

Perspectives Allocation

Décembre 2018

4^{ème} trimestre 2018 : une quasi-capitulation sur les marchés financiers

• **Les marchés financiers ont été particulièrement volatiles** depuis la fin du mois de septembre. Au 4^{ème} trimestre, les actions internationales (MSCI AC) ont chuté de près de **13%** - avec un Nasdaq techniquement entré en territoire de “bear market” le 24 décembre, en **recul de 23% depuis son plus haut du mois d’août**. Décembre 2018 aura été le **pire mois pour les actions américaines depuis 50 ans** ! Parallèlement, les spreads du crédit high yield se sont envolés de plus de 200 points de base, tandis que le taux des emprunts du Trésor américain à 10 ans sont passés de 3,2% à moins de 2,7%. Les marchés d’actions, de crédit et de dettes souveraines semblent tous tabler sur une récession en 2019. **Nous pensons que le marché se trompe.**

• **La croissance américaine a été beaucoup plus solide que celle du reste du monde en 2018.** Les marchés ont semblé convaincus que le ralentissement du reste du monde s’étendrait aux Etats-Unis et que l’indice ISM Manufacturier, actuellement à 54,1, chuterait à 50 à court terme. Il est en effet très **probable que la croissance américaine marque le pas** : les projections moyennes de la Fed suggèrent un ralentissement de la croissance réelle du PIB américain de +3% en 2018 à +2,3% cette année. Et il se pourrait que les marchés prennent encore un peu de temps pour “digérer” cette décélération. Toutefois, **la croissance américaine devrait se maintenir au-dessus de sa tendance de long terme** - actuellement estimée autour de +1,8% - et la consommation devrait rester soutenue, alimentée par l’accélération de la croissance des salaires, la confiance des ménages et la baisse potentielle du taux d’épargne (toujours élevé). Les indicateurs classiques d’une récession, tels que la courbe des taux, ne tirent pas encore de signal d’alarme : l’écart entre le 2 et le 10 ans, historiquement un des indicateurs les plus fiables, se situe autour de +14bps : il faudrait une nette inversion pour montrer les signes d’une récession à venir et ce phénomène peut s’observer de 18 à 24 mois à l’avance !

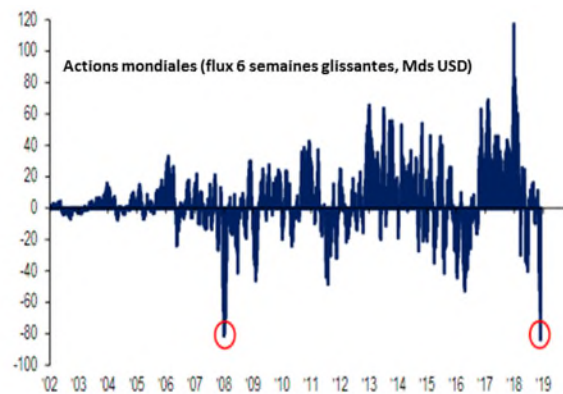
• **Le sentiment de marché est devenu fin décembre excessivement baissier** : de récentes enquêtes indiquent que seuls 25% des investisseurs particuliers anticipent une hausse des actions les 6 prochains mois, contre **47% qui prévoient une baisse**. Les valorisations deviennent de plus en plus attractives : **l’indice MSCI All Country est revenu sur ses niveaux de multiples de 2013**. Si la croissance des résultats, notamment aux Etats-Unis, s’avère proche de nos prévisions pour 2019 – autour de +7/+8% - les actions devraient mieux se comporter que les obligations cette année.

• On ne peut évidemment éluder les “nuages” qui pèsent sur 2019, et qui incluent entre autres : l’éventualité d’une relance de la **guerre commerciale sino-américaine** après le 1^{er} mars prochain, la prolongation du “**shutdown**” aux Etats-Unis, un éventuel “**hard Brexit**”, la possibilité que la baisse des cours des actions et de l’immobilier ne pèse sur le moral des ménages et des chefs d’entreprises et enfin l’éventuelle réticence de la Chine à mettre en oeuvre un programme de relance d’une amplitude comparable à celui de 2016. Mais n’oublions pas que la Fed a retrouvé des marges de manœuvre : elle réagit avec pragmatisme à l’évolution de l’environnement puisque Jerome Powell a souligné que la politique monétaire n’évoluerait pas dans un scénario pré-établi. Le FOMC a déjà réduit de **3 à 2 le nombre prévu de relèvements de ses taux directeurs en 2019** et pourrait devenir plus accommodant si la situation le justifiait. En attendant, jamais le nombre d’emplois créés n’avait été aussi élevé en décembre depuis 10 mois, avec l’accélération à la hausse des salaires et du taux de participation, ce qui reflète un marché du travail robuste, même s’il fait face à des risques croissants en 2019.



