

PERSPECTIVES ALLOCATION

Document destiné aux clients professionnels

Le feu et la fureur

Février 2018

- Relance budgétaire massive en situation de plein-emploi décidée par les autorités américaines programme une dangereuse surchauffe de l'économie américaine en 2018.
- Réaction complaisante de la Fed: face à la perspective d'un *boom* de l'investissement (incitations fiscales, dérégulation), la réaction adéquate serait de durcir la politique monétaire. Au contraire, Powell a cherché à rassurer les marchés sur la pérennité du *Fed put* face à la correction boursière de début de mois. En conséquence, l'appréciation réelle du dollar passera par une hausse de l'inflation.
- Réaction plus sévère sur les marchés: un saut du dollar sur une courbe *forward* plus faible (dollar plus faible, taux plus élevés). La dépréciation de la valeur d'équilibre à long terme du dollar sanctionne une détérioration de la solvabilité externe du pays.
- Au contraire des précédents cycles de baisse du dollar, la glissade du billet vert n'est pas freinée par les interventions des banques centrales émergentes, qui craignent des rétorsions protectionnistes de la part de l'administration Trump en cas de 'manipulation' de leur taux de change.
- Sans réaction énergique de la Fed ou accord de stabilisation au G7/G20, la baisse du dollar provoque une dangereuse pentification de la courbe des taux américains. Outre la dérive budgétaire, la pentification est exacerbée par les perspectives de liquidation d'une partie des portefeuilles obligataires détenus à l'étranger par les multinationales américaines.
- Cette pentification n'est pas compatible avec le prolongement du cycle de croissance mondiale. Des taux américains proches de 3% sont dangereux pour les valorisations patrimoniales (actions, immobilier) qui fondent les effets richesse. La hausse des taux américains à 5-10 ans et la raréfaction programmée de la liquidité des constituent un resserrement monétaire puissant.
- Nous poursuivons donc la réduction des risques de nos portefeuilles en passant à la neutralité sur les actions. Nous restons sous-pondérés en obligations et adoptons une position sur l'or comme *hedge* contre le risque de scénario de stagflation temporaire aux Etats-Unis.



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 barils et des bulles

Dans l'ambiance euphorique de début d'année, le pétrole a connu une envolée spéculative vers 70\$. Cette fièvre spéculative participait activement à l'euphorie qui prévalait sur les marchés financiers : un pétrole cher permet de gonfler la valorisation boursière du secteur énergétique, qui représente un poids élevé dans de nombreux indices; la cherté du baril va souvent de pair avec un dollar faible, qui est un ferment de l'appétit pour le risque sur les marchés. La correction boursière de février a fait chuter le baril de 10%, mais il nous semble que la valeur fondamentale du Brent se situe vers 50\$ dans un scénario de maintien de l'appétit pour le risque mondial, et vers 40\$ dans un scénario de ralentissement cyclique en 2019.

La spéculation haussière s'est accélérée dès lors que l'OPEP a mis en avant le rééquilibrage du niveau des stocks mondiaux vers leur moyenne à 5 ans. Il existe une relation étroite entre pente de la courbe et écart des stocks OCDE à leur moyenne à 5 ans. Mais une moyenne sur 5 ans avait du sens lorsque le délai de production des puits marginaux était pluriannuel. Maintenant que le puits marginal est un forage horizontal dans le Permien, opérationnel en quelques mois, le délai d'ajustement de l'offre est devenu infra-annuel. C'est justement en raison de cette élasticité nouvelle de l'offre que le niveau des stocks (61 jours) n'a pu être normalisé vers son niveau d'avant-crise (53 jours) depuis la reprise économique de 2009. Le comblement de l'écart entre les stocks et leurs moyennes mobiles à 5 ans s'explique au contraire par le fait que, trois ans après la crise de surproduction de 2015, le niveau de stocks ne s'est toujours pas ajusté, et que tout simplement la moyenne mobile converge vers les stocks actuels sous le simple effet du passage du temps. C'est un symptôme de l'échec de la stratégie de prix de l'OPEP.

Au-delà de la correction boursière de début février, les investisseurs semblent avoir néanmoins réajusté leurs prévisions de rééquilibrage du marché pétrolier suite à la publication de chiffres optimistes sur la production américaine en fin d'année. Comme nous l'anticipions, la remontée des prix à terme à 12-18 mois au-dessus du seuil de 50\$/baril a relancé fortement l'investissement dans les principaux bassins de schiste, pour lesquels les coûts marginaux se situent entre 35 et 45\$/baril. De fait, les plans de financement ont été bouclés en incluant un programme de vente à terme de la production sur 12 mois et plus. Cette politique de couverture garantit la résilience du secteur dans le prochain 'bear market'.

