

# PERSPECTIVES ALLOCATION

Document destiné aux clients non professionnels

## Sommaire

- Poursuite de la dynamique mondiale d'accélération, tirée par le rebond en Chine et aux Etats-Unis
- Mais la remontée des taux longs menace de réveiller les fragilités liées au surendettement
- La Fed est contrainte par l'optimisme des marchés à durcir son discours, au risque de provoquer une envolée du dollar mettant en difficulté certains grands émergents, dont la Chine (sorties de capitaux)
- Augmentation de la préférence pour les actions et le crédit contre les obligations souveraines



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

## Éditorial : Tropismes trumpiens

*L'élection de Donald Trump a provoqué sur les marchés américains hausse des actions, des taux longs et du dollar, et resserrement des swap spreads. Les marchés ont acheté un tournant résolument keynésien dans la politique budgétaire américaine et un impact positif de ce revirement sur la croissance réelle de l'économie. Cet optimisme est-il justifié ? Tout d'abord gardons à l'esprit qu'il existe une très grande incertitude sur ce à quoi ressemblera la politique économique de la nouvelle administration. Le point le plus étonnant est que l'euphorie de Wall Street élude totalement la possibilité de mise en application de certaines promesses de campagne qui auraient un impact radicalement néfaste sur le cycle américain, notamment un virage protectionniste majeur (barrières douanières) et des déportations massives de résidents en situation irrégulière. Ces politiques auraient un impact clairement stagflationniste sur l'économie américaine. En second lieu, on peut s'interroger sur l'ampleur du stimulus et son timing. Le volet dépenses d'infrastructures et de défense risque fort d'avoir un impact cyclique quasiment dans une économie proche du plein-emploi. En outre, la montée en puissance de ces dépenses pourrait n'avoir lieu qu'en 2018, notamment parce que le volet infrastructures comporte une grande part d'investissement privé qui mettra du temps à être planifié. Mais, pour les marchés, le point le plus*

*important dans le programme de Trump est le chapitre sur les largesses fiscales promises aux entreprises. La perspective d'une baisse drastique du taux d'impôt sur les sociétés a bien sûr un effet haussier mécanique sur les profits futurs des sociétés, donc sur leur cours de bourse. En outre, le vote probable d'une amnistie fiscale sur le rapatriement des profits étrangers engendrerait des flux entrants dans la balance des capitaux, qui boosteraient le dollar contre devises étrangères. Mais il nous semble que la Maison Blanche devra s'accorder avec le Congrès sur une révision plus large et beaucoup plus austère de la politique fiscale américaine. L'élection de Trump n'a pas converti la majorité républicaine au keynésianisme budgétaire du jour au lendemain. Les précédents grands plans budgétaires républicains ont toujours eu lieu dans des contextes de récession. On voit mal le GOP se lancer dans une relance massive alors que l'économie est au quasi plein-emploi, qui plus est alors que la dette publique atteint déjà des records. Trump devra vraisemblablement édulcorer fortement son projet et le fondre dans une réforme plus large où les baisses de taux d'imposition sont compensées par l'effacement de déductions et niches fiscales diverses. Au total, les marchés achètent avec conviction une conversion au keynésianisme budgétaire du parti républicain au pouvoir, tout en minimisant la rhétorique protectionniste omniprésente dans la campagne. Trump devra choisir entre satisfaire les marchés ou ses électeurs.*

## Allocation d'actifs : synthèse des vues globales

Accélération cyclique en Chine et aux Etats-Unis, remontée du prix du pétrole, resserrements monétaires dans le G7 : les principaux moteurs d'une rotation reflationniste sur les marchés demeurent en place. La Fed a confirmé son raidissement monétaire suite au maintien de créations d'emplois solides au T3 (les participants du FOMC prévoient trois hausses de taux en 2017) et malgré les incertitudes budgétaires. La Chine termine l'année sur une accélération de l'industrie et des ventes au détail. L'OPEP a tenu ses promesses de grand accord de limitation de la production couvrant plus de la moitié du marché pétrolier. Enfin, la BCE a mis en place un premier ajustement à la baisse de son programme d'achat d'actifs. Les marchés ont vu leurs espoirs de remontée de la croissance et de l'inflation mondiale validés par ces derniers développements. Les courbes de taux se sont pentifiées partout, poussant les valorisations bancaires à la hausse. Les points morts d'inflation s'envolent. La rotation sectorielle de la croissance vers la *value* se poursuit sur les marchés actions. Le dollar continue son ascension contre l'or et les autres devises du G10.