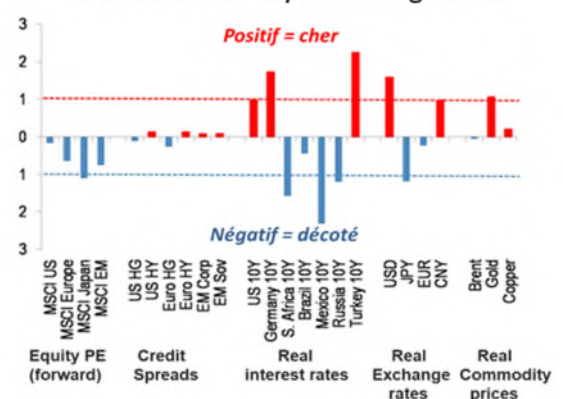
Nuno TEIXEIRA

Directeur Gestion Cross Asset Diversified Beta
Dynamic Solutions



Source: BoA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Datastream, MSCI

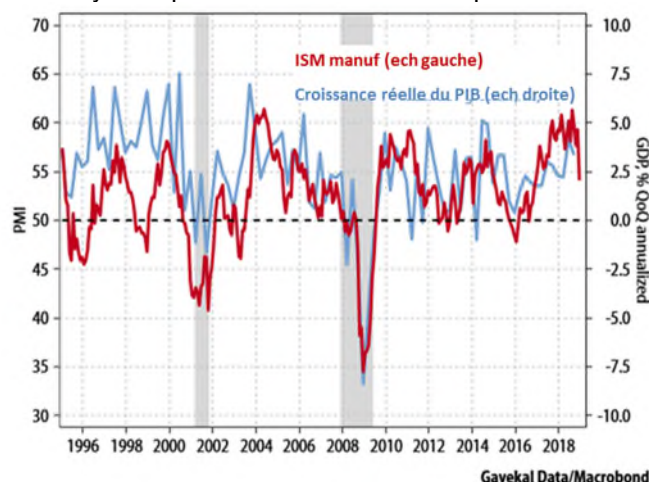
Deviation vs moyenne long terme



Allocation d'actifs : des investisseurs inquiets des perspectives de l'économie américaine... mais aussi de la Chine

Suite à la décision attendue de la Fed de relever ses taux directeurs le 19 décembre dernier, un grand nombre d'investisseurs a considéré qu'une erreur avait été commise car ils s'attendaient à une tonalité plus accommodante. Sur la base des cours du 3 janvier, le 10 ans américain a cédé près de 20bps supplémentaires et le S&P 500 a creusé son recul de -2,3% (-6,2% sur le plus bas du 24 décembre). Au total, depuis son plus haut de janvier 2018, **la capitalisation boursière des marchés d'actions internationaux a fondu de près de 20 trillions de dollars**, quasiment l'équivalent du PIB américain (20,6 trillions).

Le sentiment des investisseurs a de nouveau été affecté début janvier par la publication d'un l'ISM Manufacturier (PMI) qui s'est effondré de 59,3 à 54,1. Clairement, les investisseurs ne croyaient pas vraiment aux 59 compte tenu d'autres indicateurs et des enquêtes régionales américaines. Néanmoins, **le recul de l'ISM a été le plus important depuis 2008**, et s'est accompagné d'une baisse de 11 points de l'indicateur des nouvelles commandes, les commentaires des sondés soulignant l'impact de la guerre commerciale avec la Chine. De nombreux investisseurs ont dès lors assumé que la Fed ne serait plus en mesure de relever ses taux directeurs en 2019. **Ce n'est pas le scénario que nous privilégions**. Si la croissance américaine continue à être stimulée par la réforme fiscale et à se maintenir comme nous le prévoyons au-dessus de sa tendance de long terme (au-delà des 2%), alors la croissance des salaires continuera d'accélérer et **la Fed devra probablement de nouveau relever ses taux directeurs**.



D'autres données récemment publiées vont dans le sens de notre vue constructive : après avoir été révisés à la hausse à 176000 en novembre, **les emplois non-agricoles ont progressé** de 312000 en décembre, dépassant ainsi toutes les prévisions. En outre, **les salaires horaires ont progressé de 3,2% sur un an glissant**, dépassant les attentes, et au rythme le plus élevé depuis 2009. Cela suggère qu'**un ou deux relèvements de taux directeurs pourraient encore être nécessaires en 2019** afin que ces derniers reviennent à un niveau neutre. Mais la fréquence des hausses dépendra des données publiées, et si la croissance devait sensiblement décevoir, les hausses s'interrompraient alors. A la marge, l'action de la Fed devrait être moins négative pour les marchés en 2019.

