Nous ne croyons pas non plus à un choc sur les prix du pétrole, au contraire. **Il convient de conserver une allocation tactique favorable aux actifs risqués.** Le maillon critique sera la politique de la Fed, non tant sa trajectoire de taux qui devrait rester prudente, mais l'impact pernicieux de sa normalisation bilancielle sur les arcanes du marché des swaps en dollar. Une position receveuse de la jambe dollar ou directement longue en dollar contre euro/yen semble un *hedge* pertinent. Au sein des actifs risqués, **nous privilégions toujours les actions de la zone euro, du Japon et d'Asie émergente au détriment des obligations « core » européennes et américaines. Nous dégradons le crédit à neutre.**

Actions : privilégier zone euro, Japon et Asie émergente

- **Nous restons tactiquement surexposés sur les actifs risqués, avec une préférence pour les actions qui offrent un profil de convexité plus intéressant que le crédit vu le niveau de compression atteint sur les spreads corporate et les risques de remontée des taux sur les maturités 5-10 ans.**
- **Au sein des actions, nous privilégions toujours les sources de croissance les moins vulnérables à un retournement cyclique et aux valorisations attractives. Ce prisme nous amène toujours à surpondérer la zone euro et le Japon.**
- **En zone euro, la croissance demeure solide, et la perspective de baisses d'impôts en Allemagne devrait insuffler encore plus de vigueur à la demande domestique.** Néanmoins, malgré des valorisations toujours neutres en absolu (PE, PB) et attractives en relatif (prime de risque), nous avons réduit notre surpondération en considérant que l'économie eurolandaise devrait ralentir graduellement en 2018 sous l'effet d'un euro fort, d'un pétrole plus cher, d'une inflation plus élevée érodant les salaires réels et de taux d'intérêt plus élevés. Pour l'heure, le risque politique catalan n'affecte pas les perspectives cycliques en Espagne mais nous craignons que le résultat peu concluant des élections italiennes n'engendre que trop d'incertitude et paralyse l'investissement transalpin. Enfin en France, la détérioration très rapide du besoin de financement des entreprises en début du cycle d'investissement est le symptôme d'une situation de compétitivité toujours insuffisante malgré les réformes Macron. La hausse de l'euro sera donc douloureuse. Nous craignons que les fragilités au sud du Rhin ne provoquent un tassement de la croissance du bloc malgré les performances des économies nordiques. Nous privilégions toujours les petites capitalisations plus orientées vers la demande domestique et moins vulnérables à la cherté de l'euro. Mais également le secteur de l'assurance, qui bénéficiera de la remontée des taux longs post annonce d'un tapering du PSPP.
- **Au Japon, les turbulences qui fragilisent le cycle eurolandais devraient avoir un impact amorti.** Certes, le Japon importe la quasi-totalité de ses matières premières non-agricoles et souffre donc de la détérioration de ces termes de l'échange comme la zone euro. Le Yen n'ayant pas subi la même hausse face au dollar que l'euro, les exportations devraient rester dynamiques. En outre, la politique budgétaire demeure très accommodante, et le frémissement des salaires suggère que le rebond de l'inflation ne devrait pas peser sur les salaires réels à court terme. Enfin, la détente entre les deux Corées devrait faire remonter la confiance des ménages.
- **Sur le marché américain, nous restons neutre, malgré des valorisations tendues (PE>18).** Nous pensons que la combinaison d'un dollar faible et de la réforme fiscale pousseront la croissance outre-Atlantique au-dessus de 2.5%. L'effet d'un shutdown fédéral ne devrait être que temporaire – l'impact se sentira sur un décalage des dépenses de consommation du T1 au T2 en raison des retards dans les remboursements d'impôt sur le revenu. En outre, il nous semble que le seul compromis possible pour sortir de l'impasse budgétaire entre Républicains et Démocrates consiste en une hausse parallèle des dépenses militaires et sociales, également positif pour la croissance à court-terme. Enfin, le risque de correction technique à court terme (indicateurs en zone d'euphorie/surachat) conforte notre neutralité sur ce marché refuge en cas de correction systémique sur les bourses mondiales. Au sein du marché, nous surpondérons le Nasdaq, misant sur une croissance forte des dividendes futurs pour les entreprises technologiques acteurs de la disruption dans des secteurs clés (distribution, finance...), à un prix raisonnable (ratio de PE Nasdaq/SP500 sous-estimant la dynamique réflationniste mesurée via le taux 5 ans).
- **Au sein des émergents, nous privilégions toujours l'Asie contre l'Amérique latine.** Nous croyons en un rebond de la croissance indienne et à la résilience de la « nouvelle économie » chinoise, via des valeurs technologiques (Tencent, Ali Baba...) surreprésentées dans l'indice MSCI China, malgré l'ajustement de la « vieille économie » (immobilier, infrastructures) et ses fournisseurs de matières premières. En outre, le risque politique devrait peser sur les valorisations au Mexique (ALENA, AMLO) et au Brésil (éligibilité de Lula). **Nous surpondérons la Russie au sein de la zone EMEA:** le rouble et le Micex nous semblent sous-évalués et la croissance devrait bénéficier à court terme de la baisse des taux réels et d'un stimulus budgétaire pré-électoral. Au contraire, **nous considérons le risque géopolitique comme très élevé en Turquie** (intervention imminente au Rojava syrien).