La question pour 2017 est donc de savoir si l'économie réelle sera au rendez-vous de ces promesses que les marchés achètent en cette fin d'année. La confiance des entreprises américaines s'envole sur des espoirs de baisse massive des taux d'imposition. Le Congrès acceptera-t-il de creuser les déficits publics pour financer ses *tax cuts* en plein haut de cycle et alors que la dette publique est sur une pente haussière ? Le dynamisme des créations d'emplois, de l'immobilier et de la consommation pourra-t-il se maintenir dans un contexte de forte remontée des taux longs et de dollar fort ? Un nouveau creusement du déficit commercial américain pourrait remettre au premier plan la rhétorique protectionniste du candidat Trump à l'encontre de la Chine, au risque de déstabiliser la complexe relation sino-américaine, qui structure tant d'équilibres macroéconomiques et géopolitiques mondiaux. Enfin, en Europe, la résistance du consommateur sera testée par le rebond du pétrole, la remontée des taux d'intérêt et un calendrier politique chargé. Jusqu'à présent, la reprise mondiale post-2008 avait pu compter sur la bienveillance des banques centrales. Les anticipations de remontée rapide de l'inflation par les marchés obligataires ne leur laissent plus cette option d'un attentisme prudent.

A ce stade, nous faisons le pari du maintien du scénario positif sur les marchés, au moins pour la première moitié de l'année 2017. Les actions devraient surperformer les obligations. Nous restons sous-sensibles en duration sur les obligations d'Etat. Nous conservons un biais long crédit que nous avons élargi au *high yield* américain. Nous restons néanmoins prudents sur les actifs émergents en raison des risques liés à un potentiel resserrement monétaire et budgétaire en Chine (surchauffe, sorties de capitaux) et aux effets négatifs de la hausse du coût de la liquidité en dollar sur les émetteurs émergents en devises fortes. Nous adoptons la neutralité sur les matières premières, les cours actuels nous semblant intégrer déjà beaucoup de bonnes nouvelles sur le cycle mondial.

### Vues tactiques

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

◇ : vues du mois

• : vues du mois précédent

# Actions

## « Surpondération de la zone euro, des Etats-Unis et du Japon contre les émergents »

- Les données statistiques en zone euro demeurent bien orientées, notamment en ce qui concerne les perspectives de consommation (enquêtes de confiance) et d'exportation (rebond des commandes industrielles à l'exportation, euro faible). Il faudra surveiller le maintien de ce niveau de confiance des consommateurs et entrepreneurs face aux aléas politiques qui s'annoncent, aux Pays Bas (élections en mars), en France (élections en mai-juin) comme en Italie (élections probables au printemps). En attendant, la BCE conserve un biais prudent dans ses interventions sur les marchés obligataires (poursuite du QE tout 2017). Les valorisations du marché actions demeurent proches de la neutralité. Nous sommes donc surpondérés sur la zone euro.
- Les actions américaines restent portées par les promesses de largesses fiscales de la future administration Trump. Les révisions bénéficiaires restent bien orientées ainsi que les flux vers les fonds mutuels actions. Nous restons surpondérés en privilégiant les petites capitalisations, qui profiteront le plus des baisses d'impôts et sont relativement immunisées contre les effets négatifs de la hausse du dollar.
- Nous conservons la surpondération sur le marché australien, qui est un pur *reflation play* en raison de son biais matières premières et bancaire (pentification des courbes de taux favorable à l'activité de transformation bancaire).
- Nous avons adopté une position positive sur les actions japonaises. La conjoncture domestique devrait s'améliorer en raison du plein-emploi et de l'embellie du commerce mondial. La forte baisse du yen apporte un surplus de profitabilité aux entreprises japonaises, qui possèdent en outre une base de production conséquente aux Etats-Unis. Le yen devrait rester faible en raison du plafond mis sur les taux longs par la Banque du Japon.
- Nous restons sous-pondérés sur les actions émergentes. Les valorisations ne nous semblent pas refléter les risques politiques (Turquie, Corée du Sud, Afrique du Sud...) et cycliques (incertitudes sur l'orientation de la politique économique chinoise en 2017). Au sein de la sphère émergente, nous surpondérons le Mexique et Taiwan.