Nous considérons toujours que le **succès des négociations USA / Chine** sur le commerce sera un **élément clef pour la stabilisation des perspectives de croissance**. Mais, si la guerre commerciale est un facteur, il est clair que le ralentissement en Chine l'a précédé. L'ampleur du ralentissement a dépassé celui de 2015 et le rythme de croissance chinois est le plus faible depuis la crise financière. La banque centrale chinoise a annoncé début janvier une baisse du niveau des réserves réglementaires des banques de 1%. Cet assouplissement (volume net de 800 milliards de CNY) vise à remplacer des facilités de financement de moyen terme (version chinoise du TLTRO) et à doper le crédit aux petites entreprises. Il reste à démontrer que cet assouplissement sera efficace car pour le moment l'impulsion du crédit en Chine continue de chuter et l'indice des conditions monétaires a récemment cessé de s'améliorer.

VUES TACTIQUES					
GLOBAL	--	-	=	+	++
Actions		●	●		
Obligations		●			
Monétaire				●	●
ACTIONS	--	-	=	+	++
Actions développées		●	●		
Actions émergentes			●		
OBLIGATIONS	--	-	=	+	++
Etat		●	●		
Crédit	●				
Dettes émergentes		●			●

● Vues du mois précédent
● Vues du mois

Actions : la confirmation du rebond exige la matérialisation de catalyseurs positifs

La sévérité du recul de 5.2 points de l'ISM Manufacturier américain en décembre (plus forte chute mensuelle depuis 2008) est de toute évidence **inquiétante**. Statistiquement, le recul représente une variation de 2 écarts-type, observé qu'à 24 reprises depuis 1948. L'économie était en récession dans 9 de ces cas et est entrée en récession dans les 12 mois dans 6 autres. Pour les 9 autres épisodes, l'économie a en revanche poursuivi sa croissance pendant au moins 12 mois.

Un recul mensuel de cette amplitude (accompagné d'une baisse de 11 points de l'indicateur des nouvelles commandes) envoie clairement un **signal de vigilance** et suggère des baisses supplémentaires pour les commandes de biens d'équipement. Le niveau actuel de l'ISM est **toutefois cohérent avec une économie américaine certes en ralentissement mais pas en contraction**. Globalement, avec des coûts réels de financement toujours modérés par rapport au rendement des capitaux investis par les entreprises, **une récession aux Etats-Unis demeure très improbable avant 2020**. En fait, la faiblesse des prix du pétrole combinée à la modération de la croissance peut tout à fait prolonger le - déjà très long - cycle américain et **devrait permettre une performance positive des marchés actions cette année**. Comme mentionné le mois dernier, il n'y aurait rien d'étonnant à ce que la croissance américaine recule en 2019, quelles que soient les hypothèses retenues : compte tenu d'un marché du travail tendu et d'un rythme de créations d'emploi amené à ralentir, d'une croissance plus faible de la consommation et d'un rythme plus faible des constructions de logements, ce serait tout à fait logique. Mais ce n'est pas nécessairement contradictoire avec une trajectoire positive des actions au regard des valorisations.

Les catalyseurs politiques, qu'ils viennent des négociations commerciales, de la Chine ou de la Fed, seront néanmoins **d'importants éléments de soutien à cette hausse**. S'agissant du commerce, les premières séances boursières de 2019 ont été marquées par une forte révision en **baisse des attentes de chiffre d'affaires d'Apple** ; baisse que la société a attribué à des ventes en berne en Chine et à des craintes de ralentissement des économies américaine et chinoise. La résolution éventuelle de la **guerre commerciale** est impossible à prédire dans la mesure où elle dépend des **calculs de Donald Trump** et de son envie d'aboutir ou non à un accord. Les partisans de la ligne dure, qui pensent que les Etats-Unis sont dans une concurrence existentielle, feront tout pour s'opposer à un accord rapide. Il nous semble néanmoins qu'un Donald Trump fragilisé aura besoin d'une victoire et qu'il ne peut se permettre que de nouvelles vagues de droits de douane puissent gravement porter atteinte aux marchés boursiers et à l'économie américaine.

Trump pourrait ainsi suggérer aux négociateurs de boucler un accord, certes sur des dimensions commerciales limitées, si ce n'est avant la limite du 1^{er} mars, du moins dans le courant du premier semestre. Les "durs" pourront probablement l'accepter dans la mesure où l'administration américaine pourra toujours utiliser des armes non-douanières – telles que les contrôles sur les exportations de technologies critiques – pour mettre la pression sur la Chine afin de la forcer à davantage de concessions et d'encourager les sociétés américaines à rapatrier une partie de leur production.

Aussi, **même si les marchés ne sont peut-être pas encore "tirés d'affaire"** au niveau des fondamentaux, les facteurs techniques et les signaux en termes de sentiment des investisseurs commencent à sonner le rappel. **Certains indicateurs techniques sont repassés en territoire d'achat** et viennent s'ajouter aux signaux tels que l'enquête AAll ou aux sorties massives des fonds d'actions pour suggérer que des excès ont été commis.