Le rythme d'équipement de nouveaux puits nous fait anticiper que la production des schistes américains, combinée à celle de pétrole traditionnel et condensats, devrait à elle seule équilibrer la hausse de la demande mondiale cette année (1.4mbj).

Certes, le modèle économique du pétrole de roche mère a une fragilité existentielle qui est la rapidité avec laquelle la pression baisse dans les puits. Pour maintenir leur production, les frackers sont obligés de sans cesse forer de nouveaux puits, ce qui crée des besoins de financement colossaux. Les producteurs américains ont donc un rendement de free cash flow toujours très négatif. Pour l'heure, le marché du crédit reste prêt à financer ces nouveaux investissements assortis d'une couverture à terme de la production. Dans le sell-off de début de mois, les spreads de l'indice HY Energy se sont écartés mais n'ont fait que retrouver leur niveau de novembre (420pb).

L'élément déclencheur d'un retournement durable de l'appétit pour le risque mondial pourrait être dans ce cycle une forte détérioration de la liquidité sur le marché du crédit et une fermeture du primaire pour le high yield. Dans ce cas, le scénario rêvé de l'OPEP serait que la production américaine s'effondre, faute de capitaux frais. Mais le secteur pourrait pendant plusieurs mois continuer à renouveler sa production à moindres frais en achevant des puits déjà forés mais non mis en production: le secteur compte pas moins de 7493 'DUCs' (Drilled UnCompleted), laissés en attente par manque d'oléoducs, indisponibilité d'équipements ou parce que la rentabilité n'est pas optimale mais que le contrat de concession oblige à forer sous peine de résiliation. Enfin, au-delà de l'effet de 'stock' de capital que représentent les DUCs, nous anticipons qu'un choc sur le crédit HY aura pour effet de freiner sensiblement la demande américaine de pétrole, ce qui fera rechuter les prix du pétrole vers 40\$. A ce niveau, l'industrie américaine du shale connaîtrait une nouvelle vague d'ajustement et de concentration, mais pas une crise mortelle. Au contraire, l'Arabie Saoudite serait contrainte de remiser son projet d'introduction en bourse de Saudi Aramco, mesure phare de la stratégie de modernisation du Prince MbS. La triste réalité est que, malgré leur désavantage géologique, les frackers peuvent encore vivre à 40\$/baril, tandis que les monarchies pétrolières ne peuvent pas assurer leur pérennité politique et géopolitique. Dans leur face-à-face avec les frackers américains, les pétromonarchies ont gagné une bataille, mais la victoire finale se jouera dans une guerre d'usure dont seul le marché du crédit contrôle la durée.



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

Allocation d'actifs : Le feu et la fureur

Le mois dernier, nous mettions en garde contre une dynamique d'ensemble des marchés qui reflétait le « **meilleur des mondes** », où la croissance était éternelle, l'inflation impossible et les contraintes de solvabilité ignorées. Nous mettions en avant le rôle clé joué par le coût du capital en dollar pour alimenter la croissance mondiale. Or cette configuration des marchés programmait un **retour de l'inflation américaine** via la baisse du dollar et la hausse des matières premières, les deux phénomènes se renforçant mutuellement. Une peur inflationniste sur les marchés obligataires était donc susceptible de casser la belle mécanique de cette euphorie globale.

Une surprise haussière sur les salaires horaires de janvier (chiffre au demeurant volatil et déformé ce mois-là par les conditions climatiques) a mis le feu aux poudres: les taux longs se sont tendus sur fond de hausse des anticipations d'inflation, précipitant la chute des actions et l'éclatement de la bulle des produits *short* de volatilité. Un choc inflationniste est par définition un choc de corrélation sur les marchés (recorrélation des actions et des obligations) qui augure une deuxième vague de *de-risking* par les stratégies de *risk parity*.

