

ALLOCATION D'ACTIFS TRIMESTRIELLE

BNPP AM – Multi-Actifs, Quantitatif et Solutions (MAQS)



CE QUI NOUS ATTEND AU S2 : LE SCENARIO « BOUCLE D'OR » VA-T-IL DURER ?

Aperçu de l'allocation d'actifs



Actions



Taux & duration



Crédit



Immobilier



Matières premières



Devises (EUR vs USD, GBP, JPY)

Maximilian MOLDASCHL

Stratège multi-actifs senior, MAQS
maximilian.moldaschl@bnpparibas.com
+44 20 7063 7247

Guillermo FELICES

Responsable Recherche et Stratégie,
MAQS
guillermo.felices@bnpparibas.com
+44 20 7063 7196

RESUME

- **Le « fragile scénario Boucles d'or » s'affermir** – Nous continuons à envisager des conditions économiques neutres pour notre scénario de base, mais il est clair que certains risques pourraient déstabiliser cet alignement idéal des planètes.
- **Données macroéconomiques – en baisse, mais en voie de stabilisation** – Depuis le borbier du T4, le contexte macroéconomique s'est stabilisé. Combinée à une inflation faible, une croissance ralentie mais stable devrait suffire à faire perdurer le scénario « Boucles d'or ». Les données intérieures américaines ont bien résisté.
- **Les banques centrales à nouveau sur le devant de la scène** – Les dernières semaines ont été marquées par plusieurs facteurs notables, la Réserve fédérale américaine et la BCE ainsi que la Chine se dirigeant de plus en plus vers une politique monétaire accommodante. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela devrait soutenir les actifs risqués, déprimer les taux réels et stimuler les points morts d'inflation.
- **Risques de guerre commerciale** – Ils continueront probablement d'osciller autour d'une tendance à la démondialisation à moyen et à long terme. À court terme, la trêve observée par les États-Unis et la Chine à l'occasion de la réunion du G20 est un facteur de soutien.

ALLOCATION D'ACTIFS

- **Modus operandi pour les actions : Acheter à la baisse** – Nous pensons que l'environnement actuel est propice à un comportement « buy dips », mais également à vendre en cas de progression excessive. Généralement parlant, les actions devraient s'inscrire dans une tendance volatile légèrement haussière. Nous avons acheté récemment sur repli des marchés d'actions des pays développés.
- **La quête de rendement rend les actifs de portage attractifs** – Une nouvelle compression des taux réels devrait soutenir les actifs à rendement élevé. Nous maintenons notre exposition longue à la dette en devises fortes des marchés émergents et recherchons des points d'entrée tactiques dans d'autres actifs de portage/ à rendement élevé.
- **Les banques centrales font naître des espoirs de relance** – Les mesures prises récemment par les banques centrales pour faire progresser les points morts d'inflation américaine, du moins à court terme, pourraient susciter des espoirs de relance.
- **Construire des portefeuilles robustes** – Nous surveillons plusieurs risques qui pourraient déstabiliser le statu quo actuel. De ce fait, nous continuons à penser que la constitution de portefeuilles robustes est absolument essentielle et nous détenons plusieurs positions de valeur relative/à couverture asymétriques.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

REVUE DES MARCHES : T2 2019

Les marchés d'actions mondiaux ont rebondi en avril ; mais en mai les préoccupations des investisseurs concernant les tensions liées à la guerre commerciale et le ralentissement économique généralisé se sont encore accentuées, entraînant une correction des actifs risqués. Le rebond de juin a été principalement motivé par le penchant accommodant de la Réserve fédérale américaine et de la BCE. Ce tour de montagnes russes n'est pas perceptible dans les rendements du T2 : les marchés émergents ont été légèrement positifs (0,2 %) après avoir davantage souffert en mai, tandis que les marchés développés ont progressé de près de 3,6 % après la forte reprise de juin.

Les tensions sino-américaines se sont accentuées fin mai lorsque l'administration Trump a mis en œuvre ses décisions d'imposer des droits de douane de 25 % sur 200 milliards USD de marchandises chinoises, menacé de taxer 325 milliards USD d'importations supplémentaires et limité l'accès de la société de technologie Huawei au marché américain. La Chine a riposté en annonçant une réduction de son offre de terres rares aux États-Unis, en suspendant ses commandes de soja américain, en limitant ses achats de gaz américain et en dressant une liste d'organisations étrangères « peu fiables » portant atteinte aux intérêts des entreprises chinoises.

Fin juin, lors de la réunion du G20, les présidents Trump et Xi se sont mis d'accord sur une « trêve/un cessez-le-feu » sur de nouveaux droits de douane (évitant les droits de douane supplémentaires de 325 milliards USD de produits chinois) et ont également décidé de relancer les négociations commerciales. En outre, les États-Unis ont levé les restrictions sur Huawei, tandis que la Chine acceptait d'acheter de grandes quantités de produits américains.

La Chine n'était pas la seule cible de la stratégie de Trump ; en effet, l'arme tarifaire a également été utilisée contre le Mexique pour faire pression sur son gouvernement afin qu'il arrête le flux de migrants entrant aux États-Unis. Sur ce front, après la conclusion d'un accord début juin, Trump a suspendu les droits de douane prévus.

Les marchés des titres obligataires se sont bien comportés au T2, les bons du Trésor américain et allemand affichant une hausse de près de 2,5 %. Les spreads « périphériques » de l'UEM se sont resserrés et les obligations de l'UEM ont gagné près de 4,5 %.

Dans le secteur des matières premières, le secteur de l'énergie a chuté de 4,5 %, le pétrole brut ayant fortement baissé pendant la majeure partie du trimestre. Malgré la décision de l'OPEP de limiter la production, les prix du pétrole ont plongé après une augmentation plus forte que prévu des stocks américains, tandis que les inquiétudes suscitées par les guerres commerciales ont accentué le sentiment négatif.

Sur le front politique, le score des partis populistes aux élections européennes de fin mai a peu changé, ce qui signifie qu'ils n'auront aucune influence notable au Parlement européen. Au Royaume-Uni, après avoir vu rejeter toutes ses propositions

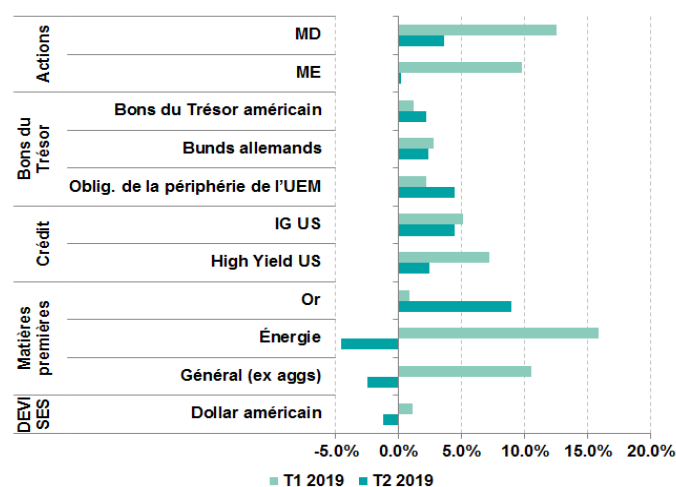
d'accord sur le Brexit, Theresa May a démissionné et les candidats conservateurs mènent maintenant une campagne nationale pour prendre la direction du parti – et du gouvernement. Le favori est Boris Johnson, qui est prêt à soutenir un Brexit sans accord.