Si la volatilité de 2018 nous a appris quelque chose, c'est que dans l'environnement politique actuel, il devient extrêmement difficile de se fixer un horizon trop long car trop de facteurs évoluent trop rapidement. Mais pour les prochains mois, les questions les plus cruciales concernent les forces qui ont guidé les marchés l'an dernier : le resserrement de la liquidité aux Etats-Unis et en Chine s'est combiné à la guerre commerciale pour faire de 2018 un cru de bien piètre qualité pour les marchés d'actions et de crédit. **En 2019, les mêmes forces seront à l'oeuvre**, mais le résultat pourrait être différent : alors que, durant une bonne partie de 2018, ces forces ont favorisé les actifs en dollars au détriment des actifs chinois, cela pourrait être bien moins le cas en 2019.

VUES TACTIQUES

ACTIONS DEVELOPPEES	--	-	=	+	++
US		●	●		
Europe		●			
Japon				●	●
Asie ex Japon		●	●		
ACTIONS EMERGENTES	--	-	=	+	++
Asie				●	
Europe			●		
Amérique Latine	●	●			

● Vues du mois précédent
● Vues du mois

Emprunts d'Etat : la fuite vers la qualité a accru la survalorisation

Les marchés de dette souveraine ont récemment connu un impressionnant rallye. Depuis son plus haut de 3,24% en novembre, le 10 ans US a abandonné 55bps à 2,70%. Entre-temps, le Bund 10 ans a vu son rendement s'effondrer de 0,46% à 0,23%. Au cours des 3 derniers mois, de nombreux investisseurs sont arrivés à la **conclusion que les actions ne pouvaient que poursuivre leur baisse**, ce qui a entraîné une **fuite massive vers la qualité**. Une des importantes dimensions à prendre en compte pour anticiper l'orientation des taux d'intérêt est donc d'évaluer l'évolution de l'appétit pour le risque. Dans la mesure où l'environnement économique n'a pas évolué de manière dramatique durant les semaines qui ont conduit à la purge observée depuis octobre, on peut se demander si la chute des marchés actions et la hausse des spreads de crédit observées depuis septembre ont affecté les attentes des agents économiques en termes de croissance à un point tel qu'elles seraient suffisantes pour justifier une décote supplémentaire des actifs risqués et une vue positive pour le marché obligataire.

Le mécanisme qui pourrait faire prévaloir un **cercle vicieux** des conditions financières serait le suivant : des **actions déprimées**, des **spreads de crédit plus élevés**, et/ou des **financements bancaires contraints** se traduisant par des collatéraux déprimés, des coûts plus élevés et des **conditions de financement plus dures** affectant les entreprises et **ménages très endettés** et/ou ayant des cash-flow sous pression. La pression sur le bilan de ces agents conduit à des défauts et des faillites, accompagnés de ventes forcées d'actifs afin de rembourser les dettes ou d'assurer leurs obligations. La pression sur ces trésoreries pèse sur la consommation et l'investissement, forçant à la réduction du levier et entraînant un ralentissement de l'activité, ce qui détériore davantage les conditions financières. On observe alors une succession de pertes, de restrictions du crédit et de baisse de la liquidité. Compte tenu de la nécessité pour les Etats de soutenir le système bancaire, cela conduit in fine à une hausse du risque souverain. Sachant l'arsenal limité d'outils de politique économique disponibles, le scepticisme croissant des marchés et l'environnement politique disfonctionnel, **les autorités pourraient avoir du mal à enrayer ce type de cercle vicieux**. En 2019, la préservation du capital exigera d'évaluer attentivement ce type de risque qui n'est pas une simple construction théorique – les deux dernières récessions aux Etats-Unis ont été le résultat de l'éclatement de bulles d'actifs (dot.com / immobilier). Si un cercle vicieux auto-entretenu de ce type venait à se développer de nouveau, tout rebond significatif des actions ou du crédit serait une opportunité de s'alléger, comme en 2001 et 2007.



Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Bloomberg

Fort heureusement, ce type de cercle vicieux lié à la détérioration des conditions financières tend surtout à se développer lorsque la croissance économique devient très sensible au changement des conditions financières, ce qui normalement s'observe lorsque les déséquilibres économiques et financiers sont importants. Cela ne semble pas être le cas aujourd'hui, **du moins aux Etats-Unis** : le poids de la dette des ménages américains a poursuivi sa contraction par rapport au PIB - le ratio dette des ménages rapportée au revenu disponible est aujourd'hui à 34%, en-dessous de son niveau d'avant crise et, même si la dette des entreprises a évolué à la hausse, elle demeure encore raisonnable sur des comparaisons internationales. En outre, les inquiétudes quant à un resserrement trop rapide de la politique monétaire américaine - qui ont partiellement causé l'accélération de la purge d'octobre - semblent peu justifiées. Aujourd'hui, l'essentiel du resserrement des conditions financières depuis septembre vient en réalité... de la baisse des actions ! Si elles venaient à poursuivre leur correction, la Fed serait probablement amenée à lever le pied sur son resserrement monétaire. La seule possibilité d'une telle réponse réduit le risque d'un cercle vicieux.