Au-delà de ces phénomènes de flux, tout dans le *policy mix* américain suggère une dangereuse **pentification de la courbe des taux**. Comme nous le craignons, le seul moyen de dépasser l'impasse budgétaire au Congrès a été d'accorder des largesses fiscales aux deux camps. L'accord de budget 2018-2019 prévoit donc une hausse des dépenses de 300md\$, qui viennent creuser le déficit en plus de la très généreuse « réforme » fiscale des Républicains. Le déficit atteindra 5% du PIB en 2019, probablement l'année du pic cyclique. Certes, le retrait de la Fed aux enchères du Trésor (réduction de son bilan) sera compensé par une hausse des émissions de bons à *court terme*, mais le marché obligataire devra néanmoins digérer l'augmentation nette des émissions (hausse du déficit), alors même que la masse d'épargne parquée par les multinationales à l'étranger (estimée à 3000md\$), investie en obligations souveraines et privées, sera progressivement liquidée et rendue au fisc (impôt) et aux actionnaires (dividendes, rachats d'actions, fusions-acquisitions).

Enfin, et de façon inquiétante, le dollar a retrouvé le chemin de la baisse dans la phase de rebond des marchés, malgré les annonces de largesses budgétaires concomitantes (budget, infrastructures). La théorie économique prévoit au contraire une hausse du dollar en réponse à l'importation de capitaux nécessaire pour combler un déficit extérieur en hausse. La dégringolade continue du dollar suggère que le marché ne pense pas que la Fed réagira vigoureusement à une surchauffe de l'économie provoquée par la stimulation budgétaire trumpienne. Une augmentation permanente de l'inflation anticipée aux Etats-Unis provoque alors une dérive de toute la courbe *forward* du dollar. Ce scénario, confirmé

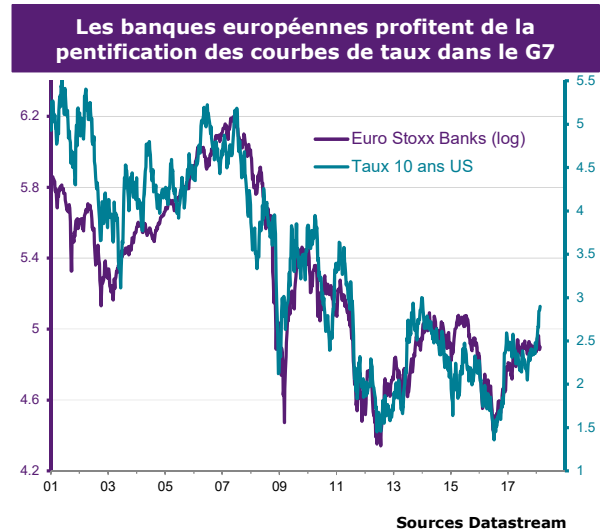
par la hausse paradoxale de l'or (en contexte de remontée des taux longs réels), intègre donc une probabilité non-nulle que Powell suive les traces d'Arthur Burns, le *chairman* qui, soumis à la pression politique de Nixon, laissa s'installer l'inflation dans les années 70.

Il est vrai que, dans une économie au plein emploi, chauffée à blanc par un stimulus budgétaire et une bulle de crédit, les projections de décembre de la Fed, qui anticipent 3 hausses de taux cette année, paraissent bien timorées. Le marché n'en prévoit plus que 2.5 au dernier pointage sur les *forwards*. Powell n'a rien fait pour invalider ces anticipations, insistant au contraire, dans son discours d'intronisation, sur les risques sur la stabilité financière, allusion au retour de la volatilité le jour de son entrée en fonction. Sa tâche n'est certes pas aisée. Coincée entre une bulle à Wall Street, un emballement de l'investissement (incitations fiscales), un consommateur drogué au crédit (hausse des défauts sur tous les segments de dette des ménages) et un risque de résurgence inflationniste (dollar faible), la Fed s'est mise dans une position inextricable durant les années Yellen (au prétexte que le chiffre après la virgule de l'inflation n'était pas le bon). Et il n'existe pas de chemin idéal qui éviterait un atterrissage brutal de l'économie et des marchés à moyen terme. La Fed pourra au mieux piloter un atterrissage un peu moins douloureux – mais la pire des stratégies serait pour Powell de commencer par perdre le contrôle de la courbe en laissant le marché obligataire reconstruire une prime inflationniste dans les taux longs, et le marché des changes rétrograder le dollar sur une courbe *forward* toujours plus faible (baisse du dollar malgré la hausse des taux). Pour une économie américaine surendettée (ménages surtout) et dépendante aux effets richesse sur des actifs surévalués (actions, immobilier), l'effet serait dévastateur. Pour le reste du monde, la baisse du billet vert est un stimulus pour les emprunteurs déjà endettés en dollar, mais cette trajectoire implique une hausse du coût du capital marginal. De surcroît, nous pensons que la liquidité en eurodollars continuera à se raréfier. Nous considérons donc que la bande 2.8-3.0% pour le 10 ans est une zone critique pour l'économie mondiale qui programme de nouveaux accès de turbulence sur les marchés.

