

Le « put » de la Fed devrait offrir aux actifs risqués une plus grande visibilité à court terme

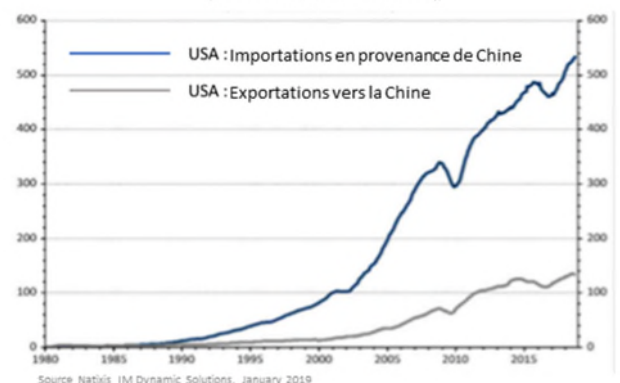
- Après un **très mauvais 4^{ème} trimestre 2018**, les marchés actions - et les actifs risqués - ont enregistré un **impressionnant rebond** : l'indice MSCI World AC s'est inscrit en hausse de 7,9% (en dollars). Le mois de janvier a été le meilleur mois pour les actions internationales depuis plus de sept ans et a permis aux investisseurs d'effacer une partie du plongeon intervenu au 4^{ème} trimestre 2018 (-12,7%). Toutefois, il reste encore à voir si cette embellie va se traduire par la reprise d'un marché haussier et ne sera pas qu'un simple rebond technique faisant suite à des baisses de cours excessives.
- Nous avons mentionné le mois dernier que, en dépit du **fort ralentissement de l'activité manufacturière mondiale**, « le sentiment du marché était devenu excessivement pessimiste », compte tenu de « valorisations attractives ». L'incertitude liée à la politique monétaire avait également été - alors même que le dernier pilier de la croissance mondiale, les États-Unis, montrait des signes de faiblesse - une **source majeure de préoccupation** et nous nous attendions à davantage de flexibilité de la part de la Fed. Les récentes prises de position de cette dernière ont dépassé nos attentes dans la mesure où elle a désormais opté pour une **tonalité résolument accommodante** : Jerome Powell a indiqué qu'il était non seulement conscient des risques économiques associés au durcissement des conditions financières, mais également que le caractère modéré du contexte inflationniste offrait à la Fed une certaine marge de manœuvre. **Cette situation pourrait changer la donne, tout au moins pendant quelques semaines.**
- Pour autant, **les incertitudes macroéconomiques n'ont pas disparu** : les perspectives de croissance en dehors des États-Unis demeurent limitées, du moins pour le premier semestre 2019. Au sein du G7, **le Japon et l'Europe sont les plus affectés par le ralentissement économique chinois** et les tensions commerciales actuelles. Les mesures de relance de la Chine ont jusqu'à présent été minimales et n'ont pas encore offert à la croissance une assise suffisante. Les investisseurs s'inquiètent également de l'impact sur les actifs risqués de **la fin des achats d'actifs par la BCE et de la normalisation du bilan de la Fed**. La récente correction pourrait intensifier le ralentissement économique mondial via le durcissement des conditions financières et se traduire par un cercle vicieux. A l'inverse, il se pourrait que la légère amélioration de la confiance économique l'emporte sur l'impact négatif du resserrement quantitatif et, ce faisant, permette aux actifs risqués de s'apprécier. Il est pour l'instant impossible de confirmer ou d'infirmer cette thèse et nous ne faisons pas valoir que la réduction de la taille du bilan de la Fed se fera nécessairement sans heurts, surtout si les taux d'intérêt remontent. **Mais, pour le moment, le ton accommodant de la Fed améliore la visibilité sur les marchés.**
- Dans le même temps, **la Chine a promis d'augmenter « substantiellement » ses achats de produits américains** après le dernier cycle de négociations commerciales et les deux parties ont prévu d'autres discussions visant à **rapidement sortir de l'impasse**. L'accord de poursuite des pourparlers suscite l'espoir de voir les deux pays trouver une solution au conflit avant le 1er mars, date à laquelle les États-Unis ont déclaré qu'ils pourraient **plus que doubler les droits de douane sur 200 milliards de dollars de produits chinois**. Mais, il n'y a eu guère de signes permettant de penser que Washington et Pékin avaient réussi à surmonter leurs divergences de vues sur les points les plus difficiles, tels que la politique de la Chine en matière de propriété intellectuelle et la forte ingérence de l'État dans son économie. Nous continuons de penser que les **négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine** devraient trouver une issue favorable – d'abord dans l'intérêt des États-Unis - même si le ralentissement en Chine est principalement lié à des tendances de long terme telles que la transition d'une croissance économique tirée par les exportations et les investissements vers un modèle économique axé sur les services et la consommation.