Vues tactiques

ACTIONS	--	-	=	+	++
Marchés développés					
US			○●		
Europe				●○	
Japon				●○	
Asie ex Jap			●○		
Marchés émergents					
Asie				●○	
Europe			○●		
Am Latine		○●			

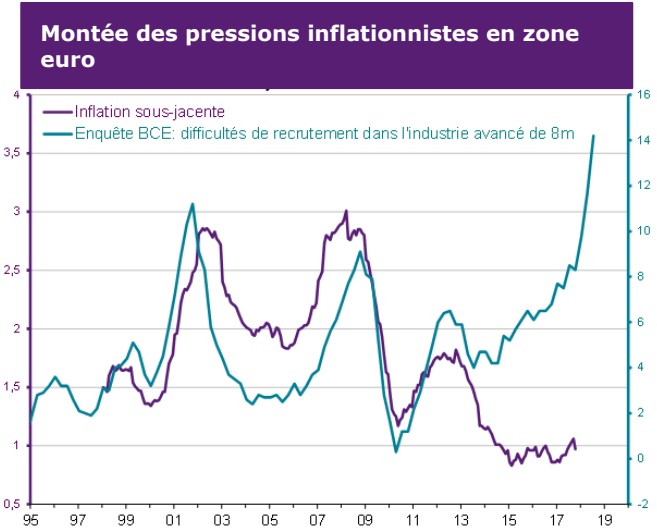
○ : vues du mois

● : vues du mois précédent

suggère que le rebond de l'inflation ne devrait pas peser sur les salaires réels à court terme. Enfin, la détente entre les deux Corées devrait faire remonter la confiance des ménages.