En l'absence de repli des taux longs américains vers des cieux plus cléments, nous avons donc poursuivi le mouvement de réduction des risques dans nos portefeuilles. Nous sommes désormais neutres sur les actions, toujours avec un pari long zone euro (limité aux banques et aux *small caps*) et Japon contre Etats-Unis et émergents. Nous passons à une sous-pondération du crédit. Nous sommes toujours en forte sous-pondération des obligations d'Etat en zone euro et aux Etats-Unis. Enfin, nous mettons en place un *hedge* contre le scénario Nixon-Burns en adoptant une surpondération de l'or.

Actions : retour à la neutralité

- Le risque de surchauffe inflationniste aux Etats-Unis constitue une menace systémique pour le cycle et les marchés actions mondiaux. Nous poursuivons donc notre mouvement de réduction du risque en revenant à la neutralité sur les actions dans nos portefeuilles modèles.**
- Nos choix géographiques privilégient toujours les marchés adossés à une croissance domestique solide et susceptible de se décorrérer temporairement du cycle mondial. La Chine (consommation, nouvelles technologies), l'Inde, le Japon et la zone euro remplissent ce critère. Nous conservons nos surpondérations sur ces pays. Au contraire, nous avons adopté une sous-pondération du marché américain en raison de sa cherté (prime de risque versus swaps trop faible, PE toujours élevé même après la correction).
- Au sein de la zone euro, nous préférons toujours les petites capitalisations aux grands groupes : des conditions de financement toujours favorables (assouplissement du crédit bancaire, soutien de la BCE au marché du crédit) et un euro fort dans un cycle de croissance domestique constituent la configuration idéale pour une surperformance des petites et moyennes valeurs, malgré leur cherté relative en termes de PE.
- En plus des petites capitalisations, notre surexposition en zone euro comprend les valeurs bancaires. Leur valorisation absolue demeure attractive et la repentification de la courbe des swaps augure le rebond tant attendu des marges d'intérêt, particulièrement en France où les taux de dépôt réglementés avaient empêché les établissements de répercuter la baisse des taux directeurs vers zéro puis en territoire négatif. Pour l'instant, la force de la reprise cyclique programme une poursuite de la demande de crédit, sans détérioration de la solvabilité des emprunteurs.
- Au Japon, nous restons positifs en raison de la solidité du cycle de la consommation interne. En outre, il s'agit de la seule économie du G7 où une pentification de la courbe des taux semble exclue en raison de l'activisme de la Banque du Japon sur l'ensemble de la courbe des JGBs. Malgré quelques signes de rebond de salaires (pour le temps partiel), la Banque du Japon demeure très loin de sa cible d'inflation (2%) donc nous pensons que le niveau du JGB 10 ans restera plafonné autour de 10-15bp dans les mois à venir. Notre préférence va aux valeurs domestiques en raison du risque de poursuite de la remontée du yen. Le Ministère des Finances a néanmoins suggéré que le dollar-yen se rapprochait de niveaux justifiant une intervention du gouvernement. Au contraire de la zone euro, le secteur bancaire demeure plombé par la platitude de la courbe des rendements.
- Au sein des émergents, nous privilégions toujours les pays asiatiques. Nous apprécions le marché indien (rebond de la croissance après le choc des réformes de Modi), la Chine (indice fortement pondéré en grosses valeurs technologiques en situation de quasi monopole avec le soutien de l'Etat), et les valeurs exposées au cycle des semiconducteurs (Corée, Taiwan). Nous restons sous-pondérés sur les autres régions émergentes en raison de leur bêta élevé, leur exposition au pétrole (Russie, Mexique), le risque politique (Mexique, Brésil, Afrique du Sud) et la vulnérabilité à un choc sur les flux de capitaux en dollars (*tapering* de la Fed).