Nuno TEIXEIRA

Directeur Gestion Cross Asset Diversified Beta
Dynamic Solutions

Commerce bilatéral entre les USA et la Chine
(sur 12 mois, en milliards USD)



- **En Europe, les enquêtes PMI ont enfin été porteuses de bonnes nouvelles** : les indices du secteur des services sont ressortis meilleurs que prévu, ce qui a conduit l'indice composite à être revu à la hausse de 50,7 à 51. L'Italie a toutefois fait exception avec un indice composite en recul de 50 à 48,8. **La récession dans laquelle l'Italie est entrée** devrait continuer à s'aggraver cette année. Le déficit budgétaire du pays devrait atteindre le plafond de 3 % d'ici la fin de l'année et il existe un risque de plus en plus important que les investisseurs perçoivent la solvabilité de l'Italie comme reposant sur des hypothèses très optimistes. En Allemagne, l'indice Ifo a affiché un écart inhabituel entre ses deux composantes, celles relatives à la situation actuelle et aux anticipations. **Un grand nombre de mauvaises nouvelles semble de facto déjà intégré par les investisseurs.**

Allocation d'actifs : les nuages se dissipent pour les actions, tandis que les actifs émergents pourraient bénéficier d'un regain d'appétit

Nous avons déjà fait allusion à l'impact de l'attitude plus accommodante de la Fed qui, au minimum, devrait réduire les risques d'une augmentation à court terme des coûts d'emprunt et des taux hypothécaires des entreprises américaines. En outre, d'autres nuages planant au-dessus des actifs risqués se sont quelque peu dissipés depuis le début 2019.

Le premier d'entre eux est le ralentissement de l'activité américaine. Nous avons fait observer en janvier que certaines données américaines préconisaient des « vues plus constructives à l'égard des actifs risqués ». Nous avons également mentionné que « l'action de la Fed devrait être moins négative pour les marchés en 2019 qu'en 2018 » et que la tonalité accommodante de Jerome Powell pousse dans cette direction pour le moment. Dans le même temps, si le chômage a légèrement augmenté à 4% (peut-être une anomalie liée au shutdown), les données publiées sur l'emploi ont confirmé que **l'économie avait créé 304.000 emplois en janvier** : C'est **bien supérieur aux prévisions moyennes du consensus (+172.000)** et c'est aussi le 100ème mois consécutif de créations d'emplois.

Le second est le **shutdown** qui a laissé des centaines de milliers de travailleurs fédéraux américains au chômage pendant la majeure partie du mois de janvier et des centaines de milliers d'autres sans salaire : en définitive, les perturbations ne semblent pas avoir dissuadé les employeurs du secteur privé de continuer à embaucher à un rythme soutenu et **les salaires ont augmenté de 3,1% au 4ème trimestre 2018 outre-Atlantique** par rapport à la même période un an plus tôt, soit la hausse la plus importante depuis la fin de la récession. Dans le cadre des enquêtes auprès du secteur privé, les employeurs font part de leur volonté de continuer à recruter des salariés – si du moins ils arrivent à les trouver !



En ce qui concerne le **Brexit, l'incertitude a également diminué** dans la mesure où l'hypothèse du maintien et celle d'un deuxième référendum semblent ne plus être d'actualité : si le Parlement britannique n'a même pas pu obtenir une majorité pour prolonger l'article 50 de trois mois - l'amendement Cooper n'a pas franchi le cap des 300 voix - comment trouver une majorité pour un deuxième référendum ? Dès lors il faut analyser le **choix binaire que le Parlement britannique a toujours voulu éviter** : un accord possible ou aucun accord du tout. **La probabilité d'un Brexit sans accord est forte et grandissante.** Theresa May a accepté de retourner à Bruxelles pour négocier un changement sur le backstop irlandais, mais l'UE y oppose une fin de non-recevoir. Si Theresa May parvient à un compromis qui ne correspond pas à ce que l'amendement Brady suggérait - une prolongation de la période transitoire et une reformulation du backstop - elle pourrait perdre le prochain vote important à la mi-février. D'un autre côté, si un accord multipartite ne peut être exclu, il pourrait être encore plus difficile à obtenir que de rallier une majorité gouvernementale derrière une seule et même version du Brexit.

Perspectives Allocation

Au final, **nous sommes de plus en plus optimistes sur les marchés actions en 2019** : aux États-Unis, on peut s'attendre à un PIB supérieur à la tendance ainsi qu'à des marges résistantes, ce qui conduirait à une croissance des bénéfices des entreprises américaines supérieure au consensus pour 2019. **Nous entrevoyons un potentiel de hausse des multiples de valorisation** par rapport à leurs niveaux actuels dans la mesure où les ROE apparaissent élevés et solides et où la Fed semble renoncer à la hausse de ses taux. Les rachats continus d'actions, l'importance de la contribution des revenus des ménages et la solidité des dépenses d'investissement des entreprises sont autant de facteurs de soutien supplémentaires. Toutefois, nous aurions tendance à prêter plus d'attention à **certaines régions «value»** telles que les marchés asiatiques (le Japon en particulier) et, de plus en plus, les **marchés émergents**, qui devraient bénéficier de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et du billet vert.

A l'inverse, **notre prudence se renforce encore sur les actifs obligataires** aux niveaux de rendement actuels et pensons que le rallye des obligations souveraines est terminé : le 10 ans américain a reculé de 2,68% à 2,63% tandis que le Bund s'est effondré en passant de 0,24% à 0,15%. Il est peu probable que la Fed en ait fini avec son resserrement pour l'année, comme le reflète la courbe du marché monétaire. Une reprise des hausses de taux de la Fed (au moins une) vers le milieu de l'année pourrait facilement à nouveau porter le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans au-dessus de 3% d'ici la fin de l'année.