Obligations : positionnement reflationniste

- **Nous adoptons un positionnement clairement reflationniste sur les obligations d'Etat.** En accord avec le consensus, nous pensons que le quasi plein-emploi atteint aux Etats-Unis, au Japon et dans les économies nordiques de la zone euro légitiment une accélération des stratégies de normalisation monétaire.
- **Nous sommes donc sous-pondérés en obligations d'Etat européennes et américaines. Nous surpondérons les indexées inflation aux Etats-Unis, mais pas en zone euro en raison de la durée très longue de l'indice et de la surreprésentation de l'Italie pour des raisons historiques.**
- Nous continuons à jouer le resserrement du spread espagnol. Comme nous l'attendions, la question catalane n'est plus un obstacle à la convergence, ce qui vient d'être confirmé par l'upgrade de Fitch (A-). Au contraire, le spread italien pourrait souffrir de l'incertitude générée par des élections non-concluantes en mars prochain et une sous-représentation des achats de BTP dans les derniers mois du PSPP (de même que les OAT).
- Aux Etats-Unis, l'accélération de la croissance et la dérive du déficit budgétaire dans un contexte de resserrement monétaire devraient pousser les taux longs à la hausse. En outre, les coûts prohibitifs de *hedging* cambiaire ont déjà découragé les institutionnels japonais de diversifier leurs portefeuilles obligataires en T-Notes américains. Ces investissements japonais couverts en change à court-terme étaient l'équivalent, pour le marché obligataire américain, de *trades* d'aplatissement de la courbe (bull flattening). Le même phénomène devrait se matérialiser pour les achats par les institutionnels européens à mesure que le différentiel de taux Bund/T-Note se réduit et que la BCE réduit ses achats au titre du PSPP.
- Néanmoins, comme évoqué dans ces colonnes le mois dernier, nous pensons que la hausse des taux longs américains ne saurait être que temporaire car elle entrainera rapidement une correction sur les prix d'actifs (actions, crédit, immobilier) et la fin des effets richesse à l'origine de la croissance de la demande des ménages. En outre, le positionnement des investisseurs actifs est déjà très largement vendeur de taux longs à en croire les positions en futures rapportées par le CFTC ou le sondage de JPMorgan auprès de ses clients. Par ailleurs, nous pensons que le Trésor américain compensera le retrait de la Fed aux enchères de taux moyen/long terme par des émissions de T-bills à maturité courte. La courbe pourrait donc conserver son rôle de stabilisateur automatique après une incursion des taux longs vers la zone dangereuse des 2.8-3.0%.
- **Mais il est une autre tendance de fonds beaucoup plus dangereuse, peu évoquée par le consensus, et beaucoup plus difficilement réversible : l'assèchement de la liquidité en euros, dont le monde a tant besoin pour poursuivre sa croissance par endettement.** La création de crédit en euros par le système bancaire international nécessite sa couverture en HQLA sous forme de réserves excédentaires à la Fed. Or la réduction du bilan de la Fed va s'accroître tout au long de 2018. Les émissions de T-bills vont augmenter en proportion (cf. supra), ce qui évincera une partie des réserves excédentaires disponibles au profit du Trésor américain. **C'est donc une pénurie de HQLA en dollars qui provoquera le véritable choc de liquidité à même de faire dérailler le cycle mondial. Une inversion de la trajectoire baissière du dollar en sera le symptôme coïncident.**



Source : Datastream

Vues tactiques

Taux	--	-	=	+	++
Obligations d'Etat					
Euro Core		●○			
Euro Périph				●○	
UK			●○		
US		○	●		
Japon			●○		
Inflation			●	○	
Crédit					
IG Euro			○	●	
IG US			●○		
HY Euro			○	●	
HY US			●○		
Dette EM			●	○	

○ : vues du mois

● : vues du mois précédent

Matières premières : neutralité

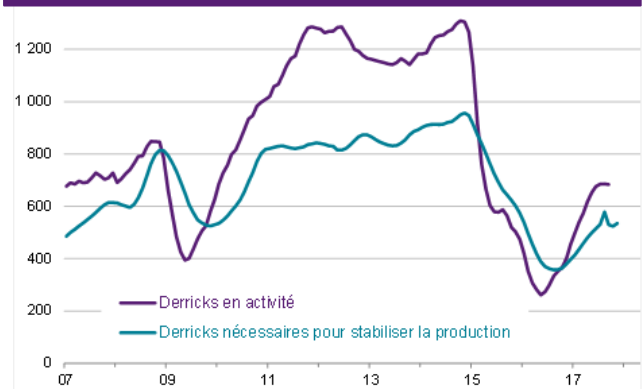
- L'accélération du mouvement global d'appétit pour le risque s'est traduite par une ascension généralisée des prix des matières premières, renforcée par la faiblesse diffuse du dollar.** Certaines accélérations semblent justifiées par des tensions aiguës sur les marchés physiques, comme sur les marchés du zinc et du palladium. D'autres sont plus inattendues, comme sur le pétrole (niveau des stocks toujours élevé) ou le cuivre (courbe à terme toujours en contango). Néanmoins, face à la puissance des flux spéculatifs en jeu, nous avons préféré adopter une neutralité tactique. Cette capitulation est symptomatique d'un régime de croissance mondiale où les 'fondamentaux' classiques n'ont plus leur part. Les conditions de crédit fondent le rythme de la croissance mondiale, et non l'inverse.