Vues tactiques

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

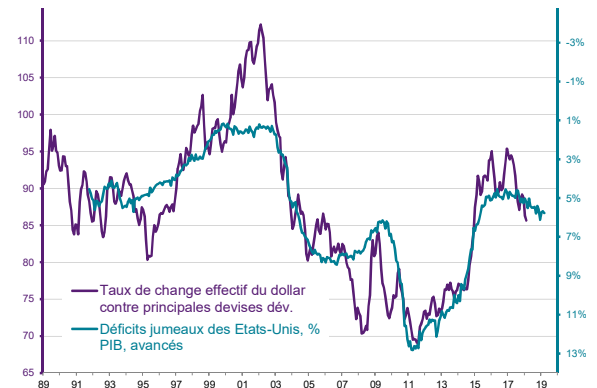
○ : vues du mois

● : vues du mois précédent

Obligations : dangereuse pentification

- Nous écrivions l'année dernière que la poursuite du boom mondial dépendait de la pérennité du mouvement d'aplatissement de la courbe des taux américains. Nous maintenons cette assertion et prévoyons un ralentissement mondial en conséquence d'une pentification dangereuse de la courbe US. La stimulation budgétaire au plein-emploi, les incitations fiscales à l'investissement, le niveau très élevé de confiance des entreprises, le frémissement des salaires, la remontée des matières premières, la baisse du dollar : tout concourt à pousser les taux longs à la hausse, aussi bien dans leur composante réelle qu'inflationniste. Pour couronner le tout, Powell, dans son discours d'intronisation, a signifié la pérennité du « Fed put » face à la correction boursière de début février, et des doutes commencent à s'instiller dans la solvabilité de l'Etat américain face à une administration qui ne cherche même plus à faire semblant de se soucier de solvabilité intertemporelle (Mulaney, le directeur du budget de Trump, a reconnu l'impossibilité de produire un scénario d'équilibrage du budget à horizon 10 ans). Le choc sur les taux sera exacerbé par les ventes d'obligations publiques et corporates détenues dans le trésor de guerre des multinationales conservé dans les paradis fiscaux. Dans ce contexte, la reprise de la baisse du dollar dès le retour d'un calme précaire sur les marchés actions aggrave le phénomène de pentification. En théorie, le boom des capex que programme la réforme fiscale implique, si la Fed était adéquatement wicksellienne, une remontée des taux directeurs (et une inversion de la courbe des taux) pour évincer les investissements les moins rentables et accroître l'investissement étranger aux Etats Unis. Powell semble exclure une telle réaction de la part de la Fed. Mais dans un monde de taux directeurs quasi-nuls, les taux de change tendent à réagir davantage aux différentiels de taux longs. La hausse du 10 ans américain aurait dû jouer le rôle d'aiguillon pour soutenir le dollar, mais il n'en fut rien, malgré l'élargissement du *spread* depuis mi-2017. Le marché des changes ne croit tout simplement pas à la remontée du rendement du capital aux Etats-Unis sous l'effet des politiques pro-business de la Maison Blanche (dérégulation, baisses d'impôts, infrastructures, incitations à l'investissement). Les cambistes considèrent que les actions du Trump 'business friendly' sur le rendement du capital sont annihilées par les menaces du Trump protectionniste (ALENA, TPP, Chine...) et isolationniste (immigration), voire le Trump 'serial defaulter'. Mais la perspective d'un boom de l'investissement, dépassant les secteurs manufacturier (dollar faible) et énergétique (pétrole de schiste), est bien présente dans toutes les enquêtes. 2018 pourrait donc voir une économie américaine atteindre 3% de croissance avec une Fed toujours aussi timorée, et des taux longs s'envolant vers les 3%. Une embardée des taux longs vers 3% aurait tôt fait de casser la bulle sur les actifs financiers et réels (immobilier) et précipiter une fin de cycle chaotique. Nous restons donc sous-pondérés en obligations américaines et exposés sur les points morts d'inflation.
- En zone euro, la pentification était depuis l'an dernier notre scénario central (inflation, retrait progressif du QE). Il reste d'actualité grâce à la bonne tenue des indicateurs cyclique, et ce malgré la persistance de surprises baissières sur l'inflation et la force de l'euro. En Allemagne, l'accord de grande coalition, qui reste à valider, prévoit une augmentation des dépenses sociales. Comme aux Etats-Unis, la rigueur budgétaire a été sacrifiée pour sortir de l'impasse partisane. Le timing est tout aussi catastrophique qu'aux Etats-Unis d'un point de vue conjoncturel : une autre grande économie développée va faire de la relance au plein-emploi. Cela programme une érosion de l'énorme excédent courant allemand, ce qui n'est pas pour déplaire à ses partenaires eurolandais, mais également une surchauffe et une remontée de l'inflation l'an prochain, au moment où Espagne, France et Italie ressentiront les effets négatifs de la remontée des taux, de l'euro et du pétrole. Tout cela en plein débat sur la succession de Draghi (qui partira en novembre 2019). Nous conservons nos positions à la pentification. Nous avons soldé nos paris de resserrement des spreads périphériques à l'approche de l'élection italienne (4 mars).
- Poursuivant la logique de réduction des risques, nous adoptons une sous-pondération du crédit Investment Grade européen.