Les données publiées aux États-Unis ont été mitigées. La masse salariale non agricole a atteint 75 000 (contre une prévision consensuelle de 175 000), tandis que les premières demandes d'allocations de chômage restaient solides à 217 000 (contre une prévision consensuelle de 220 000). Ailleurs, en Chine la production industrielle, les ventes au détail et les investissements en immobilisations ont tous les trois ralenti, affichant un surprenant déclin en glissement annuel (PI : 5,4 % contre 6,5 % attendu, ventes de détail : 7,2 % contre 8,6 % attendu, investissements en immobilisations : 6,1 % contre 6,4 % attendu).

Sur le plan de la politique monétaire, les grandes banques centrales se sont montrées accommodantes. Le président de la BCE, Mario Draghi, a souscrit un engagement conditionnel en faveur de mesures de relance supplémentaires, soulignant sa détermination à relancer l'inflation dans la zone euro et la flexibilité des outils à la disposition de la BCE. Aux États-Unis, le président de la Fed, Jerome Powell, a laissé les taux d'intérêt inchangés lors de la réunion de juin, tout en indiquant clairement que les réductions de taux étaient à l'ordre du jour.

Enfin, la banque centrale chinoise (PBoC) a augmenté de 200 milliards RMB le quota de la fenêtre de réescompte et de 100 milliards le quota de la facilité de prêt permanente afin de soutenir le financement des banques de petite et moyenne taille. Pékin a ordonné aux autorités locales d'utiliser des obligations spéciales en tant que fonds propres pour emprunter davantage sur les marchés et financer leurs projets d'infrastructures. Le gouverneur de la banque centrale a déclaré que la PBoC disposait d'une importante marge de manœuvre si la guerre commerciale avec les États-Unis devait s'aggraver.

Figure 1 : Rendements des marchés mondiaux au T2 – les chiffres globaux masquent les montagnes russes d'avril, mai et juin

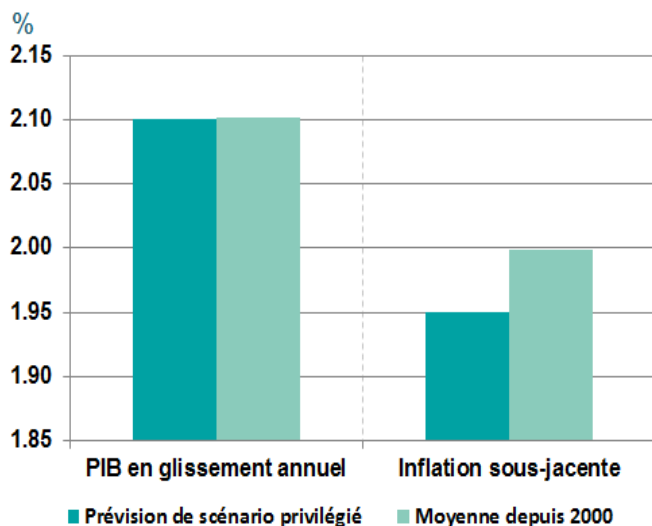


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

NOTRE FEUILLE DE ROUTE : LE « FRAGILE SCENARIO BOUCLES D'OR »

Les idées gravitant autour d'un environnement « Boucle d'or » sont au cœur de notre feuille de route depuis un certain temps et nous continuons à percevoir des conditions économiques « ni trop chaudes ni trop froides » dans notre scénario de base. En effet, nous observons que la croissance, bien qu'elle ne fasse pas d'étincelles, s'est stabilisée ces derniers mois et que l'inflation reste obstinément faible (Figure 2). Les banques centrales ayant également une attitude de plus en plus accommodante, le scénario « Boucles d'or » pourrait même se raffermir par rapport aux mois précédents.

Figure 2 : Avec un scénario « Boucle d'or » toujours en place : Une croissance modérée du PIB et une inflation faible soutiennent la bienveillance des banques



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

Toutefois, les lecteurs assidus se rappelleront que nous avons qualifié l'environnement Boucle d'or de « fragile », car nous discernons des risques importants qui pourraient déstabiliser cette conjonction idéale et nécessiter une surveillance. Figure 3 montre une nouvelle fois notre matrice de scénarios, soulignant qu'un choc de croissance (passage au quadrant inférieur gauche) ou un choc d'inflation (passage au quadrant supérieur droit) pourrait nous faire sortir du contexte actuel.

Manifestement, les marchés ignorent totalement les risques d'inflation (voir plus bas) ; en un sens, ils sont donc confrontés aux forces concurrentes de la bienveillance de la Banque centrale d'un côté et aux risques de croissance / de guerre commerciale de l'autre.

Figure 3 : Scénarios « Boucles d'or fragile » et de risques majeurs

	Pause de la Fed	La Fed resserre sa politique
Cycle mature	« Boucles d'or fragile »	« surchauffe de l'économie américaine »
Fin de cycle	« Ralentissement synchronisé »	« environnement de stagflation »

Source : BNPP AM, au 28/06/2019

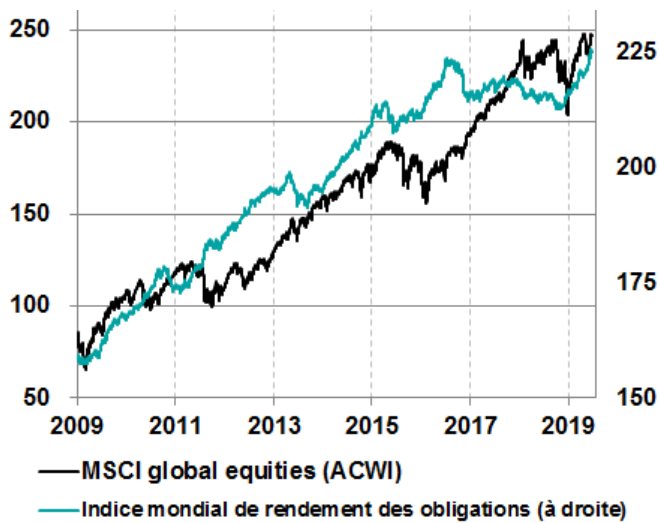
Face à ce bras de fer, de nombreux acteurs du marché semblent déconcertés par la reprise simultanée des marchés obligataires et des marchés d'actions ces dernières semaines, ce qui donne à penser que ces classes d'actifs tiennent compte de facteurs macroéconomiques diamétralement opposés et qu'il est donc probable que l'un des deux scénarios soit faux.

Historiquement, la reprise simultanée des actions et des obligations (ou, en fait, de tous les actifs) n'est évidemment pas une nouveauté : elle dure depuis plus d'une décennie (Figure 4).

Certes, la reprise simultanée des actifs risqués et obligations peut, à première vue, ressembler à un oxymore. Mais une telle vision du monde fait carrément l'impasse sur les moteurs changeants du marché et peut-être sur un moyen nouveau/supplémentaire d'analyser les marchés. Le moteur commun sous-jacent est la politique d'assouplissement monétaire de la Banque centrale.

En essayant de lutter contre une inflation obstinément / structurellement basse, les décideurs politiques ont comprimé les primes de risque, aplati les courbes de taux et contracté les taux réels, dans l'espoir de stimuler l'activité et de relancer l'inflation. L'inflation tardant à remonter la pente, les marchés obligataires se sont redressés et les actifs risqués se sont également bien comportés, soutenus par l'expansion des multiples (vu les taux bas et l'abondance des liquidités), mais également par l'annonce de bénéfices. En un sens, les banques centrales ont, jusqu'à présent, créé une inflation des prix des actifs, mais pas beaucoup d'inflation mesurée par l'IPC, ce qui sous-tend la reprise aux deux extrémités de l'échelle des risques.

