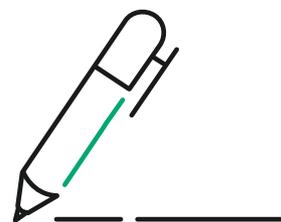


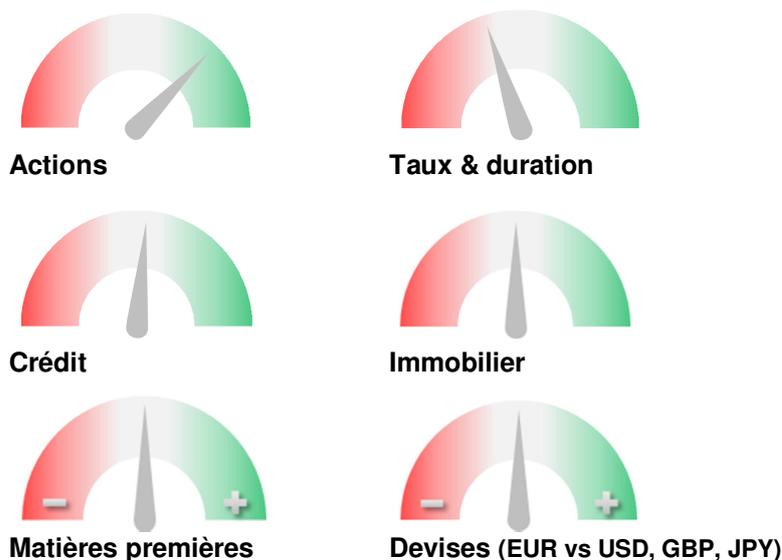
FLASH ALLOCATION D'ACTIFS

BNPP AM – Multi Asset, Quantitative and Solutions (MAQS)



REVIREMENTS DE MI-ANNEE

Présentation de l'allocation d'actifs



Christophe MOULIN
Responsable des Solutions multi-actifs,
MAQS
christophe.p.moulin@bnpparibas.com
+33 1 58 97 23 61

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

Colin HARTE
Responsable Recherche, MAQS
colin.harte@bnpparibas.com
+44 20 7063 7277

Maxime DAVID
Analyste Recherche, MAQS
maxime.h.david@bnpparibas.com
+44 20 7063 7270

SYNTHESE:

- Malgré les tensions commerciales, les craintes relatives à la croissance mondiale et une volatilité des marchés plus grande qu'en 2017, nous continuons de tabler sur une croissance mondiale robuste et une inflation contenue. Par conséquent, nous sommes optimistes sur les actions et préférons celles de la zone euro, qui affichent des perspectives de croissance bénéficiaire positives et bénéficient d'un potentiel d'expansion des marges.
- Nous prévoyons une accalmie des marchés dans les prochains mois et avons identifié plusieurs thématiques de revirement de tendance : (i) Le marché du pétrole a probablement atteint un pic après avoir intégré une grande partie des bonnes nouvelles concernant la demande, l'offre et la situation géopolitique. (ii) La différence de politique monétaire entre la Réserve fédérale américaine et la BCE est aussi largement intégrée. Nous prévoyons donc une stabilisation du dollar américain face à l'euro et une contraction du spread entre les taux des obligations allemandes et ceux des bons du Trésor américain (UST) après près d'une année d'élargissement. (iii) La stabilisation des marchés de taux américains et de l'USD devrait soutenir les devises émergentes (EM), et donc la dette locale de ces pays.
- Sur la base de ces convictions, nous avons récemment initié une position longue sur les bons du Trésor américain face aux obligations allemandes à 5 ans et nous chercherons des opportunités d'exposition longue sur les devises émergentes, par exemple en renforçant notre position longue existante sur la dette locale émergente.
- Les principaux risques à ce scénario de base optimiste seraient une surprise en termes d'inflation ou une escalade des tensions commerciales, qui risqueraient de ralentir l'économie mondiale.
- Notre analyse de la dynamique de marché (analyse technique, conditions financières, indicateurs de marché, suivi de la liquidité) avait déjà signalé un changement de contexte début 2018, suggérant un marché plus fébrile. Dans un tel environnement, nous resterons enthousiastes vis-à-vis des actifs risqués dans les prochains mois, tout en continuant de suivre attentivement les mouvements du marché.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