VUES TACTIQUES

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

● Vues du mois précédent
● Vues du mois

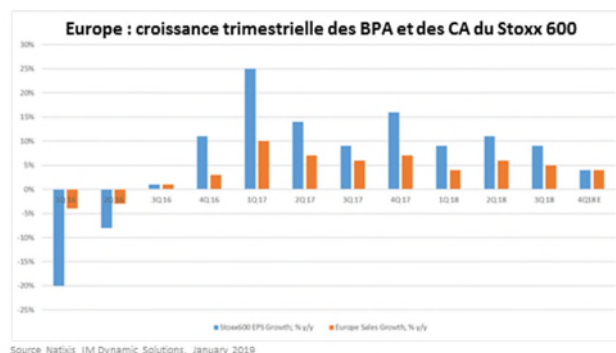
Actions : soutenues par la solidité des bénéfices aux États-Unis... moins ailleurs

Si les cours des actions ont lourdement chuté au 4^{ème} trimestre, ils ont toutefois signé un rebond impressionnant sur fond d'atténuation de la volatilité et de propos plus accommodants ; l'indice S&P 500 s'inscrit ainsi en hausse de 15% depuis le 24 décembre 2018. Les valeurs et secteurs à bêta élevés et les valeurs les plus cycliques ont progressé : FAANG (+21%), industrie (+19%) et consommation cyclique (+19%) tandis que les valeurs internationales et les secteurs défensifs ont démarré plus lentement : indice MSCI EAFE (+8%), marchés émergents (+11%) et services aux collectivités (+6%).

La Fed a offert un **coup de pouce aux stratégies « risk on »** à la fin du mois de janvier en opérant un revirement complet du biais offensif qui avait exacerbé la correction à la fin de l'année dernière. Elle a mis fin à sa guidance qui suggérait que la prochaine décision serait une hausse des taux - en faveur d'une attitude plus patiente et attentive aux risques baissiers internationaux, à l'évolution des marchés financiers et à la faible pression inflationniste - et a modifié sa communication sur la normalisation de son bilan. Il s'agit clairement d'un changement par rapport à l'idée selon laquelle le bilan est en mode « pilote automatique », à l'opposé d'un outil de gestion active : **la Fed semble disposée à s'adapter à l'évolution des perspectives économiques.**

Dans le même temps, **les marchés actions ont également réagi à la saison des annonces de publication de bénéfices.** Environ 40% des entreprises ont publié leurs résultats aux États-Unis, 15% en Europe et plus de 30% au Japon. Dans l'ensemble, les publications de **croissance des BPA sont jusqu'à présent globalement conformes aux estimations** tant aux États-Unis qu'en Europe. Toutefois, elles n'en sont encore qu'à un stade peu avancé en Europe et les risques entourant les bénéfices demeurent baissiers. Aux États-Unis, 72% des entreprises de l'indice S&P 500 ont battu les estimations de BPA ; la croissance moyenne des BPA s'établit ainsi à 13% en glissement annuel, soit 2% au-dessus des prévisions. Les chiffres d'affaires sont également orientés à la hausse avec une croissance moyenne de 5% et 60% des entreprises ont battu le consensus.

En Europe, 62% des entreprises de l'indice Stoxx 600 ont dépassé les estimations de BPA, une proportion beaucoup plus élevée qu'au dernier trimestre, avec une croissance moyenne des BPA de 4% et de 5% en excluant le secteur de l'énergie. Les annonces de chiffres d'affaires supérieurs aux attentes se sont également améliorées ; la croissance moyenne des chiffres d'affaires s'est établie à 4% et deux tiers des entreprises ont fait mieux que les estimations. **Au Japon, 50% des sociétés de l'indice Topix ont dépassé les estimations de BPA** et la croissance moyenne des BPA est ressortie en baisse à 3%. La situation est légèrement meilleure sur le front des chiffres d'affaires avec une croissance moyenne de 2%, même si seulement 46% des entreprises ont dépassé les prévisions. Nous constatons qu'à ce jour la croissance des bénéfices est meilleure que ne le laissait présager le momentum de l'activité mondiale au 4^{ème} trimestre.



Si les bénéfices pourraient finalement décevoir - notamment en Europe et au Japon - les investisseurs ont probablement déjà anticipé les déceptions. En fait, la réaction des cours des actions aux BPA est beaucoup plus saine qu'au cours des trimestres précédents. On observe ainsi à la fois des sociétés ayant déçu les attentes ou révisé à la baisse leurs prévisions voir leurs actions s'apprécier et, parallèlement, des entreprises ayant battu les anticipations être mieux récompensées que par le passé.