Figure 4 : Des actions et des obligations à des niveaux record



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

Le scénario « Boucles d'or » va-t-il durer ? Trois piliers à surveiller

Alors que les banques centrales intensifient une fois de plus leur rhétorique accommodante, *toutes choses étant égales par ailleurs*, les perspectives à court terme privilégient l'exposition au risque de marché, aux opérations de portage et sur les marchés émergents et au risque de spread/duration (voir ci-dessous pour plus de détails sur nos opinions en matière d'allocation d'actifs).

Considérant tout cela, la question clé est de savoir ce qui pourrait mettre fin au scénario « Boucles d'or ».

À ce propos, nous surveillons trois piliers : i) le contexte des données / macroéconomique, ii) la politique monétaire et iii) le risque de guerre commerciale. Nous avons résumé les développements sur ces fronts dans la Figure 5.

Comme indiqué ci-dessus, au cours des derniers mois les conditions du scénario « Boucles d'or » se sont raffermies : la croissance s'est stabilisée et la politique monétaire s'est assouplie. Les tensions commerciales sino-américaines ont fluctué conformément à nos attentes (voir ci-dessous), et c'est un thème susceptible d'occuper les investisseurs pendant un certain temps, alors même que la réunion du G20 entre le président Trump et Xi a abouti à une trêve.

Figure 5 : Checklist « Boucles d'or » – les conditions se consolident-elles ?

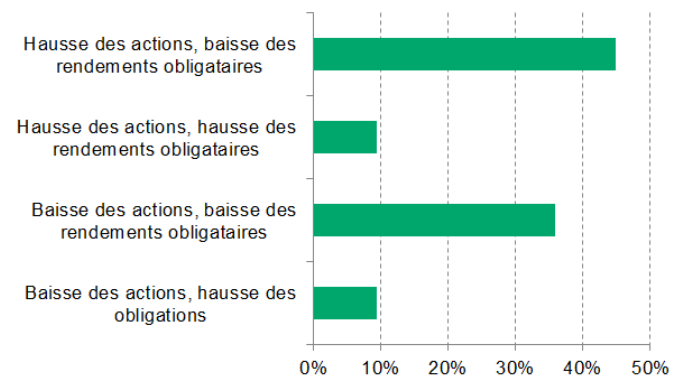
	T4 2018	T1 2019	T2 2019	S2 2019 ?
Contexte macro-économique	Croissance : ❌	Croissance 😞	Croissance 😞	Croissance ✅
	Inflation : ✅	Inflation : ✅	Inflation : ✅	Inflation : ✅
Politique monétaire	Fed : ❌	Fed : ✅	Fed : ✅	Fed : ✅
	BCE : ❌	BCE : ❌	BCE : ✅	BCE : ✅
	Chine : ✅	Chine : ✅	Chine : ✅	Chine : ✅
Guerre commerciale	Tensions : ❌	Tensions ✅	Tensions : ❌	Tensions ✅

Source : BNPP AM, au 28/06/2019

Il est intéressant de noter qu'un environnement de type « Boucles d'or » semble également faire l'objet d'un consensus populaire. Lors de notre forum annuel des investisseurs¹, nous avons posé plusieurs questions à un groupe d'investisseurs, notamment sur leurs perspectives de marché pour les douze prochains mois (Figure 6). Un consensus « Boucle d'or » basé sur « la hausse des actions et la baisse des obligations » s'est dégagé des réponses, suivi par un contexte de ralentissement où « les actions baissent et les rendements obligataires aussi ». À notre avis, cela souligne la fragilité du contexte actuel, mais il convient également de noter à titre anecdotique que beaucoup ne semblent pas être pleinement investis dans un tel environnement « Boucles d'or ».

Figure 6 : Enquête auprès des investisseurs : le scénario « Boucles d'or » fait-il consensus ?

Quelle combinaison de performances attendez-vous sur les principaux marchés développés dans les 12 prochains mois ?



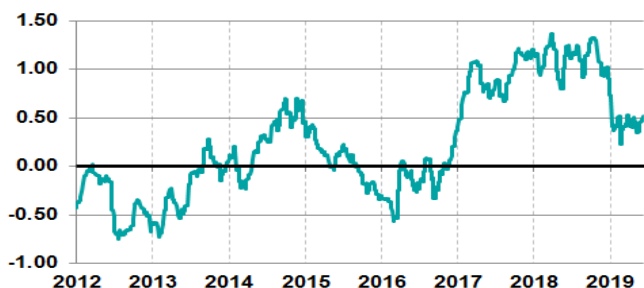
Source : BNPP AM, au 27/06/2019

¹ La conférence de BNP Paribas Asset Management organisée à Paris les 26 et 27 juin a réuni 120 clients seniors

DONNEES MACROECONOMIQUES - EN BAISSSE, MAIS EN VOIE DE STABILISATION

De toute évidence, la plupart des grandes économies ont été malmenées au T4 2018 et au début du T1 2019. Toutefois, comme indiqué précédemment, depuis lors le contexte macroéconomique s'est stabilisé, même si c'est à des niveaux plus faibles, notamment aux États-Unis (Figure 7). Mais nous pensons surtout que – et cela est crucial – combinée à une inflation faible, une croissance faible mais stable suffit pour que le scénario « Boucles d'or » persiste.

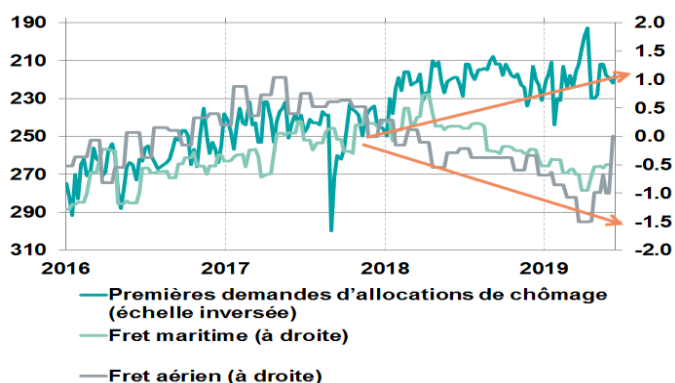
Figure 7 : Stabilisation des principales données macroéconomiques américaines agrégées



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

En outre, nous constatons que le contexte national aux États-Unis reste solide : le marché du travail est proche du plein emploi et les consommateurs semblent optimistes. Les aspects liés au commerce, comme la production manufacturière, qui sont évidemment des points sensibles, sont menacés par les tensions sino-américaines. La Figure 8, qui montre les demandes d'allocations de chômage et les données de fret international aux États-Unis, met clairement en évidence cette divergence.

Figure 8 : Cherchez la différence : Données intérieures américaines / données internationales* : une macro-divergence



* les données de fret présentées sont agrégées et normalisées à l'aide des données des aéroports de fret aérien (Hong Kong, Singapour, Amsterdam, Zurich), des ports de fret maritime (Singapour, Chine, Los Angeles) et des conteneurs mondiaux. Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

LES BANQUES CENTRALES A NOUVEAU SUR LE DEVANT DE LA SCENE

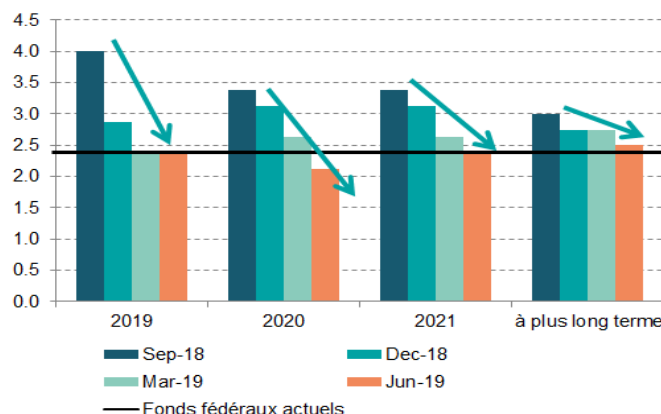
En ce qui concerne les banques centrales, les dernières semaines ont été marquées par plusieurs facteurs notables, les politiques monétaires se dirigeant généralement vers un territoire plus accommodant. En fait, par rapport à la fin de l'an dernier quand la Fed se dirigeait vers un territoire restrictif et que la BCE cherchait à réduire l'assouplissement quantitatif, le changement de cap des orientations des banques centrales a été considérable.

