

PERSPECTIVES ALLOCATION

Document destiné aux clients professionnels

Points clés

- Croissance mondiale proche de 4%, mais ralentissement des flux de crédit aux Etats-Unis/Europe/Chine et resserrement quantitatif des banques centrales augurent un fléchissement en 2018.
- Faiblesse du dollar et contrôle de la courbe des taux par la Banque du Japon encouragent l'appétit pour le risque, via les stratégies de portage et de *put writing*.
- Rebond sensible du dollar à partir du T4, dans le sillage d'un retour des tensions sur les *swap spreads* de devises : la liquidité des banques américaines sera prise en tenailles entre la remontée des réserves du Trésor et la réduction passive du bilan de la Fed. Un dollar fort pèsera sur les valorisations actions.
- Quelles que soient les tendances des nominations de Trump à la Fed, la stratégie de contraction bilancielle semble perçue comme sans impact cambiaire. Avec le reste du monde short de 10.7 trillions \$, la remontée du dollar pourrait provoquer un *short squeeze*.
- Les contours du *tapering* de la BCE seront précisés après l'élection allemande. Impact sur les spreads périphériques de la présence ou non du FDP dans la prochaine coalition. Sous-pondération du Bund maintenue.
- Dans ce cycle mondial proche du point d'inflexion, notre allocation privilégie la croissance domestique à un prix raisonnable :
 - Surpondération des actions de la zone euro, du Japon et d'Asie émergente contre Etats-Unis
 - Sous-pondération des actifs/régions les plus cycliques et sensibles à un retournement du dollar: pétrole, métaux, Amérique Latine.
 - Conserver l'or et les taux américains comme *hedges* des risques actions et géopolitiques.



Raphaël Gallardo
Stratège 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 : « Métaux et courbes de taux, le rouge et le noir »

Les prix des métaux de base (cuivre, aluminium, nickel, zinc) ont fortement accéléré au T2.

La tendance a démarré sur le cuivre en raison des tensions politiques autour de la mine indonésienne de Grasberg, puis s'est généralisée à l'ensemble des métaux sur de bons chiffres d'importations chinois.

Malgré le rebond de l'or (risques géopolitiques), le ratio de prix entre le cuivre et le métal jaune s'est envolé vers des niveaux qui, à en croire les corrélations historiques, suggère un rebond des taux longs américains de 2.2% vers 2.6%, dans un élan typique des scénarios de reflation.

Au contraire, la faiblesse des taux longs reflète un scénario de poursuite d'une croissance nominale modeste à l'échelle mondiale. On a l'habitude de dire que la Chine fixe les prix des matières premières tandis que les Etats-Unis fixent les taux d'intérêt, mais les deux puissances envoient là des signaux conflictuels.

Le cuivre est le métal des infrastructures et de l'immobilier résidentiel.

Aux Etats-Unis, nous attendons un essoufflement de la construction résidentielle (prix trop élevés, inflation foncière et pénurie de main d'œuvre), et les projets de revitalisation des infrastructures sont au point mort (sauf reconstruction post Harvey/Irma). Qu'en est-il de la demande Chinoise, premier importateur mondial ?

Les bons chiffres de juillet pourraient n'être qu'un trompe-l'œil. Outre la baisse des importations de cuivre recyclé souhaitée par le gouvernement (raisons environnementales), la demande émanant de la construction résidentielle pourrait se tasser à en croire le ralentissement du rythme

de vente de nouvelles surfaces : celles-ci sont passées de 36%/an à 15% en un an.

En outre, la pente de la courbe des taux est un excellent indicateur avancé du cycle de l'immobilier chinois. Celle-ci est tombée à zéro : la banque centrale a fait remonter les taux courts pour freiner la spéculation dans le shadow banking et limiter les sorties de capitaux, alors que les taux longs, jouant leur rôle de stabilisateur automatique dans une économie lourdement endettée (216% PIB), ont rechuté.

Le tassement de la demande chinoise au tournant de l'année devrait donc provoquer une correction des prix, exacerbée par le déblocement de positions spéculatives fortement acheteuses sur les marchés à terme chinois et anglo-saxons (LME, Comex).