Perspectives Allocation

Au final, il existe de fortes chances que **l'inflexion accommodante de Jerome Powell** en janvier soit à l'image des **événements de février 2016**, lorsque Janet Yellen avait réussi, par un discours accommodant inattendu, à calmer des investisseurs extrêmement stressés et avait donné un nouveau souffle à la croissance outre-Atlantique et aux actions américaines. Un impact aussi impressionnant est peu probable cette fois-ci, mais la nouvelle position accommodante de **la Fed est clairement positive concernant les actions américaines et internationales**. Nous avons conservé une position quelque peu prudente en janvier et une exposition aux actions raisonnablement équilibrée en privilégiant les marchés asiatiques tels **le Japon**, au détriment de marchés plus défensifs et plus chers (tels les États-Unis) ou de marchés où l'incertitude politique risque de continuer à peser sur les performances (l'Europe par exemple). Au Japon, les données économiques pour le mois de décembre révèlent des fondamentaux nationaux meilleurs que ce que prévoyaient les investisseurs. Les chiffres du PIB au 4^{ème} trimestre 2018 devraient permettre de mieux comprendre si un rebond significatif s'est effectivement matérialisé après le médiocre 3^{ème} trimestre.

VUES TACTIQUES

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

● Vues du mois précédent
● Vues du mois

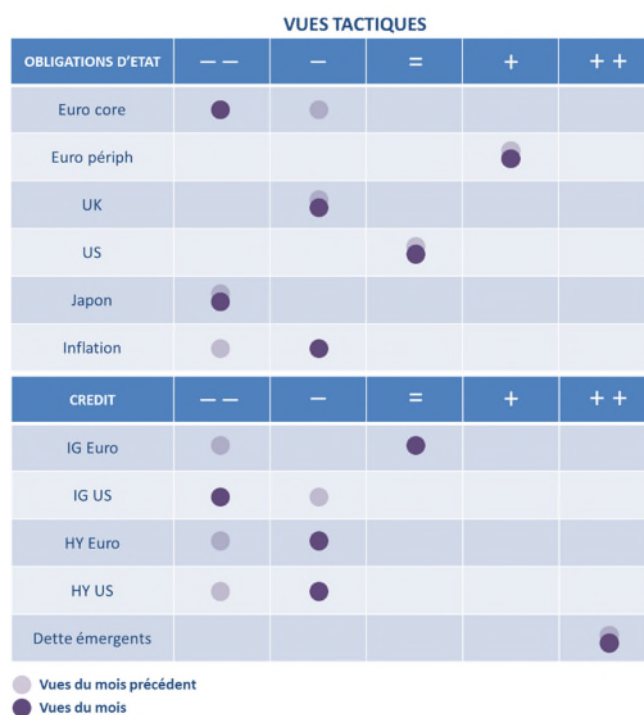
Emprunts d'états : un rapport risque-rendement peu attractif... à l'exception de la dette émergente

Le mois dernier, nous avons souligné le caractère excessif du rallye des obligations souveraines au 4ème trimestre, au même titre que l'a d'ailleurs été la correction des actifs risqués. Selon nous, il est peu probable que la Fed en ait fini avec son resserrement, comme le reflète la courbe du marché monétaire. Une reprise des hausses de taux de la Fed vers le milieu de l'année signifierait un retour du rendement du bon du Trésor américain à 10 ans à plus de 3% d'ici la fin de l'année.

De manière inattendue, le FOMC et Jerome Powell ont décidé la semaine dernière d'adopter une position plutôt accommodante, ce qui a propulsé les bons du Trésor américain - et les obligations souveraines refuges de la zone euro - en zone un peu plus surévaluée encore.

L'inflexion accommodante de la Fed a fait suite à l'assouplissement de la politique monétaire "lower for longer" de la Chine et à la perspective persistante de taux d'intérêt peu élevés du côté de la BCE et de la BoJ. Dans la zone euro, nous avons pu le constater dans le ratio de couverture (les montants offerts par les investisseurs rapportés aux montants des obligations émises) des adjudications de dette italienne et espagnole en janvier. L'Autriche a émis pour 5 milliards d'euros d'obligations à 10 ans pour une demande des investisseurs de 28 milliards d'euros ; la Belgique a émis pour 5 milliards d'euros d'obligations à 30 ans pour une demande de 27 milliards d'euros ; sans oublier la Grèce qui a émis pour 2,5 milliards d'euros d'obligations à 5 ans pour une demande de plus de 10 milliards d'euros. **Même l'Italie a réussi à vendre du papier à 6 mois à des rendements négatifs pour la première fois depuis l'entrée en fonction du gouvernement de coalition Ligue/M5S.** En revanche, l'Allemagne n'a attiré que des ratios de couverture compris entre 1 et 2 lors des multiples adjudications d'obligations souveraines en janvier, mais le plus souvent à des rendements négatifs.

