

# NEWSLETTER

14 JANVIER 2015 – Atelier NGAM

## Perspectives et stratégies d'investissement : les enjeux de 2015 ?

A l'occasion de l'atelier Natixis Global Asset Management sur le thème « Perspectives et Stratégies d'investissement : les enjeux de 2015 », les experts de ses sociétés de gestion affiliées ont exprimé leurs vues sur les marchés.

Introduit par Pascal Voisin, directeur général de Natixis AM, et animé par Christophe Point, directeur de Natixis Global Asset Management Distribution France, Suisse Romande et Monaco, ce premier grand rendez-vous de l'année a réuni 550 participants.



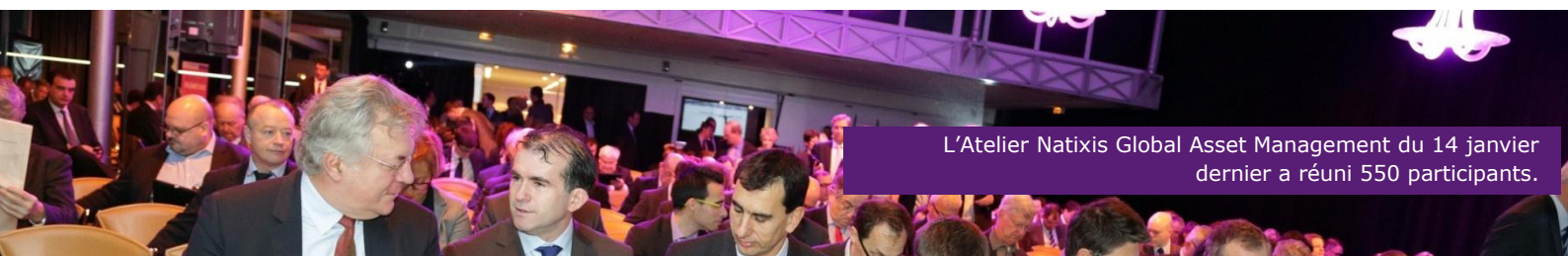
**Pascal Voisin**  
Directeur général,  
Natixis Asset  
Management

*« La conjonction de plusieurs événements favorables permet d'anticiper de bonnes surprises »*

L'année 2015 devrait réserver de bonnes surprises en matière économique et en particulier concernant l'économie française, grâce à la conjonction de plusieurs événements favorables à une reprise : la baisse de l'euro, le contre-choc pétrolier et le lancement par la Banque centrale européenne de son « Quantitative easing ». En outre, le contexte politique au sein des grands pays développés ne devrait pas venir perturber ce redressement, car il n'y a pas d'échéances électorales majeures, mis à part en Grèce et en Espagne.

Néanmoins, les événements dramatiques qui se sont produits au début du mois de janvier sont une source d'interrogation : la reprise pourrait-elle s'en trouver entravée ? Les expériences passées – les attentats du 11 septembre, puis de Londres et de Madrid – ne le laissent pas penser, et surtout l'élan collectif qui a immédiatement pris forme est vraiment de nature à rassurer.

Aussi après plusieurs années au cours desquelles l'économie mondiale a été tirée par les pays émergents, les Etats-Unis ont pris le relais, et l'année 2015 pourrait bien être celle de l'Europe. Cependant, les investisseurs devront vivre avec un maintien des taux obligataires à un niveau très faible, une remontée attendue de ses taux par la Réserve Fédérale américaine et une volatilité significativement plus élevée sur l'ensemble des marchés. A ces facteurs s'ajoute celui de l'inflation : l'inflation est-elle morte ou est-elle susceptible de repartir ? Ce n'est d'ailleurs pas un sujet consensuel parmi nos affiliés et il fait l'objet de certaines oppositions, bien à l'image de la richesse notre modèle, qui est la combinaison de sensibilités, de visions différentes.



L'Atelier Natixis Global Asset Management du 14 janvier dernier a réuni 550 participants.