Pour l'avenir proche, les taux à long terme devraient remonter dans la mesure où la **croissance américaine est encore suffisamment robuste** pour permettre à la Fed de poursuivre les relèvements de ses taux directeurs. Les rendements des dettes des pays du cœur de l'Europe devraient également évoluer à la hausse, reflétant la contraction des surcapacités en zone Euro et la fin de l'assouplissement quantitatif de la BCE. Les taux britanniques aussi devraient grimper, à mesure que les probabilités d'un "soft Brexit" (ou d'une absence de Brexit) s'améliorent. Seul le Japon devrait voir ses taux longs demeurer sous pression, compte tenu de la politique de la BoJ de contrôler la courbe des taux.

VUES TACTIQUES					
OBLIGATIONS D'ETAT	--	-	=	+	++
Euro core		●			
Euro périph				●	●
UK		●			
US			●		●
Japon	●				
Inflation	●				
CREDIT	--	-	=	+	++
IG Euro	●				
IG US	●	●			
HY Euro	●				
HY US	●	●			
Dette émergents		●			●

● Vues du mois précédent
● Vues du mois

Matières premières : une position à l'achat sur le pétrole

Les matières premières cycliques demeurent évidemment sous l'influence du cycle économique global qui connaît un ralentissement croissant. Néanmoins, même si la demande de matières premières pourrait s'avérer inférieure aux attentes, **le recul sensible des prix du pétrole** au 4^{ème} semestre 2018 est davantage **lié aux pressions du côté de l'offre**. Il suffit de rappeler qu'en novembre 2018 les Etats-Unis ont produit un niveau record de 11,5 millions de barils par jour, devenant le premier producteur mondial (devant la Russie et l'Arabie Saoudite). Et ce n'est que le début : selon les prévisions de l'EIA (Agence d'Information sur l'Energie), les Etats-Unis devraient produire en moyenne 12,1 millions de barils par jour en 2019.

Les prix du brut ont subi une véritable purge depuis leur plus haut de septembre : **au plus bas en décembre, le cours du WTI est tombé à 42,5 USD** – venant d'un plus haut de 75 USD - ce qui représente une **baisse de plus de 40%**. L'amplitude de ce recul est suffisante pour justifier, selon nous, une vue positive comme nous l'avons déjà exprimée le mois dernier. Rappelons que sur ces derniers plus bas, le cours du baril de brut se traitait à ses niveaux de juin 2017. S'en était suivi un rebond de 80%...

Entre-temps, le WTI a rebondi de plus de 15% sur ses plus bas autour de 49 dollars : s'il parvient à casser et à tenir le niveau de résistance de 50\$, il pourrait alors facilement grimper davantage. En effet, l'OPEP a engagé en décembre la plus forte réduction de sa production depuis deux ans : elle a diminué de 460000 sa production journalière de barils. La production américaine est également plus faible que ce qui était attendu et l'American Petroleum Institute (API) a fait état d'une baisse de 4,5 millions de barils en stock. **La question clef pour 2019** reste de savoir si l'OPEP et la Russie parviendront à **maintenir leur discipline de production** et de déterminer ce qu'il va se passer en juin, et quand prendra fin l'actuel accord.

En attendant, il n'est pas inintéressant de considérer les conséquences de la récente baisse des prix du pétrole. **Dans le passé, un recul de 50% du prix du pétrole était généralement favorable aux marchés occidentaux** : la baisse du prix du brut signifiait que moins de flux financiers sortaient de la poche des consommateurs occidentaux pour aller dans celles des gouvernements de Russie, du Moyen-Orient ou du Nigeria. Pour les marchés financiers c'était généralement une bonne nouvelle, car peu de ces pays avaient tendance à réinvestir leurs rentrées. Mais, du fait de la révolution apportée par l'exploitation du pétrole de schiste, cette relation n'est probablement plus tout à fait la même qu'autrefois. Désormais l'Amérique du Nord est devenue elle-même un producteur de pétrole très important, et la chute du prix du baril ne signifie plus que les capitaux cessent d'aller des pays de l'ouest vers ceux du Moyen-Orient. Les capitaux cessent plutôt d'aller du nord-est des Etats-Unis vers la Louisiane, l'Oklahoma ou le Texas.

