

CROSS-EXPERTISE RESEARCH

16/12/15

Outlook 2016 : Ni tout à fait la même, ni tout à fait une autre...

Chef Economiste

Patrick Artus +33 1 58 55 15 00

Investment strategies

Evariste Lefeuvre +1 212 8916197

Nathalie Dezeure +33 1 58 55 99 93

Emilie Tetard +33 1 58 19 98 15

J. C. Machado +33 1 58 55 51 79

LEE Su Young +1 212 8915799

Marchés des taux d'intérêt et taux de changes

Jean-François Robin +33 1 58 55 13 09

Cyril Regnat +33 1 58 55 82 20

René Defossez +44 20 32 16 92 18

Nordine Naam +33 1 58 55 14 95

Lysú Pérez-Cortez +33 1 58 55 80 97

Matières premières

Abhishek Desphande +44 20 32 16 92 23

William Lapworth +44 20 32 16 91 83

Métaux précieux

Bernard Dahdah +44 20 32 16 91 31

Allocation Crédit

Thibault Cuillière +33 1 58 55 80 56

Thomas Zlowodzki +33 1 58 55 86 07

Hong My Nguyen +33 1 58 55 85 27

Actions

Sylvain Goyon +33 1 58 55 04 62

Stephen Ausseur +33 1 58 55 05 35

Benoît Peloille +33 1 58 55 03 07

Global Markets research.Natixis.com

Accès Bloomberg NXGR

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

- Sur bien des points 2016 devrait ressembler à 2015, les changements structurels en œuvre depuis 2008 se confirmant. A quelques différences près toutefois. La conscience des risques, de leurs imbrications et de leurs conséquences en est une. **Au cœur de ces risques, le dollar** sera sans aucun doute le facteur clé. Il restera un élément déterminant de l'évolution de la politique de change de la Chine, du prix des matières premières mais également, point nouveau, du degré des divergences des politiques monétaires. Car, autre différence avec 2015, si la question de la première hausse des taux de la Fed est désormais secondaire, **l'ampleur et la dynamique du cycle de resserrement monétaire aux Etats-Unis seront au cœur des interrogations.**
- En 2016, les divergences des politiques monétaires constitueront un déterminant majeur de l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change. Entre hausse prudente des taux aux USA et hausse du bilan de la BCE, **la liquidité continuera d'être abondante et favorisera la compression des spreads et le bull flattening en zone Euro en particulier pour les pays non-core.** Quant à la trajectoire du dollar, elle dépendra bien plus de l'évolution des anticipations de marché que du resserrement effectif de la Fed. **Cela contribuera à alimenter une certaine volatilité** et, en raison des évolutions induites (risque émergents, matières premières, renforcement des écarts cycliques...), un niveau de risque relativement élevé.
- Et ce d'autant que **la Chine pourra à tout moment provoquer des surprises négatives ou positives qui toucheront l'ensemble des marchés.** Enfin, en toile de fond d'autres facteurs (agenda politique zone Euro, crise institutionnelle en Europe, risque inflationniste avec en sous-jacent la perception d'une Fed *behind the curve* ou au contraire trop agressive...) pourront affecter les classes d'actifs.
- **Il faudra donc, plus que jamais, composer avec les risques.** Dans un marché entre volatilité liée aux changements de régime de risque et mode de liquidité, un retour au premier plan des considérations fondamentales pour les actions -**visibilité sur la croissance des cash-flows et donc des BPA** - nous paraît opportun. Les courbes de taux, en tous cas en Europe, devraient rester largement plates, profitant aux thématiques Growth en début d'année, soutenues, également, par un €/ \$ faible. Une pentification de la courbe européenne, coïncidant avec des attentes de croissance et d'inflation plus optimistes, serait le principal catalyseur à une rotation en faveur de la Value. Sur le crédit, 2016 ne corrigera pas l'absence de compression des spreads de 2015. Si les spreads de crédit n'ont pas été soutenus par le QE de la BCE, la croissance mondiale modeste et des taux toujours bas, il est difficile de croire qu'ils en bénéficieront en 2016, **les facteurs qui ont alimenté l'écartement des spreads de crédit en 2015 devant se renforcer.** Là aussi le retour aux fondamentaux primera.

Sommaire

1. Economie mondiale : les changements structurels toujours à l'œuvre	3
2. Investment strategies : Sorties de route	9
Ce qui restera de 2015 : Recherche de rendement et risques	10
Principales thématiques d'investissement pour 2016	11
Rendements attendus en 2016 : le rôle du carry	13
3. Marchés des taux d'intérêt et taux de changes : Doves don't cry	17
Politique monétaire : le grand fossé	17
Marchés émergents : perspectives FI/FX	23
4. Matières premières : les prix du pétrole resteront bas	25
Pétrole : offre excédentaire et faiblesse des prix perdureront en 2016	25
Métaux précieux : hausse du coût d'opportunité	29
5. Allocation Crédit : La Menace fantôme	32
Allocation crédit financières : long AT1 bancaires et subordonnées assurance	34
6. Actions 2016 : Ça ne va pas être facile	38

1. Economie mondiale : les changements structurels toujours à l'œuvre

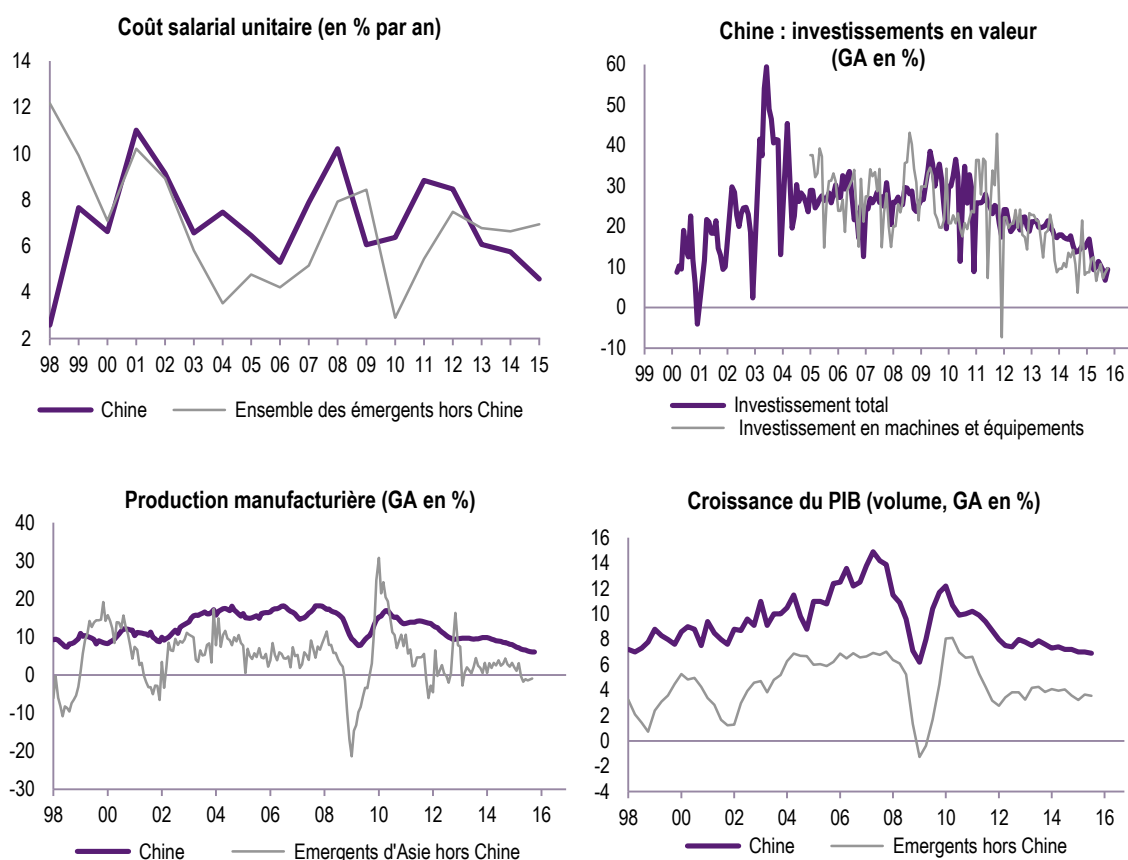
En 2016 l'économie mondiale confirmera les changements structurels apparus à partir de 2008. Nous présentons ici les six plus importants ainsi que leurs implications sur les marchés financiers

Perte de l'avantage de compétitivité-coût de la Chine et des pays émergents et arrêt du transfert du capital productif

La Chine et les autres pays émergents ont connu une forte hausse de leurs coûts salariaux, conduisant progressivement à la perte de leur avantage en termes de compétitivité-coût. On a ainsi observé :

- L'arrêt du transfert du capital productif vers la Chine et les pays émergents.
- L'arrêt du transfert de la production vers la Chine et les autres pays émergents.
- Le freinage de la croissance, surtout dans l'industrie, en Chine et dans les autres pays émergents.

Graphique 1 :

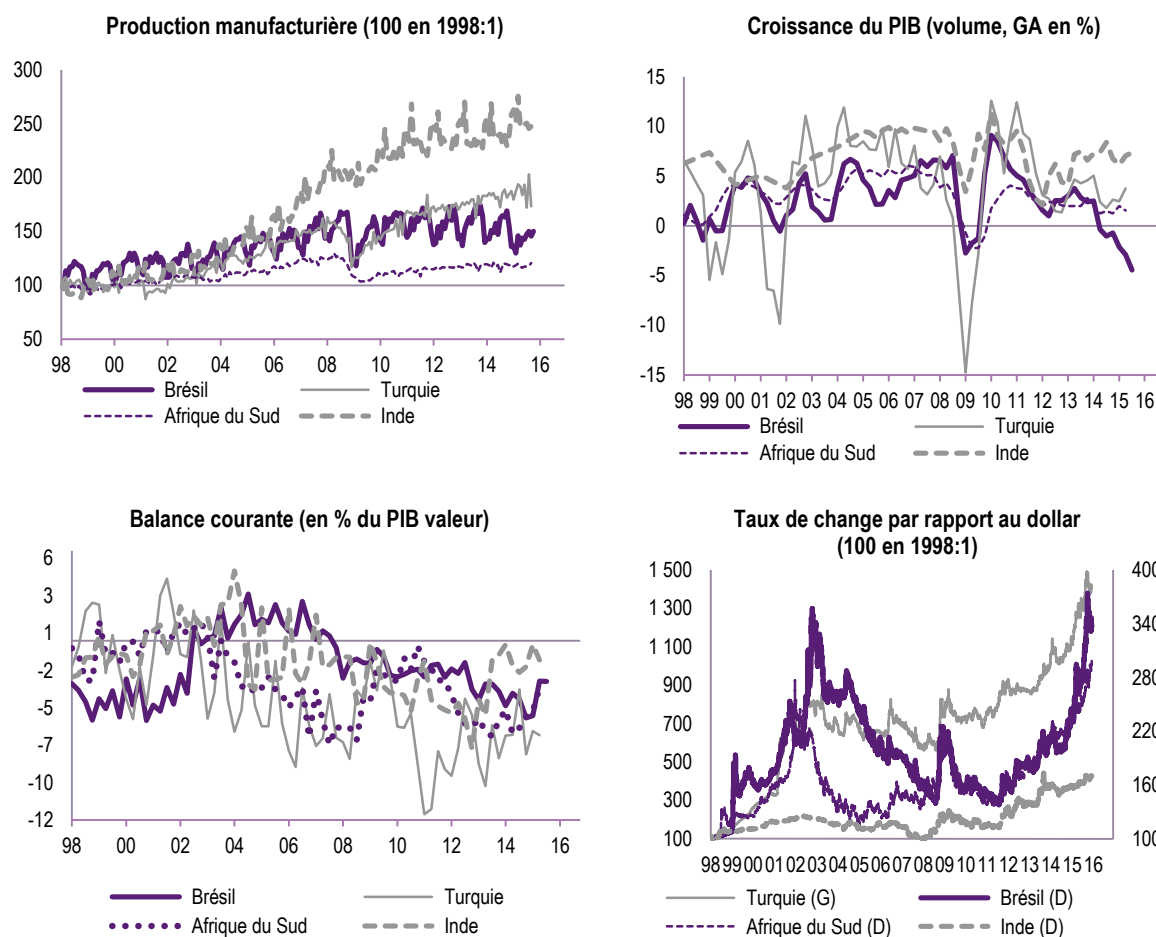


Sources : Datastream, Natixis

Problèmes d'offre, déficits extérieurs structurels et dépréciations du change dans plusieurs grands pays émergents

On a vu apparaître depuis la crise de 2008/09 de sérieux problèmes d'offre dans de grands pays émergents (nous prenons les exemples du Brésil, de la Turquie, de l'Afrique du Sud, de l'Inde) : insuffisance de la main d'œuvre qualifiée, donc hausse rapide des salaires ; insuffisance de la production d'électricité ; insuffisance des infrastructures de transport II en résulte le blocage de la production industrielle et le recul de la croissance (sauf en Inde avec l'importance du secteur des services et la faible taille de l'industrie), d'où aussi l'apparition de déficits extérieurs chroniques, l'appareil productif domestique ne pouvant pas satisfaire la demande pour les produits industriels, ce qui conduit à la dépréciation du change de ces pays.

Graphique 2 :



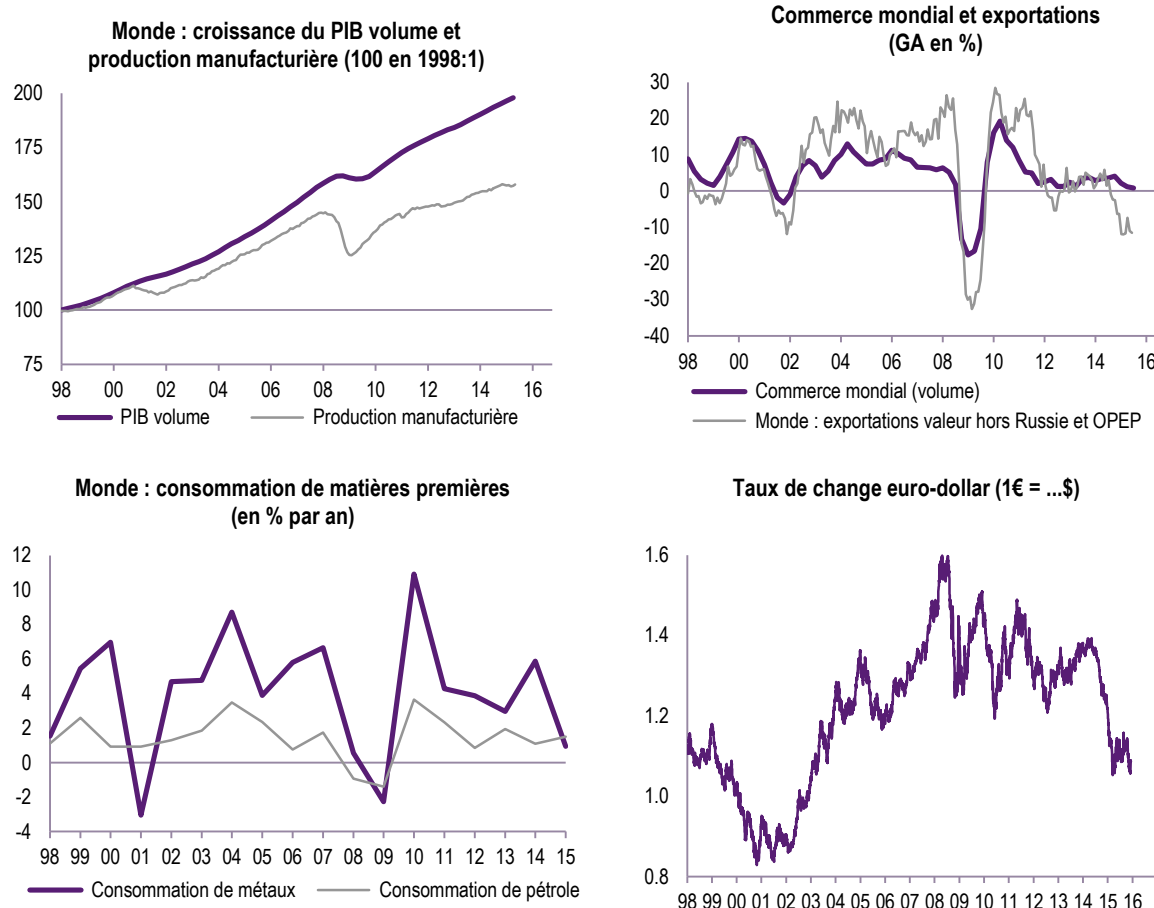
Sources : Datastream, Natixis

Transformation de l'économie mondiale en une économie de services

Avec le vieillissement démographique, avec la hausse du revenu, la demande de services progresse plus rapidement que la demande de produits industriels ; il en résulte la baisse du poids de l'industrie dans l'économie mondiale. **Les conséquences de la transformation de l'économie mondiale en économie de services sont importantes : faiblesse du commerce mondial ; affaiblissement de la demande de matières premières donc baisse des prix des matières premières; décorrélation des cycles** entre les différentes régions puisque les cycles ne sont plus corrélés par les échanges commerciaux.

La décorrélation des cycles entraîne la **divergence des politiques monétaires**, celle des taux d'intérêt, de forts mouvements des taux de change, ce qu'on voit aujourd'hui par exemple entre les États-Unis et la zone euro.

Graphique 3 :



Sources : Datastream, Natixis, FMI

Du ralentissement des gains de productivité aux difficultés des pays exportateurs de matières premières

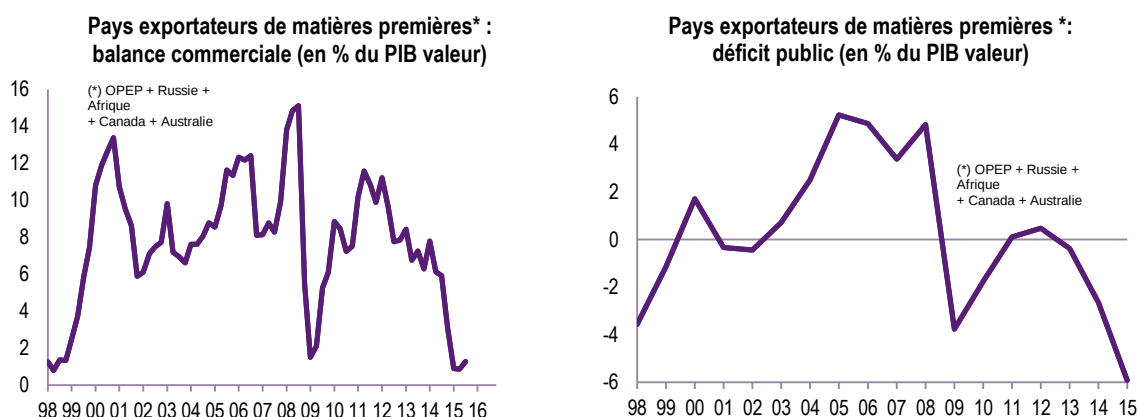
De façon régulière, les gains de productivité ralentissent dans pratiquement tous les pays, donc au niveau mondial, fortement en ce qui concerne les pays de l'OCDE

Ceci conduit à un ralentissement de la croissance potentielle qui contribue aussi à celui de la demande de matières premières.