Les déficits jumeaux pèsent sur le dollar



Source : Datastream

Vues tactiques

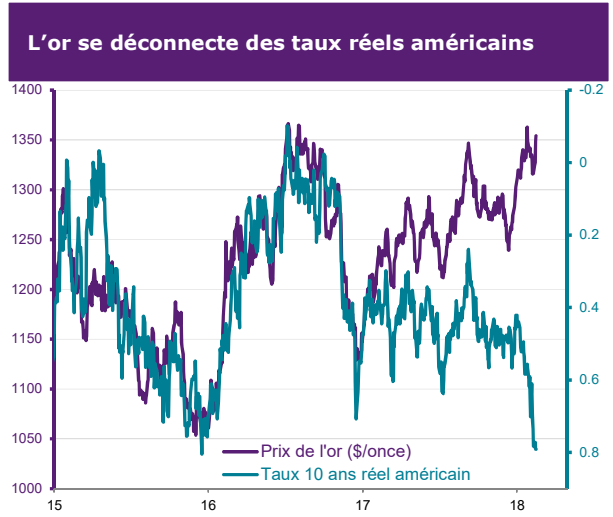
Taux	--	-	=	+	++
Obligations d'Etat					
Euro Core		○			
Euro Périph			○	●	
UK			○		
US		○	●		
Japon			○		
Inflation				○	●
Crédit					
IG Euro		○	●		
IG US			○	●	
HY Euro			○	●	
HY US			○	●	
Dettes EM			○	●	

○ : vues du mois

● : vues du mois précédent

Matières premières : l'or retrouve son éclat

- La transition du régime de marché de la « croissance forte sans inflation » au thème du retour de l'inflation mondiale depuis la fin de 2017 a provoqué une accélération des prix des matières premières. Malgré quelques tensions réelles sur les métaux industriels (zinc, plomb, nickel) et précieux (palladium), nous mettons en avant que les fondamentaux restaient néanmoins médiocres en raison des perspectives de contraction de la demande d'intrants industriels de la part de la construction chinoise (récession de l'investissement résidentiel, ralentissement de l'investissement en infrastructures dans l'optique d'un désendettement piloté par Beijing). Mais la spéculation a eu raison des fondamentaux, comme l'illustre l'envolée du pétrole vers 70\$ grâce à une explosion des positions longues sur le Nymex.
- Nous avons pris acte du *momentum* extrêmement puissant de la spéculation en adoptant la neutralité sur la classe d'actifs matières premières en fin d'année. L'accélération à la baisse du dollar depuis l'accord budgétaire américain cimente l'attrait des futures de matières premières comme hedge inflationniste.
- Nous restons néanmoins prudents sur les fondamentaux de la demande de la construction chinoise et maintenons donc la neutralité sur les métaux. Les dernières publications suggèrent toujours que l'ajustement se poursuit dans l'immobilier chinois et qu'il ne fait que commencer en Océanie, Canada et Scandinavie.
- La décorrélation entre prix et fondamentaux est la plus spectaculaire sur le marché de l'or (cf. graphique). La hausse des taux réels américain (déficit, inflation) aurait dû entraîner une correction de l'or d'une centaine de dollars/once. La détente entre les deux Corées suggère qu'il ne s'agit pas d'une hausse de la prime géopolitique intégrée dans le métal jaune. Cette divergence démontre que les anticipations d'inflation prennent le pas sur les taux réels dans les déterminants du prix de l'or, un symptôme de perte de crédibilité du policy mix américain : la Fed n'est plus aussi crédible dans son mandat de ciblage de l'inflation, et la solvabilité de l'Etat américain inquiète, au point que les investisseurs internationaux cherchent refuge en la « relique barbare ». Le risque est élevé que, face à la passivité de Powell, le dollar poursuive sa chute. Nous adoptons donc une position longue sur l'or.
- La pression de la spéculation haussière demeure extrêmement forte sur le pétrole, et tant que le dollar demeure sous pression, nous conservons une neutralité tactique. Notre vision fondamentale demeure néanmoins baissière (cf. p.2). Dans la phase de « mania » de 2006-2008, le pétrole avait connu l'ascension la plus violente, sur fonds de scénarios de pénurie de pétrole (« peak oil ») et d'explosion du « convenience yield » (rendement de réserve). La situation aujourd'hui est tout autre : quoi que claironne l'OPEP, le niveau des stocks industriels demeure très élevé, la capacité excédentaire de l'OPEP est confortable (reflet des restrictions volontaires de production par le cartel), et comme évoqué dans notre éditorial, la réactivité de la production américaine justifie une réduction structurelle des stocks de sécurité de l'industrie. Enfin, les 7500 « DUCs », puits forés en attente d'achèvement, constituent un deuxième niveau de production prête à alimenter le marché en cas de choc sur l'offre (Venezuela, Libye...). En outre, le fait que le producteur marginal soit désormais américain implique que les coûts de production et les revenus marginaux sont libellés en dollars, ce qui tendrait à réduire la boucle de corrélation négative entre l'or noir et le billet vert. A la différence de 2008, la tâche de mettre fin à un cycle d'expansion monétaire mondial devenu inflationniste ne devrait donc pas incomber au pétrole.