Réserve fédérale : vers une baisse des taux ?

Après le virage accommodant de la Fed en janvier et la confirmation de son « dot plot » à la réunion de mars, les marchés obligataires tablaient déjà sur de multiples baisses de taux. En dépit de ces anticipations, lors de la réunion de politique générale de juin, le discours accommodant a pris une nouvelle tonalité, le dernier « dot plot » et le dernier commentaire de la Fed laissant présager des réductions dès le mois de juillet (Figure 9).

Parallèlement à de nouveaux « dots », la Réserve fédérale a également mis à jour ses prévisions macroéconomiques dans le cadre de son résumé trimestriel des projections économiques (Summary of Economic Projections). Soulignons deux évolutions majeures. Premièrement, la trajectoire prévisionnelle de l'inflation a été révisée à la baisse. Deuxièmement, les projections de croissance restent inchangées et les prévisions concernant le taux de chômage ont été révisées à la baisse. Globalement, la Fed envoie un message clair : elle s'inquiète davantage de la faiblesse obstinée de l'inflation que de la faiblesse de la croissance, et souligne que sa politique accommodante est justifiée par l'inflation. En ce qui concerne la croissance, les tensions commerciales constituent la principale incertitude (plutôt qu'une préoccupation immédiate).

Figure 9 : Les « dots » du FOMC : un autre changement de ton laissant présager des baisses de taux



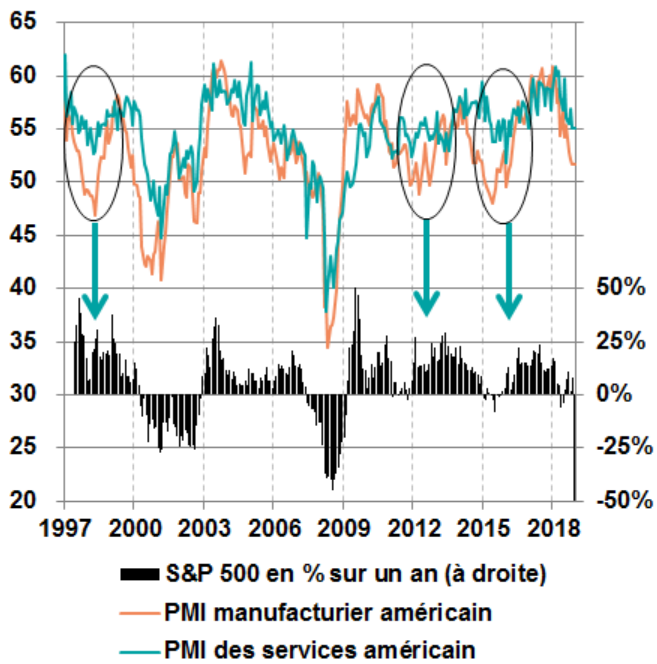
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

Eu égard aux perspectives des marchés, il est essentiel de connaître la raison pour laquelle la Fed pourrait entamer un cycle d'assouplissement.

Si, comme au début de nombreux précédents cycles d'assouplissement, les préoccupations en matière de croissance sont le déclencheur, les actifs à risque tendent à déprimer et les valeurs refuge à monter. En revanche, si la politique accommodante de la Fed correspond plutôt à une mesure de protection, les perspectives du marché peuvent être très différentes.

Voyons ce que l'histoire nous enseigne pour tirer des conclusions. Dans la Figure 10, nous examinons le PMI manufacturier américain et son homologue des services, ainsi que les cours des actions sur le marché sous différents régimes.

Figure 10 : Le marché des actions peut être performant lorsque la Fed devient accommodante à titre de « protection »



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

Lors d'épisodes de baisse des deux PMI (2001, 2008 et 2010), la croissance était clairement en cause et les actifs risqués ont fortement chuté. Dans les épisodes où le PMI manufacturier a chuté en raison d'un choc externe, tandis que le secteur des services résistait (1998, 2012 et 2016), les marchés d'actions ont en réalité bien performé.

Considérant l'accent mis par les banques centrales sur une inflation obstinément faible et le contexte de croissance stable en l'absence d'une véritable escalade du différend commercial sino-américain, nous estimons que la situation actuelle est comparable à l'un de ces derniers épisodes.

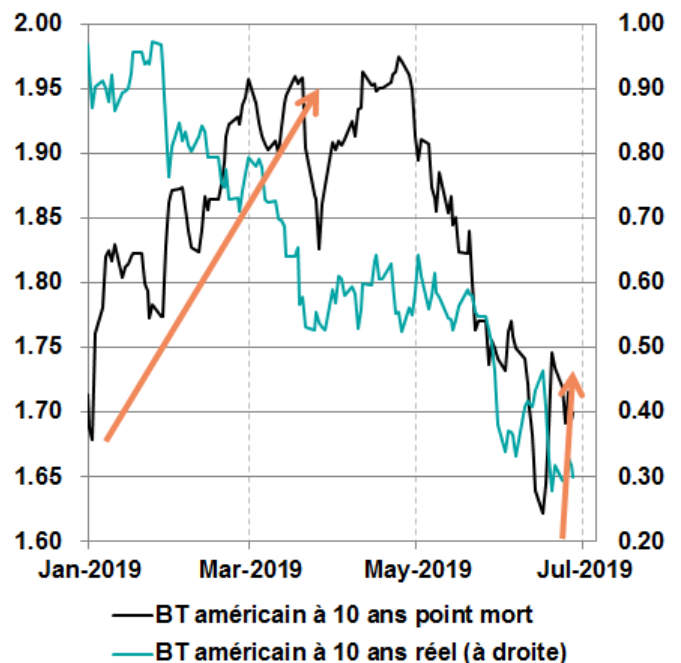
En fait, nous avons constaté que le secteur des services / les données sur la consommation aux États-Unis affichaient une bonne résistance, les faiblesses étant concentrées dans les secteurs liés à la fabrication (voir Figure 8).

Après avoir augmenté notre risque de marché par le biais d'actions des MD le mois dernier, nous continuons de privilégier les actions dans nos portefeuilles (pour plus de détails, voir la section ci-dessous sur l'allocation des actifs) et nous pensons que la conjoncture actuelle reste propice à l'achat sur repli des actifs risqués.

Ailleurs, nous avons pris une position longue sur le point mort d'inflation (escomptant une hausse des prévisions d'inflation) avant la dernière réunion du FOMC. Depuis lors, les variations de cours ont été favorables : une fois de plus, le marché des obligations a réagi selon la manière typique « QE » à l'attitude accommodante de la Fed, en fixant les taux réels à la baisse et les points morts à la hausse (Figure 11). Outre l'attitude coopérative des banques centrales, les valorisations attrayantes constituaient également une raison pour entrer sur ce marché dans esprit d'approche tactique.

Tandis que nous continuons à tabler sur une baisse des taux réels pour prolonger la dynamique de « quête de rendement », nous maintenons notre position longue sur la dette émergente et nous avons en vue d'autres actifs de portage (voir ci-dessous la section sur l'allocation des actifs).