Le freinage des gains de productivité malgré le développement d'Internet, du numérique peut être expliqué par la hausse du poids des services dans l'économie, par la perte d'efficacité de la Recherche-Développement dans les secteurs matures, par le faibles poids des secteurs producteurs des Nouvelles Technologies.

Les prix des matières premières sont donc affaiblis à la fois par la transformation de l'économie mondiale en économie de services et par l'affaiblissement de la croissance potentielle en volume. Il en résulte des difficultés structurelles pour les pays exportateurs de matières premières : pertes de croissance, disparition de l'excédent extérieur, déficit publics.

Graphique 4 :



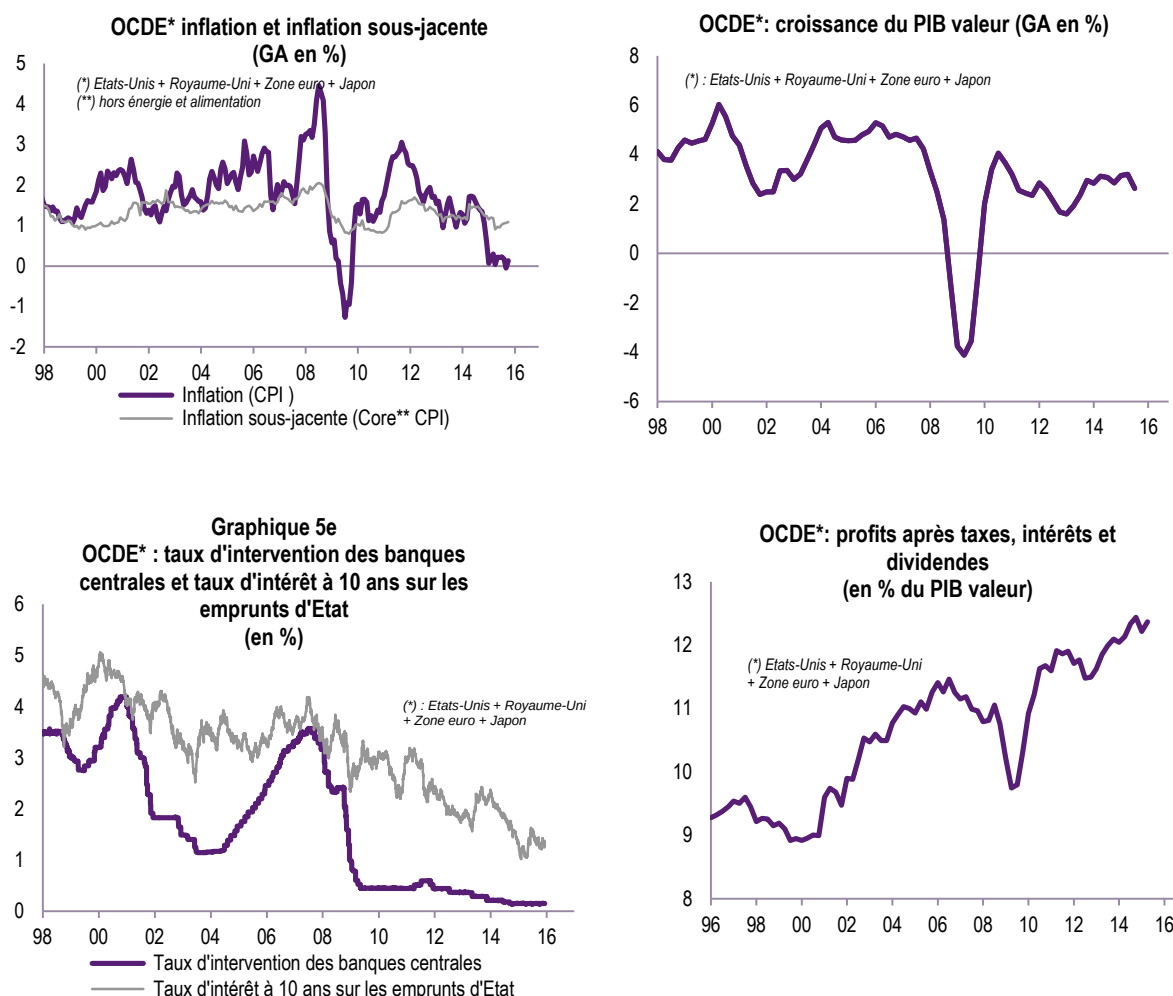
Sources : Datastream, Natixis, FMI

Dans les pays de l'OCDE, dérèglementation des marchés du travail, faiblesse de la croissance nominale et baisse des taux d'intérêt d'équilibre

On a observé dans les pays de l'OCDE que la flexibilisation des marchés du travail, la perte de pouvoir de négociation des salariés, conduit à de faibles hausses des salaires et des coûts salariaux même lorsque le chômage devient faible.

Cette évolution du fonctionnement du marché du travail a des conséquences importantes : faiblesse de l'inflation ; puisque la croissance potentielle en volume est aussi en recul, affaiblissement de la croissance nominale donc baisse des taux d'intérêt nominaux. Avec la faiblesse des hausses de salaires, déformation du partage des revenus en faveur des profits.

Graphique 5 :



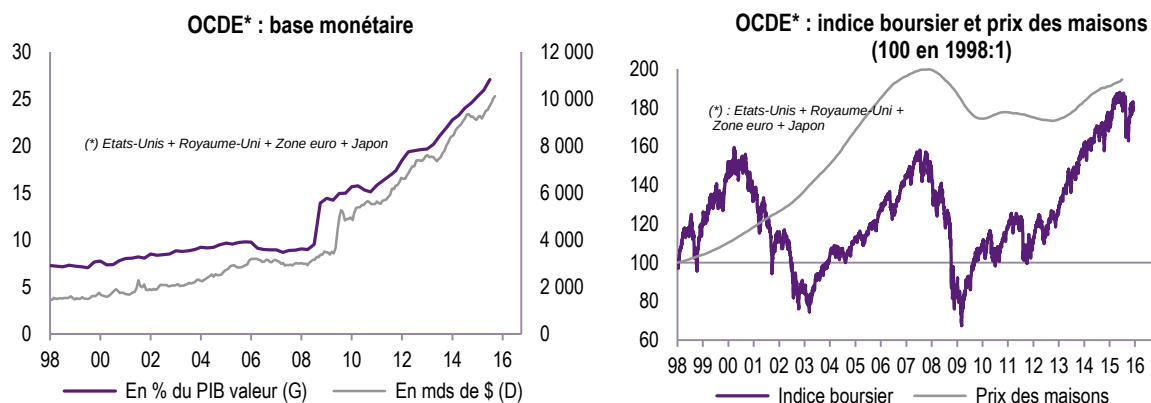
Sources : Datastream, Natixis

Disparition du « conservatisme » des Banques Centrales, hausse des prix des actifs, volatilité forte et variable.

Avec la faiblesse de l'inflation, les Banques Centrales des pays de l'OCDE sont passées à des politiques monétaires très expansionnistes : taux d'intérêt directeurs très bas, Quantitative Easing. Ceci conduit, dans les pays de l'OCDE, au soutien des prix des actifs, en particulier avec l'apparition d'une bulle obligataire. Ceci conduit aussi à accroître la taille des flux de capitaux, investis ou désinvestis des différentes classes d'actifs.

Dans les pays émergents et exportateurs de matières premières, les Banques Centrales rendent la politique monétaire plus expansionniste dès que la baisse de l'inflation le permet, ce qu'on voit clairement en Chine et en Inde par exemple. Mais, dans ces pays, l'expansion monétaire est contrariée par la perte de réserves de change, qui vient en Chine des sorties de capitaux liées à la perte de compétitivité, dans les pays exportateurs de pétrole de la baisse des exportations.

Graphique 6 :



Sources : Datastream, Natixis

Ces évolutions structurelles de l'économie mondiale ont des conséquences durables sur les marchés financiers, conséquences qui devraient s'observer de façon plus ou moins temporaires au cours de l'année qui vient :

- Perte de l'attractivité des pays émergents.
- Risque de change dans les pays émergents ayant un problème d'offre (Brésil, Turquie, Afrique du Sud, Inde).
- Difficulté des pays dont l'économie est liée au commerce mondial.
- Décorrélations des cycles entre les pays, donc divergence des politiques monétaires, donc mouvements importants des taux de change.
- Recul de la croissance mondiale, recul des prix des matières premières.
- Faiblesse de l'inflation dans les pays de l'OCDE.
- Niveau bas par rapport au passé des taux d'intérêt nominaux dans les pays de l'OCDE.
- Hausse de la rentabilité des entreprises des pays de l'OCDE, ce qui est bon pour les actions et les obligations d'entreprises.
- Difficultés structurelles des pays exportateurs de matières premières.
- Politiques monétaires très expansionnistes et hausses des prix des actifs dans les pays de l'OCDE ; volatilité forte et variable des prix des actifs avec l'augmentation de la taille des flux de capitaux.
- Politique monétaire devenant plus expansionniste dès que l'inflation le permet dans les pays émergents (ceci est déjà le cas en Chine, en Inde, en Corée).
- Perte de réserves de change en Chine, dans les pays exportateurs de pétrole, ce qui limite l'expansion monétaire mondiale et conduit à des ventes d'obligations.

Patrick Artus

2. Investment strategies : Sorties de route

2016 s'inscrira dans la continuité de 2015. Les niveaux de croissances affichés auront beau être très proches, les différences dans les positionnements cycliques des grandes économies seront au cœur des stratégies d'arbitrages. Elles reposeront largement sur le double prisme Chine / Dollar: le resserrement de la Fed va accentuer les divergences de taux d'intérêt tandis que la Chine pourra à tout moment provoquer des surprises négatives ou positives qui affecteront l'ensemble des marchés émergents, par le bais des matières premières notamment. En toile de fond d'autres thèmes (crise institutionnelle en Europe, détérioration plus rapide qu'anticipée de la profitabilité, risque inflationniste,...) affecteront les arbitrages par classes d'actifs et par région.

Tableau 1 : Principales vues pour 2016

Prudemment haussier sur l'USD	Pros	Ecart cyclique historique entre l'USD et le reste du monde. Normalisation vs.QE trade
	Cons	La performance historique post-resserrement est clairement incertaine
Long actions EUR	Pros	Reprise de l'investissement, un EUR/USD plus bas, écarts de valorisation (France, Espagne), Draghi Put
	Cons	Risques idiosyncratiques : Brexit, élections, Grèce. Croissance décevante des EPS anticipés
Short pétrole (S1-2016)	Pros	A horizon 6-mois : el Nino (temps chaud), pas d'ajustement de la production Opep, stocks abondants
	Cons	Situation en Syrie
Eviter les trades re-inflationnistes	Pros	Une inflation tirée par les salaires est hors scénario, les prix du pétrole pourraient chuter davantage
	Cons	Sensibilité des investisseurs à l'illusion optique liés aux effets de base
Long Value Europe (et US)	Pros	Taux d'intérêt LT plus élevés (U.S. & Bund) et protection éventuelle contre une surprise haussière sur l'inflation
	Cons	Croissance inattendue des EM ou fort rebond de l'EUR/USD
Short or / Long métaux de base	Pros	Taux élevés et faible inflation nuisibles à l'or. Roll faiblement négatif pour les métaux
	Cons	La Chine sombre en récession et déprécie le RMB
Short US HY / Long EU HY	Pros	Les spread US s'élargissent (cycle, hausse de la Fed) alors que la reprise en zone Euro limite l'élargissement des spreads
	Cons	Forte augmentation de l'aversion au risque et/ou craintes croissantes concernant la liquidité
Long Bund / Short T-Notes	Pro	Ecart de taille de bilan entre Fed et BCE / Fed Funds vs. taux de dépôts négatifs
	Cons	Les écarts de croissance nominale suggèrent un resserrement des spreads (problématique de long terme)
Long Non-Core / Short Core	Pro	Resserrement de la Fed / corrélation taux longs core malgré le PSPP. Recherche de rendement sur Bonos/BTP
	Cons	"Taper" prématuré de la BCE / regain du risque politique (en baisse: Grèce/Espagne, en hausse: Portugal/Irlande/France)
Favoriser les secteurs exposés à la demande domestique	Pro	Long (biens discrétionnaires/IT/santé) Short (énergie/matériaux/indust.) avec un commerce mondial faible (Dry Index)
	Cons	Fort rebond du prix du pétrole / risque Chine à la hausse
Aplatissement B/E courbes U.S. et zone Euro	Pro	Augmentation mécanique de l'inflation en mi-2016 (effets de base)
	Cons	Pressions baissières sur les prix du pétrole
Retour en positif des swaps spread US	Pro	Les limites réglementaires/arbitrages + bear flattening de la courbe 2/10 + faibles émissions HY
	Cons	"Stop and go" de part de la Fed
Aplatissement US / Pentification EGB	Pro	Resserrement Fed, baisse taux de dépôt BCE mais la partie longue de la courbe reste corrélée/rotation sur actions €
	Cons	
Exposition provisoire aux EM	Pro	Privilégier les EM en phase II: stabilisation des devises + marge pour politiques domestiques accommodantes
	Cons	Attention au pétrole et pays dépendants de la Chine. Baisse de l'USD pourrait déclencher un rallye indiscriminé / EM
Continuer de favoriser les PECO	Pro	Exposition limitée à la Chine (1.1% des export. tot. vs. 9% Latam et 11% Asie) + stimulus BCE
	Cons	« Taper » prématuré de la BCE

Source : Natixis

Ce qui restera de 2015 : Recherche de rendement et risques

De nombreux thèmes d'investissements ayant émergé en 2015 resteront d'actualité tout au long de 2016. Avec l'augmentation du bilan de la BCE et de la Banque du Japon et le statu quo de la Fed en 2015, la **recherche de rendement** a dominé les stratégies. Cette quête continuera pour les investisseurs dans l'impossibilité d'internationaliser leurs portefeuilles. Le sujet des **taux d'intérêt négatifs** n'est pas clos et devrait persister tout au long de 2016, en particulier en Europe (QE vs faiblesse de l'offre nette de papiers). De la même manière, les risques d'une **crise de liquidité**, mis en évidence lors du sell-off provoqué par la Chine en août dernier, subsistent. Pour 2016, ce n'est pas tant l'assèchement de la liquidité qui sera un enjeu mais la réticence de certains investisseurs à s'exposer à des actifs illiquides dans un contexte de hausse des taux des actifs sans risque (US Treasuries). Le **ménage à trois économies émergentes/matières premières/dollar US**, avec le cercle pernicieux affaiblissement des devises des économies émergentes/probabilité d'une nouvelle dépréciation du Yuan/ chute des actifs risqués des marchés développés, continuera d'animer 2016. Dans ce contexte, la question de la fin du **cycle haussier du dollar** restera en suspend bien que la fin de l'incertitude sur la première hausse de taux de la Fed et la probabilité quasi nulle que la Fed se montre plus agressive limitent le risque d'overshooting du dollar. Une évolution en ligne avec les observations empiriques montrant que l'essentiel de l'appréciation du dollar a lieu avant et non après les durcissements monétaires. S'agissant du **resserrement quantitatif de la liquidité mondiale**, induit par la baisse des réserves de la Chine et des pays pétroliers, il devrait être nettement moins marqué (stabilisation des sorties de capitaux des économies émergentes, notamment en Chine avec le contrôle des capitaux). Les risques d'un assèchement structurel des acheteurs de bons du Trésor américains sont par conséquent limités.

Si une partie des incertitudes relatives à la politique de la Fed est levée, **les risques macroéconomiques restent nombreux en cette fin 2015**. Il en est ainsi du débat en cours sur **l'impact relatif des forces cycliques et structurelles** : de nombreuses **économies émergentes** sont en situation de « middle income trap » et la dépréciation des devises n'est plus suffisante pour permettre un rebond cyclique. Les économies émergentes sont face à un nouveau dilemme: seule une stabilisation du dollar sera bénéfique à l'ensemble des économies émergentes. Elle donnerait, au moins temporairement, aux responsables locaux la possibilité d'un recentrage de leur politique économique sur des objectifs domestiques. Le niveau des primes de risque sur les actifs et taux de change émergents, suggère que toute bonne nouvelle peut être à l'origine de rallyes indifférenciés, la discrimination présentant de l'intérêt à moyen terme (difficultés durables et structurelles que connaissent de nombreux pays). **Les mesures de soutien pourront-elles permettre à la Chine de sortir de la phase de croissance molle?** Un signal positif sur la croissance chinoise augmenterait sans aucun doute l'attractivité des actions émergentes. A l'inverse, quelle est, en dépit de l'introduction du RMB au panier du SRD, la probabilité d'un recours à une nouvelle vague de dévaluation ? Pourrait-elle être évitée dans un contexte d'appréciation du dollar? Un scénario de type Aout/Septembre 2015 serait alors difficilement évitable. Une moindre pression sur le dollar permettrait à la Chine de maintenir sa politique de rééquilibrage en évitant des mouvements erratiques du taux de change. Une fois encore la réaction du dollar à la hausse des taux de la Fed sera un élément clé tout au long de l'année 2016.

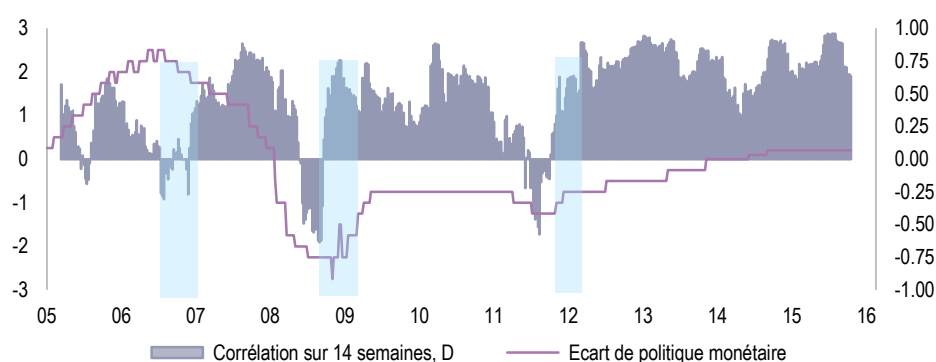
Trois autres évolutions macroéconomiques seront à surveiller, de façon plus ou moins étroite. **Le risque pétrole** semble être orienté à la baisse pour plusieurs raisons et les impacts, désormais bien connus, seront dans la continuité de 2015. **Le retour de la courbe de Phillips** (lien entre le taux de chômage et l'inflation) aux Etats-Unis et au Royaume-Uni - risque de Fed en retard sur l'inflation (« behind the curve ») - changerait drastiquement le panorama pour les obligations souveraines et corporates. Ce risque est minime selon nous, la probabilité d'une nette accélération des salaires restant très faible. Le risque inflationniste n'est donc pas salarial mais il n'est pas non plus impossible avec l'illusion d'optique liée aux effets de base : l'inflation augmentera

mécaniquement en 2016 uniquement sous l'influence des prix du pétrole. En Europe, avec la dissipation des soutiens temporaires (faiblesse du pétrole et baisse de l'euro), **l'amélioration observée de l'offre** sera-t-elle suffisante pour permettre une reprise significative de l'investissement? La réponse est certainement positive.