- Les parallèles avec le « bull market » de 2005-07 sur les matières premières sont frappants. Mais le consensus des investisseurs et de l'industrie minière tablait alors sur un super-cycle de la demande en infrastructures/logements/équipement des classes moyennes de la part des BRICs, justifiant des projets d'investissement tous azimuts (gros consommateurs de métaux et aux délais de production longs). Aujourd'hui, la demande des **ménages chinois** en équipement du foyer est forte, mais la construction résidentielle est en contraction, et les dépenses d'infrastructures sont en fort ralentissement. En **Amérique latine**, les incertitudes politiques (discrédit de la classe politique au Brésil, hypothèque de l'ALENA au Mexique...) freinent les investissements. La **Russie** sous sanctions internationales manque toujours de capitaux pour développer les infrastructures nécessaires pour exploiter les richesses de Sibérie. L'Afrique du Sud est toujours paralysée par l'insuffisance de son réseau électrique. Les bulles immobilières ont commencé à se dégonfler en Australie, Canada, Scandinavie. Il reste certes le projet phare de Xi Jinping de nouvelle route de la soie, mais OBOR n'a pas le même impact que les quatre lettres réunies de BRIC. Sans 'boom' de l'investissement en infrastructures émergentes, la demande de métaux devrait ralentir à partir de 2019.

- Le **pétrole** est dans une situation radicalement différente du dernier cycle de hausse. Les perspectives de croissance de la demande sont bien plus modestes (transition énergétique) et l'offre est devenue beaucoup plus réactive et élastique que par le passé grâce au pétrole de schiste. On ne parle plus de 'peak oil' mais de 'peaking demand'. Le rally du pétrole s'explique par la stratégie de l'OPEP et la Russie visant à équilibrer artificiellement le prix du baril à un niveau compatible avec leur solvabilité budgétaire (70\$ pour l'Arabie Saoudite). Le marché, à en croire les positions spéculatives longues, juge que les coupes de production ont accompli leur mission de réduction des stocks. Mais la métrique retenue pour en juger, le niveau des stocks comparé à leur moyenne sur 5 ans, est elle-même viciée : un horizon pluriannuel n'avait de sens que lorsque le délai d'ajustement de l'offre à la demande était lui-même pluriannuel en raison de la durée de mise en production des nouveaux puits. La production marginale a aujourd'hui un délai de production ramené à quelques mois seulement. Cette réactivité de l'offre fait que le niveau de stock d'équilibre souhaité par les utilisateurs est beaucoup plus faible aujourd'hui qu'avant la révolution du *shale oil* : le risque de pénurie est moins prégnant en présence de producteurs marginaux capables de réagir aux signaux de prix en quelques mois seulement. A ces niveaux de prix, le retour vers un niveau de stock d'équilibre rabaissé est illusoire. C'est ce que les prévisions de l'AIE et de l'OPEP elle-même commencent à envisager dans leurs rapports officiels.

- La surévaluation fondamentale de l'**or** s'est aggravée suite à la remontée récente des taux longs réels américains. La détente entre les deux Corées, même si temporaire, réduit le besoin de *hedge* géopolitique.

Rebond de l'activité de forage aux Etats-Unis



Source Datastream

Vues tactiques

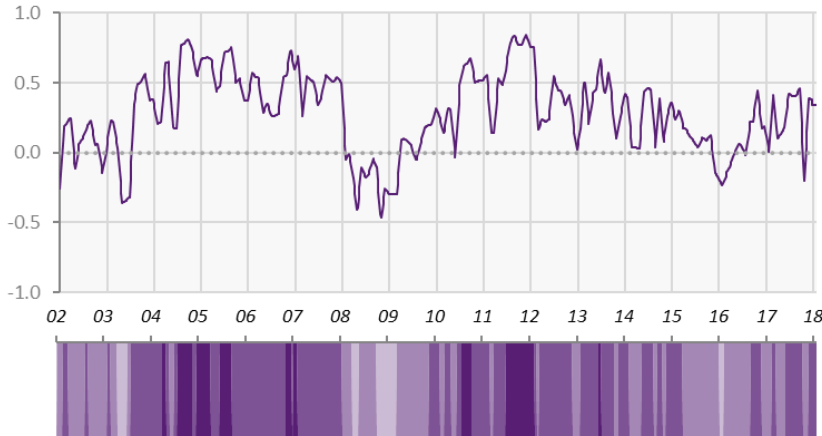
Matières premières	--	-	=	+	++
Pétrole			●○		
Métaux Industriels		●	○		
Or			○	●	