## 2015, le réveil économique de la zone euro



**Après trois longues années de stagnation pour l'économie de la zone euro, 2015 marquera très probablement un changement de trajectoire. Il existe de bonnes raisons de croire à l'inflexion de la croissance, dont on peut espérer qu'elle s'établisse à un niveau compris entre 1,5% et 2% par an à partir de 2016.**

**Philippe Waechter**

Directeur de la recherche économique, Natixis Asset Management

**L**e contre-choc pétrolier, qui se manifeste par l'effondrement des cours du baril de brut depuis quelques mois – après avoir perdu 50% de sa valeur depuis un an, le prix du Brent devrait s'établir durablement entre 50 et 60 USD – va soutenir la reprise de l'activité. La faiblesse des prix énergétiques devrait non seulement alléger les coûts de nombreuses entreprises européennes et doper leurs marges bénéficiaires, mais aussi influencer positivement la psychologie des ménages, davantage disposés à consommer si leur pouvoir d'achat est revigoré. L'euro faible représente le catalyseur majeur : encouragée par la divergence des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique, la dépréciation de la monnaie unique face au dollar permet d'améliorer la compétitivité des entreprises exportatrices de l'union monétaire.

« **La BCE souhaite créer un choc exogène, en augmentant la taille de son bilan à 1000 milliards d'euros d'ici 2016.** »

En revanche, si le niveau d'inflation mondial sera très faible, celui de la zone euro est d'ores et déjà en territoire négatif. Accentuée par les prix pétroliers, la tendance déflationniste va justifier le déploiement d'un programme massif de rachat d'actifs, par la Banque centrale européenne. La BCE souhaite créer un choc exogène. En augmentant sensiblement la taille de son bilan (celui-ci devrait atteindre 1 000 milliards d'euros en 2016),

l'institution cherche à relancer le marché du crédit pour stimuler encore davantage la reprise économique.

### **Aux Etats-Unis, l'inflation basse donne du temps à la Fed**

A l'échelle mondiale, la croissance des Etats-Unis est toujours aussi robuste, soutenue par la demande interne privée, la hausse des investissements et l'amélioration du marché de l'emploi, qui vient d'atteindre un point haut de quinze ans. Cependant, en comparaison des cycles de reprise précédents, l'économie américaine accuse un certain retard. Il n'existe toujours pas de tension haussière sur les salaires et les perspectives d'inflation resteront faibles cette année. Cette tendance offre la marge de manœuvre nécessaire à la Reserve fédérale, pour relever graduellement ses taux directeurs à partir du second semestre, voire de 2016.

De leur côté, les pays émergents traversent une période de ralentissement économique. Source de croissance pour ces marchés pendant de nombreuses années, la Chine est aujourd'hui en pleine phase d'ajustement. Le rééquilibrage du modèle économique chinois au profit de la consommation domestique modère la croissance du pays, d'autant que le poids de la dette des entreprises publiques constitue une contrainte. Dans ces conditions, la Banque centrale chinoise conservera une politique monétaire très accommodante dans les trimestres à venir.

## Reste-t-il de la valeur dans les taux d'intérêt ?



**Alors que le consensus prédisait une remontée des taux obligataires souverains l'année dernière, les rendements proposés n'ont cessé de se replier et la classe d'actifs s'est appréciée. Aujourd'hui la tendance qui prévaut est celle d'une stabilisation aux niveaux actuels.**

**Olivier de Larouzière**

Directeur de la gestion obligataire Euro, Natixis Asset Management

**D**ans une logique de resserrement des conditions monétaires, la Réserve fédérale américaine s'apprête à rehausser ses taux directeurs, probablement au second semestre. Traditionnellement, les cycles de « tapering » entraînent une hausse marquée des taux obligataires, en particulier sur la partie longue de la courbe, conjuguée à des flux vendeurs. Mais aujourd'hui, la situation est différente. Les investisseurs continuent de se positionner à l'achat sur les Treasury-bonds américains, pour bénéficier notamment de l'effet dollar, tandis que la banque centrale américaine semble vouloir prendre toutes ses précautions pour ne pas déstabiliser l'économie du pays. Compte tenu de ces facteurs, le scénario privilégié pour les mois à venir est plutôt celui d'un statu quo obligataire. A l'horizon de la fin de l'année, nous anticipons un niveau de 2,25 à 3% pour le taux à dix ans américain (contre 1,85% actuellement) et de 0,50 à 1,50% pour son équivalent allemand (contre 0,50% actuellement).