Du côté de l'offre, la résolution du conflit autour de la mine de Grasberg et le retour de la production du Katanga (Glencore, 2018) devraient détendre une situation de stocks encore.

Enfin, le rebond du dollar que nous attendons pour 2018 devrait peser sur les cours des métaux.

La courbe des taux chinoises devrait donc refroidir les cours du métal rouge et ramener le ratio cuivre/or vers des niveaux en adéquation avec le scénario plus sobre incarné par une courbe américaine en pente douce.



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

Allocation d'actifs : sous le signe des changes

La croissance mondiale est restée sur sa trajectoire proche de 4% au cours de l'été.

Les niveaux élevés de confiance relevés par les enquêtes auprès des entreprises et des ménages suggèrent une poursuite de cette tendance à horizon de 2 ou 3 mois. L'optimisme des acteurs économiques n'a pas été entamé par les tensions géopolitiques en Asie, et les dégâts provoqués par les ouragans atlantiques se sont avérés moindres qu'anticipé.

Dans le contexte toujours extrêmement porteur d'une économie mondiale en croissance solide et non-inflationniste, les marchés devraient se focaliser sur la rhétorique des banques centrales, Fed et BCE en particulier. L'enjeu de 2018 n'est rien moins que l'inflexion de l'expansion bilancielle de ces deux banques centrales majeures, dans un environnement qui pourrait bien voir l'économie mondiale progressivement marquer le pas.

Aux Etats-Unis, nos indicateurs avancés signalent un fléchissement de l'activité dans l'immobilier (résidentiel et commercial), **l'énergie** (hydrocarbures de schiste) **et l'automobile** (déjà visible dans les ventes), à même de retourner le cycle de croissance initié en 2009. Le fort ralentissement du crédit confirme ce message à un horizon de six mois. La faiblesse du dollar, en dopant les exportations, peut cacher le malaise d'ici la fin d'année, d'autant plus que les statistiques conjoncturelles seront nimbées d'un brouillard causé par les distorsions climatiques (pertes d'emplois, dépenses de reconstruction post Harvey, Irma). Mais 2018 devrait confirmer que 2017 marqua le pic de ce cycle d'expansion à la longévité record.

En Europe, la dynamique de reprise demeure solide, avec une large diffusion entre pays (Grèce exceptée) et composantes de la demande (investissement, consommation). La sphère industrielle devrait pâtir néanmoins de la cherté de l'euro et du ralentissement du commerce mondial perceptible dans les indicateurs avancés des petites économies industrielles très ouvertes (Suède, Taiwan).

Au total, la faiblesse du dollar permet à court terme de prolonger un cycle de croissance américain et un bull market actions à bout de souffle (valorisations tendues, volatilité anormalement faible), mais le ralentissement cyclique est déjà inscrit dans les statistiques de crédit, et pourrait être exacerbé par un retour à l'appréciation du dollar à partir du T4.

La Fed pourrait être tentée de reporter la hausse de taux de décembre en réponse au choc de Harvey/Irma. Mais la décision d'initier la réduction de son bilan en octobre semble déjà prise, et c'est de là que pourrait provenir une inversion de la trajectoire du billet vert. La liquidité des banques américaines sera en effet prise en étau entre la baisse du bilan de la Fed et la reconstitution des réserves de liquidité du Trésor après le report/relèvement du plafond de la dette fédérale. Or, depuis la réforme des fonds monétaires en octobre 2016, ce sont elles les principaux fournisseurs de liquidité sur le vaste marché mondial des eurodollars. Et depuis l'avènement de Bâle 3, leur bilan n'est plus infiniment élastique pour satisfaire les besoins en dollars du reste du monde. Notamment le besoin de couverture d'actifs en dollars par les banques étrangères (européennes et japonaises surtout) et leur demande de HQLA pour satisfaire les nouvelles contraintes de liquidité (LCR) créent une demande inélastique de dollars à court terme qui pourrait provoquer un *squeeze* sur le dollar. Les FX swaps de la Fed seront activés à OIS+50bp, mais leurs maturités sont limitées (3 mois) et le Congrès pourrait plafonner leurs montants.