○ : vues du mois

● : vues du mois précédent

Indicateurs quantitatifs

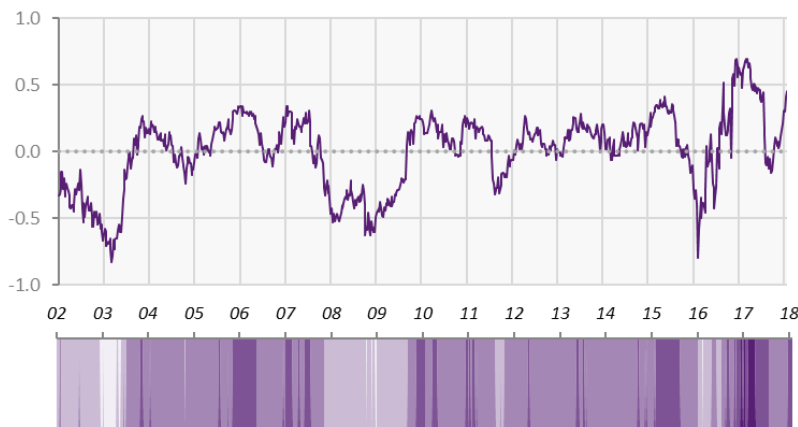
SITUATION ÉCONOMIQUE



Dégradée Bonne

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.

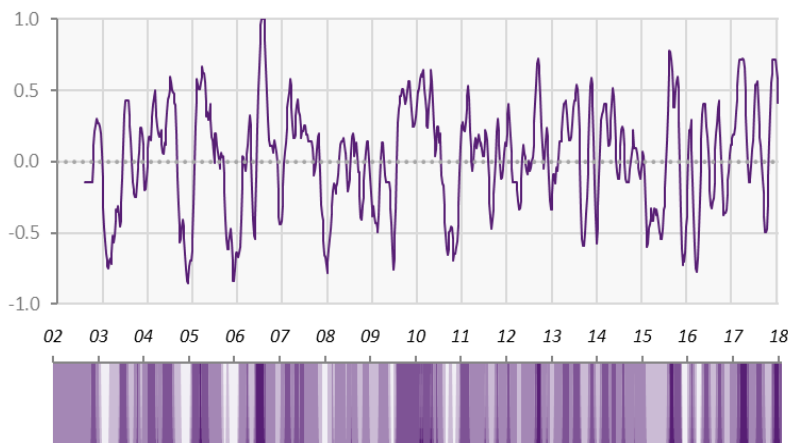
TENDANCE DE MARCHÉ



Baissière Haussière

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.

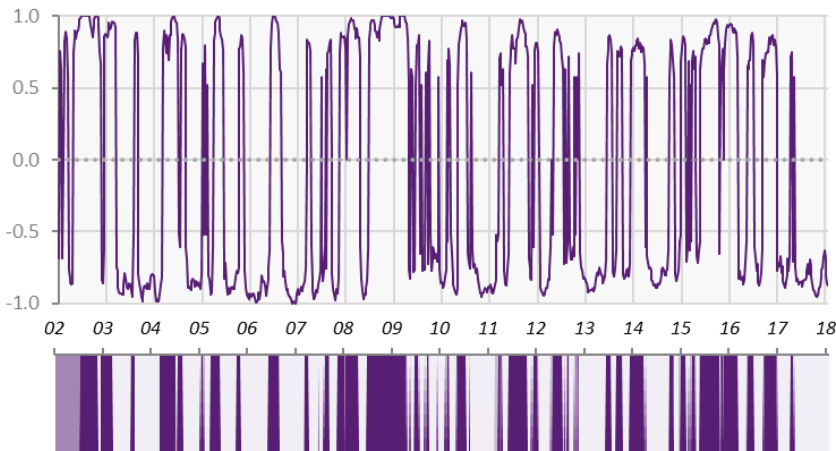
APPÉTENCE POUR LE RISQUE



Faible Fort

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.