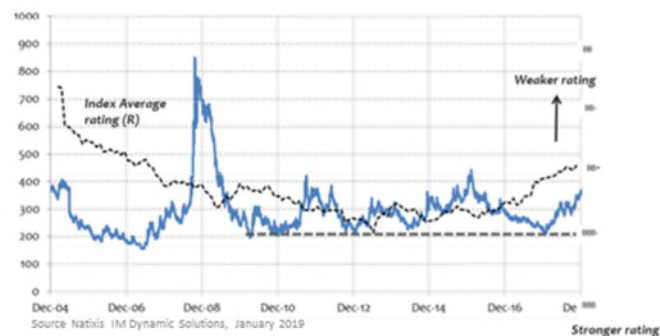
Cette frénésie obligataire s'explique notamment par les inquiétudes liées à la croissance économique : les investisseurs achètent maintenant des obligations à des rendements qu'ils ont des raisons de croire relativement plus élevés que ceux qu'ils seront en mesure d'obtenir ultérieurement. Mais, **n'oublions pas que l'inflation américaine devrait tôt ou tard accélérer** (probablement d'ici le milieu de l'année), étayant ainsi notre vue selon laquelle **la Fed devrait reprendre son resserrement en juin**. La baisse du prix du pétrole va continuer de favoriser un ralentissement de l'inflation globale au cours des prochains mois, **mais cela ne signifie pas pour autant que le taux sous-jacent va lui aussi marquer le pas** ! En effet, l'IPC sous-jacent aux États-Unis a progressé d'environ 0,2% au cours de chacun des trois derniers mois, ce qui se traduit par un taux d'environ 2,4% en rythme annuel. Des effets de base vont contenir l'inflation sous-jacente annuelle en février, mais par la suite, ces effets vont commencer à s'inverser. **L'accélération de la croissance des salaires souligne que des tensions inflationnistes sous-jacentes subsistent.** En conséquence, le marché des obligations du Trésor américain se montre exagérément confiant en anticipant que le taux des fonds fédéraux a atteint un point culminant dans le cycle.



Toutefois, pour le moment, l'environnement de marché - baisse du prix du pétrole, des taux d'intérêt aux États-Unis et du dollar américain - demeure favorable à la **dette et aux devises des marchés émergents**. Les perspectives de croissance sont celles d'un atterrissage en douceur et d'un ralentissement de la croissance (probablement de 2,9% en 2018 à 2,5%). **En Chine, la situation économique ne semble pas prête de s'améliorer**. Des chiffres commerciaux décourageants en décembre ont confirmé que la guerre commerciale commence à faire sentir ses effets. La période marquée par des exportations soutenues en amont de l'augmentation des droits de douane américains est bel et bien terminée ; les exportations totales ont ainsi reculé de 4,4% (GA). L'effondrement des commandes à l'exportation de l'an dernier indique que **le mal ne fait que commencer**. A son tour, la modération de la production liée au secteur chinois des exportations va se répercuter sur la consommation intérieure et les importations, donnant ainsi à penser qu'il est probablement un peu tôt pour anticiper une hausse durable des marchés actions émergents ou des prix des matières premières ; toutefois, la dette et les devises émergentes de plusieurs émetteurs offrent des primes de risque attractives.

En revanche, l'état de santé préoccupant des bilans des entreprises américaines reste un risque pour le crédit américain en 2019. Après une décennie de fringale d'emprunts, les entreprises américaines non-financières se retrouvent désormais avec des ratios d'endettement brut et net proches de leurs plus hauts historiques et bien supérieurs à ces mêmes ratios de 2008. De plus, la dette notée BBB représente maintenant environ 51% de l'encours de l'indice des obligations Investment Grade (IG) libellées en dollar, soit un niveau record, tandis que les obligations d'entreprises en dollar avec une notation Bloomberg composite de BBB- comptent pour 38% dans la catégorie BBB. **Nous sommes plus positifs à l'égard du crédit IG et revenons à un positionnement neutre.**

Spreads souverains Emergents ex Venezuela
(points de base au-delà des US Treasuries)



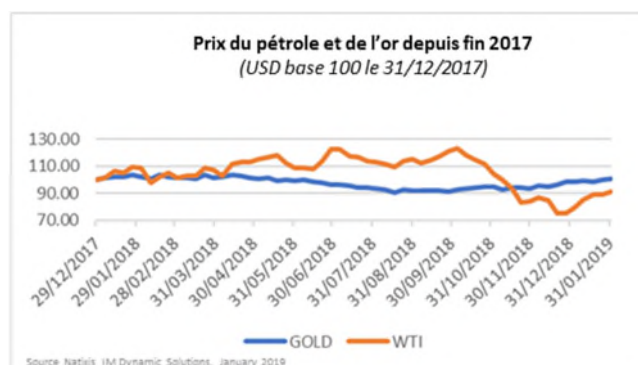
Matières premières : nouvel alignement des planètes pour l'or

La pause dans la politique de normalisation des taux de la Fed au 1^{er} semestre de l'année 2019 à la suite de sa capitulation face aux marchés financiers renforce notre optimisme à l'égard du cours de l'or car elle accroît le risque d'une inflation supérieure aux prévisions cette année. Compte tenu du double mandat de la Fed, les mesures d'inflation et d'emploi indiquent la nécessité d'une politique plus restrictive. La pause dans le relèvement du taux des fonds fédéraux renforce la probabilité que la Fed se retrouve en retard sur l'inflation, alors que l'économie entre dans une phase de fin de cycle. L'or devrait surperformer les autres matières premières et les actions dans ce scénario.