### Gérer les « spreads » pays, car le quantitative easing européen aura un impact hétérogène sur les économies nationales

Pour autant, il ne faut pas négliger quelques facteurs d'incertitude qui pourraient générer de la volatilité. Considéré comme une mesure « miracle » par les investisseurs, le programme de rachat d'actifs de la Banque centrale européenne pourrait avoir un impact

économique différé dans le temps et très hétérogène selon les pays. A la différence du quantitative easing américain, les modalités du programme européen sont particulièrement complexes et opaques, du fait même de la nature plurinationale de la zone économique : il faudra analyser les clés de répartition par pays et la diversité des actifs éligibles, pour pouvoir mesurer les bienfaits du cycle d'assouplissement. De plus, il existe encore un risque politique en zone euro, entre échéances électorales grecques, espagnoles et portugaises, et sortie éventuelle du Royaume-Uni, de l'Union Européenne.

« A l'horizon de la fin d'année, le taux à 10 ans américain devrait se situer entre 2,25 et 3%. » »

Dans ces conditions, les gérants obligataires devront non seulement être sélectifs sur la dette souveraine, en misant sur les « spreads » pays, mais

aussi considérer la structure des courbes de taux, l'aplatissement de ces dernières procurant des opportunités. Du côté des dettes privées, la croissance modeste en Europe et les faibles taux de défaut militent toujours en faveur des classes de portage. L'investissement grade devrait continuer à générer de bonnes performances en 2015. Les émetteurs de ce segment se caractérisent par la qualité de leur CAPEX, de leurs flux de cashflows et sont donc peu risqués. Les ABS seront également attractifs, compte tenu du soutien apporté par la BCE à cette catégorie obligataire, qui va gagner en volume.

## Fuite vers le rendement : un risque majeur



**La mise en place de stratégies de valeur relative doit permettre de bénéficier des divers thèmes d'investissement.**

**Franck Nicolas**

Directeur investissement et solutions clients, Natixis Asset Management

L'analyse des portefeuilles des investisseurs révèle aujourd'hui une dérive vers une exposition de plus en plus forte aux risques, dans une perspective de recherche de rendement et dans un contexte d'apport massif de liquidités de la part des banques centrales. Cette croissance considérable des risques se traduit par plus de dette privée, plus de duration, plus d'actions et plus d'illiquidité. De même le développement des ETF n'illustre pas seulement une défiance vis-à-vis de la gestion active, mais aussi la recherche de beta, d'une exposition directionnelle aux marchés. Ce sont des facteurs d'inquiétude, car le risque paraît être passé au second plan des préoccupations des investisseurs.

### Un matelas obligataire réduit

En outre, la baisse des taux réduit mécaniquement le matelas obligataire. Car l'investisseur subit un plus faible

« Sur les actions, les valeurs cycliques sont préférables aux valeurs défensives, sur-achetées. »

rendement, conjugué à une plus forte sensibilité à l'évolution des taux, donc une plus grande vulnérabilité vis-à-vis de leur remontée. De

même, la question de la valorisation des actions se pose, alors que le marché américain vient de connaître l'un des plus long « bull market » de son histoire, avec une performance annualisée de +25% sur les six dernières années. Dans ce contexte, les investisseurs se devront d'être réactifs et d'aller chercher de la performance à travers des stratégies de valeur relative. Pour ce faire, plusieurs thèmes domineront. Tout d'abord celui du cycle économique américain. Dans ce cadre, sur l'obligataire, les obligations indexées seront privilégiées, mais aussi les

obligations privées et plus particulièrement les loans, soutenus par le dynamisme du crédit, plutôt que l'investment grade, car sur ce dernier segment les taux sont quasiment incompressibles. Sur les actions, les valeurs cycliques sont préférables aux valeurs défensives, « sur-achetées » et donc vulnérables au resserrement monétaire. Si le scénario attendu de croissance soutenue ne se matérialisait pas, l'achat de protections sous la forme d'options (calls) T-Bonds devrait être mis en place.