Source Datastream

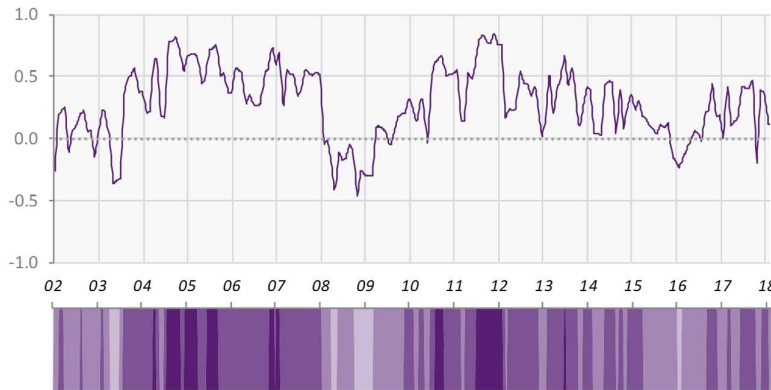
Vues tactiques

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

○ : vues du mois
● : vues du mois précédent

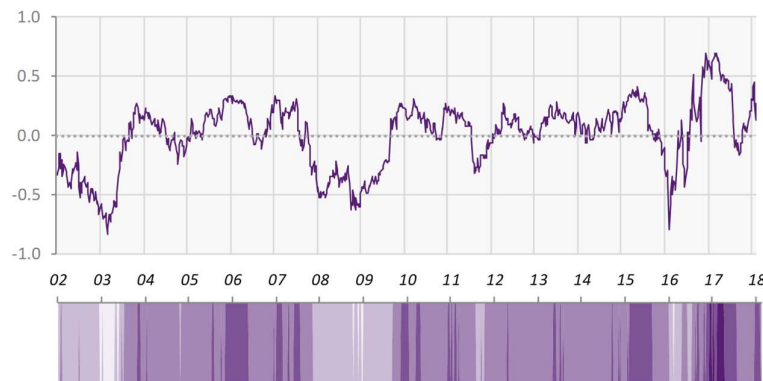
Indicateurs quantitatifs

SITUATION ÉCONOMIQUE



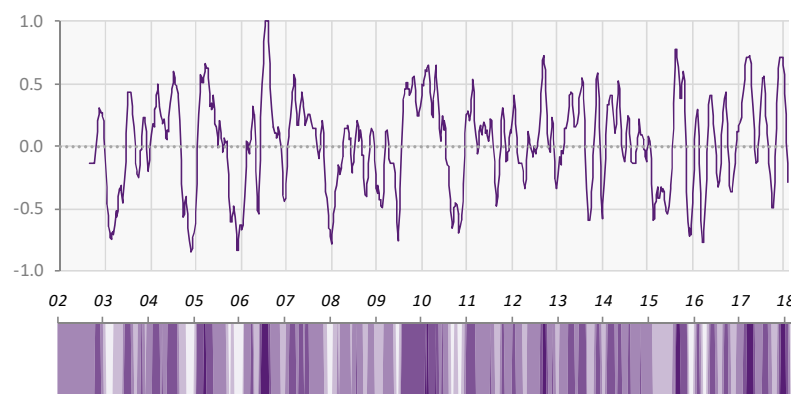
Cet indicateur, continu et compris entre -1 et +1, permet d'évaluer la conjoncture économique globale. Il est construit à partir du niveau et/ou de la dynamique d'un panel de données macro-économiques (croissance, inflation, valorisation, bénéfices).
► Plus il est élevé, plus les actifs risqués sont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