Cet enchaînement d'événements menant à la hausse du dollar est orthogonal aux effets d'un éventuel tapering du QE de la BCE à partir de début 2018. Mais l'arrêt du QE pourrait entrer en résonance avec les craintes sur le scénario politique italien (élections en mai 2018) pour affaiblir l'euro malgré une repentification de la courbe allemande.

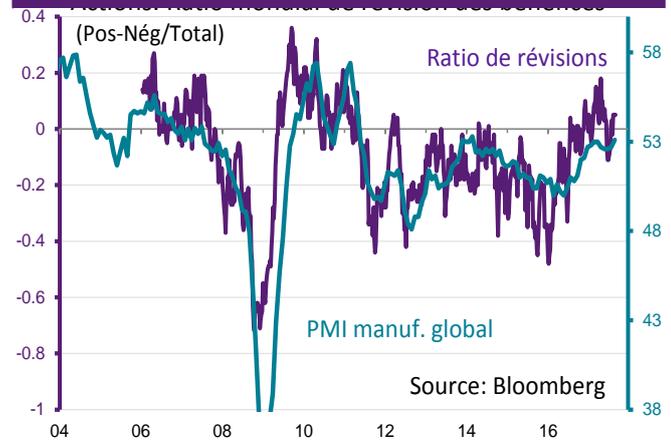
In fine, malgré des volatilités (réalisées comme implicites) **historiquement basses, les girations du marché des changes pourraient continuer à rebattre les cartes des investisseurs dans les mois à venir.** Pour l'heure, l'environnement de croissance forte justifie de conserver une surpondération en actifs risqués. Pour des raisons de robustesse de la croissance, valorisations relatives et orientation des politiques monétaires, **nous privilégions toujours, parmi les actifs risqués, les actions eurolandaises et japonaises au détriment des actions américaines et de la sphère du crédit corporate.**

Néanmoins, le récent rally de matières premières et actifs connexes (Amérique latine) nous semble exagéré en ce cycle finissant : nous sommes sous-pondérés, à l'exception de l'or (hedge géopolitique). Nous jouons les thématiques de duration selon deux axes antagonistes : pentification en Europe, aplatissement en Amérique.

Actions : maintien de la surpondération via zone euro, Japon et Asie émergente

- Le marché actions américain a franchi de nouveaux records historiques début septembre, malgré les risques géopolitiques (Corée), l'incertitude politique (plafond de la dette, financement du budget fédéral, avenir des réformes fiscales) et les chocs climatiques.** Comme il est devenu habituel dans ce cycle atypique, c'est le marché obligataire qui, en aplatisant la courbe de taux, a amorti tous ces chocs et préservé les niveaux exigeants de valorisations sur le marché actions. La faiblesse du dollar a également fourni un soutien puissant en dopant les perspectives de bénéfices du S&P 500, un indice qui reste encore largement teinté de valeurs industrielles (au contraire de l'économie dans son ensemble). L'accord surprise entre Trump et les Démocrates pour repousser à décembre les échéances budgétaires a dégagé l'horizon jusqu'à la fin de l'année, mais ne semble pas de bon augure sur la capacité de la Maison Blanche à négocier efficacement une grande réforme fiscale avec la majorité républicaine au Congrès. Les investisseurs ont également ignoré les signaux de fin de cycle visibles sur le marché du crédit (demande récemment, les créations d'emplois. Peut-être le marché se raccroche-t-il encore au « Fed put », *id est* l'espoir que la Fed, face à une conjoncture maussade, capitulera une énième fois et renoncera à la troisième hausse de taux de l'année. Cette hausse de taux est intégrée dans les cours avec une probabilité de seulement 35%, et les distorsions causées par les ouragans sur les statistiques du T3 et T4 donneront au FOMC un argument tout trouvé pour justifier l'attentisme. Mais la décision de réduire le bilan de la Fed à partir d'octobre ne devrait pas être repoussée. Or nous pensons que la réduction du bilan et la normalisation des réserves liquides du Trésor US devraient provoquer une remontée sensible du dollar. Un tel rebond du dollar dans une économie en fin de cycle semble difficilement compatible avec des PER de 18x et une volatilité implicite bloquée à 10%.
- Au contraire, la sous-performance estivale des actions eurolandaises a renforcé l'argument d'un différentiel de valorisations favorable à la monnaie unique.** Certes, les analystes sont encore occupés à réduire leurs prévisions de BPA à cause de l'ascension de l'euro, et les indices d'activité PMI européens ont probablement atteint leurs pics au cours de l'été. Il demeure néanmoins un socle de croissance bénéficiaire solidement arrimé à une reprise économique robuste dont les bases domestiques résisteront à la force de l'euro. Notre scénario de rechute de l'euro face au dollar conforte notre surpondération. Nous privilégions toujours les petites capitalisations (plus orientée vers la croissance domestique) et jouons la pentification des courbes de taux via les valeurs financières.
- Nous maintenons une surpondération sur le Japon.** La dynamique de croissance domestique se renforce et s'autonomise grâce à la progression de la consommation des ménages. Le pilotage de la courbe des taux par la Banque du Japon a permis de limiter la hausse du yen face au dollar.
- Nous sommes toujours surpondérés sur l'Asie émergente,** qui devrait continuer de bénéficier de flux de capitaux élevés tant que la Fed demeure prudente sur les taux courts.
- Nous sommes sous-exposés sur la zone Amérique latine** au vu des risques pesant sur les prix des métaux et de la cherté du marché brésilien.
- Nous surpondérons la Russie** en raison de la reprise économique et de la sous-évaluation du Micex comme du rouble.