Principales thématiques d'investissement pour 2016

Normalisation des politiques monétaires Fed/BoE vs statu quo ou extension BOJ/ BCE. A priori, l'asymétrie entre normalisation et expansion devrait favoriser les stratégies de carry trade au sein de l'univers FX. Néanmoins, l'extrême sensibilité des membres de la Fed à la force du dollar constituera toujours une source d'instabilité majeure pour ce type de stratégies. Le relèvement de la Fed entrainera un mouvement haussier sur les parties longues des courbes de taux. Pour de nombreuses banques centrales, l'objectif sera de lutter contre la tendance des taux à long terme à évoluer de façon synchronisée. Les QE de la BCE et de la BoJ seront-ils suffisants pour contrer les pressions haussières du T-Note sur la partie longue de la courbe des taux ? Le graphique suggère que les changements de directions des politiques monétaires sont généralement propices à une déconnection des pentes de courbes de taux mais que ce mouvement est rarement durable.

Graphique 7 : Etats-Unis vs Zone Euro : écart de politique monétaire et corrélation des pentes de courbe des taux



Sources : Bloomberg, Natixis

Normalisation des politiques monétaires et analyse traditionnelle du cycle et de la rotation entre actifs ou secteurs. Bien que la normalisation de la politique monétaire n'implique pas que la liquidité s'évapore, l'existence d'un lien entre la hausse des taux d'intérêt et la position cyclique a un impact sur le prix des actifs. Parmi les thèmes que l'on peut exploiter en 2016, deux nous semblent centraux. **La divergence cyclique** : la rotation sectorielle à travers le cycle ou en fonction des phases de durcissement ou assouplissement monétaires est un sujet majeur de 2016. Le tableau ci-dessous montre que les secteurs cycliques surperforment le marché dans les phases d'expansion (baisse des taux), excepté à la fin des années 90 lorsque les actions étaient en régime de bulle. A noter, tout particulièrement pour 2016, une sous-performance des secteurs cycliques en phase de resserrement de la Fed. En termes de style, « value » et momentum surperforment nettement les valeurs de croissance (« growth ») durant les phases restrictives

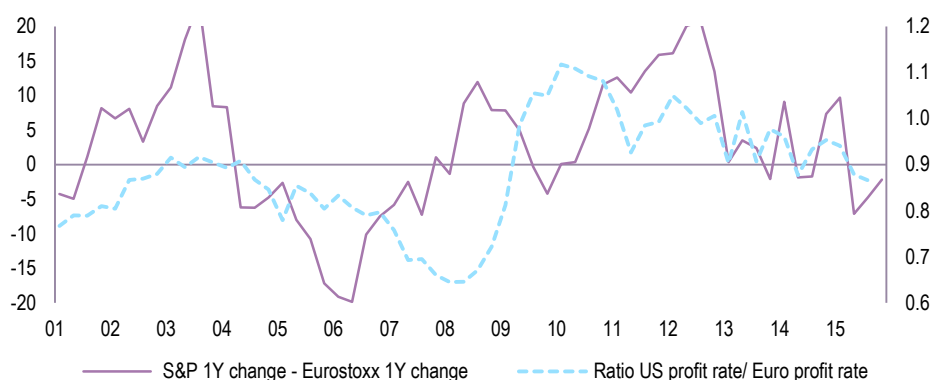
Tableau 2 : Cycle de taux et stratégies actions

	Expansionniste								Rendement moyen	Rendement moyen pré- crise
	12/18/1990-5/16/1994		1/31/1996-8/23/1999		1/31/2001-6/29/2004		8/17/2007-current			
	Return	Sharpe Ratio	Return	Sharpe Ratio	Return	Sharpe Ratio	Return	Sharpe Ratio		
Cycliques / non -cycliques	8.87%	-0.39	11.38%	-1.81	-1.57%	0.04	1.08%	0.33	4.94%	6.23%
Valeur vs croissance	4.25%	-2.38	-8.54%	-4.73	-0.25%	3.18	-3.24%	2.06	-1.95%	-1.52%
Small- Big	7.99%	-2.92	-16.09%	-3.76	9.47%	3.47	1.39%	3.47	0.69%	0.45%
Momentum	14.20%	-1.30	11.37%	-1.60	5.89%	1.09	-5.24%	0.19	6.56%	10.49%
SPX	8.44%		22.83%		-3.54%		-4.70%		5.76%	9.25%
Excess over Market (Cyc-NonCyc)	0.43%		-11.45%		1.97%		5.78%		-0.82%	-3.02%
	Restrictive						Rendement moyen		Rendement moyen pré- crise	
	5/17/1994-1/30/1996		8/24/1999-1/30/2001		6/30/2004-8/16/2007					
	Return	Sharpe Ratio	Return	Sharpe Ratio	Return	Sharpe Ratio				
Cycliques / non -cycliques	2.80%	-6.45	-13.34%	-2.20	-3.56%	-3.45			-4.70%	-175.85%
SPX	22.68%	-7.49	0.01%	-0.39	9.79%	-1.96			10.83%	-151.20%
Valeur vs croissance	-2.99%	-9.55	12.54%	-3.32	4.12%	-2.07			4.56%	-254.63%
Small- Big	-3.87%	-5.23	7.15%	0.08	3.21%	-0.92			2.16%	-101.80%
Momentum	8.85%		18.88%		4.67%				10.80%	10.80%
Excess over Market (Cyc-NonCyc)	-19.88%		-13.35%		-13.35%				-15.53%	-15.53%

Source Natixis

Cycle de profitabilité: la profitabilité est en voie d'amélioration en Europe et devrait diminuer aux Etats-Unis. Cela peut-il conduire à un arbitrage géographique fort? La réponse se trouve dans le graphique suivant qui suggère que l'affaiblissement de la profitabilité des entreprises américaines combiné à l'amélioration en cours de la situation des entreprises européennes devrait conduire à une surperformance des actions de la zone euro. Les écarts de positionnement cycliques ont donc un impact majeur sur les performances relatives de nombreux actifs.

Graphique 8 : Etats-Unis vs Euro: actions et taux de profit



Sources : Datastream, Natixis

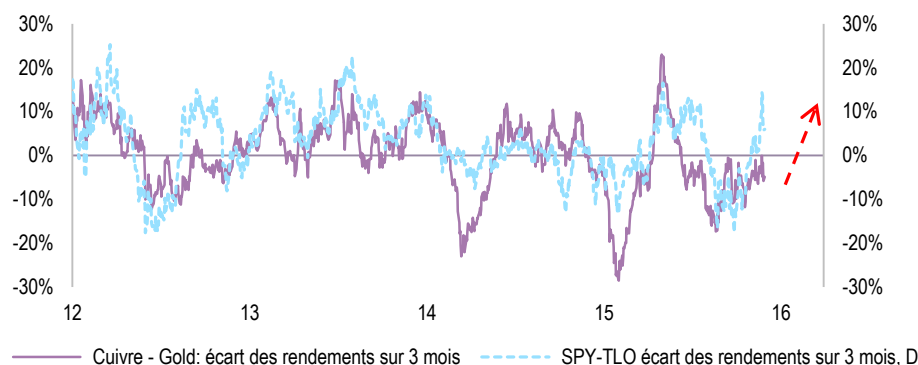
Rendements attendus en 2016 : le rôle du carry

Le carry est, avec la variation du prix, l'un des déterminants majeurs du rendement attendu. Il offre une idée très précise de la part de la performance qui peut être connue *ex-ante*. Il nous semble donc instructif d'identifier, pour chacune des classes d'actifs, le carry offert pour l'année 2016. On peut ainsi distinguer la part des rendements qui dépend de nos hypothèses sous-jacentes en matière de directionnel de celle qui échoit au carry.

Matières premières : intérêt pour le cuivre

Pour les matières premières le carry correspond au roll sur la première année de la courbe des contrats futures. Aujourd'hui, la plupart des courbes de futures sur matières premières sont en contango et les courbes les plus pentues concernent le pétrole. Un carry négatif associé au contango peut être analysé comme un point-mort au-dessous duquel toute hausse du prix du sous-jacent sera annihilée par l'effet du roll. Le carry coûte entre 10 et 12% pour le pétrole, donc à moins d'une hausse du spot supérieure à ce seuil, les performances totales seront négatives. Nous resterons donc sous-pondérés sur cet actif. En revanche, c'est le directionnel du prix spot qui nous éloigne des métaux précieux, en raison de l'impact négatif de la hausse attendue des taux d'intérêt (cout d'opportunité). Ce sont donc les métaux de base qui attireront notre attention (en relative value tout du moins). Toute bonne surprise sur la Chine ou les émergents est susceptible d'entraîner un rendement positif pour le cuivre en 2016. C'est un pari que nous pourrions envisager dans un contexte de stabilisation (ou hausse modérée) du dollar. Le graphique ci-dessous montre à cet égard que la surperformance des actions contre taux (rotation pré/post Fed) joue clairement à l'avantage du cuivre.

Graphique 9 : Cuivre/Or et ETF SPY- ETF TLO



Sources : Bloomberg, Natixis

Obligataire souverain : appétit pour le souverain périphérique

Sur cet univers, le carry est la somme du coupon et du roll sur la courbe (le rendement de l'obligation enregistré si toute la structure par terme des taux d'intérêt restait inchangée pendant un an). L'aplatissement de la courbe allemande (effet QE et allongement de l'exposition vers des maturités éloignées) a eu pour effet de réduire considérablement le roll. Seul l'effet coupon apporte un soutien au carry *ex-ante*, même si on est loin des niveaux de carry anticipés pré-QE de la BCE. Deux tendances risquent de marquer 2016 : 1/ l'effet « contagion Fed » et la hausse mécanique de l'inflation. Les pays core, France et Allemagne notamment, souffriront de l'effet d'entraînement de la hausse des taux de la Fed sur le rendement du TNote. Bien que limitée par les achats de la BCE. Cela effacera, dans le cas de l'Allemagne, l'essentiel du carry attendu ; 2/ QE BCE et recherche de

rendement : en dépit de la hausse du rendement du Bund, l'appétit pour le risque non-core et la recherche de rendement vont comprimer les spreads core/non core. Pour les périphériques, l'attractivité ne vient pas du carry (niveau proche de celui du cœur), mais du resserrement des spreads à venir (Espagne notamment).

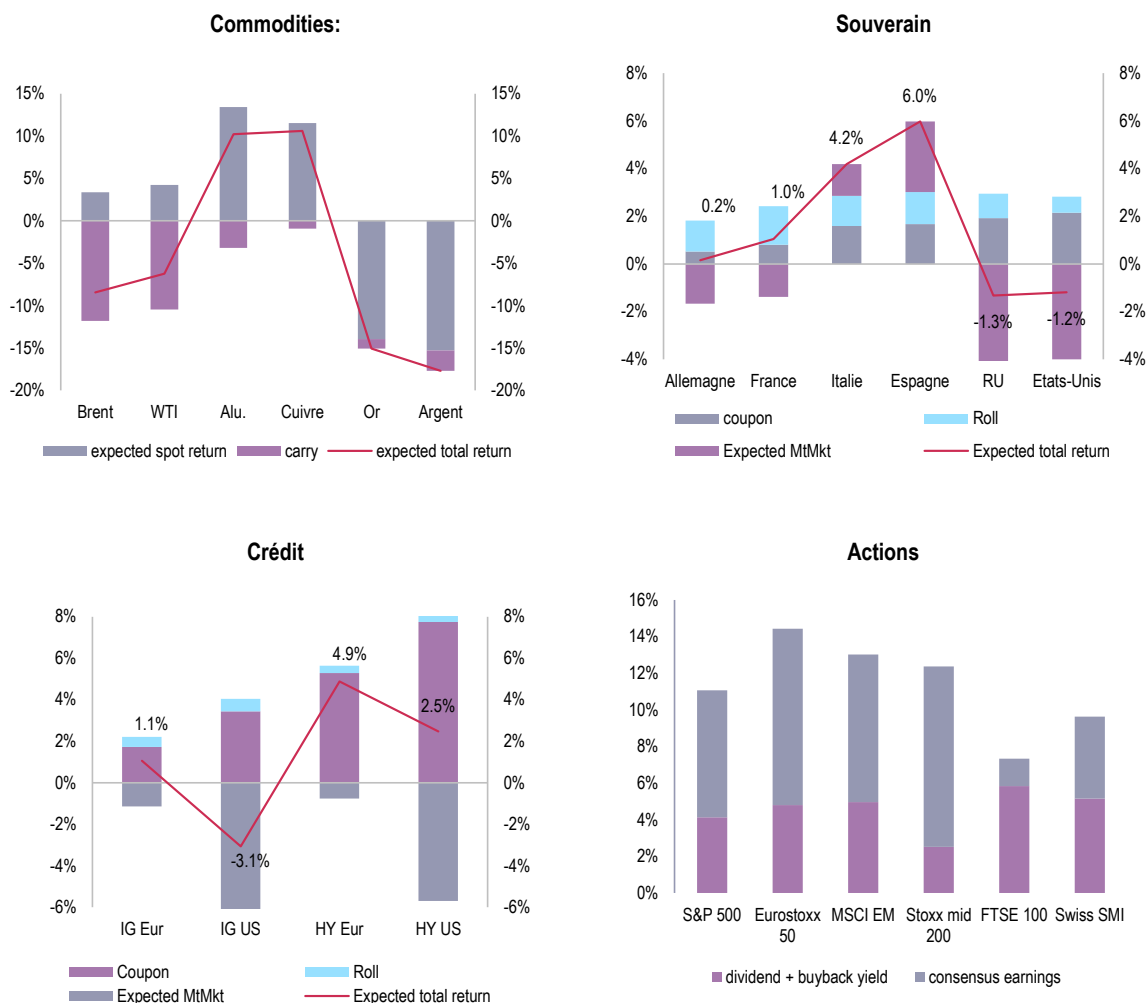
Crédit : préférence pour l'Europe

Le rendement d'une obligation corporate dépend, selon la qualité de crédit, d'un facteur taux d'intérêt (taux sans risque) et d'un facteur spread (défaut). Le carry est donc composé d'un effet coupon (taux + spread) et d'un roll. De même, l'exercice de prévision (effet valorisation) repose en grande partie sur l'évolution du spread de crédit et du taux swap de même durée. A ce scénario s'ajoutent les hypothèses d'évolution des taux d'intérêt (swaps US et EUR), pour aboutir aux rendements totaux (graphique). Le carry est naturellement plus élevé sur le HY (High Yield) que sur l'IG (Investment Grade) (effet coupon), et plus généralement l'effet coupon est bien supérieur à l'effet roll. Géographiquement, notre préférence va à l'Europe: le relèvement par la Fed n'est pas favorable à l'obligataire dans son ensemble et le marché US est pénalisé par l'offre et les fondamentaux. En performance totale, cette situation est défavorable au HY mais surtout à l'IG pour lequel la performance totale pourrait même être négative (niveau des taux et des coupons trop faible pour compenser la baisse de valorisation). L'écartement des spreads en Europe sera, lui, plus modeste (plus faible remontée du taux de défaut, besoins de financement moins importants, soutien indirect de la BCE) mais les performances totales restent peu attractives relativement aux attentes sur le souverain périphérique.

Actions : surpondération européenne mais surveiller les croissances de BPA

Stricto sensu, le carry des actions se limite à la somme du taux de dividendes et du taux de rachat d'actions (buybacks), c'est-à-dire 4% par an. Ce sont en effet les seuls contributeurs qui sont connus ex-ante. Il est cependant possible d'élargir le concept de portage à une autre composante: la croissance anticipée des bénéfices par action. Certes, elle n'est pas garantie mais cela permet de raisonner à PER constant (ou rendement hors effet valorisation). On devra toutefois prendre avec prudence les contributions ex-ante des différents composants du rendement des actions tant la contribution du carry est faible. Ces précautions posées, on peut clairement identifier quelques arbitrages géographiques pertinents pour l'année 2016. Le graphique ci-dessous plaide en faveur des actions européennes. La surprise pourrait venir, bien évidemment, des révisions de BPA mais aussi, et surtout, des PER. L'écart de PER joue plutôt à l'avantage des actions U.S. pourtant déjà très chères. Notre surpondération européenne repose donc fortement sur l'absence de déception en matière de croissance des BPA européens en 2016.

Graphique 10 : Rendement attendu à 1 an

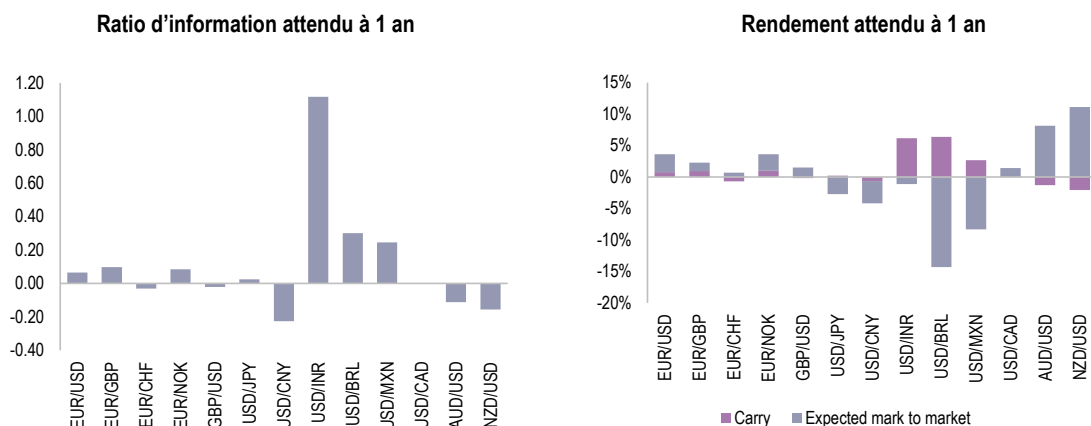


Source : Natixis

Taux de change : privilégier l'indice carry diversifié

Les stratégies de carry, qui consistent à arbitrer les devises en fonction des écarts de taux d'intérêt, n'ont pas présenté de performance particulièrement remarquable en 2015. La très forte sensibilité des stratégies de carry à l'aversion pour le risque suggère que les écarts de taux ne sont pas suffisants pour jauger l'attractivité ex-ante de telle ou telle paire. Il semble plus approprié de d'utiliser le ratio d'information (écart de taux rapporté à la volatilité implicite à 12 mois). Sous cet angle, les stratégies de carry les plus intéressantes concerneront les devises émergentes (INR/BRL/MXN), les banques centrales ayant relevé leur taux pour lutter contre la chute de leur monnaie et l'inflation (importée) induite par les dépréciations. Néanmoins, il nous paraît bien trop tôt pour s'exposer démesurément sur les devises émergentes. Comme on l'observe ci-dessous, le directionnel prix risque d'être une fois de plus très défavorable tant pour les devises EM que pour les fameuses « commodity currencies ».