En conséquence, nous sommes devenus plus **optimistes sur le prix de l'or** après une modeste année 2018 qui a vu le cours de l'or baisser de 1,5% (et tomber à 1,287 dollar/once à la fin décembre). Toutefois, l'année dernière a été témoin de deux périodes contrastées : après avoir reculé de 8,4% entre janvier et septembre 2018 - en raison d'une Fed agressive - le prix de l'or a progressé de 7,6% au 4^{ème} trimestre 2018 dans un contexte de volatilité accrue des actions et a clôturé l'année en baisse de 1,5% seulement (contre -11,2% pour les actions internationales et -7,1% pour l'indice CRB des matières premières). Selon nous, **l'or devrait continuer de constituer une bonne protection en cas de forte correction des actifs risqués** et devrait bénéficier d'une Fed plus « accommodante » : son prix a encore progressé de 3% en janvier.

Les prix du pétrole ont connu un bon début d'année : le WTI a augmenté de 18,5% à 53,8 dollars le baril, tandis que le Brent a progressé de 15% à 61,9 dollars. Une partie de cette évolution est liée aux sanctions imposées par les États-Unis à l'entreprise publique Pétroleos de Venezuela (PDVSA), comme notamment l'interdiction faite à la société Citgo de Houston de verser ses bénéfices à sa société mère. Cette situation accroît la probabilité d'une forte baisse de la production et des exportations vénézuéliennes. Par ailleurs, le ministre saoudien de l'énergie, Khalid al-Falih, a déclaré que le pays allait réduire sa production en-deçà du plafond récemment convenu de 10,3 millions de barils/jour au premier semestre 2019. **Si nous demeurons modérément optimistes à l'égard des prix du pétrole, nous préférons toutefois jouer cette tendance par le biais d'autres actifs que les contrats à terme sur le pétrole, tels que les actions russes, le rouble ou les valeurs pétrolières européennes.** Nous avons donc renoué avec un positionnement neutre au sein de nos portefeuilles modèles, mais il s'agit davantage d'une décision de construction de portefeuille.

En ce qui concerne **les métaux de base**, dans la mesure où la contraction des exportations chinoises a tout juste commencé, **nous pensons qu'il est encore trop tôt pour un relèvement d'opinion majeur**, tout comme dans le cas des marchés actions émergents. Même si d'autres mesures de relance étaient prises en Chine, elles ne cibleraient probablement pas les dépenses d'infrastructure et n'offriraient donc pas un coup de pouce important aux métaux de base à l'échelle mondiale.



VUES TACTIQUES

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

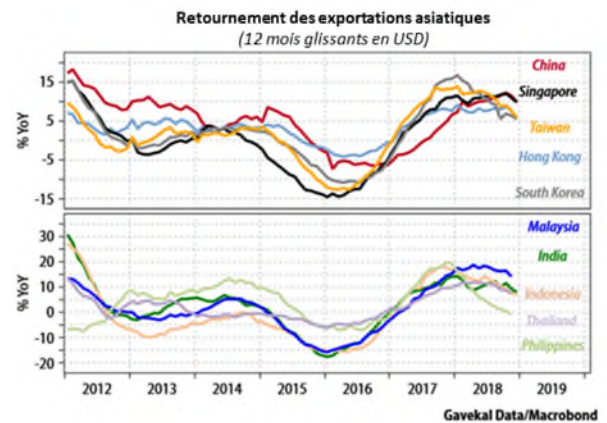
● Vues du mois précédent
● Vues du mois

Devises

L'un des paradoxes de 2018 est que le dollar américain ne se soit pas plus apprécié : +7,9% pour l'indice du dollar (le dollar face à un panier de devises étrangères) et +4,8% face à l'euro. En effet, presque toutes les informations en 2018 se sont révélées extrêmement favorables au dollar américain : une surperformance significative de l'économie américaine sur les économies de la plupart des autres pays développés et des pays émergents, une Fed plus offensive qu'initialement prévu, l'implosion des marchés émergents, une nouvelle crise en Italie, des taux d'intérêt à long terme beaucoup plus élevés aux États-Unis que dans les autres pays développés et, enfin, une forte aversion au risque à l'égard des actifs risqués au dernier trimestre de l'année.

Si nous nous trouvons face à une pénurie de liquidités, pourquoi le dollar ne s'est-il pas beaucoup plus apprécié ? L'une des raisons réside probablement dans les besoins de financement des États-Unis. Étonnamment, en dépit de recettes fiscales record grâce à une croissance vigoureuse, **le déficit budgétaire américain s'est creusé un peu plus en 2018**. Cela implique que les dépenses du gouvernement américain augmentent désormais bien plus vite que les recettes publiques, en particulier parce que le pays ne réduit pas la voilure de son armée pour préserver son État-providence.

Nous avons indiqué le mois dernier prévoir **une plus grande vulnérabilité du dollar américain en 2019** sous l'effet des déficits jumeaux, de la paralysie politique et de la politique monétaire (avec la possibilité d'une attitude plus accommodante de la Fed). Toutefois, nous n'aurions jamais imaginé voir la Fed se rallier aussi rapidement à notre point de vue ! Compte tenu de ce nouvel environnement de politique monétaire, **les perspectives semblent plus favorables pour les marchés émergents** : la correction des marchés émergents en 2018 a été favorisée par une conjonction de facteurs, au premier rang desquels figurent notamment la vigueur du dollar américain face aux devises émergentes de février à septembre, la hausse des prix du pétrole au cours des trois premiers trimestres de l'année et le resserrement ultérieur des politiques monétaires. **Les vents contraires ayant conduit à ce resserrement monétaire se sont récemment atténués**, mais la faiblesse de la croissance des pays émergents préconise un positionnement neutre vis-à-vis des marchés actions émergents. Notre préférence va aux **devises émergentes** par le biais de notre allocation aux obligations en devise locale. En outre, nous marquons un penchant particulier pour le rouble russe qui demeure sous-évalué et est susceptible de profiter de la hausse des prix du pétrole.