Figure 11 : Fed accommodante...baisse des taux réels, points morts en hausse



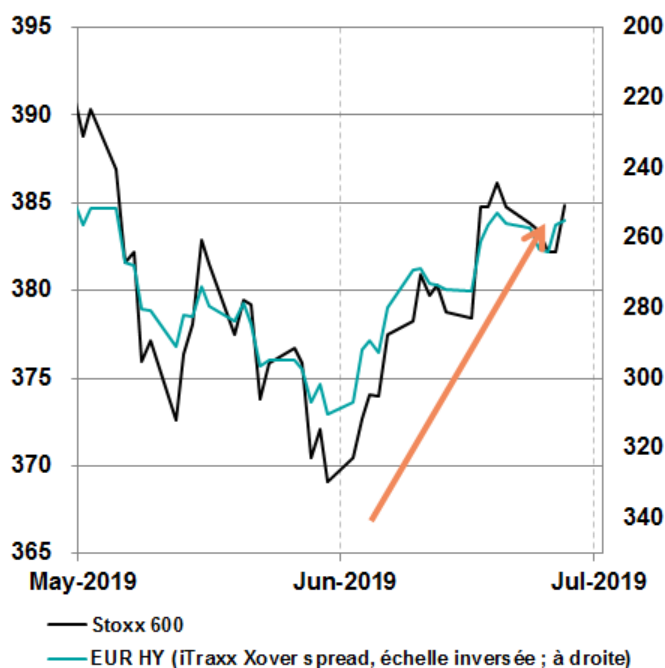
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

BCE : « Quoi qu'il en coûte v2.0 »

En Europe, Mario Draghi, le président de la BCE, a également changé radicalement de ton ces jours-ci. S'exprimant dans le cadre du « Forum sur la banque centrale » de la BCE à Sintra, il a fortement insisté sur la possibilité d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans les mois à venir – en gardant ouvertes différentes options sous la forme de baisses des taux des dépôts et d'extension du programme de rachat d'actifs. Comme dans le message de la Fed, les préoccupations relatives à la faiblesse de l'inflation sont le principal facteur de décision.

Naturellement, les actifs à risque ont fortement progressé à la suite de ce discours, les actions européennes se rapprochant de sommets cycliques et les spreads de crédit renouant avec leurs plus bas (Figure 12). Les observateurs ont appelé cela un nouveau « moment décisif ».

Figure 12 : Les actifs à risque européens portés par Draghi...



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

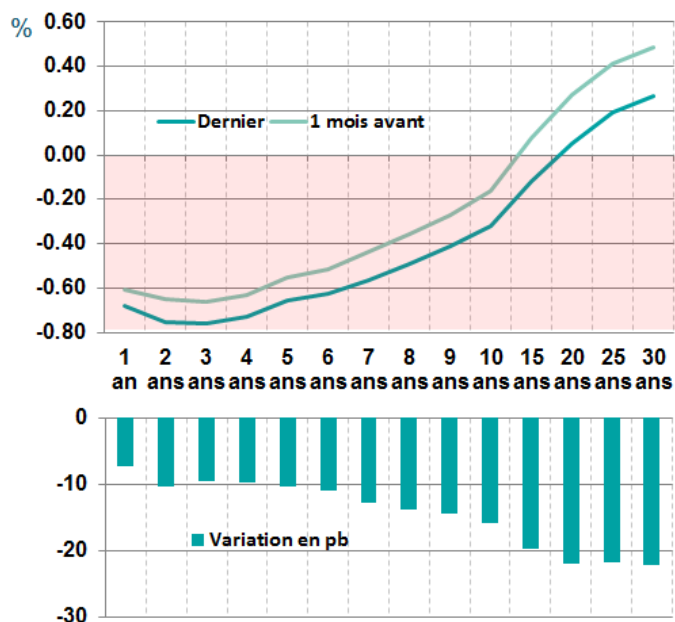
Dans la mesure où une relance du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE s'accompagnerait quasi certainement d'une extension des limites actuellement imposées aux émetteurs et peut-être d'une modification du lien avec la clé de répartition du capital, les marchés européens des obligations souveraines se sont fortement redressés. En effet, la courbe des taux de la dette souveraine allemande s'est fortement aplatie et les obligations à échéance inférieure à 17 ans se négocient désormais en territoire négatif (Figure 13).

Comme aux États-Unis, la réaction du marché à la politique accommodante de la BCE est comparable à celle des années

d'assouplissement quantitatif, lorsque les actifs risqués et les obligations ont augmenté parallèlement, tandis que sur les marchés des titres obligataires les taux réels se contractaient et que les points morts d'inflation augmentaient. Autrement dit, nous assistons à des fluctuations de cours reflationnistes.

En 2015, les rendements du Bund ont fortement chuté dans la perspective du QE, mais ils se sont globalement stabilisés quand les achats liés au QE sont intervenus. Une dynamique similaire est peut-être en train de se produire à ce stade en ce qui concerne notre exposition à la durée européenne ; nous avons déjà réduit notre exposition courte ces derniers mois, le déclencheur de la hausse des rendements étant devenu moins évident.

Figure 13 : ...tandis que les rendements obligataires descendent de plus en plus en territoire négatif et que les courbes s'aplatissent à nouveau



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

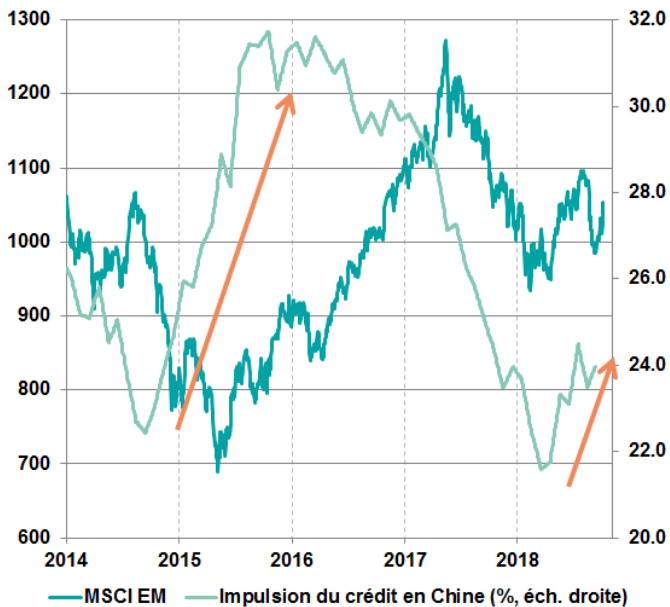
Chine : ce ne sont pas que des mots, mais une vraie politique d'assouplissement monétaire

En Chine, l'assouplissement est toujours en cours. Contrairement au simple changement de ton des banques centrales des pays développés, la Chine est la seule grande économie à connaître un véritable assouplissement, avec des indicateurs tels que la reprise de la dynamique du crédit (Figure 14). Alors que les tensions commerciales sino-américaines rebutent clairement les investisseurs, en l'absence d'une escalade, les planètes risquent de s'aligner lentement pour les actifs des marchés émergents.

En effet, en 2015/2016 la politique d'assouplissement de la Chine a eu de lourdes conséquences sur les actifs risqués des marchés émergents, quoiqu'avec un certain décalage. Elle a également été un important moteur des développements

macroéconomiques sur les marchés développés et les marchés en général. Les efforts d'assouplissement actuels des décideurs politiques chinois sont d'importance modeste et principalement ciblés, mais nous continuons à les surveiller de près car ils pourraient changer la donne.

Figure 14 : La Chine toujours stimulante



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

RISQUES DE GUERRE COMMERCIALE - TREVE DU G20

Comme indiqué précédemment, nous pensons que des tendances à la démondialisation sont au cœur de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. Autrement dit, la lutte pour le pouvoir mondial soulève des problèmes qui vont au-delà du commerce.