Marchés actions : BPA révisés en hausse



en berne), les statistiques de défaut des ménages, et, plus

Vues tactiques

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

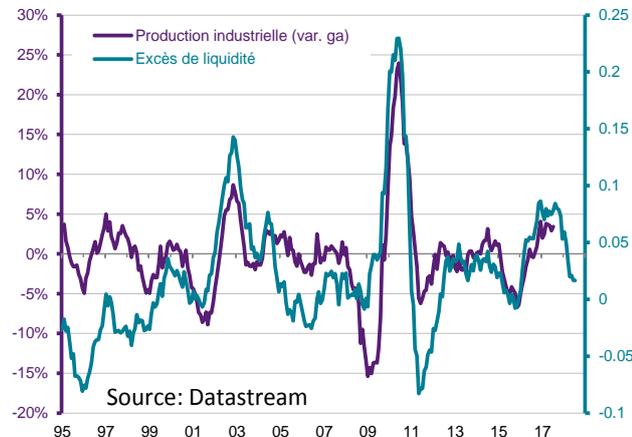
○ : vues du mois

● : vues du mois précédent

Obligations : aplatissement aux Etats-Unis, pentification en Europe

- Les signaux avant-coureurs d'une fin de cycle aux Etats-Unis, l'atonie de l'inflation, les tensions géopolitiques et le risque de correction brutale de la surévaluation de Wall Street nous incitent à conserver une position à l'aplatissement de la courbe des taux américains.** Certes, nous anticipons que la Fed amorcera la réduction passive de son bilan à partir d'octobre, mais l'offre globale de duration devrait se réduire sur le marché américain en raison de la baisse de la demande de crédit des entreprises (les banques auront moins de risque de taux à couvrir sur le marché des swaps) et du ralentissement de la distribution de *mortgages* (d'où baisse de l'offre de RMBS et CMBS). Contrairement aux conjectures du gouverneur Brainard, nous pensons que la contraction du bilan de la Fed ne provoquera pas de tensions durables sur les taux longs, justement parce que son principal effet sera de renforcer le dollar. L'appréciation cambiale agirait ensuite comme un frein à la croissance nominale, donc pèserait sur l'ensemble de la courbe des taux. En effet, la contraction du bilan réduira la liquidité bancaire en dollars prêtables sur le marché des swaps de change, où la demande de dollars est partiellement inélastique en raison des besoins de couverture/HQLA des banques non-américaines.
- Draghi a éludé les questions sur le tapering du programme QE de la BCE jusqu'aux élections allemandes du 24/09. Il nous semble que les contraintes techniques encadrant le PSPP (plafond de 33% de détention par émetteur, respect de la clé de répartition) rendent ce tapering inévitable début 2018, quelle que soit la situation économique de la zone d'ici là, et quel que soit le niveau de nervosité du marché par rapport à l'élection italienne de mai 2018.