Comme mentionné le mois dernier, nous avons décidé de conserver une autre devise qui offre une forme de couverture : le yen japonais. Son risque baissier apparaît très faible et le yen est intéressant en tant qu'actif de couverture en cas de regain d'aversion au risque au cours des prochains mois. Cependant, nous sommes conscients que son potentiel d'appréciation n'est peut-être pas très important : dans la mesure où les entreprises japonaises continuent d'investir massivement à l'étranger, l'excédent commercial s'est réduit au cours des dernières années.

Enfin, **nous avons également opté pour le maintien d'une position courte sur la livre sterling face au dollar américain** compte tenu de la possible confiance excessive à l'égard des risques d'un Brexit dur. Si cette position a représenté un coût jusqu'ici, nous estimons cependant qu'il ne s'agit pas d'une couverture très coûteuse.

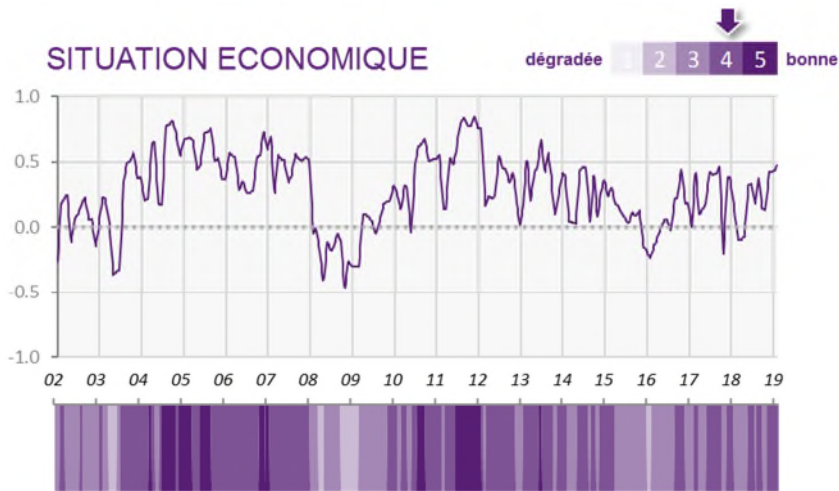
VUES TACTIQUES

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

● Vues du mois précédent
● Vues du mois

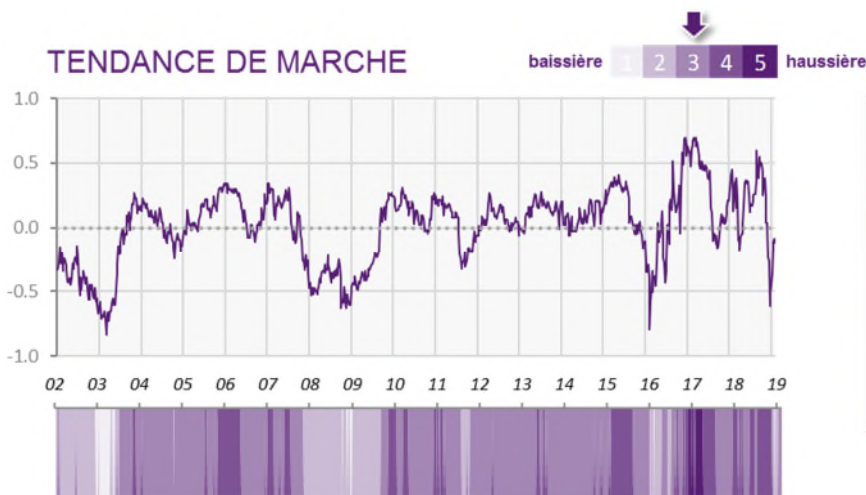
Perspectives Allocation

Indicateurs quantitatifs



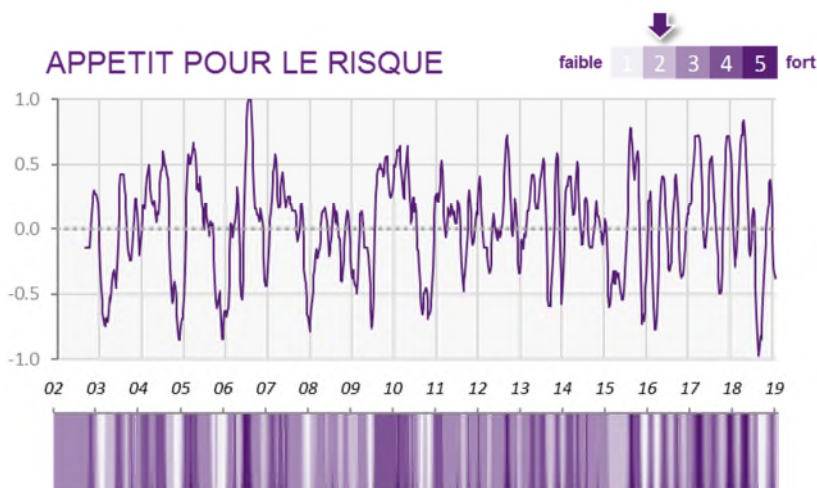
Cet indicateur, continu et compris entre -1 et +1, permet d'évaluer la conjoncture économique globale. Il est construit à partir du niveau et/ou de la dynamique d'un panel de données macro-économiques (croissance, inflation, valorisation, bénéfiques).