Cours/bénéfices futurs, ajustés de la composition sectorielle



### Vues tactiques

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

◆ : vues du mois

● : vues du mois précédent

# Obligations

## « Long crédit européen et américain contre dette souveraine du G4 »

- Nous conservons une forte sous-pondération en duration en zone euro. La BCE a acté en décembre la nécessité de réduire le montant de ses achats mensuels à leur niveau de mars 2016, soit une réduction de 80 à 60mrd€ par mois. La durée minimale du programme a néanmoins été étendue à toute l'année 2017, ce qui a été perçu positivement par les marchés. En outre, le ton résolu prudent de Draghi, notamment en regard des risques politiques de 2017 (« l'incertitude prévaut partout ») a limité la remontée des taux longs souverains. Néanmoins, nous pensons que la réduction des achats mensuels se concentrera sur le compartiment des souverains, sans toucher aux achats de crédit *Investment Grade*, d'ABS et de *covered*. Par ailleurs, l'assouplissement des contraintes techniques sur les achats souverains s'est focalisée sur la partie courte, en étendant les maturités au 1 an et en autorisant les achats sous le taux de dépôt de la BCE. En outre, la faiblesse de l'euro et le rebond du pétrole favorisent une remontée des anticipations d'inflation. La courbe devrait continuer à se pentifier.
- Nous conservons notre position en crédit Investment Grade de la zone euro suite à la décision de la BCE de poursuivre ses achats en 2017.
- Nous sommes surpondérés sur les indexés inflation américains : la remontée des taux longs réels a été trop brutale et devrait s'inverser à mesure que les secteurs les plus sensibles aux flux d'endettement s'affaiblissent (immobilier, automobile). Nous conservons notre exposition au crédit IG américain et la complétons d'un pari sur le High Yield américain, qui a une duration proche de 5 ans et bénéficie de l'embellie dans le secteur de l'énergie.