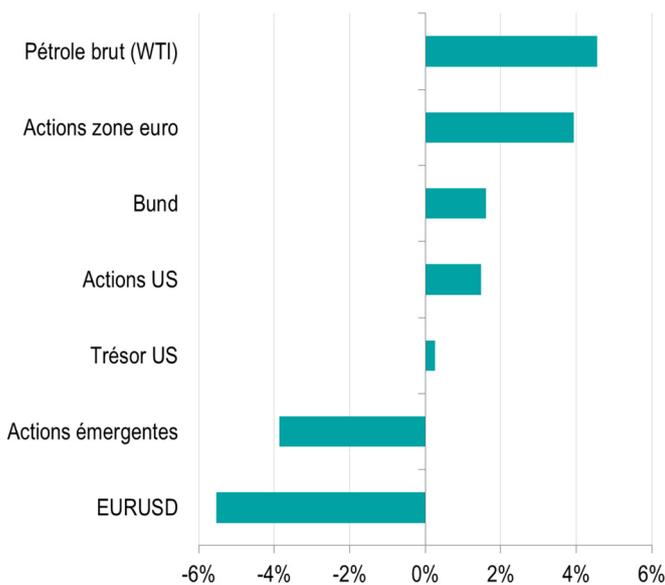
CONTRE-COURANTS DIFFICILES POUR LES MARCHÉS

Après une excellente performance des actifs risqués en 2017, les marchés ont dû affronter des contre-courants difficiles ces derniers mois. Les mouvements des marchés de ces trois derniers mois illustrent bien ce nouvel environnement plus contraignant (Graphique 1).

Les actions ont enregistré une performance mitigée : positive dans la zone euro, suivie par les États-Unis, mais négative pour les actions émergentes.

Le rebond du pétrole brut a été un autre mouvement notable, avec une hausse de plus de 4 % sur le trimestre. Il est intéressant de noter que ce rebond n'a pas souffert du raffermissement de l'USD. La hausse du dollar et des taux UST face à ceux de l'Allemagne suggère une amélioration des perspectives économiques aux États-Unis par rapport à celles de la zone euro. Ces tendances ont été accentuées par l'aggravation des troubles politiques en Italie.

Graphique n° 1 : Performance globale mitigée durant ces trois derniers mois, alors que les marchés ont digéré plusieurs risques macroéconomiques



Source : Bloomberg, BNPP AM, le 18 juin 2018

Le recul des devises émergentes face à l'USD a également retenu l'attention des marchés durant ces trois derniers mois. La hausse des taux UST et l'appréciation de l'USD ont pénalisé le monde émergent, en particulier les devises, car les investisseurs ont débouclé leurs positions longues sur la dette et les actions émergentes. Ce mouvement a été accentué par les vulnérabilités externes des économies turque et argentine notamment.

L'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont aussi agité les marchés, en particulier dans le monde émergent. Ces derniers jours, les États-Unis ont annoncé qu'ils