TENDANCE DE MARCHÉ



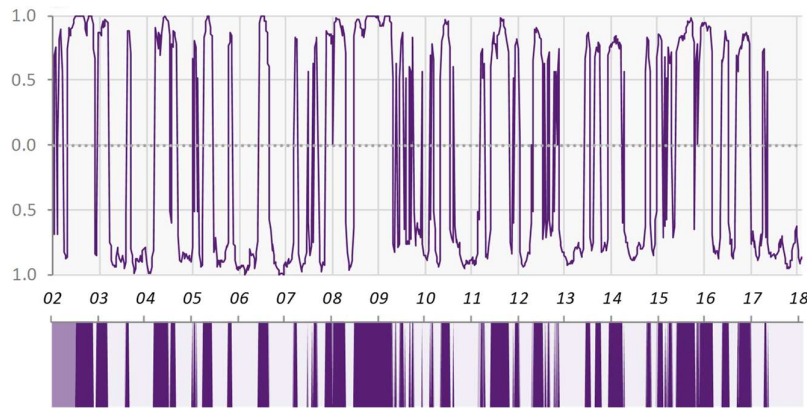
Cet indicateur, continu et compris entre -1 et +1, permet de caractériser la dynamique à moyen terme des marchés Actions relativement aux marchés Obligataires. Il s'appuie sur des moyennes mobiles de longueurs variables, définies en fonction de la volatilité.
► S'il est positif, les actifs risqués sont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

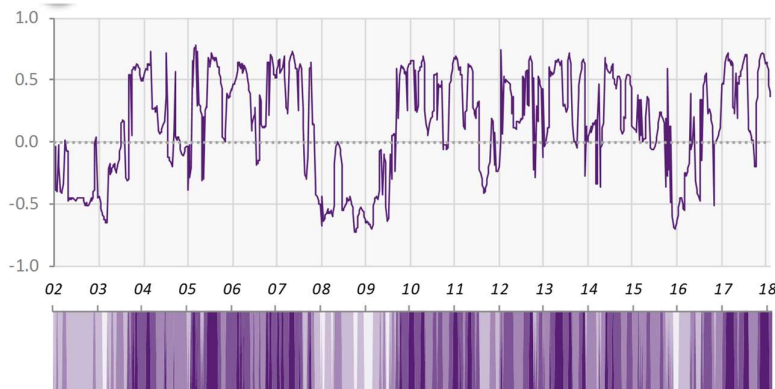
FLUX



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	Déviaton	Variation par rapport au mois précédent
Cash	10.0%	22.0%	12.0%	↑
Eonia	10.0%	22.0%	12.0%	↑
RUB / USD	-	-		↓
Souverains	40.0%	27.0%	-13.0%	↓
Euro	32.0%	25.0%	-7.0%	
Inflation Euro	4.0%	-	-4.0%	
US	4.0%	-	-4.0%	
Gilt	-	-		
Espagne	-	-		↓
Inflation US	-	2.0%	2.0%	
Spreads	15.0%	14.0%	-1.0%	↓
Crédit Euro	15.0%	14.0%	-1.0%	↓
High Yield Euro	-	-		↓
High Yield US	-	-		↓
CB Euro	-	-		↓
Taux émergents	-	-		↓
EMD \$	-	-		
Local EMD	-	-		↓
Actions développées	20.0%	20.5%	0.5%	↓
EMU	2.0%	2.0%		↓
Europe ex-EMU	3.0%	1.0%	-2.0%	
Amérique du Nord	12.0%	11.0%	-1.0%	
Japon	2.0%	3.0%	1.0%	↓
Pacifique hors Japon	1.0%	1.0%		
Euro Small Cap	-	1.5%	1.5%	↓
Euro Banques	-	1.0%	1.0%	
Actions émergentes	10.0%	9.5%	-0.5%	↓
Asie Emergente	7.0%	8.5%	1.5%	
Latam	1.5%	0.5%	-1.0%	
EMEA	1.5%	0.5%	-1.0%	
Chine	-	-		↓
Russie	-	-		↓
Matières premières	5.0%	7.0%	2.0%	↑
Pétrole	2.5%	2.50%		
Métaux industriels	1.3%	1.25%		
Or	1.3%	3.25%	2.0%	↑
	100.0%	100.0%	0.0%	-

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 16 Fevrier 2018

[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