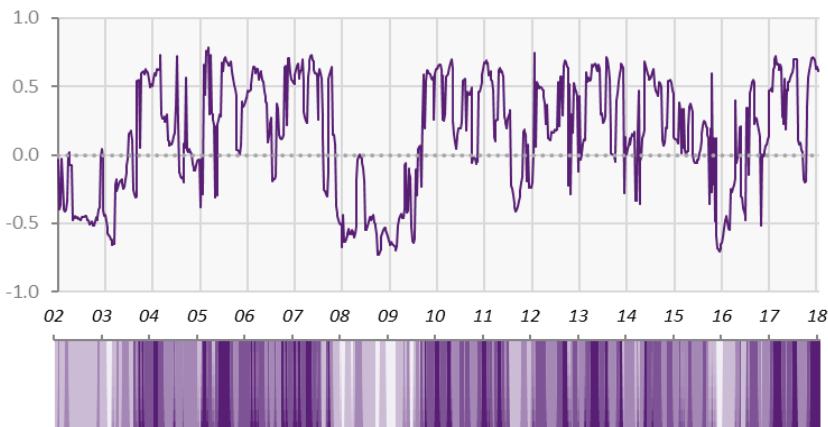
FLUX



Cet indicateur, continu et compris entre -1 et 1, permet de mesurer le sentiment des investisseurs envers les actions, les obligations et le monétaire. Il est calculé à partir des flux des investisseurs (données EPFR) et des volumes.

► **Plus il est élevé, plus l'indicateurs révèle un stress important sur ces actifs**

INDICATEUR AGGRÉGÉ



Cet indicateur, continu et compris entre -1 et 1, agrège l'information contenue dans nos 4 indicateurs en faisant une moyenne équipondérée des niveaux observés.

► **Plus il est élevé, plus les actifs risqués sont favorisés.**

Portefeuille Modèle

Classe d'actifs	Allocation de référence	Portefeuille actuel	Déviatio	Variation par rapport au mois précédent
Cash	10.0%	9.5%	-0.5%	↑
Eonia	10.0%	9.5%	-0.5%	↑
EUR / USD	-	-		↑
USD / CHF	-	-		↓
EUR / AUD	-	-		↓
RUB / USD	-	2.5%	2.5%	↑
Souverains	40.0%	29.0%	-11.0%	↓
Euro	32.0%	25.0%	-7.0%	
Inflation Euro	4.0%	-	-4.0%	
US	4.0%	-	-4.0%	↓
Gilt	-	-		
Espagne	-	2.0%	2.0%	
Italie	-	-		↓
Inflation US	-	2.0%	2.0%	↑
Spreads	15.0%	20.0%	5.0%	↓
Crédit Euro	15.0%	16.0%	1.0%	↓
High Yield Euro	-	3.0%	3.0%	↓
High Yield US	-	-		
CB Euro	-	1.0%	1.0%	↓
Taux émergents	-	1.0%	1.0%	↑
EMD \$	-	-		
Local EMD	-	1.0%	1.0%	↑
Actions développées	20.0%	23.0%	3.0%	↓
EMU	2.0%	3.0%	1.0%	↓
Europe ex-EMU	3.0%	1.0%	-2.0%	
Amérique du Nord	12.0%	11.0%	-1.0%	↑
Japon	2.0%	4.0%	2.0%	
Pacifique hors Japon	1.0%	1.0%		
Suisse	-	-		↓
Euro Small Cap	-	2.0%	2.0%	↑
Insurance	-	1.0%	1.0%	↑
US Small Cap	-	-		↓
Actions émergentes	10.0%	11.5%	1.5%	↑
Asie Emergente	7.0%	8.5%	1.5%	
Latam	1.5%	0.5%	-1.0%	
EMEA	1.5%	0.5%	-1.0%	
Chine	-	1.0%	1.0%	↑
Russie	-	1.0%	1.0%	↑
Matières premières	5.0%	5.0%		
Pétrole	2.5%	2.5%		
Métaux industriels	1.3%	1.3%		↑
Or	1.3%	1.3%		↓
	100.0%	99.0%	-1.0%	-

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 Janvier 2017

[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

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers 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 Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. **France** : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

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