Graphique 11 :



Source : Natixis

Nous privilégions une exposition à un indice carry diversifié (long des devises ayant des taux plus élevés que le taux US, short des autres) qui surperforme assez nettement les autres indices (à l'exception de l'indice émergent) en phase de resserrement monétaire américain.

Tableau 3 : Cycle de taux et stratégies change

			Carry	Momentum	Value	Emerging	Commodities
Expansionniste	1/31/2001-6/29/2004	Perf. moyenne	22.42%	8.45%	-4.90%	-1.13%	4.99%
		Sharpe	1.8128	1.2447	-1.0708	-0.5956	0.6585
	8/17/2007-10/30/2015	Perf. Moyenne	-0.21%	6.55%	0.66%	-0.27%	0.34%
		Sharpe	-0.1250	0.9224	-0.0373	-0.2931	-0.0640
		Moyenne globale	11.10%	7.50%	-2.12%	-0.70%	2.66%
Restrictive	8/24/1999-1/30/2001	Perf. moyenne	12.53%	4.29%	-5.88%	12.18%	-0.24%
		Sharpe	2.7582	-1.8509	-7.9757	2.5656	-4.6579
	6/30/2004-8/16/2007	Perf. Moyenne	6.05%	5.39%	-2.53%	5.66%	3.52%
		Sharpe	0.1341	0.1641	-2.6366	0.1315	-0.2463
		Moyenne globale	9.29%	4.84%	-4.21%	8.92%	1.64%

Source : Natixis

Evariste Lefeuvre
Nathalie Dezeure
Emilie Tetard
Jean-Christophe Machado
LEE Su Young

Extrait de « Outlook 2016 : Sorties de route », publié le 2 décembre 2015

3. Marchés des taux d'intérêt et taux de changes : Doves don't cry

Politique monétaire : le grand fossé

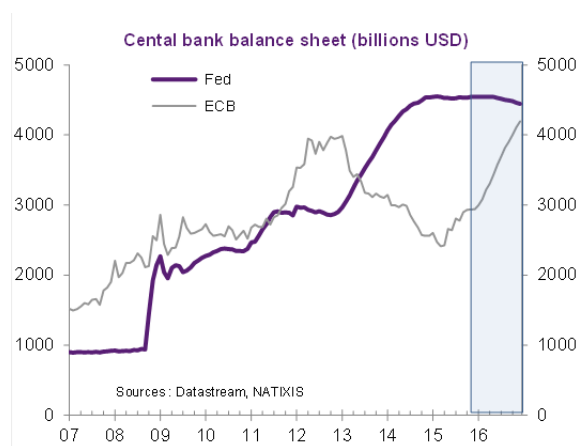
Rares sont les épisodes où les taux de la Fed et de la BCE n'ont pas été synchronisés. Il en ira désormais différemment, au moins dans les prochains mois. 2016 verra ainsi un épisode rare de divergence des politiques monétaires.

Aux **Etats-Unis**, le marché n'intègre que 3 hausses des taux de 25pb d'ici la fin de l'année prochaine. Autrement dit, le marché anticipe 3 fois 25pb au maximum et nous 5 d'ici la fin 2016. Une des grandes questions sera de voir si, en 2016, la Fed aura de nouveau la main ou si, comme cette année, les marchés auront eu raison de ne pas trop écouter le FOMC. La première hausse depuis 2006 en cette fin d'année nous fait pencher pour la première solution : les hausses de taux devraient être plus marquées que ne l'anticipe le marché sans pour autant que l'on puisse parler d'une normalisation des taux ou d'un cycle haussier classique des Fed Funds. On ne peut exclure, en effet, qu'on se rapproche du point de retournement du cycle de reprise initié en 2009 (quelques signes de retournement de cycle comme la baisse de la profitabilité, la progression des défauts etc) et que la Fed se garde de ne pas trop laisser le dollar s'apprécier.

Côté BCE, si l'essentiel des baisses de taux est désormais sans doute derrière nous (sauf à ce que la Fed s'arrête beaucoup plus vite qu'anticipé), la liquidité excédentaire va néanmoins continuer d'augmenter encore probablement pendant 2 ans entre les TLTRO qui seront servis sans limite jusqu'à la fin 2017, le programme d'achat prolongé d'au moins 6 mois jusqu'en mars 2017 (au lieu de septembre 2016 précédemment), élargi aux dettes locales et régionales et le réinvestissement des titres arrivant à maturité. Si le marché a été déçu par l'absence de QE2, le rallongement de l'APP et le réinvestissement des titres arrivant à maturité devrait augmenter le bilan de la BCE de 650 Md€ supplémentaires d'ici 2019 soit (6,5% de PIB).

La nouveauté dorénavant et pendant la durée du QE est que le nouveau taux directeur est le taux de dépôt. Pour l'instant la BCE ne parle pas de taux plancher à -0,30% et nous ne pouvons totalement exclure qu'en cas de Fed réticente à prolonger ses hausses et de forte remontée de l'euro, elle puisse de nouveau ouvrir le robinet. Et même si ce n'est pas le cas, comme nous l'anticipons désormais, il n'en demeure pas moins que, d'ici la fin d'année prochaine, nous attendons un écart de taux directeurs dans notre scénario que nous n'avons pas connu depuis 2007, le Fed Fund terminant l'année 2016 à 1,50% alors que le repo de la BCE restera au pire inchangé (le biais restant baissier en 2016). Une divergence qui se retrouve dans la trajectoire des bilans respectifs des 2 banques centrales (cf. graphique ci-dessous).

Graphique 12 :



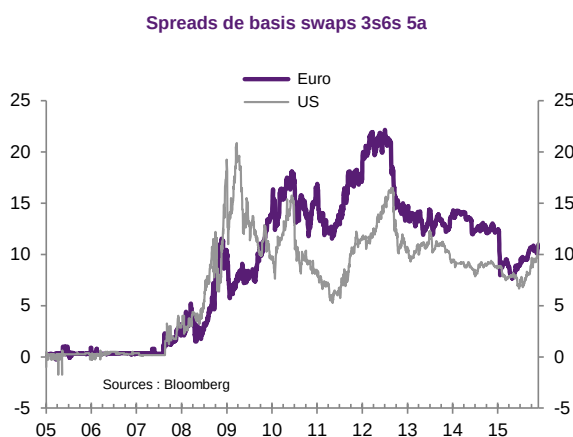
Sources : Datastream, Natixis

La **BoE** devrait se retrouver un peu entre les 2 et nous prévoyons une hausse à la mi-2016 dans un mouvement encore plus limité qu'aux USA en l'absence d'inflation salariale, d'action contraire de la BCE et de politique budgétaire restrictive. Le repo ne devrait, ainsi, pas dépasser 1% à la fin 2017.

Ailleurs, la BoJ devrait rester très accommodante, les suisses, Riskbank et danois seront sous pression si les anticipations de baisses du dépôt de la BCE venait à trop peser sur leurs taux de change. La Banque Centrale de Chine et tous les Emergents qui le peuvent devraient là aussi demeurer accommodants en 2016. Au total, la liquidité mondiale devrait continuer de progresser en 2016.

Les basis swaps 3s6s euro et US

Graphique 13 :



Source : Bloomberg

Le comportement des basis swaps est expliqué principalement par deux facteurs : un facteur liquidité et un facteur « risque de crédit ». Il y a en particulier une bonne corrélation entre les CDS bancaires et les basis swaps. Le facteur liquidité ne devrait plus jouer un très grand rôle ; le facteur crédit devrait en revanche pousser, en tendance, les basis swaps vers le bas.

Currency basis swap EUR/USD (5a): un potentiel de hausse limité

L'euro est devenu une devise de financement, et le fait qu'un nombre croissant d'entreprises américaines se financent désormais dans cette devise devrait contribuer à maintenir les currency basis swaps EUR/USD à des niveaux très négatifs. En 2016, le XCCY EUR/USD 5a ne devrait avoir qu'un potentiel limité de hausse.

Les swaps euro et US : protégés sur la partie courte

Les taux de swaps européens seront très protégés sur la partie courte avec l'augmentation du bilan de la BCE et le biais toujours baissier de cette dernière qui maintiendront le libor 6 mois à des niveaux très faibles. Ils seront protégés également sur la partie longue, même si la restauration partielle de certaines primes (inflation notamment) et le comportement des taux longs US les pousseront légèrement à la hausse.

La courbe des taux de swaps européens devrait rester au minimum très pentue. Aux Etats-Unis, dans la mesure où, en principe, durcissement monétaire rime avec aplatissement de la courbe, le spread entre le 10 ans et le 2 ans devrait baisser, quoique moins violemment, sans doute, qu'à l'occasion des précédents cycles de hausse des taux directeurs. Le segment 10-30 ans de la courbe US devrait lui aussi s'aplatir.

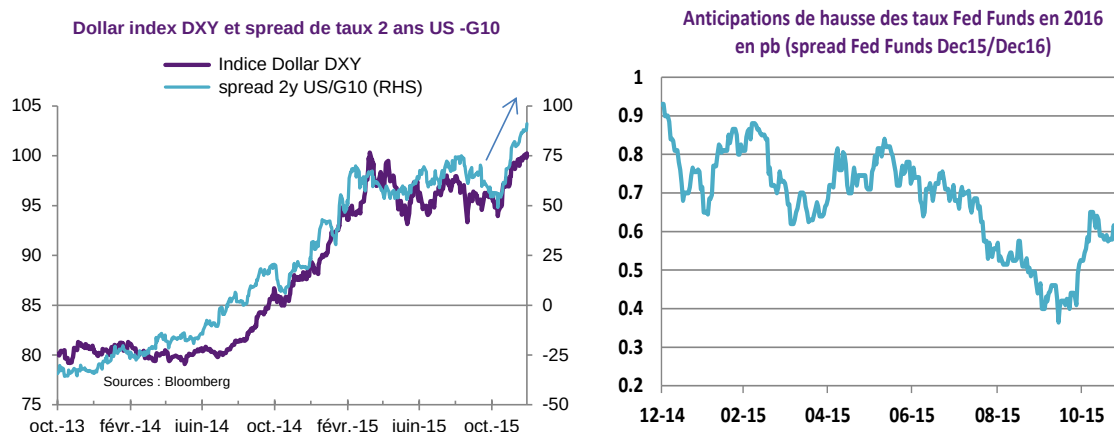
Marché des changes – G10 : encore un potentiel de hausse du dollar ?

Le dollar va-t-il corriger dans les mois qui suivent la hausse des taux de la Fed en décembre, comme le suggère l'adage « acheter la rumeur, vendre la nouvelle » ? Cela pourrait avoir lieu comme cela a été le cas lors des derniers cycles monétaires de 1994, 1999 et 2004 et sachant que le dollar s'est fortement apprécié durant les derniers trimestres.

Nous pensons que la situation est toutefois différente aujourd'hui et que le dollar a encore un potentiel de hausse en 2016 même si ce dernier sera limité. La hausse des taux Fed Funds reflétée dans le marché est relativement faible pour 2016.

Il y a également une conjoncture mondiale favorable au dollar avec des politiques monétaires dans les autres grandes zones économiques toujours très accommodantes.

Graphique 14 :



Source : Bloomberg

En résumé, le dollar restera durablement la devise d'investissement sachant que les autres devises (pays) offrent peu d'alternatives en termes de rendement. Le dollar DXY (indice de valeur du dollar par rapport à un panier de devises étrangères) peut ainsi s'installer au-dessus de 100 pendant une grande partie de l'année 2016.

L'EURUSD : compte tenu de la frilosité de la BCE dans son assouplissement monétaire, l'EURUSD testera son point bas de 1,02 à partir du 1^{er} semestre 2016 et se redressera à partir du dernier trimestre 2016 avec l'amélioration de la croissance, et probablement du fait de la réaction verbale des autorités américaines face à un dollar trop fort pénalisant la compétitivité de leurs entreprises.

Le JPY : même si la BOJ a revu récemment sa prévision de croissance et d'inflation à la baisse, nous n'attendons pas à une nouvelle hausse de son programme d'achat d'actifs à court terme. La BOJ va attendre les négociations salariales de mars/avril 2016 sachant que le gouvernement a demandé aux entreprises d'augmenter les salaires compte tenu de leurs profits élevés liés à la faiblesse du yen. La dépréciation du JPY sera toutefois limitée (vers 126) sachant qu'il est déjà très faible en termes de REER (Real Effective Exchange Rate) et que le Japon dégage un excédent courant important.

Le GBP sera plus volatil en 2016 face aux incertitudes économiques et politiques au Royaume-Uni. Nous pensons que le référendum sur la sortie de la Grande-Bretagne à l'UE aura lieu en fin d'année 2016 et que le non l'emportera qu'il sera rejeté. Cela aura pour effet de faire rebondir le GBPUSD vers 1,52 après un plus bas de 1,46 au cours du 1^{er} semestre 2016.

Le CHF reste surévalué selon la BNS mais elle ne devrait pas réagir à l'assouplissement monétaire « limité » de la BCE du 10 décembre d'autant que l'EURCHF a rebondi au-dessus de 1,09. Malgré la baisse du taux de dépôt de la BCE, il y a peu de chances que la BNS suive la BCE en baissant à son tour son taux de dépôt déjà -0,75%. Les dépôts à vue des banques domestiques suisses demeurent, en effet, historiquement élevés malgré ces taux d'intérêt négatifs. La BNS va toutefois probablement se limiter à des interventions sur le marché des changes afin de maintenir l'EURCHF au-dessus de 1,08 dans les prochains mois.

La SEK a évolué depuis 12 mois dans une fourchette comprise entre 9,20 et 9,50 contre EUR et cela devrait être encore le cas au cours du 1^{er} semestre 2016 avant de s'apprécier légèrement en fin d'année 2016.

Il y a un risque que l'**EURNOK** teste le niveau de 9,0 à très court terme, sur lequel il devrait rebondir vers 9,20 par la suite sous l'effet de l'action de la Norges Bank. L'économie norvégienne est lourdement pénalisée par la baisse des projets d'investissements dans le secteur pétrolier qui seront réduits de 35% en 2016 selon les compagnies pétrolières norvégiennes.

Les devises « commo » resteront mal orientées du fait de la faiblesse des cours des matières premières et de la croissance des pays émergents en particulier de la Chine, ce qui devrait continuer de détériorer les termes de l'échange de ces économies.

Les obligations souveraines € : le potentiel de remontée des taux core est capé

La BCE continuera de marquer les marchés de son empreinte en 2016, faisant glisser davantage les courbes en territoire négatif tout en continuant à jouer son rôle d'acheteur n°1 (parfois unique d'ailleurs). Dans l'absolu, les taux resteront bas dans un contexte de marché caractérisé par une liquidité un cran plus faible et le maintien d'un régime de volatilité élevé. Le risque politique continuera d'alimenter les tensions sur certaines dettes (Portugal notamment) avec des spreads qui

seront probablement freinés par des ratios rendements / risques de moins en moins attractifs sur les souverains.

En l'absence de remontée de l'inflation au-dessus de la barre des 2% avant 2018 et sous l'effet d'un volume de liquidités de plus en plus excédentaire (au moins 1 800 Md€ à attendre sur un horizon mai 2017), les taux courts resteront fermement ancrés sur les niveaux actuels, avec une balance des risques plutôt baissière compte tenu des réticences de la Fed à remonter ses taux directeurs (ce qui limite la dépréciation de l'euro face au dollar et repousse le rebond des prix en zone Euro). Sans trop de surprises, les eonias et les Euribors continueront de s'enfoncer en territoire négatif et viendront ensuite capter le potentiel de remontée des taux core avant que les premières anticipations de hausse des taux commencent à être intégrées. Pour ça, il faudra probablement attendre début 2018.

Du côté des programmes de financement, la majorité des Trésors devrait diminuer son appel au marché en 2016. L'une des rares exceptions reste l'Allemagne qui, confrontée à une augmentation de ses remboursements de titres, devra augmenter la taille de ses émissions.

Avec une faible liquidité de marché, une volatilité élevée et une BCE omniprésente, l'année 2016 sera probablement très similaire à 2015.

Le 2 ans Schatz ne devrait que très peu évoluer dans les mois à venir, à moins que la Banque centrale décide de baisser à nouveau son taux de dépôt (ce que nous n'anticipons pas dans notre scénario central). Dès lors, les taux courts du segment 0-2 ans allemand évolueront autour du taux de dépôt. La donne est bien différente pour les maturités un peu plus longues, surtout si l'on tient compte du rebond à venir des prix et des bonnes performances de l'économie européenne (qui affichera un niveau supérieur à son potentiel en 2016).

Sous l'effet de la remontée des taux américains (le bêta historique entre le Bund et le TNote 10 ans est de l'ordre de 0,6) et du fait du désengagement de certains investisseurs globaux ou domestiques les rendements allemands intermédiaires et longs seront orientés légèrement à la hausse. Le Bund 10 ans terminerait sa course autour de 0,80% en décembre 2016.

Au même titre que l'aplatissement des courbes du core sous l'effet du QE de la BCE, la compression des primes de risque sur le marché souverain faisait partie des anticipations consensuelles pour cet exercice 2015. Ainsi, les spreads soft-core vs Bund 10 ans affichent des niveaux similaires à ceux du début d'année, même chose que les spreads BTP-Bund et SPGB-Bund. Il ne faudra pas s'attendre à des miracles en 2016.

L'agenda politique qui sera encore très chargé en 2016. Les probables élections générales au Portugal et en Irlande en avril où les élections locales en Italie en mai viendront, en effet, peser sur les dettes périphériques au S1, l'Espagne et la Grèce bénéficiant quant à elles d'une disparition progressive du risque politique pour la première et d'une restructuration de dette pour le second.

Du côté des dettes du core, il faudra s'attendre à des spreads assez serrés avec des primes soft-core vs Bund évoluant entre 20 pb et 40 pb. Les OAT françaises, en fin d'année 2016, pourraient être fragilisées par l'approche des élections présidentielles de 2017.