Ceci peut avoir des conséquences économiques importantes. Tout d'abord, toute baisse supplémentaire des prix du pétrole peut mener à des données décevantes de production industrielle aux Etats-Unis, car une bonne partie de l'investissement industriel de ces dernières années a été orientée vers la mise à niveau ou le développement des infrastructures liées à l'énergie. En outre si la production industrielle flanche, un des risques clef serait un élargissement des spreads corporate. Fin 2015 et début 2016 ont déjà donné aux investisseurs un goût de ce qui pourrait advenir au marché américain du crédit si les prix du pétrole venaient à fortement baisser. Aujourd'hui, avec un prix du baril de WTI passé de 75\$ à 49\$ en moins de 3 mois, l'écartement des spreads semble s'accélérer. **Il faut peut-être désormais assumer qu'un recul modéré des prix du pétrole** (par exemple de 70 à 50\$) **reste une bonne nouvelle**, mais qu'une **chute plus violente** (qui, par exemple l'entraînerait à 30\$) serait une **mauvaise nouvelle**. Et cela, même si une chute aussi violente du prix du pétrole conduirait à réduire les pressions inflationnistes, et que dans un contexte de production industrielle en berne, d'inflation modérée et d'écartement des spreads, la Fed pourrait revenir à un assouplissement monétaire.

Quelques mots sur l'or. Nous sommes sceptiques quant à son potentiel : dans la mesure où le ralentissement économique a grippé les marchés et nourri la demande d'actifs "refuge", les prix de l'or ont grimpé à un plus haut de 6 mois et demi à 1290\$ l'once – en hausse de près de 10% sur les plus bas de mi-août – se rapprochant du niveau clef de 1300\$ l'once. La faiblesse du dollar et le recul des taux d'intérêt a aussi contribué à la hausse de 5% observée en décembre. Mais dans la mesure où **nous considérons que le "flight-to-quality" a été exagéré** au cours des dernières semaines, **nous préférons rester neutre** sur l'or à ces niveaux.

MATIERES PREMIERES	VUES TACTIQUES				
	--	-	=	+	++
Pétrole				●	
Métaux industriels			●		
Or			●		

● Vues du mois précédent
● Vues du mois

Devises : préférer le yen au dollar comme outil de couverture

En 2018, le dollar américain a bénéficié des différences de croissance et de politiques monétaires entre les Etats-Unis et le reste du monde, mais aussi des craintes d'une guerre commerciale durable entre la Chine et les Etats-Unis et des tensions géopolitiques dans d'autres régions.

Nous anticipons une plus grande vulnérabilité du dollar. Le principal déclencheur de cette faiblesse attendue serait un accord sur le commerce qui offrirait un signal "risk on" majeur aux marchés financiers. Les déficits jumeaux, le blocage politique entre Trump et le Congrès et l'évolution de la politique monétaire américaine sont les autres risques majeurs pour le dollar. Dans la mesure où la Fed est la seule banque centrale à disposer de véritables marges de manoeuvre si le cycle économique venait à se dégrader sensiblement, les anticipations d'une position plus souple de la banque centrale américaine pourraient être de nature à affaiblir le dollar.

Nous avons décidé de neutraliser notre position longue USD/EUR le 3 décembre et nous avons eu raison de le faire: l'euro est passé de 1.1354 à 1.1475. Il nous semble toujours important de prendre en compte le potentiel impact que la baisse des taux d'intérêt américains - en particulier sur les maturités 5 ans - peuvent avoir sur le dollar.

En revanche, nous avons décidé de nous positionner sur une autre devise offrant une capacité de protection en cas de montée de l'aversion au risque : **le yen. La devise japonaise semble attractive tant d'un point de vue de valorisation que de positionnement.** Nous reconnaissons qu'il est peu probable que la Banque du Japon adopte une politique monétaire moins accommodante sur un horizon prévisible, ce qui ne devrait pas permettre au yen une forte appréciation. Toutefois, le potentiel de baisse semble très limité et **le yen semble intéressant comme actif de couverture si l'aversion au risque devait se confirmer.** Nous avons pris une position JPY/USD sur un niveau de 112.20 et le dollar est tombé à 108.6 à l'heure où nous écrivons ces lignes, après avoir perdu près de 3,5% contre la devise japonaise en décembre.

Evolution du cours du dollar US contre Euro et Yen depuis 5 ans



Source Natixis IM Dynamic Solutions, décembre 2018

VUES TACTIQUES

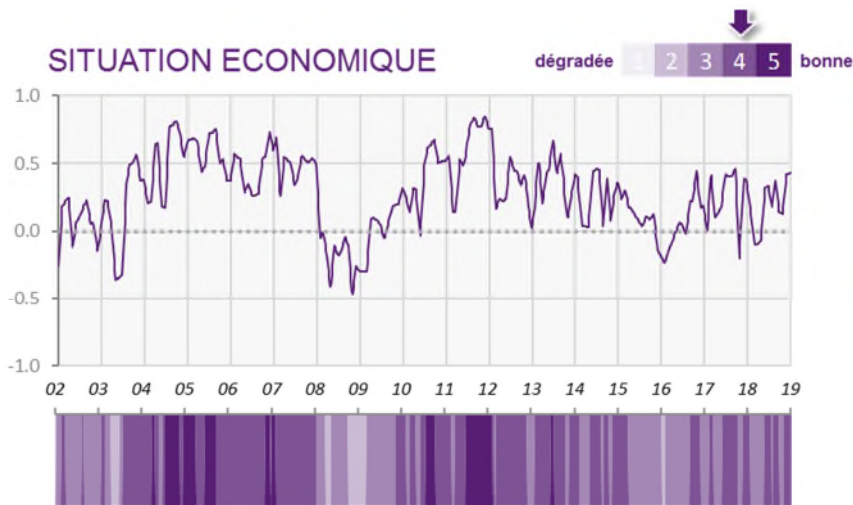
DEVICES	--	-	=	+	++
Dollar US		●	●		
Yen			●		
Livre Sterling		●	●		
Dollar canadien			●		
Emergents			●	●	