► 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.

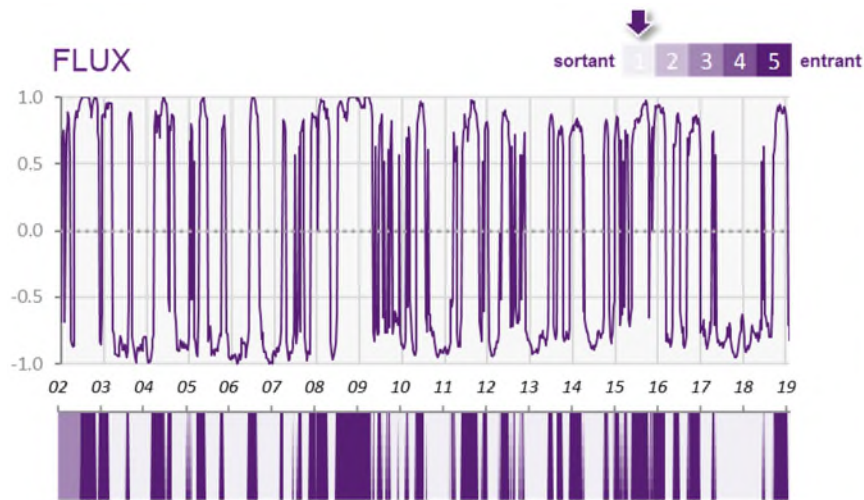


Cet indicateur, continu et compris entre -1 et 1, permet d'apprécier la recherche de risque à court terme des différents acteurs du marché. Il s'appuie sur l'analyse du niveau de risque (mesuré par la volatilité) et de sa rémunération par le marché (mesurée par les primes ou les spreads).

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

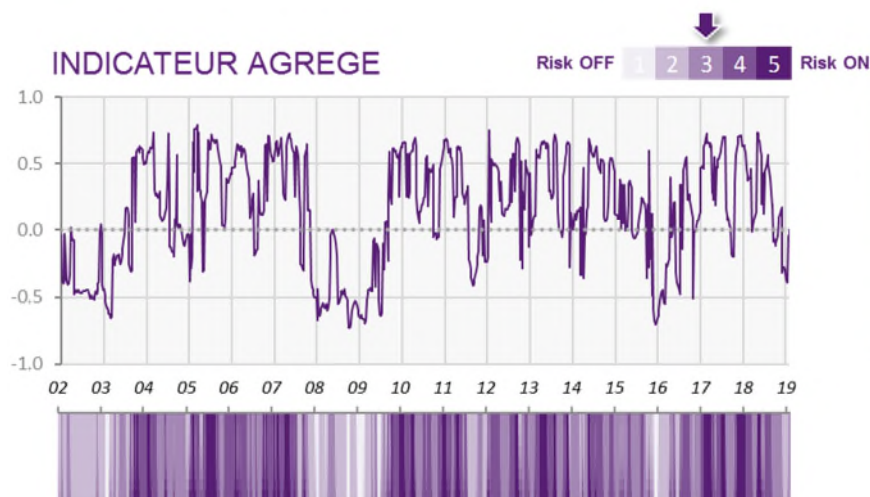
Perspectives Allocation

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%	12.0%	2.0%	
Eonia	10.0%	12.0%	2.0%	
GBP / USD	-	-2.5%	-2.5%	
EUR / JPY	-	-3.0%	-3.0%	
USD / SEK	-	-2.5%	-2.5%	
RUB / USD	-	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	-	10.0%	10.0%	
EMD \$	-	5.0%	5.0%	
Local EMD	-	5.0%	5.0%	
Actions développées	20.0%	20.0%		
EMU	2.0%	1.0%	-1.0%	
Europe ex-EMU	3.0%	-	-3.0%	
Amérique du Nord	12.0%	9.0%	-3.0%	
Japon	2.0%	5.0%	3.0%	
Pacifique hors Japon	1.0%	-	-1.0%	
Espagne	-	2.0%	2.0%	
Australie	-	1.0%	1.0%	
Oil & Gas	-	1.0%	1.0%	
Insurance	-	1.0%	1.0%	
Actions émergentes	10.0%	10.0%		
Asie Emergente	7.0%	6.5%	-0.5%	
Latam	1.5%	1.5%		
EMEA	1.5%	-	-1.5%	
Chine	-	1.0%	1.0%	
Russie	-	1.0%	1.0%	
Matières premières	5.0%	7.0%	2.0%	
Pétrole	2.5%	2.5%		
Métaux industriels	1.3%	1.3%		
Or	1.3%	3.3%	2.0%	
	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 février 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