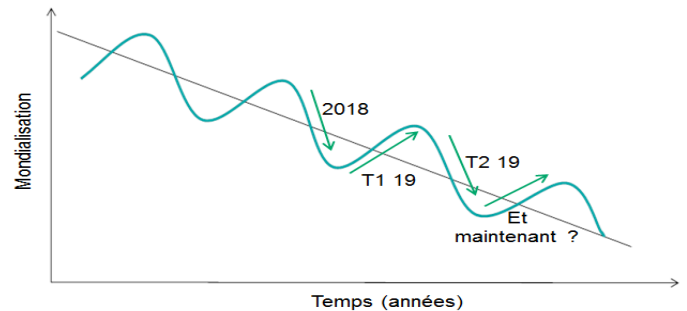
Dans ce contexte, nous pensons que la tendance à moyen et à long terme est à une inversion des forces de la mondialisation des décennies précédentes. Cependant, il existe également des revirements cycliques à plus court terme autour de cette tendance à la démondialisation, comme le montre à nouveau schématiquement la Figure 15. Parfois, les tensions s'atténuent (comme au premier trimestre de cette année et plus récemment), puis se renforcent (comme ce fut le cas en 2018 et au T2).

De toute évidence, à la suite de l'entretien des présidents Trump et Xi au G20, nous sommes actuellement dans une phase de désescalade à court terme de la guerre commerciale. Les deux chefs d'État se sont mis d'accord sur une « trêve/un cessez-le-feu » sur de nouveaux droits de douane et ont également convenu de reprendre les négociations commerciales. Les États-Unis ayant levé les restrictions sur

Huawei, la Chine a accepté d'acheter de grandes quantités de produits américains.

Ces développements soutiendront les actifs risqués à court terme, mais soulignons qu'une trêve n'équivaut pas à un accord et que de nouvelles négociations entre la Chine et les États-Unis doivent être surveillées de près dans les mois à venir.

Figure 15 : La dynamique de la démondialisation devrait fluctuer dans une tendance à la baisse

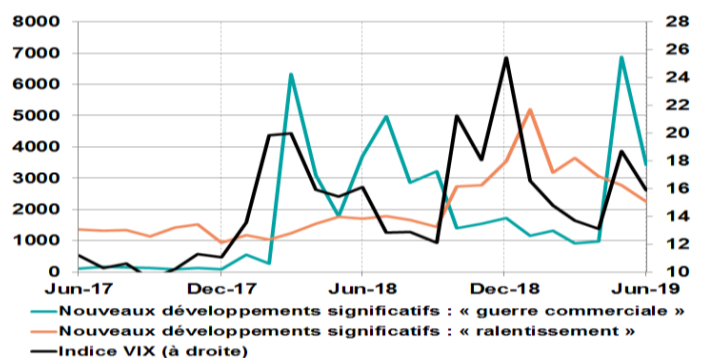


Source : BNPP AM, au 28/06/2019

Il est intéressant de noter que la perception par le marché du risque de guerre commerciale a globalement suivi notre modèle d'oscillation stylisé, les craintes augmentant et diminuant très rapidement ces derniers mois. Cela ressort de la Figure 16 où nous examinons les articles de presse de Bloomberg mentionnant la guerre commerciale, et les comparons à l'indice VIX. De toute évidence, alors que le marché se concentrait sur le risque de guerre commerciale, la volatilité des actions s'exacerbaient, mais elle s'apaisait également à mesure que l'attention se déplaçait ailleurs.

La situation entre les États-Unis et la Chine restant instable, nous pensons que cette tendance va persister dans un avenir prévisible ; nous sommes donc enclins à tirer parti de ces oscillations pour agir tactiquement sur les marchés sur la base de nos principales convictions. Le mois dernier, par exemple, lors d'un creux provoqué par les craintes d'une guerre commerciale, nous avons ajouté un risque de marché via une position longue sur les actions des MD.

Figure 16 : Changement de perception des marchés sur le risque de guerre commerciale



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

ALLOCATION D'ACTIFS

Comme indiqué ci-dessus, nous nous attendons à ce que l'actuel contexte « Boucles d'or » persiste, le soutien renouvelé de la Banque centrale servant de support supplémentaire aux marchés. Cela dit, il existe des risques sérieux qui pourraient facilement déstabiliser cette conjonction idéale.

Dans ces circonstances, quel est notre mantra d'allocation d'actifs et notre feuille de route de négociation ?

- **Risque de marché** : négociation tactique d'actifs risqués

Nous pensons que l'environnement actuel est propice à un comportement « buy dips », mais également à vendre en cas de progression excessive. Généralement parlant, les actions devraient s'inscrire dans une tendance volatile légèrement haussière.

- **Duration** : bataille d'attentes reflationnistes et maintien de taux faibles pendant une période prolongée

Le retour de la tendance accommodante des grandes banques centrales devrait favoriser la résurgence de taux faibles pendant une période prolongée sur les marchés obligataires mondiaux, dans un environnement de taux réels faibles. Toutefois, les prévisions d'inflation devraient augmenter. Dans ce contexte, nous cherchons globalement à négocier de manière tactique sur les principaux marchés des obligations d'État.

- **Actifs portage/spreads** : les taux réels baissant, la quête de rendement devrait se poursuivre,

ce qui devrait soutenir les actifs à rendement élevé. Partant, nous recherchons des points d'entrée tactiques dans les actifs de portage / à rendement élevé afin d'accroître notre exposition au risque.

- **Marchés émergents** : Chine : relance / risque de guerre commerciale

Ces deux forces vont poursuivre leur mouvement de balancier ; nous conservons donc notre exposition aux marchés émergents, sur la base de nos principales convictions actuelles. Nous surveillons de près les marchés émergents, car une détente plus nette sur le front de la guerre commerciale peut libérer de la valeur.

- **Ne pas oublier les risques et diversifier** :

Compte tenu de l'instabilité de la conjoncture actuelle, nous pensons qu'il est absolument indispensable de constituer des portefeuilles robustes et diversifiés.

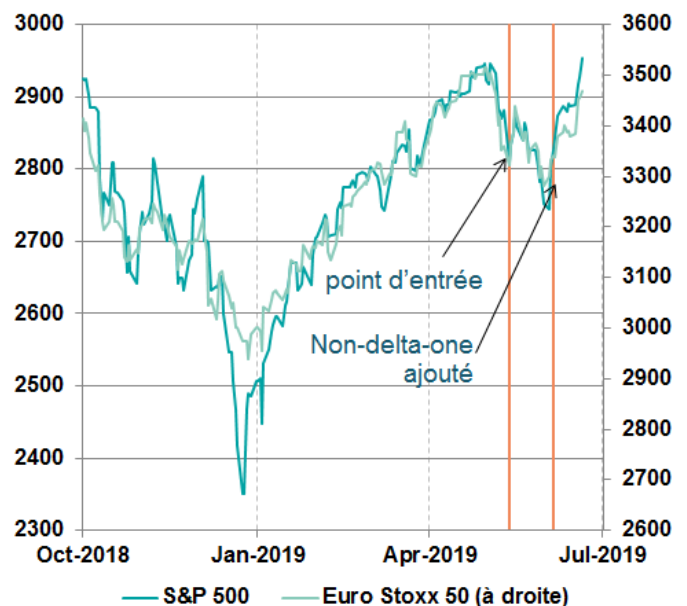
Modus operandi pour les actions : acheter à la baisse

Le mois dernier, nous avons profité d'un creux induit par l'anxiété suscitée par la guerre commerciale pour augmenter notre risque de marché en achetant des actions des MD. Depuis, nous avons accru notre exposition aux portefeuilles flexibles via des options, les actions ayant d'abord subi une correction (Figure 17).