● Vues du mois précédent

● Vues du mois

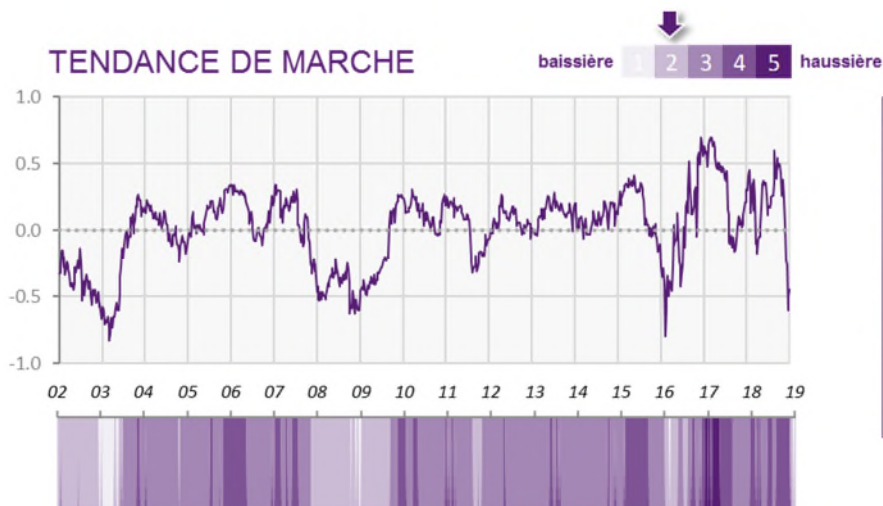
Perspectives Allocation

Indicateurs quantitatifs



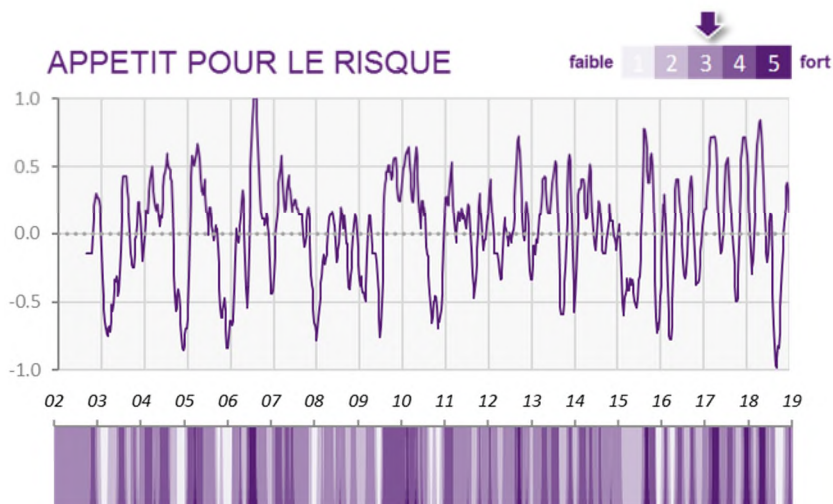
Cet indicateur, continu et compris entre -1 et +1, permet d'évaluer la conjoncture économique globale. Il est construit à partir du niveau et/ou de la dynamique d'un panel de données macro-économiques (croissance, inflation, valorisation, bénéfices).

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



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.