### Le high yield européen, le dollar et les actions asiatiques, à privilégier

Par ailleurs, le thème du lancement de son « Quantitative Easing » (QE) par la Banque Centrale Européenne va naturellement permettre de privilégier la dette périphérique, sécurisée par cette initiative (à l'inverse de la dette core, sur laquelle des positions vendeuses pourront être initiées) et il nécessite de privilégier aussi le dollar sur l'euro, car la guerre des changes va se poursuivre. Sur les marchés actions, les small caps bénéficieront de la reprise économique en zone euro et devraient ainsi améliorer leurs marges. Enfin, le thème du pétrole, dont les cours devraient rester bas longtemps, aura des répercussions diverses sur les actions des marchés émergents. La zone Asie devrait en profiter car elle est moins vulnérable aux capitaux externes et moins productrice de matières premières que d'autres zones émergentes, en particulier l'Amérique Latine. La dette émergente en dollar devra d'ailleurs être privilégiée sur celle en monnaie locale. Mais à l'inverse le high yield européen sera privilégié sur le high yield US, pénalisé par son exposition au secteur pétrolier.

## Europe, d'un excès à l'autre



**Les anticipations actuelles des analyses sous-estiment les facteurs de soutien à la reprise économique.**

**Louis Bert**  
Directeur général délégué, Dorval Finance

La croissance du PIB mondial devrait s'établir à 3,8% cette année avec, plus précisément, des rythmes de 6 à 7% pour la Chine et l'Inde, de 3% pour les Etats-Unis, des pays qui font figures de locomotives. En zone euro, les estimations tablent sur un taux de croissance de 1,1%. De notre côté, nous pensons qu'elle sera supérieure, car l'impact conjoint de la chute des prix énergétiques et de la baisse de l'euro (une dépréciation de 10% de l'euro face au dollar représente 0,3% de hausse supplémentaire du PIB européen) ne s'est pas encore pleinement manifesté. Si ses effets à court terme peuvent être négatifs pour certains secteurs d'activité, la faiblesse des cours pétroliers va accélérer la reprise de l'activité économique grâce à l'amélioration du pouvoir d'achat qu'elle procure.

« Une dépréciation de 10% de l'euro face au dollar représente 0,3% de hausse supplémentaire du PIB européen. » »

Qui plus est, des frémissements sur le marché du crédit européen sont observés. Cette tendance coïncide avec

les efforts entrepris par la Banque centrale européenne pour faciliter la circulation de la monnaie et stimuler la distribution de liquidités aux agents économiques. La prochaine étape de la politique monétaire sera celle d'un « quantitative easing », un programme d'achats d'actifs piloté sur plusieurs trimestres. Si celui-ci ne fait toujours pas l'unanimité au sein de conseil des gouverneurs, il est désormais inéluctable. Car la BCE ne laissera pas s'installer durablement la déflation.

### Pas de choc obligataire à l'horizon !

Quant aux principaux risques de marché, leur ampleur semble relativement contenue. L'hypothèse d'un resserrement monétaire brutal ou prématuré outre-Atlantique est peu réaliste. La Fed a déjà engagé sa phase de normalisation, avec l'arrêt des rachats d'actifs. La remontée des taux « Fed funds » est reportée au troisième trimestre, par conséquent il n'y devrait pas y avoir de choc obligataire. Autre crainte, celle d'un repli des liquidités causé par des politiques monétaire divergentes. Là encore, le risque est minime, puisque malgré son « tapering » la Fed va stabiliser son bilan, et que partout ailleurs, les banques centrales déploient des mesures d'expansion monétaire (BCE, Banque du Japon, Banque de Chine). Reste le risque politique, en particulier en zone euro. Mais même en cas d'instabilité gouvernementale en Grèce, nous croyons peu à une déstabilisation contagieuse des autres marchés européens.

Enfin, du point de vue des valorisations boursières, l'environnement économique devrait être globalement porteur. Même si certaines catégories d'actions semblent meilleur marché que d'autres. Le PE forward des marchés émergents et des marchés asiatiques se situe en bas de fourchette, par rapport à ses niveaux depuis 2006. En revanche, celui des marchés américains et des marchés européens est relativement élevé.

## Le contexte macroéconomique se concrétisera par de nombreuses opportunités sur les marchés



**Le dollar est le grand gagnant du contre-choc pétrolier et de la normalisation des taux par la Réserve Fédérale.**

**Bruno Crastes**

Co-fondateur et directeur général, H2O Asset Management, L.L.P.