** Mais Draghi ne souhaite en aucun cas reconnaître qu'il est *contraint* au tapering par le camp nordique (Schauble et ses homologues hollandais, finlandais...); cela remettrait en cause sa capacité à influencer les marchés à l'avenir. Un tapering à géométrie flexible (et surtout, réversible) devrait être annoncé le 26/10, provoquant un rebond des taux allemands vers 0.6-0.8% en fin d'année (hors effet de *squeeze* sur la toute fin d'année). Mais la BCE, qui a suracheté la dette italienne cette année, sera obligée d'appliquer un tapering plus rapide encore sur les BTP – potentiellement en pleine campagne électorale dans la péninsule. La trajectoire du Bund au S1 2018 dépendra donc pour beaucoup des perspectives politiques en Italie : fuite vers la qualité (retour à 0.4%) ou normalisation (1.2%). **A court terme, nous maintenons notre position de sous-pondération de la dette européenne.**
- Nous reprenons une position tactique sur la dette émergente en devises.** A court-terme, un discours plus prudent de la Fed, prétextant des chocs climatiques et (géo)politiques pour freiner le rythme de hausse de taux, devrait alimenter les flux de capitaux en quête de rendement vers les actifs émergents. La faible volatilité implicite (7.7% à trois mois) et un portage élevé (autour de 7%) font des devises émergentes un actif au ratio de Sharpe attractif à court-terme, mais les risques deviendront haussiers sur le dollar à partir du T4, et les banques centrales ont repris leurs interventions de change pour plafonner la hausse de leurs devises. Ces deux éléments dessinent un profil de convexité négative pour les devises émergentes. Nous préférons donc la dette en dollar, malgré le resserrement récent des spreads (EMBI+ à 317pb) et la duration élevée (7 ans).

Etats-Unis : cycle réel et cycle du crédit



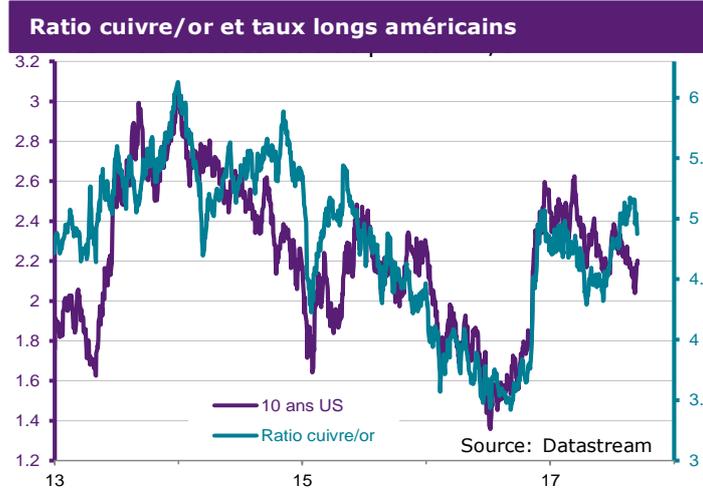
Vues tactiques

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 : long or contre pétrole et métaux industriels