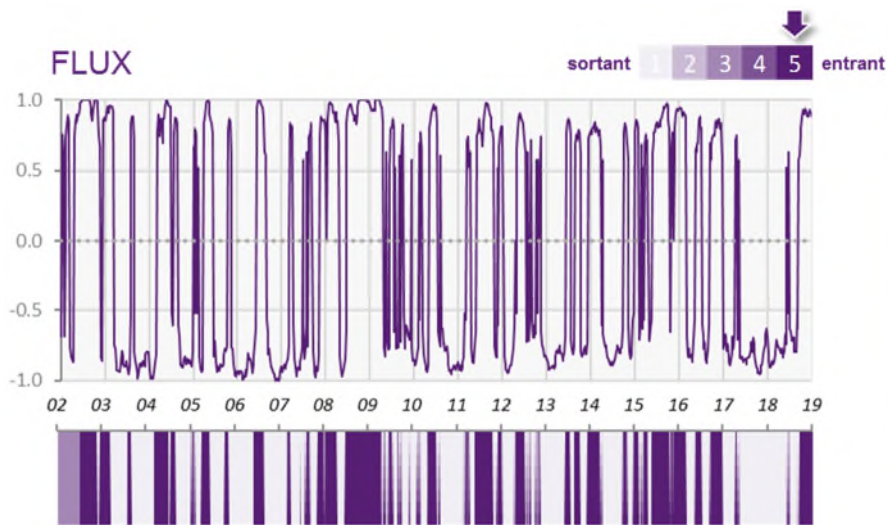


Cet indicateur, continu et compris entre -1 et 1, permet d'apprécier la recherche de risque à court terme des différents acteurs du marché. Il s'appuie sur l'analyse du niveau de risque (mesuré par la volatilité) et de sa rémunération par le marché (mesurée par les primes ou les spreads).

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

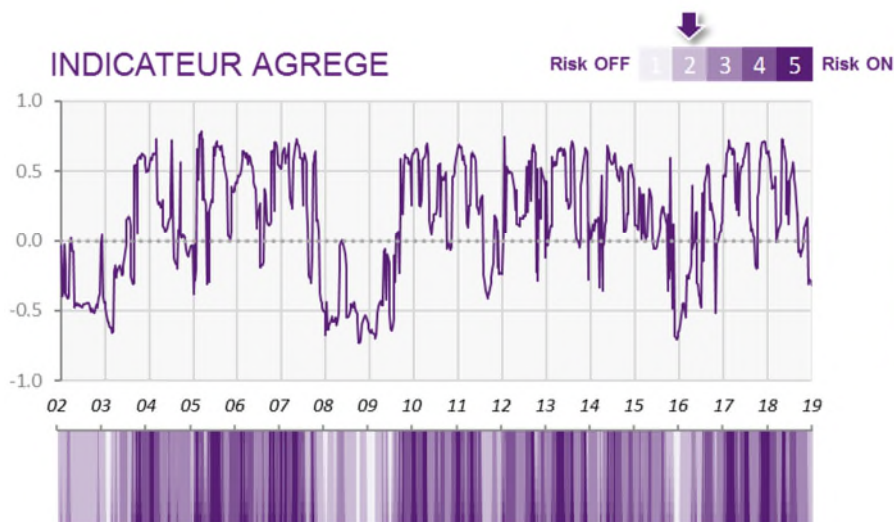
Perspectives Allocation

Indicateurs quantitatifs



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'indicateur révèle un stress important sur ces actifs.



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

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

Perspectives Allocation

Portefeuille modèle

Classe d'actifs	Allocation de référence	Portefeuille actuel	Déviaton	Variation par rapport au mois précédent
Cash	10.0%	36.0%	26.0%	
Eonia	10.0%	36.0%	26.0%	
USD / SEK	-	-2.5%	-2.5%	
Souverains	40.0%	26.0%	-14.0%	
Euro	32.0%	26.0%	-6.0%	
Inflation Euro	4.0%	-	-4.0%	
US	4.0%	4.0%		
Gilt	-	-		
France	-	-8.0%	-8.0%	
Allemagne	-	-4.0%	-4.0%	
Italie	-	8.0%	8.0%	
Spreads	15.0%	-	-15.0%	
Crédit Euro	15.0%	-	-15.0%	
High Yield Euro	-	-		
High Yield US	-	-		
Taux émergents	-	5.0%	5.0%	
EMD \$	-	5.0%	5.0%	
Actions développées	20.0%	17.0%	-3.0%	
EMU	2.0%	-	-2.0%	
Europe ex-EMU	3.0%	-	-3.0%	
Amérique du Nord	12.0%	10.0%	-2.0%	
Japon	2.0%	3.0%	1.0%	
Pacifique hors Japon	1.0%	1.0%		
Espagne	-	1.0%	1.0%	
Oil & Gas	-	2.0%	2.0%	
Actions émergentes	10.0%	10.0%		
Asie Emergente	7.0%	8.0%	1.0%	
Latam	1.5%	-	-1.5%	
EMEA	1.5%	-	-1.5%	
Chine	-	1.0%	1.0%	
Russie	-	1.0%	1.0%	
Matières premières	5.0%	6.0%	1.0%	
Pétrole	2.5%	3.5%	1.0%	
Métaux industriels	1.3%	1.3%		
Or	1.3%	1.3%		
	100.0%	100.0%	-	-

Contributeurs

Coordination par le Département Solutions / équipe de gestion Multi-Asset Multi-Affiliés Nuno Teixeira – Dynamic Solutions - Directeur Gestion Cross Asset Diversified Beta

Rédigé le 7 janvier 2019

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.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

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.

Natixis Investment Managers
RCS Paris 453 952 681
Share Capital: €178 251 690
43, avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris
www.im.natixis.com