Source : Datastream

### Vues tactiques

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

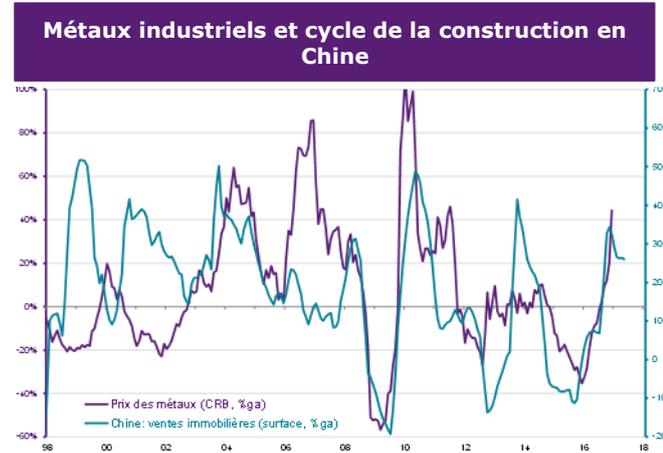
◆ : vues du mois

● : vues du mois précédent

# Matières premières

## « Dollar fort, doutes sur la demande chinoise, résilience des frackers américains : retour à la neutralité »

- L'OPEP est parvenue à rallier la plupart des producteurs non-OPEP derrière son programme de réduction de l'offre globale de 1.76mb/j, notamment la Russie qui s'engage sur une réduction de 300kb/j. Pour crédibiliser cet engagement, l'Arabie Saoudite a même indiqué qu'elle était prête à aller plus loin dans la réduction de sa propre production. Le marché du brut retournerait vers l'équilibre vers mi-2017.
- Néanmoins, de nombreux doutes persistent sur la volonté réelle des participants à l'accord à couper leur production. La tentation du 'passager clandestin' sera grande pour nombre de gouvernements en crise de liquidité. En outre, la production du Nigéria et de la Libye, absents de l'accord, pourraient surprendre à la hausse et compenser les coupes des autres membres de l'OPEP. Enfin, l'aplatissement significatif de la courbe à terme malgré le niveau encore très élevé des stocks de brut suggère une activité de couverture de la production future par les producteurs américains dont les points-morts se situent aux alentours de 40-50\$/b. Les producteurs américains pourraient redoubler leurs investissements pour gagner les parts de marché laissées libres par l'OPEP. Dans ce scénario, le pétrole pourrait redescendre sous la barre des 50\$/b.
- Les prix des métaux sont portés par le mouvement d'ensemble de reflation sur l'ensemble des marchés financiers (la spéculation atteint des records sur le cuivre par exemple). Néanmoins cet engouement pour les métaux est antagoniste d'une envolée du dollar. Plus précisément, la demande chinoise est cruciale dans le cycle des métaux. Or le cycle immobilier chinois pourrait se retourner suite aux mesures prises par les autorités pour calmer la spéculation dans les grandes agglomérations.
- Nous sommes retournés à la neutralité sur l'or, qui pâtit du mouvement d'ensemble d'appréciation du dollar.