Tableau 4 : Prévisions pour les rendements et spreads 10 ans

Rdt 10a	Allemagne	Finlande	Pays-Bas	Autriche	France	Belgique	Italie	Espagne	Irlande	Portugal	Grèce
Benchmark	0.53	0.78	0.69	0.79	0.85	0.82	1.54	1.75	1.07	2.49	7.05
31/03/2016	0.60	0.78	0.67	0.74	0.80	0.80	1.30	1.20	1.10	2.10	5.50
30/06/2016	0.65	0.84	0.75	0.80	0.87	0.87	1.40	1.25	1.10	2.10	5.35
30/09/2016	0.70	0.92	0.83	0.88	0.95	0.95	1.45	1.30	1.10	2.50	5.10
31/12/2016	0.80	1.00	0.93	0.96	1.08	1.05	1.45	1.37	1.20	2.80	5.00
31/03/2017	0.90	1.13	1.08	1.11	1.27	1.20	1.60	1.50	1.35	2.95	4.85

Spreads 10a	Finlande	Pays-Bas	Autriche	France	Belgique	Italie	Espagne	Irlande	Portugal	Grèce
Benchmark	25	16	26	32	29	101	122	54	196	652
31/03/2016	28	17	24	30	30	80	70	60	245	490
30/06/2016	24	15	20	27	27	80	65	50	210	470
30/09/2016	22	13	18	25	25	75	60	40	180	440
31/12/2016	20	13	16	28	25	65	57	40	150	420
31/03/2017	18	13	16	32	25	65	55	40	125	395

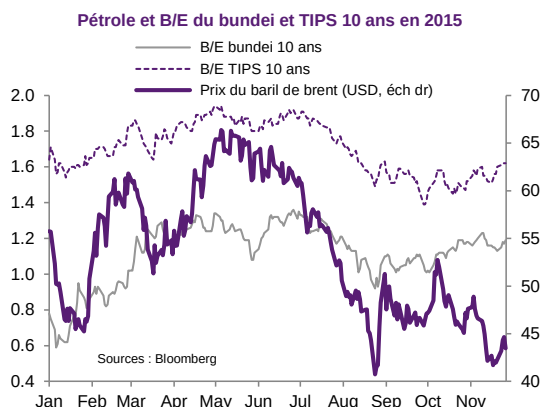
*spreads interpolés

Source : Estimations Natixis

Les obligations indexées sur l'inflation : rebond modeste de l'inflation

La seconde partie de l'année 2015 n'a pas été favorable aux obligations indexées sur l'inflation. Les points morts d'inflation ont baissé, en ligne avec le prix des matières premières et du pétrole en particulier. Le prix du baril de Brent finit l'année plus bas qu'en janvier. Mais il est peu probable que le prix du brut baisse davantage, et par effet de base (glissement annuel), l'inflation va se redresser dans les grands pays émetteurs de linkers (obligations indexées). Les B/E (breakeven) ont d'ailleurs commencé à intégrer cette hausse de l'inflation. Cela dit, ce rebond de l'inflation restera modeste, surtout si, comme en zone euro, il n'y a pas de relais significatif des salaires.

Graphique 15 :



Source : Bloomberg

Les swaps spreads : retour en territoire positif du 10 ans aux Etats-Unis

Une des grandes surprises de 2015 a été l'effondrement des swaps spreads aux Etats-Unis : en fin d'année, la courbe des swaps spreads a parfois été en territoire négatif à partir de la maturité 3 ans. Cette évolution semble largement imputable à des facteurs lourds, comme la régulation (Dodd-Frank), qui a conduit à une « dislocation » des marchés. Ces facteurs, difficilement réversibles, pourraient toutefois être compensés en partie par l'aplatissement de la courbe des taux aux USA. C'est la raison pour laquelle nous jouons un retour en territoire positif du swap spread 10 ans.

En zone Euro, les swaps spreads pourraient être sous pression en début d'année, avec la concentration des émissions souveraines au premier trimestre. Ils devraient ensuite se rétablir et rester relativement stables.

Marchés émergents : perspectives FI/FX

La différence des fondamentaux macroéconomiques, l'exposition aux variations des prix des matières premières (pays exportateurs vs pays importateurs/ prix bas au S116), l'impact du ralentissement chinois (via les échanges commerciaux et une moindre demande de matières premières), l'impact de la hausse des taux de la Fed mais aussi une politique plus accommodante de la part de la BCE, expliqueront non seulement la divergence de croissance et de politique monétaire entre les trois principales régions émergentes (Asie, Amérique latine, CEEMEA), mais aussi à l'intérieur de chaque zone en 2016.

Fixed Income : divergence des politiques monétaires...

La normalisation de la politique de la Fed devrait soutenir le resserrement monétaire de nombreux pays d'Amérique latine et, peut-être, freiner la baisse des taux de certains pays d'Asie et CEE.

Même si quelques pays émergents d'Asie ont pu baisser leur taux en 2015, seuls les pays affichant un surplus dans leur balance courante pourront poursuivre la baisse des taux en 2016 (Chine, Inde, Taiwan). Les obligations souveraines de certains pays devraient donc pâtir de l'absence de marges de manœuvre de leur banque centrale.

Du fait de l'exposition de la région au ralentissement économique chinois, de la volatilité du cours des matières premières et des facteurs politiques, dans un contexte d'une hausse des taux, nous restons globalement baissiers sur les obligations locales d'Amérique latine.

Alors que l'Afrique du Sud a relevé son taux directeur mi-novembre de 25 pb à 6,25%, l'assouplissement monétaire en Turquie devrait commencer en février. En Russie en revanche, les taux devraient continuer à être revus à la baisse (à un rythme de -50 pb par trimestre en 2016). De son côté, la Banque centrale sud-africaine pourrait être amenée à relever ses taux plus fortement.

Une forte corrélation avec les taux européens, des fondamentaux macroéconomiques robustes, une faible exposition au ralentissement chinois et à la hausse des taux de la Fed, en plus de la fenêtre de marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire qui résulte de l'annonce de la BCE sur l'extension du QE au-delà de mars 2017, font de l'Europe de l'est notre région de préférence. Les obligations CEE ont été des valeurs refuge tout le long du S215, les courbes de taux ayant affiché une configuration de bull flattening pendant la période. L'aplatissement des courbes s'est accentué suite aux annonces dovish de la BCE qui ont été positives aux obligations locales.

Marchés des changes : poursuite des ajustements

Les devises émergentes ont massivement corrigé au cours de l'année 2015 sur fond de poursuite de la chute des cours des matières premières, de ralentissement de la croissance chinoise et de craintes d'une hausse des taux Fed Funds. La faiblesse du commerce mondial a continué à peser sur la reprise économique des pays émergents. Après une correction de près 5 années, la valorisation de certaines devises émergentes est maintenant plus attractive mais la plupart d'entre elles devraient encore poursuivre leur ajustement face à un dollar plus fort et à l'absence de forte reprise économique susceptible de faire revenir les capitaux.

Le CNY va probablement s'ajuster maintenant qu'il a été intégré au panier des DTS du FMI. Il devrait se déprécier principalement du fait de la hausse du dollar. Aussi, nous anticipons une faible

dépréciation du CNY contre USD jusqu'à 6,60 afin de limiter la poursuite de la hausse du taux de change effectif nominal du CNY.

Cela affectera légèrement **les devises asiatiques**. De fait, c'est surtout l'ampleur du ralentissement de la croissance chinoise qui affectera les devises asiatiques notamment via la faiblesse des importations chinoises et l'évolution des cours des matières premières pour les pays exportateurs (Malaisie, Indonésie,...) ainsi que la hausse du dollar anticipée en 2016.

Les devises d'Amérique latine continueront de pâtir de la faiblesse des cours des matières premières et de la remontée de l'inflation qui devrait se traduire par un resserrement monétaire dans la plupart des pays. Le BRL continuera de s'ajuster à la baisse notamment face à la dégradation des comptes publics liée à la faiblesse de la croissance. Le MXN corrigera davantage face à un dollar plus fort et du fait de sa plus grande liquidité.

Jean-François Robin
Cyril Regnat
René Defossez
Nordine Naam
Lysú Páez-Cortez

Extrait de « Outlook 2016 : Doves don't cry », publié le 8 décembre 2015

4. Matières premières : les prix du pétrole resteront bas

Pétrole : offre excédentaire et faiblesse des prix perdureront en 2016

Demande mondiale : en hausse de 1,32 Mb/j en 2016

En 2016, la demande sera, selon nous, principalement tirée par les pays de l'OCDE, la Chine et l'Inde, et ce par le jeu des élasticités prix. La demande totale devrait augmenter de 1,32 Mb/j. A l'échelle mondiale, des effets de base plus marqués et les gains d'efficacité affecteront la croissance de la demande. Un certain nombre d'incertitudes pèsent par ailleurs sur cette dernière, dont un éventuel ralentissement de la conjoncture en Chine et dans les autres pays émergents.

Tableau 5 : Demande (croissance annuelle, 1000 b/d) - 2016

Région	OPEC	IEA	Natixis
OCDE	+180	+50	+270
Chine	+300	+320	+300
Amérique du Sud (excl. Chili)	+130	+40	+50
Autre Asie (Incl. Inde)	+290	+450	+410
Moyen-Orient	+210	+180	+150
Croissance nette	+1,380	+1,210	+1,320

Source : Source: Natixis, AIE, OPEP

Offre non-OPEP : attendue en baisse de 660 000 b/j

Concernant la production non-OPEP, comme nous l'avions prévu plus tôt cette année, les Etats-Unis (plus important producteur en 2014), ont commencé à rencontrer des difficultés avec une contraction toutefois encore limitée de leur production. Dans nos prévisions, nous avons retenu l'hypothèse d'une baisse modérée de cette dernière. Le nombre d'appareils de forage a chuté de façon spectaculaire à 545, au plus bas depuis juin 2010. A 9,13 Mb/j en octobre 2015, les volumes de production ont également chuté à un niveau inégalé depuis décembre 2014, effaçant la hausse qu'ils affichaient depuis début 2015. Cependant, en moyenne annuelle, la production de l'Amérique du Nord devrait augmenter de 600 000 b/j en GA en 2015. Pour 2016, nous tablons sur une contraction supérieure à 400 000 b/j de la production nord-américaine, les Etats-Unis expliquant la majeure partie du recul.

Grâce aux nouveaux projets dans les champs présalifères brésiliens et à une plus grande stabilité de la Colombie, l'Amérique du Sud devrait contribuer à la croissance de la production. Pour 2016, nous tablons sur une augmentation de la production de brut de la région de 100 000 b/j.

La production européenne a également progressé, l'offre en provenance du plateau continental britannique en mer du Nord augmentant pour la première fois depuis 2000. Au regard des chargements provisoires programmés pour décembre 2015, nos chiffres indiquent une hausse de 5% en GA de la production BFOE (Brent, Forties, Oseberg et Ekofisk) sur l'ensemble de 2015, et ce malgré les opérations de maintenance sur plusieurs plates-formes importantes, dont Buzzard, sur le plateau continental britannique. En décembre 2015, les chargements BFOE sont programmés en

hausse de 8,3% en GA, puis de 16,3% en GA en janvier 2016. Enfin, les investissements passés, vont permettre une légère progression de 40 000 b/j de la production de pétrole.

La production russe progresse également en GA et les chargements programmés pour décembre 2015 devraient s'accroître de 26% en GA. Sur l'ensemble de 2015, les chargements à l'est et à l'ouest du pays sont jusqu'ici supérieurs de 5,62% en moyenne au niveau observé sur la même période de 2014. Les chargements CPC (Caspian Pipeline Consortium) programmés sur novembre 2015 ont été les plus élevés jamais connus et seront dépassés par ceux de décembre 2015. Nous prévoyons une baisse de 100 000 b/j de la production russe en 2016, les condensats compensant partiellement le repli de la production sur les projets existants (brownfield projects). Par conséquent, la production non-OPEP chutera de plus de 660 000 b/j en 2016.

CAPEX vs OPEX : Pour les producteurs non membres de l'OPEP, les réductions de CAPEX annoncées début 2015 se sont poursuivies. Pour les sociétés que nous suivons, elles excèdent actuellement 170 Md\$, représentant une réduction moyenne de 34% par rapport aux budgets 2014, et des coupes décidées par les producteurs américains globalement plus importantes, à 36% en moyenne. Selon Wood Mackenzie, les réductions de Capex excèdent 200 Md\$ pour l'ensemble beaucoup plus vaste des sociétés qu'ils étudient. Nous avons également commencé à observer des réductions d'OPEX sur un petit échantillon composé des principales IOC (International Oil Companies). Elles sont inférieures à la moyenne des réductions de CAPEX (sauf pour Petronas, qui a réduit ses CAPEX de 15% et ses OPEX de 30%). Pour l'ensemble des 14 IOC aux importantes capitalisations, les OPEX ont perdu en moyenne 12% contre un repli de 27% pour les CAPEX. Au-delà de 2017, la majeure partie des coupes dans les CAPEX auront un impact sur la production de brut en dehors de l'Amérique du Nord. Dans cette dernière région, et notamment aux Etats-Unis, l'impact de la réduction des CAPEX sur la production de pétrole brut est déjà visible en 2015. Il devrait encore s'observer sur la production de 2016.

Tableau 6 : Offre non-OPEP (croissance annuelle, 1000 b/d) - 2016

Région	OPEP	AIE	Natixis
Amérique du Nord	-30	-400	-400
OCDE Europe	-20	-160	+40
Amérique du Sud (excl. Chili)	+40	+90	+100
Afrique	-30	-70	-50
CEI	-160	-110	-200
Croissance nette	-130	-650	-660

Source: NATIXIS, AIE, OPEP

Offre OPEP : avec le retour de l'Iran, un excédent de plus d'1 M b/j en moyenne sur l'année

Lors de sa 168^e réunion, le 4 décembre 2015, l'OPEP a décidé de maintenir ses niveaux de production et n'est pas parvenu à un accord en matière d'objectifs de production. Le cartel a affirmé continuer de surveiller le marché et convoquera une nouvelle réunion si les circonstances l'exigent. La perspective d'une OPEP sans plafond incite des pays tels que l'Arabie Saoudite et l'Irak à produire des volumes élevés, entraînant une offre excédentaire au cours des prochains mois.

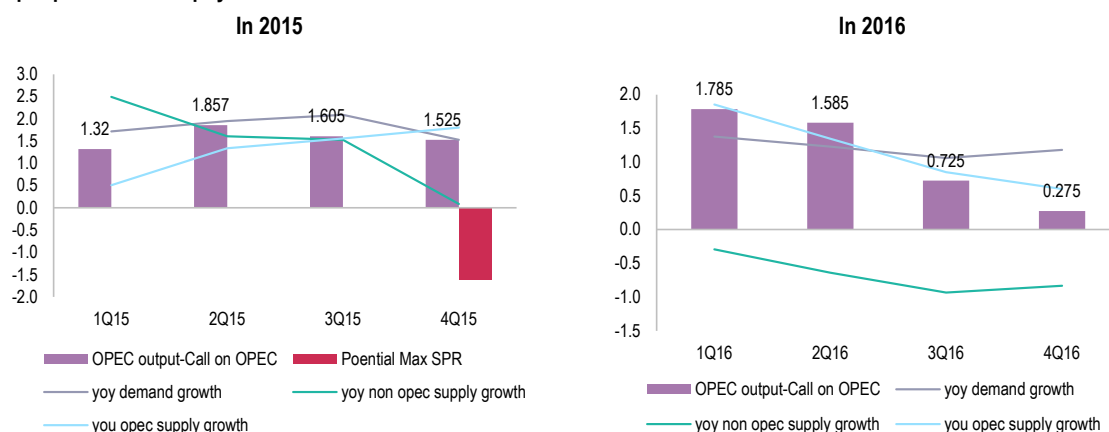
En ligne avec nos attentes, la production de l'OPEP reste élevée. Elle a atteint 31,38 Mb/j en octobre 2015, en repli mensuel de 190 000 b/j. La production saoudienne de brut avoisinait 10,13 Mb/j en octobre 2015. L'Arabie Saoudite, l'Irak, l'Iran, les Emirats Arabes Unis et l'Angola ont tous augmenté leur production en 2015, la progression atteignant 24% en GA pour l'Irak en octobre 2015. Pour l'ensemble de ces derniers pays, les hausses de production ont été constantes et marquées (à l'exception de l'Angola qui a connu des problèmes de production dans certains de ces

champs), une rivalité s'installant entre eux avec le changement de paradigme de l'OPEP. Cette concurrence n'a pas été seulement flagrante au travers de l'augmentation des volumes de production, mais elle a également entraîné des tarifs plus agressifs. Les OSP (Official Selling Price) de l'Arabie saoudite, de l'Iran et de l'Irak ont été abaissés à plusieurs reprises dans des marchés clés comme l'Asie. La compétition pour les parts de marché entre l'OPEP et la Russie s'est également renforcée depuis que l'Arabie saoudite a réduit son OSP en Europe. Selon Reuters, le raffineur suédois Preem a repris ses importations de brut saoudien pour la première fois en 2 décennies.

L'Iran semble prêt à revenir sur le marché dans les prochains mois, un certain nombre d'éléments laissant penser que les sanctions commenceront à être levées en janvier. L'Iran réduit le niveau de remplissage en brut de ses capacités de stockage flottantes depuis juillet 2015, le ramenant de 54 Mb à 42 Mb. Le 3 décembre dernier, les stocks flottants iraniens représentaient 43,22 Mb.

En l'état actuel des fondamentaux, l'offre devrait rester excédentaire au moins jusqu'à fin 2016 et de largement plus de 1 Mb/j en moyenne sur l'ensemble de l'exercice. Partant de cette hypothèse, nous estimons que les stocks mondiaux de brut mondial dépasseront 800-900 Mb d'ici fin 2016.

Graphique 16 : Global physical balances for oil



Source: IEA, Natixis

Prévisions de prix du pétrole : Un Brent à 47.8 \$/b en 2016 mais remontant à 54 \$/b en fin d'année

Nous avons révisé nos prévisions légèrement à la baisse pour tenir compte de l'issue de la réunion de l'OPEP de vendredi 4 décembre 2015. Nous tablons sur un prix moyen du Brent proche de 47,8 \$/b en 2016. Compte tenu de l'importance de l'offre excédentaire, et de la résistance affichée par les producteurs américains de pétrole face à la stratégie visant à gagner des parts de marché de l'OPEP, nous pourrions observer une chute des prix du pétrole temporairement sous les coûts de production, puis une reprise plus progressive que celle connue entre 2008 et 2009. En supposant les fondamentaux et les risques géopolitiques globalement inchangés, nous anticipons une remontée des prix du pétrole autour de 54 \$/b à l'approche de fin 2016. Au premier et deuxième trimestre 2016, nous attendons un prix moyen du Brent à respectivement 41 \$/b et 46 \$/b, avant une progression en fin d'année à 54 \$/b. Au T1 2016, le WTI devrait se situer en moyenne à 37 \$/b, puis à 44,5 \$/b sur l'ensemble de 2016. Outre notre scénario central, nous avons retenu un scénario élevé et un autre faible, suivant que la production non-OPEP (notamment américaine) se replie fortement (scénario élevé) ou que les productions de l'OPEP et de gaz de schiste américain restent plus élevées que prévu (scénario faible).