**I**l n'est pas si difficile de dresser une perspective macro pour 2015 et cet environnement sera assez déterministe pour les marchés. C'est ainsi que les divergences de politique monétaire, mais aussi le nouvel ordre pétrolier, vont en premier lieu créer de forts mouvements de change. Un contexte que nous apprécions, car la gestion active du change est justement l'un des atouts d'H2O.

Tout d'abord, nous nous attendons à une augmentation de ses taux par la FED dès le mois de juin, car la Réserve Fédérale américaine a l'habitude de faire ce qu'elle dit. Or elle ne pourrait mettre en œuvre cette hausse des taux que si l'inflation core passait de 1,7% à 1%, et cela est peu probable. Il est en effet important d'analyser l'inflation tel que la regarde la FED, de l'observer à travers l'indice. En 2007-2008, elle avait baissé ses taux malgré un contexte d'inflation, aussi la baisse des cours du pétrole ne va pas l'inciter à augmenter ses taux. Car en pratique, 75% de l'indice de base ne sont pas influencés par l'évolution des prix des matières premières, 40% étant liés au logement et le reste à d'autres services. Or le logement est revenu sur sa tendance long terme (à 3%), alors que le stock de logement à louer est faible, tandis que les autres services ont affiché une progression de leurs prix de 1,3% en 2014. L'inflation core est donc sous-évaluée, il n'y a pas de déflation.

### Un nouvel ordre pétrolier

Par ailleurs, un nouvel ordre pétrolier est bien à l'oeuvre. Le marché a beaucoup de mal à apprécier la technologie, son évolution, et c'est ainsi que la notion de "pick oil" fût une erreur. Personne n'avait anticipé la chute de 50% du cours du pétrole, car il ne fallait pas le juger à travers l'évolution de la demande, qui reste forte, ni à travers le rapport offre-demande, mais à travers l'évolution de la

part des importations américaines dans les capacités excédentaires. Les Etats-Unis, qui importaient, il y a quelques années, 12-13 millions de barils par jour et étaient ainsi le premier importateur mondial, en importent aujourd'hui à peine 5 millions et ont laissé leur place à la Chine. Désormais, nous anticipons un cours d'équilibre aux alentours de 70 dollars. En conséquence, ce contre-choc pétrolier va permettre à l'économie mondiale de croître plus vite que prévu et le dollar en sera le grand gagnant : nous nous attendons à voir l'euro passer sous la barre d'un dollar au cours des trois prochaines années.

« Les nombreux pics de volatilité court terme offriront de nombreuses opportunités pour investir sur des stratégies à long terme. »

### Une diminution des réserves des pays émergents

Plus largement, le recul des cours des matières premières aura de multiples impacts. Ses conséquences négatives sur beaucoup de pays émergents, dont certains seront en risque de défaut, se concrétiseront par une diminution historique de leurs réserves, donc globalement des capitaux à investir. C'est une mauvaise nouvelle pour le monde émergent, mais l'effet se fera aussi sentir sur tous les marchés obligataires et sur l'euro en particulier.

En conclusion, les marchés vont connaître en 2015 de nombreux pics de volatilité court terme, qui offriront de nombreuses opportunités pour investir sur des stratégies à long terme. Les divergences entre régions, secteurs et maturités, seront particulièrement favorables à l'approche d'H2O, qui a toujours vocation à investir en relatif dans l'ensemble de ses portefeuilles.

# ULTRA CONNECTÉ.

## LES EXPERTS DE NATIXIS ASSET MANAGEMENT À PORTÉE DE CLIC

Analyses marché, perspectives macro-économiques,  
stratégies d'investissement, gammes de fonds :  
un accès direct à toutes les informations.

Sur le web

WWW

GESTION  
D'ACTIFS

NATIXIS

Sur l'appli  
iPhone  
et iPad

Sur Twitter  
@NatixisAM



in

Sur LinkedIn

NATIXIS  
ASSET MANAGEMENT



Télécharger  
gratuitement l'appli

Disponible sur  
App Store

*Nous contacter : [communication@am.natixis.com](mailto:communication@am.natixis.com)*

## **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.**