- L'or devrait continuer de profiter de son statut de valeur refuge face aux risques géopolitiques (Corée, KRG) et de la baisse des taux réels américains.** Certes, l'or pâtira *en absolu* d'un rebond du dollar au T4, mais, d'un point de vue *relatif*, le ratio cuivre/or devrait être tiré vers le bas par des taux longs américains ancrés autour de 2.0%.
- Les métaux industriels ont rebondi en raison du retour d'un déficit d'offre sur les marchés physiques du zinc, du nickel et de l'aluminium. Le cuivre demeure en excès d'offre et la demande chinoise devrait se tasser avec le ralentissement de la construction résidentielle.** Certes, il existe des thématiques favorables à long terme, comme les investissements en infrastructures financés par la Chine le long de sa nouvelle « route de la soie » (One Belt One Road), l'arrêt de la filière chinoise du recyclage de métaux en 2019, la restructuration de la sidérurgie et du raffinage de l'aluminium, et la transition du secteur automobile vers l'électrique (substitution de l'acier par l'aluminium plus léger, demande de cuivre pour les infrastructures électriques). Mais le niveau de spéculation atteint des niveaux extrêmes au Comex et au LME (38% de l'Open Interest, plus haut historique). Enfin, le retour du triptyque dollar faible, écart de taux favorable au RMB et hausse ininterrompue des métaux laisse craindre la reprise des paris de portage utilisant des importations de cuivre comme alibi pour lever des financements en dollar (lettres de crédit). Le complexe des métaux de base est également extrêmement sensible au niveau du dollar, avec un bêta le plus élevé pour le cuivre (-1.9). **Notre anticipation de rebond du dollar au T4 nous amène donc à adopter une sous-pondération.**
- Le pétrole a connu un rebond de volatilité lié aux perturbations des ouragans. La production américaine a néanmoins retracé les ¾ de sa baisse en une semaine, et les raffineurs ont déjà effacé la moitié de leur baisse de production.** Le rebond des exportations américaines et la reprise de la demande des raffineurs devraient rapidement normaliser le *spread* WTI-Brent. Néanmoins, nous pensons que le passage en *backwardation* de la courbe à terme du Brent intègre des anticipations trop optimistes de normalisation des stocks mondiaux de brut. Selon le *US Department of Energy*, les stocks se maintiendront au-dessus de 30 jours de consommation jusqu'au S2 2018. Côté demande, la consommation chinoise d'essence semble plafonner, et celle des Etats-Unis devrait marquer le pas au T4 (marché auto en berne). Du côté de l'offre, la machine de propagande de l'OPEP va bientôt entrer en scène pour convaincre le marché d'un prolongement de l'accord de limitation de production jusqu'à au moins juin 2018. Mais la discipline du cartel élargi semble s'effriter (Russie, Algérie, Kazakhstan, Equateur, Irak, UAE). Le Nigéria accepterait un simple plafonnement de sa production à son potentiel, et il semble impossible de faire respecter un accord de limitation aux différentes factions armées libyennes. Le Prince héritier saoudien a désespérément besoin d'un prix élevé pour financer ses réformes (*Projet 2030*, IPO de Saudi Aramco) et assoir son leadership sur une coalition sunnite capable de stopper la progression de l'Iran dans la région (Liban, Syrie, Yémen). Cela inclut le soutien financier au régime d'Al Sissi en Egypte et la mise au pas du Qatar. Pour tout cela, Mohammed Ben Salman a besoin d'un baril élevé : le seul point mort budgétaire du Royaume se situe à 98\$ (FMI). Ce chiffre est divisé par deux pour l'Iran. Notre scénario *bearish* sur le pétrole est donc soumis à un aléa géopolitique de taille : confrontée à l'hémorragie de ses réserves financières, l'Arabie Saoudite pourrait être incitée à accélérer le moment d'une confrontation avec l'Iran pour aborder le conflit en position de force. Alternativement, un *krach* pétrolier affaiblirait la dynastie saoudienne dans un contexte intérieur fragilisé (contestation de la ligne de succession au trône par les frères du Roi Salman, agitation des Frères Musulmans), au point que l'Iran pourrait en profiter pour continuer à pousser ses pions dans la région (Bahreïn, *Eastern Province* ?), au risque de déclencher un conflit ouvert avec les pétromonarchies sunnites. **Notre long or joue donc également le rôle de hedge géopolitique de notre pari négatif sur le pétrole.**