Notre mode opératoire pour les actifs risqués peut se résumer comme suit : nous sommes acheteurs à la baisse, mais nous avons également l'intention de réduire le risque de marché en cas de rebond excessif. D'une manière générale, considérant d'une part l'environnement « Boucles d'or » favorable, mais aussi, d'autre part, les nombreux risques existants, nous considérons que les marchés d'actions se négocient dans une fourchette légèrement orientée à la hausse.

En d'autres termes, une approche tactique des actifs à risque est justifiée.

Figure 17 : Acquisitions à la baisse – position longue sur les actions américaines et UEM



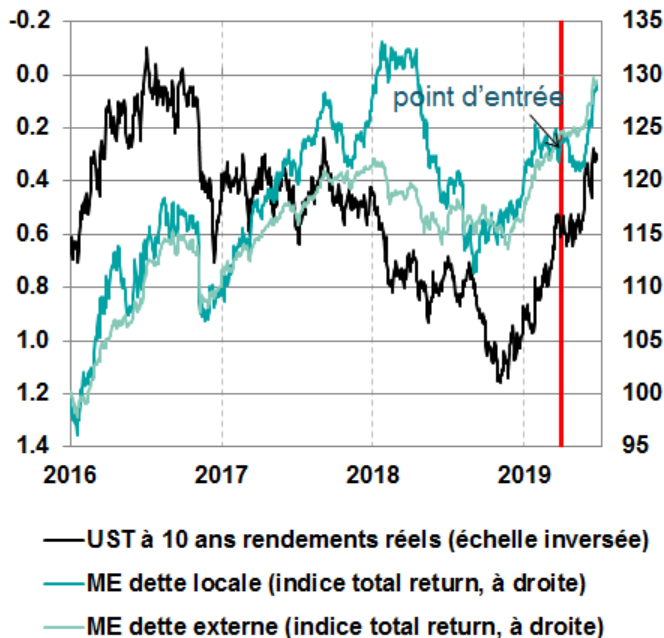
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

La quête de rendements rend les actifs de portage attractifs

Ailleurs, nous continuons de penser que l'attitude accommodante de la Fed et des autres grandes banques centrales soutiendra encore la dynamique de la quête de rendements. En particulier, les rendements réels plus faibles devraient favoriser les positions de portage longues. Nous maintenons notre position longue sur la dette émergente en devises fortes. Cette exposition en USD avec un portage élevé (environ 6 %) s'est bien comportée récemment, considérant le retournement des banques centrales (Figure 18). Observons

que ce comportement nous aide à neutraliser quelque peu la sous-pondération de la durée, étant donné notre exposition courte à la durée dans l'UEM.

Figure 18 : La stabilité/baisse des taux réels devrait soutenir les actifs de portage



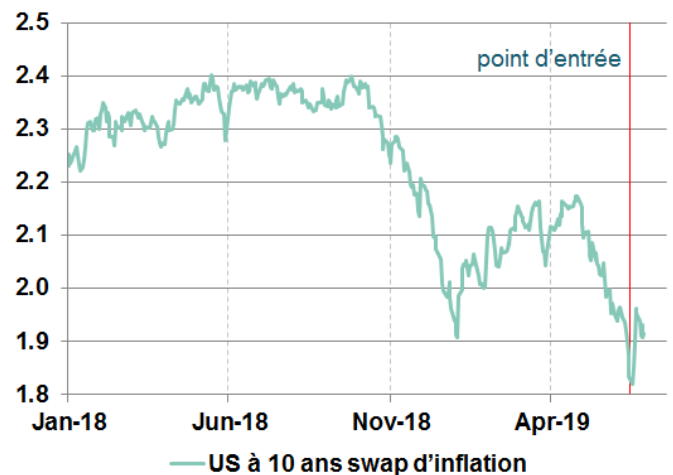
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

Les banques centrales suscitent des espoirs de reflation

Les derniers commentaires de la Banque centrale sur les principaux marchés d'obligations d'État du monde ont eu une incidence intéressante sur les cours. Les rendements nominaux ayant fortement chuté, nous notons qu'à la manière d'un QE les taux réels se sont contractés et que le point mort d'inflation a augmenté. En d'autres termes, le marché place des espoirs de relance dans les politiques de la Banque centrale.

Dans la perspective de ces revirements de la Banque centrale, nous avons adopté une position longue sur l'inflation aux États-Unis (pour anticiper des attentes d'inflation plus élevées). La Fed se montrant désormais coopérative, la principale raison de ce positionnement tactique était la valorisation, compte tenu de la forte chute des points morts (Figure 19).

Figure 19 : Accommodantes, les banques centrales vont nourrir les espoirs de reflation



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

En ce qui concerne notre exposition plus large à la durée, nous maintenons notre exposition courte à la durée dans l'UEM, mais plus modestement compte tenu du ralentissement des mois précédents. Compte tenu du changement d'orientation des banques centrales, les arguments en faveur des hauts rendements deviennent une option à plus long terme et, même aux valorisations actuelles, l'incitation en faveur des rendements élevés est moins évidente et notre conviction faiblit.

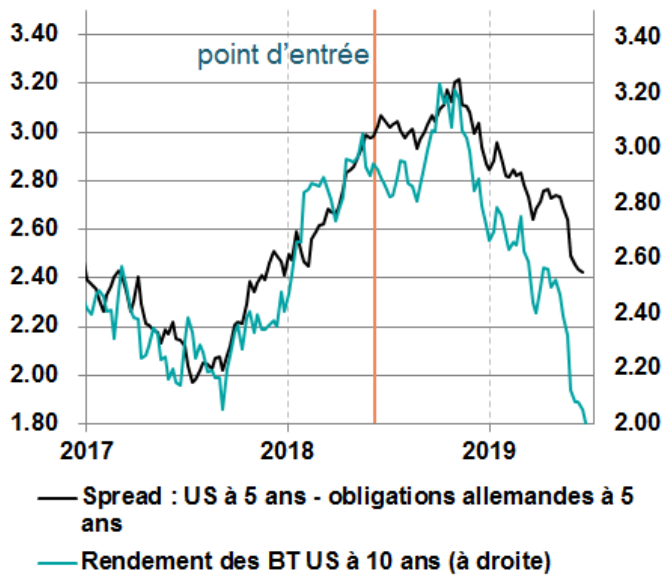
Construire des portefeuilles robustes

Comme nous l'avons largement évoqué ces derniers mois, nous pensons que la constitution de portefeuilles robustes et la détention de titres de diversification sont absolument essentielles à ce stade.

Nous détenons actuellement plusieurs positions présentant des caractéristiques d'asymétrie/de couverture, notamment :

- **Position longue sur obligations américaines à cinq ans c/ Bunds à cinq ans** – initialement acquises en raison du net écart de valorisation, mais aussi parce que nous y voyons de bonnes caractéristiques défensives dans un contexte d'aversion au risque. Les rendements américains, qui devraient avoir « plus de marge de manœuvre à la baisse » en cas de ralentissement économique, sont un bon moyen de diversification du portefeuille. Cela dit, au vu des solides performances observées récemment (Figure 20), nous réexaminons les avantages tactiques de ce comportement.

Figure 20 : Bonnes performances des bons du Trésor américain / Bunds à 5 ans



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 28/06/2019

- **Position longue sur le CAC 40 (France) et courte sur le DAX (Allemagne)** – - Selon nous, la « vieille Chine » est en difficulté et les forces protectionnistes devraient perdurer. L'Allemagne étant plus exposée que la France à la démondialisation, cette position à valeur relative vise à limiter notre exposition à une escalade significative des tensions commerciales.
- **Position courte sur un panier de devises asiatiques /dollar américain** – Cette position représente une couverture supplémentaire contre une escalade des tensions sino-américaines, avec une forte corrélation entre notre panier (KRW, SGD, TWD et THB) et USD / CNY. Avec une quasi-absence de portage négatif (comparé au portage négatif élevé dans d'autres devises émergentes), nous pouvons nous permettre de conserver cette couverture pendant de longues périodes.