Source : Datastream

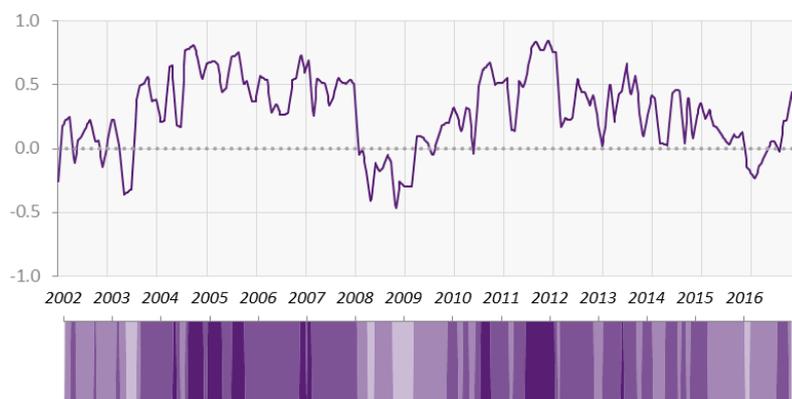
### Vues tactiques

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

◇ : vues du mois  
● : vues du mois précédent

# Indicateurs quantitatifs

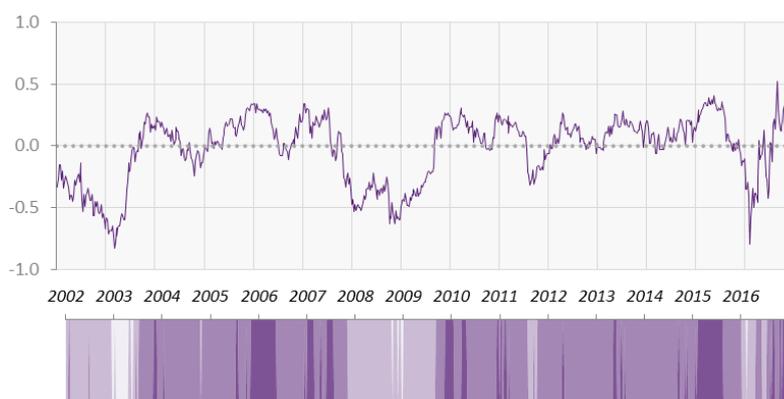
## SITUATION ÉCONOMIQUE



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

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

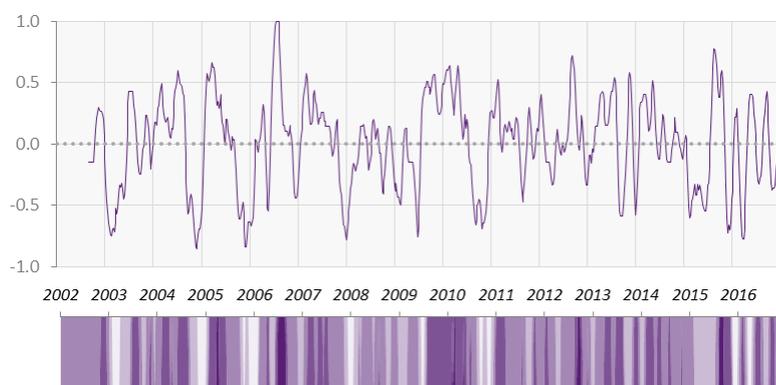
## TENDANCE DE MARCHÉ



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

► **S'il est positif, les actifs risqués sont favorisés.**

## APPÉTENCE POUR LE RISQUE



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

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

# Portefeuille modèle

Classe d'actifs	Allocation de référence	Portefeuille actuel	Déviati	Variation par rapport au mois précédent
<b>Cash</b>	<b>10.0%</b>	<b>17.3%</b>	<b>↑ 7.3%</b>	<b>↓</b>
Eonia	10.0%	17.3%	↑ 7.3%	↓
EUR / GBP	-	-2.0%	↓ -2.0%	
USD / MXN	-	-2.0%	↓ -2.0%	
<b>Souverains</b>	<b>40.0%</b>	<b>22.5%</b>	<b>↓ -17.5%</b>	<b>↓</b>
Euro	32.0%	10.0%	↓ -22.0%	↓
Inflation Euro	4.0%	6.5%	↑ 2.5%	
US	4.0%	4.0%		
Gilt	-	-		
Italy	-	-		↓
Inflation US	-	2.0%	↑ 2.0%	
<b>Spreads</b>	<b>15.0%</b>	<b>22.0%</b>	<b>↑ 7.0%</b>	<b>↑</b>
Crédit Euro	15.0%	19.0%	↑ 4.0%	
High Yield Euro	-	-		
High Yield US	-	1.0%	↑ 1.0%	↑
IG US	-	2.0%	↑ 2.0%	↑
<b>Taux émergents</b>	<b>-</b>	<b>-</b>		
EMD \$	-	-		
<b>Actions développées</b>	<b>20.0%</b>	<b>25.8%</b>	<b>↑ 5.8%</b>	<b>↑</b>
EMU	2.0%	3.3%	↑ 1.3%	↑
Europe ex-EMU	3.0%	1.5%	↓ -1.5%	
Amérique du Nord	12.0%	12.0%		
Japon	2.0%	3.0%	↑ 1.0%	↑
Pacifique hors Japon	1.0%	1.0%		
Australie	-	1.0%	↑ 1.0%	
Europe Construction	-	1.0%	↑ 1.0%	
Insurance	-	1.0%	↑ 1.0%	
US Small Cap	-	2.0%	↑ 2.0%	
<b>Actions émergentes</b>	<b>10.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>↓ -2.5%</b>	
Asie Emergente	7.0%	5.0%	↓ -2.0%	
Latam	1.5%	-	↓ -1.5%	
EMEA	1.5%	0.5%	↓ -1.0%	
Taiwan	-	0.5%	↑ 0.5%	
Mexique	-	1.5%	↑ 1.5%	
<b>Matières premières</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>		<b>↓</b>
Pétrole	2.5%	2.5%		
Métaux industriels	1.3%	1.3%		
Or	1.3%	1.3%		↓
	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

## Comité de rédaction

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

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

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

*Document rédigé le 16 décembre 2016*



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

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

### Natixis Asset Management

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

Ce document est destiné à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

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

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

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

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