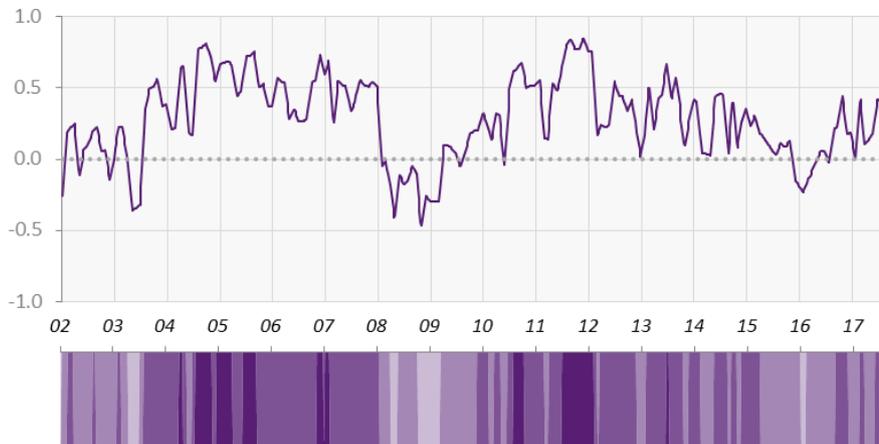
Vues tactiques

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

○ : vues du mois
● : vues du mois précédent

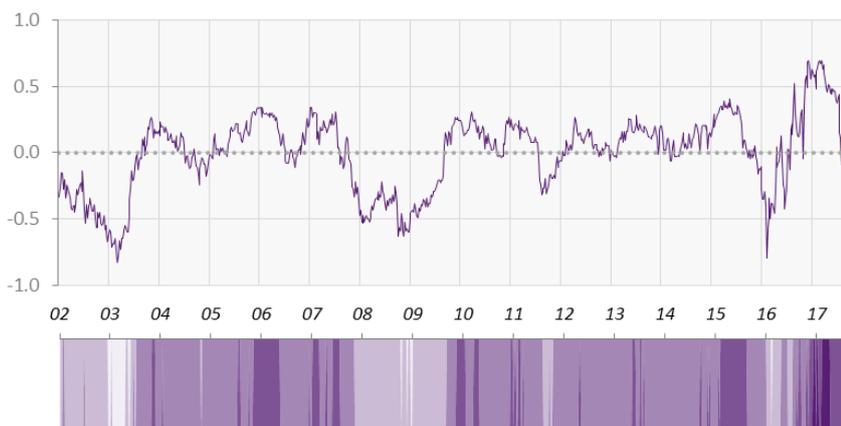
Indicateurs quantitatifs

SITUATION ÉCONOMIQUE



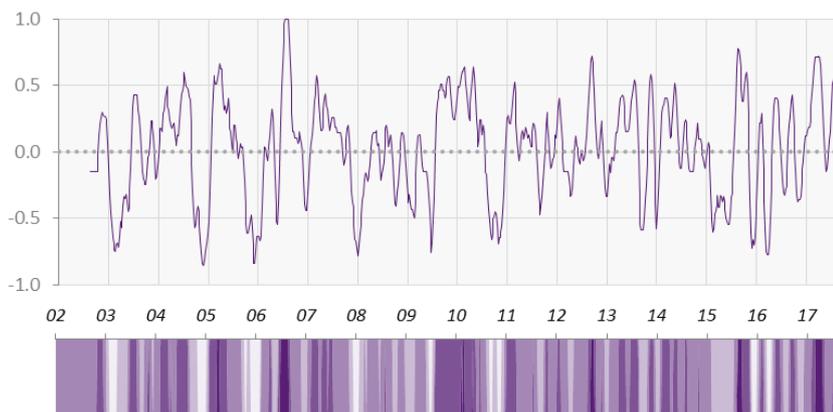
Cet indicateur, continu et compris entre 1 et +1, permet d'évaluer la conjoncture économique globale. Il est construit à partir du niveau et/ou de la dynamique d'un panel de données macro-économiques (croissance, inflation, valorisation, bénéfices).
► Plus il est élevé, plus les actifs risqués sont favorisés.

TENDANCE DE MARCHÉ



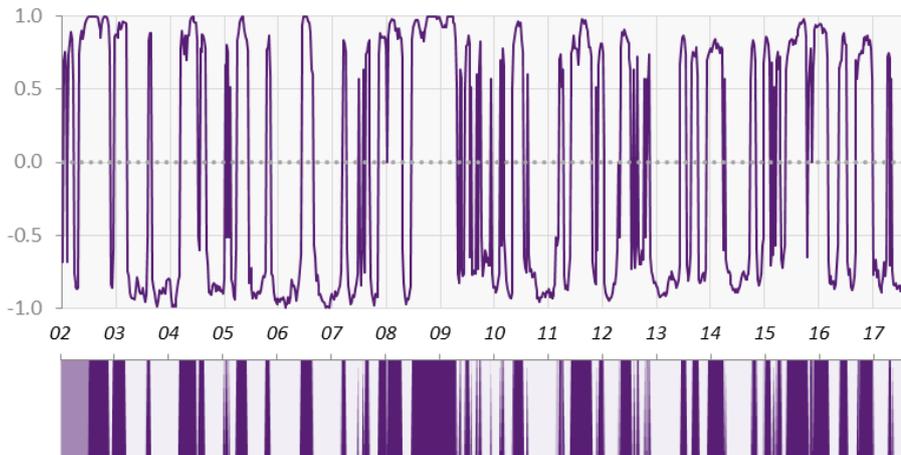
Cet indicateur, continu et compris entre -1 et +1, permet de caractériser la dynamique à moyen terme des marchés Actions relativement aux marchés Obligataires. Il s'appuie sur des moyennes mobiles de longueurs variables, définies en fonction de la volatilité.
► S'il est positif, les actifs risqués sont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