Tableau 7 : Prix du pétrole- Scénario central

Prix du brut (\$/b)	2014	2015e	2016e				Annuel
			T1	T2	T3	T4	
- WTI (moyenne)	93,60	49,02	37	43	47	51	44,5
t/t-1 (%)	-5%	-48%	-14%	16%	9%	9%	-9%
- BRENT (moyenne)	99,77	53,80	41	46	50	54	47,75
t/t-1 (%)	-7%	-46%	-11%	12%	9%	8%	-11%

Source: Natixis

Abhishek Desphande
William Lapworth

Extrait de « *Ceilingless OPEC to keep oil lower for longer* », publié le 7 décembre 2015

Métaux précieux : hausse du coût d'opportunité

Puisque la Fed relève ses taux, le coût d'opportunité que représente la détention d'or augmente. Nous anticipons donc une baisse des prix de l'or sous le seuil de 1 000 \$/once. La corrélation étant forte entre l'or et l'argent, le cours de l'argent devrait également se replier.

Concernant les PGM (Platinum Group Metals), la grande interrogation pour 2016 porte sur l'ampleur des conséquences du scandale VW sur les ventes de véhicules diesel, si elles existent. Même si les consommateurs européens renonçaient à leurs achats de véhicules, au regard des fondamentaux du marché, nous jugeons toujours les prix trop faibles.

Tableau 8 : Scénario de prix des matières premières

	Moy. 2015	Moy.2016e	Moy.2017e	2016e		2017e	
				High	Low	High	Low
Or	1 154	970	1 020	1 300	850	1 400	800
Argent	15.6	12.5	13.4	18	11	25	10
Platinum	1 068	1 085	1 375	1 400	830	1 500	850
Palladium	694	688	740	830	450	850	400

Source: NATIXIS

Or

Selon les contrats *futures*, le marché estime à 74% la probabilité implicite d'un relèvement des taux par la Fed à l'issue de sa prochaine réunion en décembre. Un resserrement monétaire implique une hausse du coût d'opportunité liée à la détention d'or. Le dollar devenant une valeur refuge et les taux plus avantageux, l'or présente moins d'attrait. Les coûts entraînés par la détention d'or (assurances, frais de stockage, etc.) et le fait qu'il ne génère pas de rendement rend la détention de cet actif coûteuse.

Concernant les autres déterminants du prix de l'or :

La demande des banques centrales des pays non producteurs d'or s'est affaiblie et devrait rester atone jusqu'à l'an prochain. Entre 2009 et 2013, les banques centrales de pays comme la Corée du Sud, l'Inde, le Mexique et l'Irak ont fortement augmenté la quantité d'or en circulation. En 2015, sans les ajouts des banques centrales des pays producteurs (Chine, Russie et Kazakhstan), cette dernière se serait légèrement repliée.

Depuis fin 2014, les stocks d'or des fonds ETF physiquement adossés ont chuté de 6,5% (106 tonnes). Depuis 2013, les stocks d'or alimentent l'offre de métal. Nous tablons sur une poursuite de cette tendance en 2016, le coût d'opportunité entraîné par la détention le métal augmentant.

Concernant l'Inde, les statistiques les plus récentes indiquent que les importations du pays ont crû de 32% en GA sur les neuf premiers mois de 2015, à 430 tonnes. Cela dit, ces dernières sont encore largement inférieures à leur moyenne de 757 tonnes sur les neuf premiers mois observée entre 2010 et 2013. Si les droits de douane ne sont pas relevés, la progression des importations devrait ralentir.

Les importations chinoises d'or sont restées pratiquement stables. Sur les neuf premiers mois de 2015, elles se sont repliées de 2% en GA, à 527 tonnes. Elles devraient, selon nous, se maintenir autour de ce niveau.

La production minière d'or devrait quant à elle encore progresser d'environ 2%.

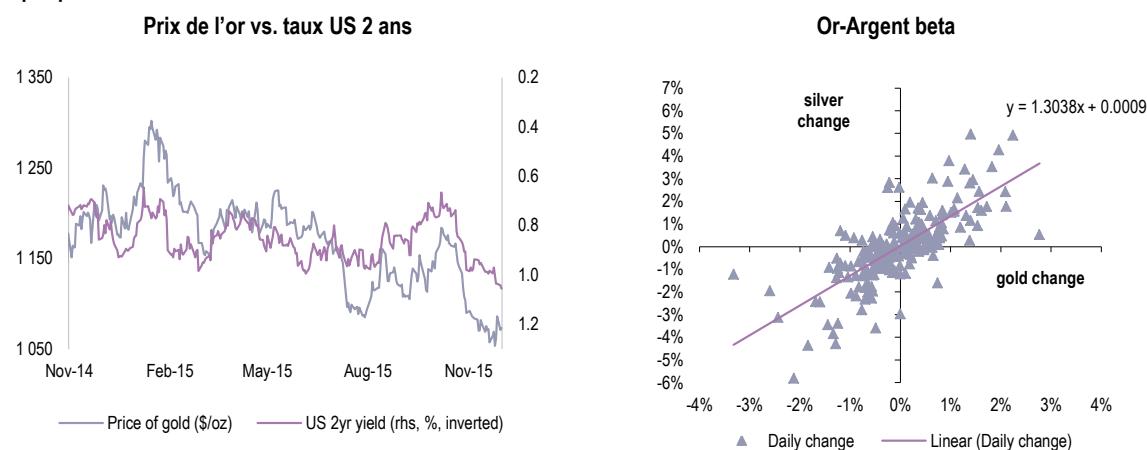
Après le premier relèvement des taux par la Fed, nous tablons sur un repli des cours de l'or sous le seuil de 1 000 \$/once. Ils pourraient ensuite atteindre rapidement 950 \$/once. Sur l'ensemble de 2016, nous attendons 970 \$/once.

Argent

La corrélation étant forte entre l'or et l'argent, le recul du prix de l'argent devrait, selon nous, se poursuivre. Le bêta étant de 1,30, une variation de 1% des cours de l'or entraîne une variation de 1,30% du prix de l'argent.

Les cours de l'argent pourraient baisser plus fortement que l'or. Nous anticipons un prix moyen de 12,5 \$/once en 2016.

Graphique 17 :



Source: Bloomberg

Les PGM

Avec un repli d'ores et déjà supérieur à 30% depuis fin 2014, les prix du platine et du palladium ont fortement chuté en 2015.

Trois facteurs expliquent ce recul :

- une offre de ferraille soutenue ;
- le scandale VW ;
- une forte baisse des stocks de platine et de palladium des fonds ETF physiquement adossés.

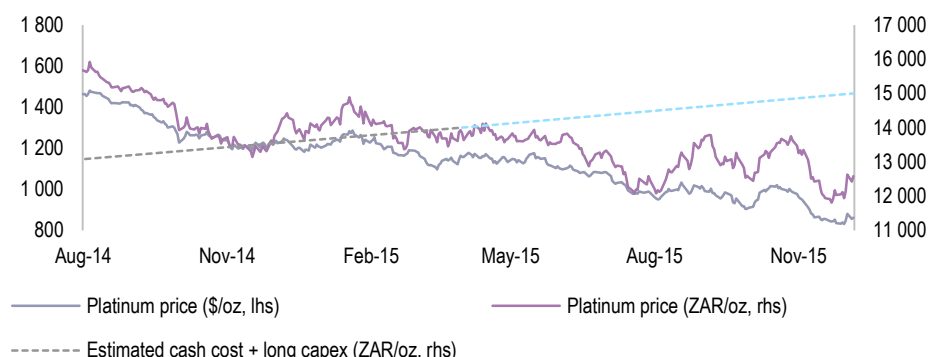
La grande question pour 2016 porte sur l'ampleur du changement qui pourrait intervenir dans les préférences des consommateurs européens, délaissant les véhicules diesel au profit de l'essence. Le scandale VW a dégradé l'image des véhicules diesel dont les pots catalytiques présentent une teneur en platine supérieure à celle des voitures à essence.

Les statistiques les plus récentes indiquent que depuis le scandale VW, les consommateurs européens ont continué de remplacer les véhicules diesel par d'autres à essence, mais le mouvement n'est pas aussi brutal que certains observateurs le craignaient.

Au regard des fondamentaux, nous jugeons les prix faibles, et ce notamment pour le platine. En 2016, les cours de ce dernier devraient bénéficier du soutien de :

- La croissance des importations chinoises. La prime de l'or sur le platine devrait accélérer la demande de platine, les bijoux en platine étant plus prisés dans cette région du monde.
- De nombreuses mines sud-africaines de platine opèrent en dessous de leurs coûts de production avoisinant 12 500 ZAR/once. Nous observons déjà une baisse de la production. Certaines mines produisant à la fois du platine et du palladium, les fermetures de mines pénalisent la production des deux métaux.
- Les ventes de véhicules progressent en Europe. Sur les dix premiers mois de 2015, les ventes de véhicules particuliers ont augmenté de 8,2% à 11,5 M d'unités, et celles de véhicules utilitaires ont progressé de 11,6% en GA, à 1,7 M d'unités. Les ventes d'automobiles en Chine devraient augmenter plus rapidement en 2016, les ménages étant incités fiscalement à changer de véhicule. Fin septembre, le gouvernement a en effet réduit de 10% à 5% les taxes sur les ventes de véhicule de moins de 1,6 litre de cylindrées (70% du total des ventes en Chine).

Graphique 18 : Cash cost du platine plus CAPEX long term



Sources: Bloomberg, NATIXIS

Nous préconisons l'achat de palladium, et plus fortement encore de platine. Nous anticipons un rebond du prix du platine au-dessus de 1 000 \$/once dans le courant du T2 2016 (conduisant à une moyenne de 1 085\$/once sur l'ensemble de 2016). Nous tablons sur un prix du palladium à 688 \$/once.

Cela dit, nous devons tenir compte de deux risques importants :

- En Europe, le remplacement dans les ventes des véhicules diesel par d'autres à essence pourrait être plus rapide que nous l'attendons. Cela pourrait peser sur les prix du platine, mais soutiendrait les prix du palladium.
- La poursuite de la contraction des fonds de PGM physiquement adossés.

Bernard Dahdah

Extrait de « 2016 metals outlook and strategy ideas », publié le 30 novembre 2015

5. Allocation Crédit : La Menace fantôme

2015 a constitué une première dans l'histoire du marché du crédit en € : **c'est en effet la première fois depuis la création de la monnaie unique que le rendement du crédit IG € est négatif sur une année.** Rien ne laissait pourtant présager une telle contreperformance fin 2014, puisque les fondamentaux de crédit étaient bien orientés, les perspectives macroéconomiques en Europe s'amélioraient (boostées notamment par la chute des prix du pétrole et la dépréciation de l'euro) et, surtout, la BCE avait entamé un QE qui allait bientôt s'étendre aux dettes souveraines, agences et supranationaux.

Après un début d'année 2015 soutenu par l'action de la BCE, les signaux allaient pourtant progressivement tourner au rouge les uns après les autres. La réduction de la liquidité sur le secondaire couplée à un marché primaire trop actif a d'abord mis le feu aux poudres dès le mois de mars. Ensuite, le risque grec puis chinois ont révélé la fragilité insoupçonnée du marché du crédit, avant que la montée des risques idiosyncrasiques (Glencore, Volkswagen, Abengoa) et réglementaires (risque de rating event sur les hybrides corporates, débat sur la juniorisation des dettes senior bancaires) achève de ternir une année qui avait pourtant si bien débuté.

Dans ce contexte, il nous paraît étonnant que les thématiques majeures de 2016 soient peu ou prou les mêmes que celles identifiées il y a un an, à l'aune d'une probable intensification du programme de rachat d'actifs par la BCE, d'une croissance mondiale attendue modeste et de taux absolus toujours bas un peu partout dans le monde. **Dans la mesure où les spreads de crédit n'ont plus été soutenu par ces facteurs dès fin février dernier, il nous paraît difficile de croire qu'ils en bénéficieront en 2016...** sauf si les fondamentaux de crédit s'amélioraient nettement, ou que le rapport entre l'offre et la demande de dettes obligataires se rééquilibrait, après une année 2015 marquée par un appétit fragile pour le crédit €.

Or, c'est justement où le bât blesse selon nous : **les facteurs qui ont alimenté l'écartement des spreads de crédit en 2015 vont selon nous se renforcer en 2016.** La détérioration des ratios de crédit aux US va se poursuivre, avec des besoins de financement plus élevés encore qu'en 2015, conduisant à un nouvel écartement des spreads de l'autre côté de l'Atlantique. Si certains pays émergents vont se stabiliser en 2016, d'autres verront leur risque s'accroître dangereusement, à commencer par le Brésil, qui pèse le plus fortement dans les indices de dettes émergentes. Enfin, en Europe, les besoins de financement vont également progresser, tandis que les flux de collecte obligataires seront au mieux stables par rapport à 2015, d'où une nouvelle année de déséquilibre en perspective entre une offre abondante de crédit et une demande insuffisante pour l'absorber aisément.

Tableau 9 : Synthèse de nos prévisions de marché primaire (en Md€ pour les crédits en € et Md\$ pour ceux en \$)

		Covered Bonds	SAS	Bank			Insurance						\$ credits	
				Senior	Tier 2	Tier 1	Senior	Sub	All Corp	Corp Senior	Corp Hybrid	HY Corp	IG \$	HY \$
Issuance	2014	128	149	198	26	17	5	21	323	295	29	46	544	230
	2015	156	121	194	22	10	5	11	325	301	24	44	712	213
	2016	180	169	200	29	9	3	9	355	340	15	42	750	205
Redemptions	2014	245	100	308	28	13	9	6	194	193	1	46	234	160
	2015	192	120	295	24	16	4	8	167	158	9	37	238	201
	2016	195	119	250	25	12	4	9	187	183	4	37	266	214
Net supply	2014	-117	50	-110	-2	4	-4	14	129	102	28	0	310	70
	2015	-36	1	-101	-2	-6	1	4	158	143	15	7	474	12
	2016	-15	50	-50	4	-3	-1	0	168	157	11	5	484	-9
Net supply 2016 as a % of outstanding		-2.0%	6.8%	-12.9%	5.0%	-12.5%	-2.1%	0.0%	20.3%	20.3%	20.5%	2.0%	31.9%	-1.1%

Sources : Dealogic, Natixis

Au total, **nos recommandations** sont les suivantes pour l'allocation crédit 2016 :

- Surpondérer les crédits low beta que sont les agences, supranationaux et les CB, avec un avantage aux émissions en \$ pour ces premiers compte tenu de spreads attractifs relativement à l'€ ;
- Surpondérer les dettes AT1 bancaires et dans une moindre mesure les dettes subordonnées assurance: la recherche de taux absolu et le faible risque de contagion en provenance des émergents et des US (détérioration de la qualité de crédit des corporates) devraient moins affecter ces segments ;
- Sous-pondérer les crédits corporates IG, \$ surtout et € dans une moindre mesure ;
- Adopter une pondération neutre sur les dettes senior financières, ce qui implique de préférer celles-ci à celles des corporates ;
- Adopter une pondération neutre également pour le HY (€ et \$), les dettes T2 bancaires, les corporates hybrides.

Tableau 10 : Matrice d'allocation 2016, par classe d'actifs et par facteur de risque

Weight	NEW / Change	Risk factor	SAS	CB	Bank senior	Bank T2	Bank AT1	Insurance senior	Insurance Sub	Non-Fin Senior	Corporate hybrides	HY Non fin	US IG	US HY	Average
20%	0%	Relative value	1.0	0.0	0.5	0.0	0.5	0.0	1.0	1.0	2.0	1.0	1.0	2.0	0.8
10%	0	Trend in credit quality / rating	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.5	0.0	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-1.0	-1.0	-0.5
10%	+5%	Sensitivity to increase in defaults	1.0	0.0	-0.5	-1.0	-1.5	-0.5	-2.0	-0.5	-1.5	-2.0	-0.5	-2.0	-0.4
10%	NEW	Emerging market risks	1.5	1.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5	-0.5	-0.5	-1.5	-0.5	-0.5	0.3
15%	-5%	Technicals, incl. Supply/Redemptions	-1.5	-0.5	0.5	-0.5	0.5	0.0	0.5	-1.5	-2.0	-0.5	-2.0	-1.0	-1.0
5%	NEW	Commodity Exposure	2.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-0.5	0.0	-1.0	-2.0	-1.5	0.3
5%	-10%	Sensitivity to risk aversion	2.0	0.0	-1.0	-1.5	-1.5	-1.0	-2.0	-0.5	-1.5	-2.0	-1.0	-2.0	-0.4
5%	NEW	Risk of higher interest rates	0.5	0.5	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.5	-1.0	-0.5	0.5	-2.0	-1.0	-0.5
5%	0%	Support from ECB	2.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	-0.5	-0.5	0.5
15%	+5%	Search for Yield/Spread	-2.0	-1.5	-1.0	0.5	1.5	-0.5	1.0	-0.5	1.0	1.5	1.0	2.0	-0.4
Outstanding in €Bn (iBoxx)			732	743	387	80	25	24	51	776	65	240	606*	328*	4057*
100%		Score	25.0	2.5	-12.5	-12.5	27.5	-7.5	15.0	-32.5	-10.0	-17.5	-42.5	-5.0	-10.3
Allocation 2016			OW	OW	MW	MW	OW	MW	OW	UW	MW	MW	UW	MW	

Sources : Markit, Datastream, NATIXIS

Nous prévoyons un total return négatif de -0,9% pour le crédit € IG corporate en 2016, en raison à la fois d'une hausse modérée des taux sans risque en Europe et d'un écartement des spreads de crédit. Sur le compartiment HY, le total return 2016 sera positif selon nous (+2,9%), mais nettement inférieur au portage.

Allocation crédit financières : long AT1 bancaires et subordonnées assurance

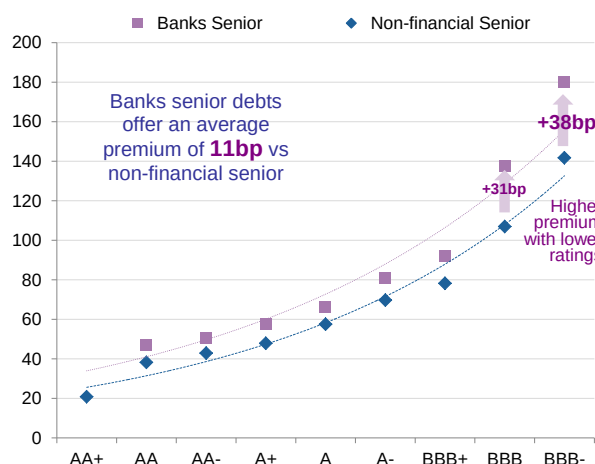
Prudence sur les senior et Tier 2 dans un contexte réglementaire évolutif

Si les dettes bancaires ont nettement moins souffert que les dettes corporate sur l'année 2015, notamment durant les périodes de tension liées à la dégradation de la conjoncture économique en Chine puis à la baisse des prix des matières premières, force est de constater que les spreads senior bancaires affichent toujours une prime par rapport aux corporates, à maturité et catégorie de notation comparables. L'incertitude sur le front réglementaire, en particulier au regard de la façon dont les Etats répondront aux nouvelles contraintes s'appliquant à leurs banques, continuera de peser sur la performance des dettes bancaires en 2016. Une «juniorisation» des titres senior mènerait vers un écartement important des spreads tandis que des émissions de dettes Tier 3 permettraient de protéger leurs notations, donc leurs spreads.