APERÇU STRATEGIQUE DES CHANGEMENTS DE POSITIONS CLES AU T2 2019

L'équipe MAQS de BNPP AM a pris les décisions suivantes en termes d'allocation d'actifs :

AVRIL :

EXPOSITION LONGUE A LA DETTE EMERGENTE EN DEVISES FORTE OUVERT 01/04/19

- En quête de rendement et compte tenu des mesures de relance de la Chine, nous avons ouvert cette position tout en restant couverts au point de vue risque de change

POSITION COURTE SUR LES BUNDS ALLEGEE 01/04/19

- Nous avons diminué la taille de notre position sous-pondérée globale, en réduisant de moitié la sous-pondération tactique des Bunds que nous avons adoptée mi-février pour les portefeuilles fortement exposés aux d'obligations.

POSITION LONGUE CAC/DAX ACCRUE 10/04/19

- La consolidation pourrait être terminée et le tableau général reste stratégiquement haussier. Par conséquent, nous avons doublé notre exposition à cette position.

MAI :

POSITION COURTE SUR LES ACTIONS DES MD LIQUIDÉE 02/05/19

- Nous avons atteint les niveaux stop loss de notre position courte tactique sur les actions des MD et nous l'avons clôturée début mai.

POSITION LONGUE SUR LES ACTIONS DES MD OUVERT 10/05/19

- Alors que notre scénario de base « Boucles d'or fragile » incite à acheter à la baisse et qu'en fin de compte nous tablons sur une résolution du conflit commercial sino-américain, nous avons profité du récent repli des marchés pour ouvrir une position longue partagée à 50/50 entre les actions américaines et européennes.

JUIN :

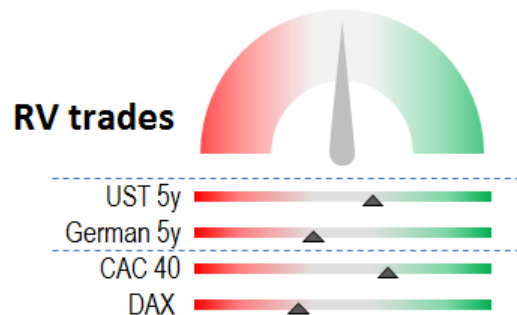
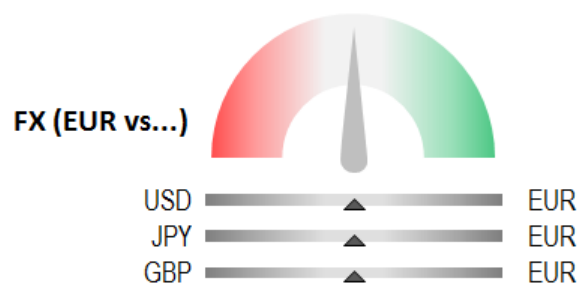
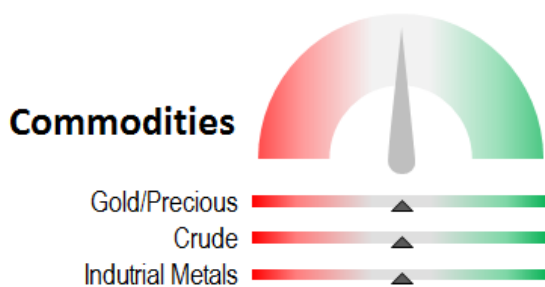
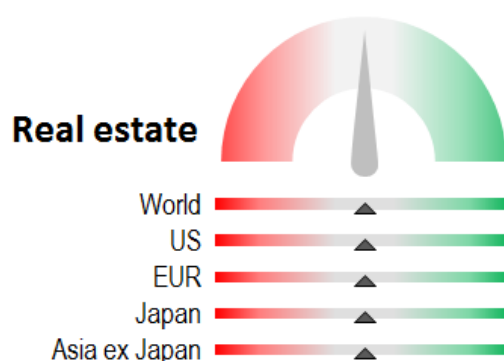
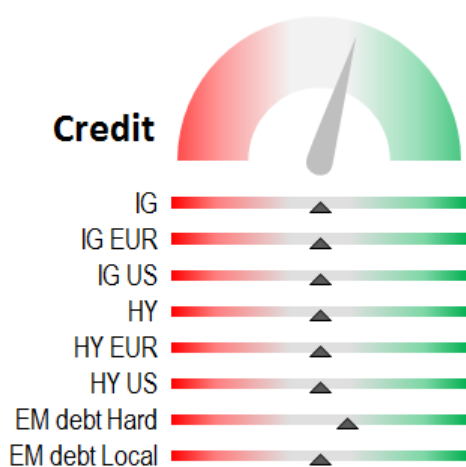
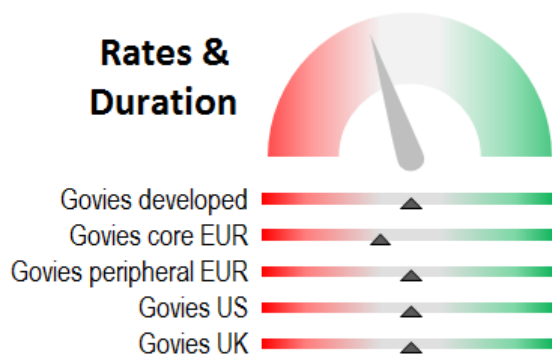
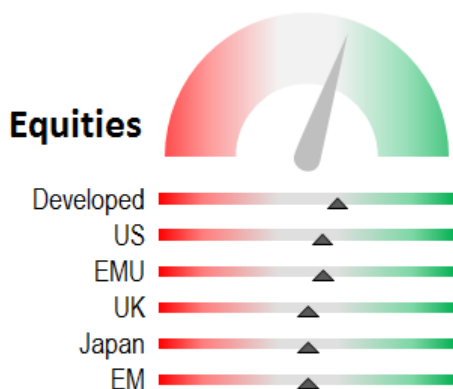
POSITION LONGUE SUR LES ACTIONS DES MD ACCRUE 05/06/19

- Profitant de la nouvelle baisse des marchés boursiers début juin, nous avons procédé à des achats tactiques d'actions susceptibles de hausse pour nos fonds flexibles qui peuvent prendre des positions sur de tels instruments.

POSITION LONGUE SUR LES POINTS MORTS D'INFLATION AUX ÉTATS-UNIS OUVERT 14/06/19

- Le point mort d'inflation étant retombé à ses plus bas de décembre et la position accommodante de la Fed étant susceptible d'entraîner une hausse des prévisions d'inflation, nous avons ouvert une position longue sur l'inflation américaine à 10 ans.

TABLEAU DE BORD PRINCIPAL DE L'ALLOCATION D'ACTIFS²



² Le tableau de bord présente l'allocation d'actifs dans nos portefeuilles et reflète les décisions du comité d'investissement de l'équipe multi-actifs MAQS. Les opinions exprimées sont celles du comité d'investissement de MAQS en juillet 2019. Les différentes équipes de gestion de portefeuille en dehors de MAQS peuvent avoir des opinions divergentes et prendre des décisions d'investissement différentes en fonction des clients.

MENTION LÉGALE

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : www.bnpparibas-am.com.

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Le présent document réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution.

Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers, où une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933). Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question.

Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question. Cette documentation est disponible sur le site web.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur www.bnpparibas-am.com.