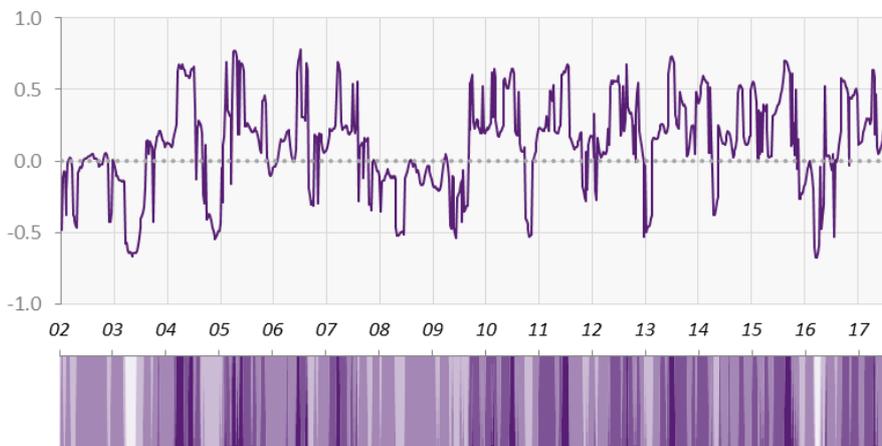
FLUX



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**

INDICATEURS AGGREGÉ



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%	17.5%	7.5%	↓
Eonia	10.0%	17.5%	7.5%	↓
EUR / USD	-	-2.5%	-2.5%	↓
EUR / SEK	-	-1.0%	-1.0%	↓
Souverains	40.0%	24.0%	-16.0%	↑
Euro	32.0%	16.0%	-16.0%	↑
Inflation Euro	4.0%	-	-4.0%	
US	4.0%	8.0%	4.0%	
Gilt	-	-		
Spreads	15.0%	17.0%	2.0%	↑
Crédit Euro	15.0%	15.0%		
High Yield Euro	-	-		
High Yield US	-	-		
CB Euro	-	2.0%	2.0%	↑
Taux émergents	-	2.0%	2.0%	↑
EMD \$	-	2.0%	2.0%	↑
Actions développées	20.0%	23.0%	3.0%	↑
EMU	2.0%	5.0%	3.0%	↑
Europe ex-EMU	3.0%	1.0%	-2.0%	
Amérique du Nord	12.0%	10.5%	-1.5%	
Japon	2.0%	3.5%	1.5%	↑
Pacifique hors Japon	1.0%	-	-1.0%	↓
Italie	-	-		↓
Euro Small Cap	-	1.0%	1.0%	
Soins de Santé	-	-		↓
Euro Banques	-	2.0%	2.0%	↑
Actions émergentes	10.0%	12.5%	2.5%	↑
Asie Emergente	7.0%	9.5%	2.5%	↑
Latam	1.5%	0.5%	-1.0%	
EMEA	1.5%	1.5%		
Russie	-	1.0%	1.0%	↑
Matières premières	5.0%	4.0%	-1.0%	↓
Pétrole	2.5%	1.5%	-1.0%	
Métaux industriels	1.3%	0.3%	-1.0%	↓
Or	1.3%	2.3%	1.0%	↓
	100.0%	100.0%	-	-

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 20 septembre 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

Ce document est destiné à des clients 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 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 a 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.