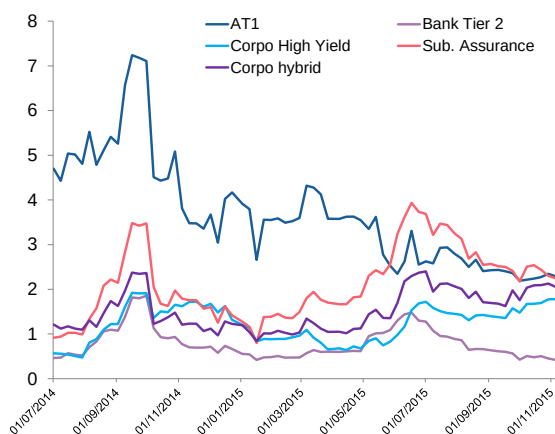
Dans ce contexte de mutation réglementaire (TLAC, réformes de Bâle 3), nous restons prudents vis-à-vis des dettes senior bancaires, ainsi que des dettes subordonnées Tier 2 qui connaîtront une forte hausse du volume d'émissions en raison de l'inflation attendue des RWA induite par les réformes de Bâle 3.

Graphique 19 : Spreads de crédit et sensibilité aux indices actions

Comparaison des spreads bancaires vs corporate par catégorie de notation (maturité 4-7Y)



Evolution de la sensibilité des indices de crédit vs equity (X figures pour une variation de 10% de l'Eurostoxx600)



Sources : Markit, Bloomberg, Natixis

AT1, le pari gagnant de 2015... et de 2016 ?

L'année 2015 a été un grand cru pour les dettes bancaires AT1. En effet, avec un total return sur l'année de 6,1%, les AT1 CoCo signent la meilleure performance de toutes les classes d'actifs de crédit, grâce à un portage plus élevé que les autres high beta lui procurant un matelas confortable pendant les périodes de tension. Mais au-delà de la performance, la perception du risque a aussi évolué par rapport aux années précédentes, comme en témoignent la baisse de la volatilité historique (passant de 8,2% à 5,5% sur l'année) et la chute de la sensibilité par rapport aux marchés actions. **Nous pensons que les AT1 continueront d'être une excellente opportunité d'investissement pour 2016, dans le prolongement de l'année 2015 pour les raisons suivantes :**

- Les fondamentaux des banques se sont avérés solides : un bon nombre de banques de notre univers de couverture présentent des ratios CET1 élevés, ce qui va de pair avec une amélioration de la *distance-to-trigger*, critère particulièrement discriminant lorsqu'il s'agit de juger du niveau de risque des souches ;
- Les AT1 sont entrées dans un nouveau régime de volatilité depuis 2015, en prouvant qu'elles ont su rester résilientes à travers différentes périodes de crise, et ce indépendamment de la nature de ladite crise (sell-off du Bund, crise grecque, crise émergente, etc) ;
- L'offre nette primaire attendue négative en 2016 apportera un soutien technique majeur à la performance des AT1, en particulier si on la compare à la hausse des volumes d'émissions sur les autres segments bancaires.

Dettes subordonnées assurance : la recherche de rendement en absolu

Si les trois premiers mois ont particulièrement réussi aux dettes subordonnées assurance en termes de total return, le reste de l'année 2015 a été plus laborieux pour la classe d'actifs. Au-delà d'un total return finalement mitigé (2,1%), les subordonnées assurance ont surtout pâti d'une forte sensibilité aux fluctuations des marchés comme en témoignent leur volatilité croissante et leur forte élasticité aux marchés actions.

En revanche, le volume d'émissions de dettes assurance a nettement reculé en 2015 (-45%!) : non seulement la hausse de nouvelles émissions crainte par de nombreux investisseurs n'a pas eu lieu, mais le faible volume primaire en 2015 montre que les assureurs n'ont finalement pas besoin d'émettre davantage pour se conformer aux nouveaux ratios de solvabilité. Pour 2016, nous nous attendons donc à un prolongement cette tendance, en l'absence de mouvement de consolidation dans le secteur et en raison des faibles besoins de capital réglementaire lié à Solvency II. **Nous sommes donc positifs sur la classe d'actifs, qui devrait par ailleurs bénéficier de la recherche de rendement en absolu : en moyenne, les dettes subordonnées assurances de catégorie BBB offrent 4,1% à date de call.**

Allocation sectorielle crédit Corporate 2016

Comme nous l'avions escompté dans notre Allocation Corporate l'an dernier, **les volumes d'émissions corporate non-financiers en euro ont une nouvelle fois été spectaculaires en 2015**. Ils représentent 314 Md€ YtD et devraient selon toute vraisemblance **dépasser le record réalisé l'an passé (323 Md€)**. La raison principale est connue : des conditions d'émission particulièrement attractives, avec un rendement moyen de l'indice iBoxx non-financier ayant même franchi début mars 2015 le seuil symbolique - et historiquement bas - de 1%. Le premier trimestre a en effet été marqué par une baisse des taux et une compression des spreads induits par le lancement du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. Malgré ces conditions attractives en début d'année, et des taux d'intérêt faibles pendant tout 2015 si l'on compare avec des moyennes historiques, les volumes émis par les émetteurs originaires d'Europe continentale se sont inscrits en baisse par rapport à 2014 (-11%). Au contraire, le volume émis par des émetteurs extérieurs à l'Europe continentale a, comme nous l'attendions, fortement progressé (+50%).

Tableau 11 : Prévisions de primaire pour les corporate non-financiers

Emissions en Md€		2015				2016			16/15		
		YtD	estimé								
		émissions	émissions	tombées	émissions nettes	émissions	tombées	émissions nettes	émissions	tombées	émissions nettes
IG Senior	Eurozone	115	121	83	37	136	94	42	13%	13%	13%
	RoW	108	114	29	85	128	34	94	13%	19%	10%
Total IG Senior		223	234	112	122	264	128	136	13%	14%	11%
IG Hybrides		18	18	8	10	15	4	11			
		241	252	121	132	279	133	146	11%	10%	11%
IG total (Senior + hybrides)											
High Yield (dont hybrides)	Eurozone	25	25	18	7	32	27	4	28%	54%	-39%
	RoW	20	20	17	2	11	10	1	-45%	-45%	-46%
Total		44	44	35	9	42	37	5	-4%	5%	-41%
Non noté (dont hybrides)	Eurozone	24	24	10							
	RoW	5	5	1							
Total		29	29	12	17	34	17	16	17%	50%	-5%
Hybrides	IG	18	18	8		15	4	11			
	HY	5	5	0							
Non noté		1	1	0							
	Total	24	24	8	16	15	4	11	-37%	-46%	-32%
TOTAL GENERAL		314	325	167	158	355	187	168	9%	12%	6%

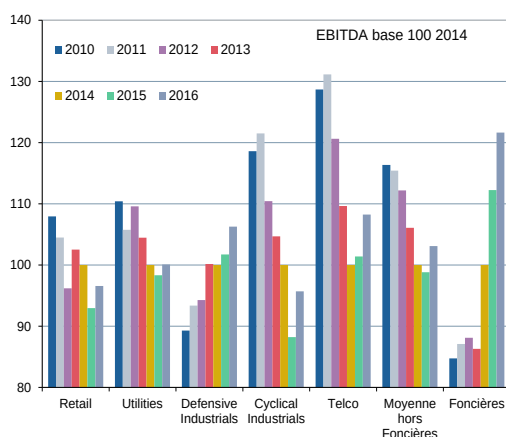
Sources : Markit, Bloomberg, Natixis

Pour 2016, nous prévoyons 355 Md€ d'émissions brutes en euro, soit une progression de 9% pour l'ensemble du marché, et de 11% pour les dettes senior en catégorie investissement. L'augmentation des tombées et la poursuite d'un volume massif d'émissions en provenance d'émetteurs non originaires de la zone euro soutiendra cette progression. Nous attendons toutefois le début d'un reflux sur le marché du High Yield, au sein duquel l'appétit des investisseurs a commencé à décroître, et une diminution du volume des émissions sur le marché des dettes hybrides, en raison notamment de niveaux de rendements à l'émission qui seront moins attractifs qu'en 2015 comparés au coût des fonds propres.

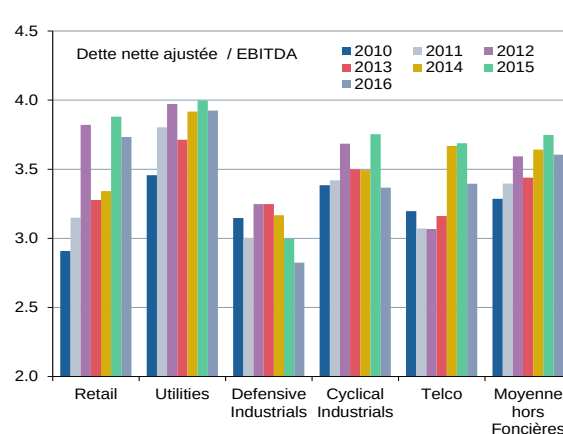
En terme de **tendances fondamentales**, sur notre univers de couverture, **2016 devrait s'avérer un cru légèrement meilleur que 2015** : reprise de l'activité, progression des EBITDA, stabilisation de la marge opérationnelle. Les cash-flows libres se redresseront et la dette nette diminuera légèrement.

Graphique 20 : Tendances fondamentales sur les corporate non-financiers

Evolution de l'EBITDA par secteur



Dette nette ajustée par secteur



Sources : Sociétés, Natixis

En termes d'allocation sectorielle, nous avons cette année renforcé le poids de l'offre nette attendue sur le marché primaire et intégré la sensibilité des émetteurs à deux scénarios alternatifs : une remontée subite des prix du baril et une aggravation de la crise touchant les économies émergentes. **Nous privilégions** dans ce cadre **les utilities** (baisse de l'offre primaire nette, résilience aux risques émergents) **et les foncières** (attractives en valeur relative, peu sensibles à la conjoncture et non exposées aux émergents). Nous sommes **plus réservés** sur les **industries cycliques**, dont les spreads restent trop serrés selon nous.

Tableau 12 : Grille d'allocation sectorielle 2016 (périmètre Recherche Crédit)

	Weighting	Cyclical Industrials	Defensive Industrials	Real Estate	Retail	Utilities	Telecoms	Average
Rating leeway end 2016	15%	0.15	0.39	-0.15	-0.33	0.13	0.01	0.03
Operating newsflow surprise	20%	-0.33	-0.27	-0.35	-0.04	0.07	0.50	-0.07
Relative Value	20%	0.01	-0.23	0.57	0.45	-0.12	-0.23	0.08
Cyclicality	5%	-1.24	0.50	1.00	0.39	0.66	0.80	0.35
Primary markets	15%	0.14	-0.10	-0.05	0.32	0.33	-0.21	0.07
Geographical mix	5%	0.75	0.09	0.08	-0.26	0.17	0.21	0.17
Resilience to Emerging crisis worsening (alternative scenario)	5%	-0.02	0.41	0.96	-0.74	0.26	-0.12	0.12
Resilience to oil prices explosion (alternative scenario)	5%	-0.04	-0.06	-0.58	-0.42	0.43	0.00	-0.11
M&A / disposals exposure	10%	-0.19	-0.32	-0.19	0.37	0	0.38	0.01
Score	100%	-7	-4	7	4	12	4	
Recommendation for 2016		UW	UW	OW	MW	OW	MW	

Source : Natixis

Les dettes **hybrides** pourraient être sorties pour un moment de leur « âge d'or ». Les **spreads restent encore légèrement trop serrés relativement aux spreads senior**. Leur salut pourrait venir d'une diminution des volumes d'émissions en 2016, attendus en recul de presque 40%, mais une clarification du cadre méthodologique de la part de S&P serait également la bienvenue.

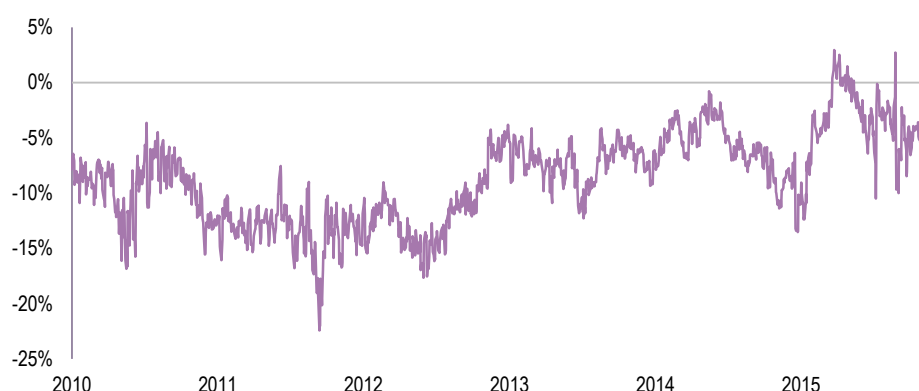
Thibaut Cuilliere
Hong My Nguyen
Thomas Zlowodzki

Résumé de « Allocation crédit 2016 : La Menace fantôme », publié le 7 décembre 2015

6. Actions 2016 : Ça ne va pas être facile

Nous nous attendons à une année 2016 complexe, probablement marquée par la volatilité liée aux changements de régime entre mode d'aversion au risque, nourri par les incertitudes économiques mais aussi désormais par le risque géopolitique (Union Européenne, Moyen-Orient), et mode de liquidité. Dans ce contexte, nous pronostiquons un retour au premier plan de considérations fondamentales pour les actions, à savoir le niveau de croissance des BPA.

Graphique 21 : Evolution de la décote politique



Sources : Datastream, Natixis

En ce qui concerne le risque, les facteurs susceptibles de tilter la prime de risque sont nombreux : risque politique en Europe (Brexit, Catalogne, Portugal, Grèce, migrants, terrorisme), risque crédit pour les émergents d'Amérique latine (Brésil). Le comportement de l'économie américaine face à la remontée, modeste, des taux sera également à scruter, le pari de la robustesse étant pour le moment celui du marché, un décrochage serait lourd de conséquences. Dans ce contexte de maintien d'une croissance « rare », nous pensons que les clefs de la surperformance résideront dans la capacité des secteurs et valeurs sélectionnés à ne pas décevoir par rapport aux attentes de résultats.

Le profil de la croissance mondiale en 2016 restera par bien des aspects (faiblesse, répartition géographique) proche de celui de l'année 2015. Cette atonie généralisée est à l'origine de la mise en place (Zone Euro), ou du maintien (Grande-Bretagne, Japon) d'une politique monétaire très accommodante. Ceci reste pour l'essentiel vrai outre-Atlantique où la normalisation probable de la politique monétaire sera très graduelle et probablement plus faible en intensité que lors des cycles précédents. Aussi, la politique monétaire va conserver un biais globalement expansionniste au niveau mondial.

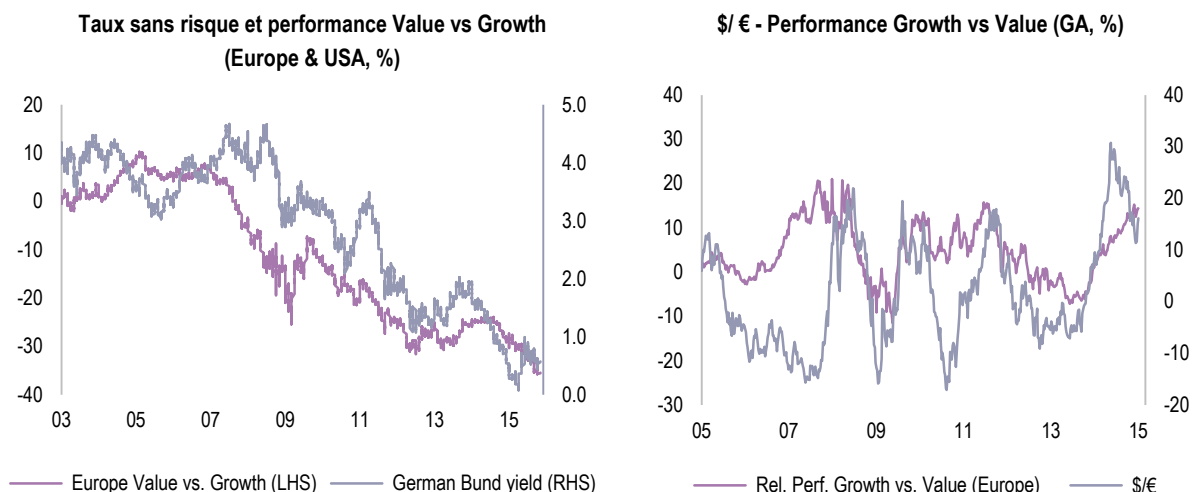
Cette toile de fond est à l'origine de plusieurs contradictions qui sont autant de défis pour l'investisseur en 2016.

Contradiction #1 : Des investisseurs 'condamnés' (par la faiblesse des rendements obligataires, la rémunération négative du cash et l'étroitesse des classes d'actifs alternatives) à acheter des actions en dépit d'une croissance aux abonnés absents (jusqu'à présent). De ce fait, on aboutit à cette situation étrange où, en l'absence de dynamique tranchée, les actions seront plébiscitées alors que d'ordinaire, on investit en actions pour s'associer à un cycle

économique. Naturellement, l'environnement de taux longs appelé à rester exceptionnellement bas, ce qui favorise le maintien de valorisations élevées et la chasse au rendement, explique cette anomalie. Bref, l'investisseur action se comporte quasiment comme un investisseur obligataire. Rassuré par le maintien et le développement de politiques monétaires non conventionnelles, il en devient « oublieux » du risque en capital. Or ce dernier est fondamentalement plus dépendant de la croissance du cash-flow que du niveau des taux. Pour le moment, tout va bien, les actions sont attractives en valeur relative par rapport aux taux, et les classes d'actif alternatives (private equity, infrastructures, immobilier....) susceptibles d'offrir des rendements attractifs restent trop étroites pour accommoder la croissance de la liquidité, mais le retour aux fondamentaux est inévitable. Gare alors aux valorisations essentiellement « actuarielles » vs « fondamentales »

Contradiction #2 : La faiblesse durable des taux longs, si elle « dope » la valorisation des actions, induit des distorsions en termes d'allocation de style et favorise l'émergence de bulles spéculatives. Le style croissance restera anormalement favorisé pour bénéficier de l'impact favorable sur le niveau des valeurs terminales. Ceci est contradictoire car la plupart des secteurs / valeurs représentatifs sont exposées aux marchés internationaux (émergents) dont la dynamique de croissance a été la plus affectée récemment. Tout se passe comme si le marché action ne « jouait » plus les changements de dynamique mais plutôt les niveaux absolus de croissance, privilégiant les secteurs / groupes exposés aux plus élevés. Ceci est également dangereux. Si cette stratégie permet de minorer le risque de réinvestissement, elle n'immunise pas contre la sensibilité à une éventuelle remontée des taux, scénario aujourd'hui majoritairement exclu par les investisseurs.

Graphique 22 : Baisse des taux longs et de l'Euro, moteurs de la performance des valeurs Growth



Sources : Datastream, Natixis

Bref si l'on peut penser que les conditions restent réunies (croissance modeste mais croissance tout de même, inflation faible) pour faire progresser les marchés actions en 2016, nous sommes convaincus que des positions construites sur la seule logique indifférenciée de la liquidité et de ses effets ne permettront pas de surperformer les marchés car trop sensibles aux mouvements de bascule liés aux transitions entre mode d'aversion au risque et de liquidité. 2016 sera l'année du retour au concret pour les investisseurs, et le concret c'est la visibilité sur la croissance des cash-flows (et donc des BPA).

Tableau 13 : Sensibilités de la croissance des BPA à la croissance PIB Monde (gauche = zone Euro ; droite = Etats-Unis)

En %	Stoxx 600	S&P 500
Consensus 2015 /2016	0,5 / 7,3	0,5 / 7,7
Croissance Monde (en valeur)	Croissance BPA	Croissance BPA
5	7,4	7,6
4,9	6,8	7,2
4,8	6,2	6,7
4,7	5,5	6,2
4,6	4,9	5,7
4,5	4,3	5,2
4,4	3,7	4,7
4,3	3,1	4,2
4,2	2,5	3,7
4,1	1,9	3,2

Sources : Datastream, Natixis

Le marché devrait évoluer en fonction de l'évolution de deux paramètres principaux : évolution de la prime de risque, évolution de la croissance macro et micro économique. 2015 aura fourni un cadre emblématique des différentes configurations de marché possible, finalement liées au degré de confiance des investisseurs dans la visibilité / pérennité de la croissance économique. Cette grille de lecture s'appliquera également à 2016, avec quatre cas de figure, dépendant du profil de croissance qui sera enregistré.

#1 Le scénario central de Natixis se réalise, mais l'investissement productif reste poussif : long croissance visible

Plusieurs composantes de ce scénario sont d'ores et déjà en place (stabilisation en Chine, bonne tenue de la consommation en Europe), ou sur le point de l'être (**probabilité de 70%^[1] d'un relèvement proche des taux aux Etats-Unis synonyme de robustesse de l'économie**). En revanche **l'accélération de l'investissement productif est loin d'être acquise**. Le marché devrait donc naturellement s'appuyer sur les signaux timides de stabilisation en Chine et de robustesse dans l'économie américaine pour satisfaire sa quête de croissance.

La situation des pays émergents, hors Chine, a également tendance à s'améliorer. Les sorties de capitaux ont très nettement ralenti^[2]. Ceci permet une stabilisation, voire une légère progression du taux de change des émergents. L'inflation devrait donc refluer ce qui redonnerait une marge de manœuvre aux banques centrales pour baisser leur taux d'intérêt. On peut donc envisager, avec nos économistes une accélération globale de leur croissance (4,7% vs 4,2% en 2015). L'Amérique latine reste en récession (-1,1%) mais la situation a cessé de s'y dégrader.

Ceci devrait amener, dans un contexte de taux longs très bas, une surperformance des valeurs de croissance visibles, qui sont précisément celles qui ont la capacité d'accompagner une accélération de la croissance par augmentation de leur investissement productif ou de prémunir l'investisseur via leurs dividendes en cas d'absence de reprise.

#2 Surprise à la hausse sur la croissance européenne : long value

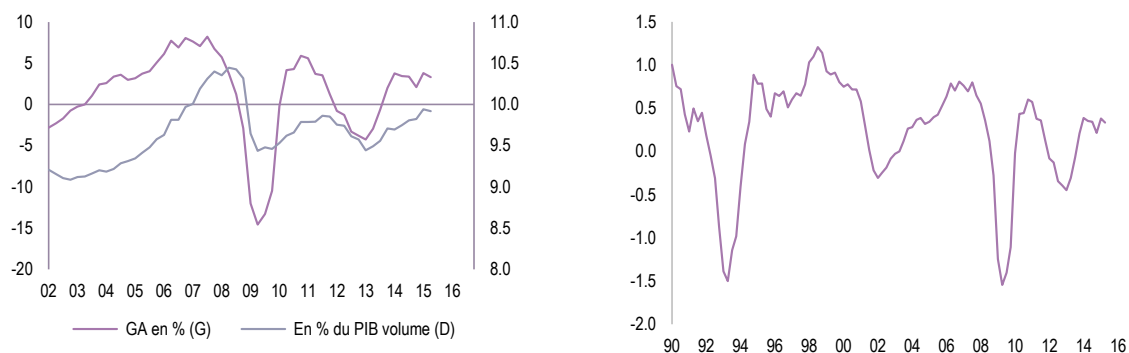
Pour qu'une rotation value en Europe s'opère il faut que le niveau de confiance augmente dans les anticipations de croissance de PIB (et donc de BPA). Ceci provoquera des anticipations de normalisation de la politique monétaire et donc une pentification de la courbe, défavorable aux

^[1] Au 24 novembre 2015. Source Bloomberg

^[2] Flash 889 « En réalité l'économie mondiale s'améliore après s'être beaucoup détériorée », P Artus, 13 novembre 2015

valeurs de croissance (dont la valeur terminale est inflatée par les taux bas). La dynamique de l'investissement productif est clef. Si sa contribution dans le scénario central de nos économistes ne se monte qu'à 0,5% de PIB (contre 1% lors des cycles précédents), ce niveau paraît relativement ambitieux au regard des données du T3 15 marquées par une absence de reprise en France et en Allemagne.

Graphique 23 : Investissement productif zone Euro (G), contribution de l'investissement à la croissance globale (D, %PIB)



Sources : Datastream, Eurostat, Natixis

Or ce paramètre est essentiellement un paramètre de « santé » de l'économie européenne. Globalement, la rotation value repose donc sur 1/ **l'accélération de l'investissement** productif en zone Euro pour atteindre une contribution similaire à celle des cycles précédents, 2/ **la stabilisation de l'économie chinoise**, ou à tout le moins une stabilisation des indicateurs avancés. Ceci conforterait un scénario dans lequel le hard landing aurait déjà eu lieu ouvrant la voie à une amélioration graduelle des statistiques et 3/ **la remontée des taux aux Etats-Unis**. Le mouvement de normalisation serait interprété comme un signal de robustesse de l'économie américaine.

#3 Baisse prononcée de la croissance par disparition des facteurs exogènes : long croissance internationale

A l'inverse, la grande inquiétude porte sur le scénario macroéconomique qui adviendrait dans l'hypothèse où la disparition des effets de la baisse de la devise et du pétrole (par disparition des effets de base, remontée des cours du brut, de l'inflation) ne serait pas contrebalancée par une reprise endogène de la croissance. Ce dernier point ramène à la nécessité de reprise du cycle d'investissement productif. Dans un tel cas, la croissance économique convergerait vers la croissance acquise de l'économie de la zone Euro que nos économistes estiment à 0,6% en 2016. Un tel scénario, conjugué au retour du risque politique en Europe (mais dans un contexte de maintien de taux longs très faibles), impliquerait une forte préférence pour les thématiques de croissance internationale.

#4 Menace déflationniste généralisée par dépréciation massive du RMB : long rendement

Si aucun des facteurs de reprise ne devait finalement jouer, par défaut, il faudrait alors envisager un "bear market". Certains redoutent l'entrée en bear market avec une menace déflationniste permanente qui refléterait une baisse structurelle de la croissance mondiale. Celle-ci pourrait se matérialiser dans le cas d'une dévaluation massive du RMB. Dans un tel cas, il est possible de se dire que le marché va chercher, à l'instar de ce qui s'est passé durant le mois d'août 2015, à estimer le taux de croissance soutenable à LT de l'économie mondiale dans l'hypothèse d'un ralentissement prononcé et permanent de l'économie chinoise. Certains calculs de P. Artus font état d'un niveau de 2% (vs 3,5% en longue période quand l'économie chinoise était en pleine croissance). A coût du capital constant (7,7%) et dividende pay out inchangé (49%) pour

le Stoxx 600, le PE 12 m forward devrait être 25% plus faible....sauf si le niveau de pay out augmente encore (ce qui n'est pas irréaliste dans le cadre d'une économie sans croissance).

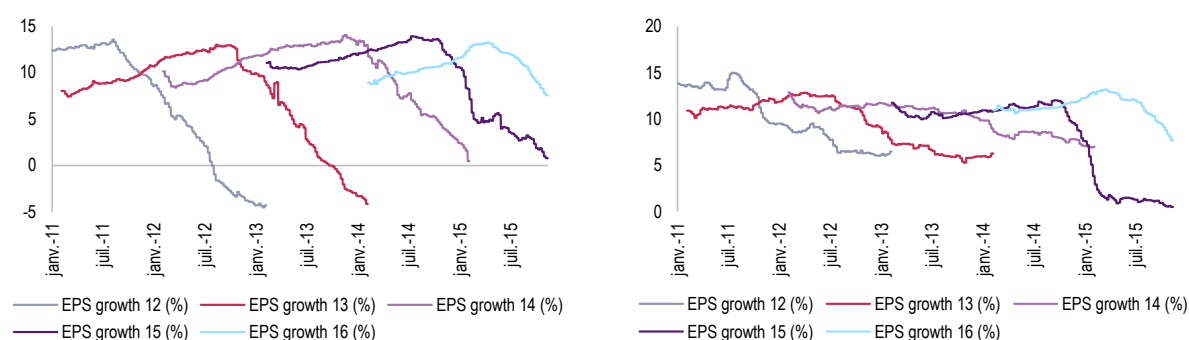
Tableau 14 : Objectifs de Stoxx 600 en fonction des scénarios

	Bear	Potentiel	Central	Potentiel	Bull	Potentiel
ROE	325	-15%	420	9%	475	24%
Multiples	323	-16%	430	12%	490	28%
Décote politique	310	-19%	425	11%	480	25%
Prime de risque	321	-16%	423	10%	485	26%
Moyenne	320	-17%	423	10%	483	26%

Source : Natixis

Nous pensons que, dans ce contexte, la stratégie d'investissement sur les actions doit, particulièrement en début d'année, favoriser les secteurs / groupes dont 1/ les perspectives de croissance des résultats sont les plus assurées, que ce soit par exposition à des zones géographiques aptes à alimenter une croissance en volume, un carnet de commandes confortable, des éléments d'amélioration du mix produits (pricing power).

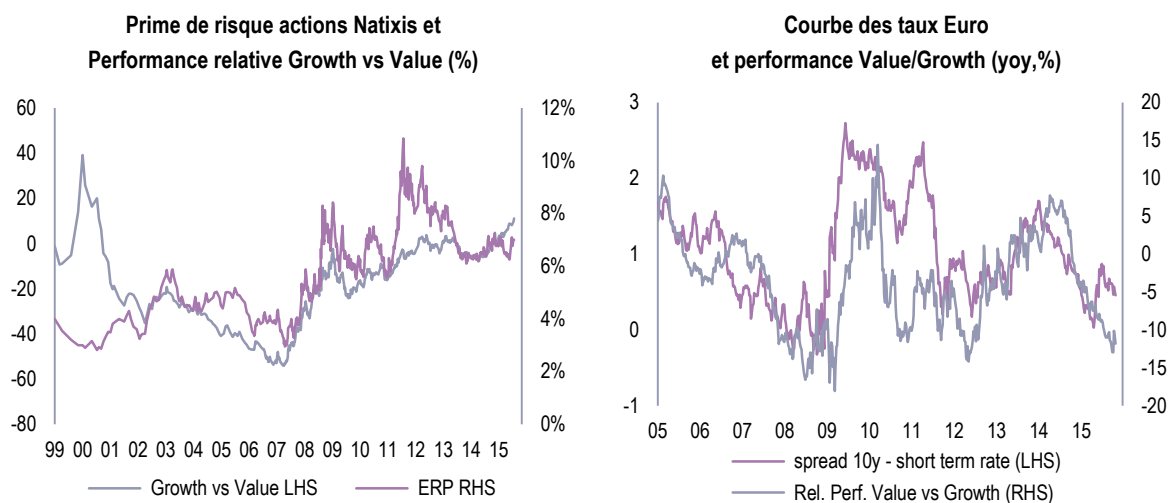
Graphique 24 : Evolution des attentes de croissance BPA (gauche = Europe ; droite = Etats-Unis)



Source : Datastream

2/ dont les bilans sont les plus solides, garantie d'une marge de manœuvre dans l'arbitrage de l'utilisation du cash-flow entre distribution et investissement (en capacité et / ou en croissance externe), 3/ le pari d'une rotation « value » semble conditionné à un début de pentification de la courbe des taux. La nouvelle baisse de l'€/ \$ devrait favoriser en début d'année un regain d'intérêt pour les thématiques exportatrices. Les thématiques domestiques ne seront pas absentes, mais en dehors de la consommation, le redressement de l'investissement productif en Europe est un prérequis indispensable pour s'assurer du caractère endogène du cycle.

Graphique 25 : Un nouveau régime de risque



Sources : Datastream, Natixis

Ceci nous amène à privilégier les secteurs suivants : Assurance, Automobile (Constructeurs auto de = à + et Equipementiers première monte), Aéronautique (avionneurs de = à +), Distribution alimentaire, Environnement, Luxe (+ vs =), Médias (Agences de publicité, Edition), Matériaux de construction, Logiciels, Restauration et Semi-conducteurs (+ vs -). A l'inverse, nous restons à l'écart des secteurs suivants : Energéticiens (- vs =), Equipementiers télécoms (- vs +), Services de télécommunications, Services pétroliers, Tubes, Raffinage et Métaux. Nous abaissons notre opinion sur les Banques (= vs +) et sur l'Immobilier (= vs +).

Tableau 15 : Objectifs d'indices Natixis (Scénario central)

En points	Cours (02/12/2015)	Décembre 2015e	Potentiel fin 2015 (%)	Décembre 2016e	Potentiel 2016 (%)
Stoxx 600	384	380	-1	423	11
EuroStoxx	362	360	-1	400	11
S&P 500	2 080	2 123	2	2 200	4
Large 200	392	385	-2	428	11
Small 200	271	280	3	305	9
CAC 40	4 906	5 050	3	5411	7
DAX 30	11 190	11 400	2	12 700	11
FTSE 100	6 421	6 365	-1	6 620	4

Sources : Natixis, Datastream

Tableau 16 : Synthèse de nos recommandations sectorielles (nomenclature Natixis)

Secteur		Secteur	
Aéronautique - défense	+	Energie	=
Aéronautique - avionneurs	+ vs =	Aval pétrolier	-
Aéronautique - équipementiers	+	Pétrolières intégrées	=
Compagnies aériennes	+	Services pétroliers	-
Défense	=	Tubes et équipements pétroliers	-
Assurance	+	Holdings	
Banques	= vs +	Industrie	=
Banques Investissement	=	Biens d'équipement	=
Banques Généralistes	= vs +	BTP & Concessions	=
Banques de Détail	=	Constructeurs poids lourds	=
Biens de consommation non cycliques	=	Immobilier	= vs +
Alimentation	=	Matériaux	=
Boissons	=	Chimie	=
Cosmétiques & soins de la personne	=	Matériaux de construction	+
Distribution alimentaire	+	Métaux	-
Distribution spécialisée	=	Mines	=
Biens de consommation cycliques	+	Santé	=
Agences de publicité et d'études	+	Equip. & services de santé	=
Autres biens de cons. Durables	=	Pharmacie	=
Autres médias	+	Services de télécommunications	-
Constructeurs automobiles	+ vs =	Technologie	+
Edition	+	Équipementiers télécoms	- vs +
Équipementiers automobiles	=	Équipementiers électroniques	
Équipements de loisirs		Logiciels	+
Gaming	+	Semi-conducteurs	+ vs -
Hôtels & Tourisme	=	Services informatiques	=
Jeux Vidéo	+	Utilities	-
Loisirs Concessions	+	Utilities – Energéticiens	- vs =
Luxe	+ vs =	Utilities - Environnement	+
Radio & télévision	=	Utilities - Renouvelables	-
Restauration	+		
Staffing	-		
Testing Inspection Certif.	-		

Source : Natixis

Sylvain Goyon
Stephen Ausseur
Benoît Peloille

Résumé de « 2016 : ça ne va pas être facile » publié le 4 décembre 2015

Ce document (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous receviez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document est une analyse financière élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Il a été préparé par Natixis dans le cadre de son activité de recherche en investissement et non en relation avec un projet d'offre de valeurs mobilières ou en tant que mandataire de l'émetteur de valeurs mobilières et indépendamment de tout émetteur de valeurs mobilières mentionné dans ce document. Les placements mentionnés dans ce document peuvent ne pas être adaptés à tous les investisseurs. Cependant, cette analyse est destinée à être diffusée indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyse issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de cette analyse ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document et toutes pièces jointes reflètent, sauf indication contraire, celles de son auteur et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Natixis ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans l'analyse et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement.

En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risque.

Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparation des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de recherche et ses autres activités. Ces "barrières à l'information" peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. Natixis a mis en place des règles déontologiques visant à interdire aux analystes d'effectuer des transactions personnelles (hors OPCVM, comptes gérés...). Natixis a mis en place une politique interne relative à la rémunération de l'analyste de nature à préserver son indépendance et à gérer les éventuels conflits d'intérêts.

Il est à noter que, dans le cadre de ses activités, Natixis peut être amenée à avoir des positions sur les instruments financiers et l'émetteur sur lesquels des recommandations ou opinions peuvent être données dans le document et pièces jointes communiqués.

En effet, Natixis peut être rémunérée pour la prise ferme, le placement, la mission de conseil, toute autre prestation de service d'investissement ou activité bancaire ou toute autre prestation concernant les instruments financiers de la société ou des sociétés citée(s) dans ce document.

Dans ce cas, les mentions relatives aux conflits d'intérêts que Natixis et que toutes les entités qui lui sont liées peuvent connaître, vis-à-vis de l'émetteur ou des émetteurs mentionné(s) dans ce document sont consultables sur le site de la Recherche à cette adresse internet : **LIEN VERS LA PAGE DISCLAIMERS EQUITY + FICT.**

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse : **<https://www.research.Natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>**