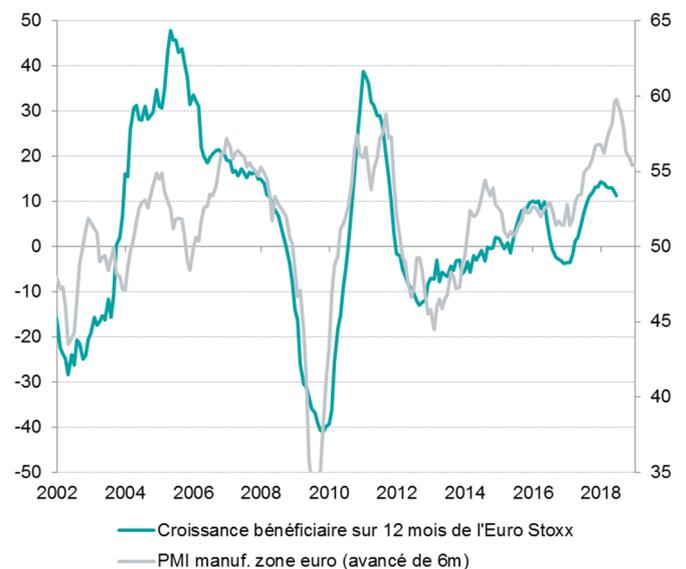
envisageaient une hausse des taxes douanières sur 200 milliards d'importations en provenance de Chine. Les autorités chinoises ont répondu qu'elles étaient prêtes à riposter à l'identique.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET RISQUES – TOUJOURS POSITIFS

Notre principal scénario macroéconomique table sur une croissance mondiale robuste et une inflation contenue. Nous qualifions cet environnement de « Boudes d'Or ». Il se caractérise aussi par un retrait progressif de la politique de soutien monétaire de la Fed, tandis que d'autres banques centrales commencent à normaliser leur politique, en particulier la BCE.

Nous prévoyons une bonne tenue des actifs risqués, et plus particulièrement les actions, car la croissance économique mondiale soutient la croissance des bénéfices des entreprises et la politique monétaire reste globalement accommodante. Nous privilégions surtout les actions de la zone euro, où la croissance bénéficiaire devrait rattraper le cycle économique et où la forte demande devrait permettre un nouvel élargissement des marges (cf. graphique 2).

Graphique n° 2 : La croissance bénéficiaire de la zone euro semble trop faible alors que le niveau d'activité reste élevé



Source : FactSet, IBES, Markit, BNPP AM, le 21/06/2018

Nous détenons aussi une exposition longue aux actions du Japon et des banques américaines. Au Japon, nous prévoyons une croissance bénéficiaire supérieure au consensus. De leur côté, les banques américaines devraient profiter d'un cycle de croissance qui arrive à maturité et d'une augmentation des revenus d'intérêt, car les taux devraient continuer de grimper à long terme (cf. graphique 3).

Graphique n° 3 : Les banques américaines devraient profiter de la hausse des taux

Source : Bloomberg, BNPP AM, le 21/06/2018

Anticipant une inflation contenue dans le monde développé et une normalisation de la politique des banques centrales, nous sous-ponderons les obligations, une conviction que nous exprimons via une sous-pondération de la durée de la zone euro.

Le contexte de forte croissance et d'inflation contenue devrait continuer de soutenir les actifs risqués, mais nous sommes conscients des fragilités du marché que notre analyse de la dynamique des marchés financiers a déjà signalées.

REVIREMENTS DE MI-ANNEE

Après la volatilité de ces derniers mois, nous anticipons une pause et éventuellement un revirement de certaines tendances dominantes ces derniers mois. Plus particulièrement, nous prévoyons une stabilisation des taux UST et de l'USD prochainement.

Selon nous, les taux UST ont déjà intégré une grande partie des bonnes nouvelles concernant la croissance, l'inflation et le durcissement de la Fed. À l'inverse, l'économie de la zone euro a ralenti, mais la BCE a communiqué son intention de mettre fin à son programme d'achat d'actifs d'ici fin 2018, même si elle ne prévoit pas de relever ses taux d'intérêt avant 2019. Après le récent rebond du dollar et des taux américains, le volume de bonnes nouvelles intégrées est suffisant pour permettre une stabilisation des taux UST face à ceux de l'Allemagne, ainsi qu'une stabilisation de l'USD face à l'EUR (cf. graphique 4).

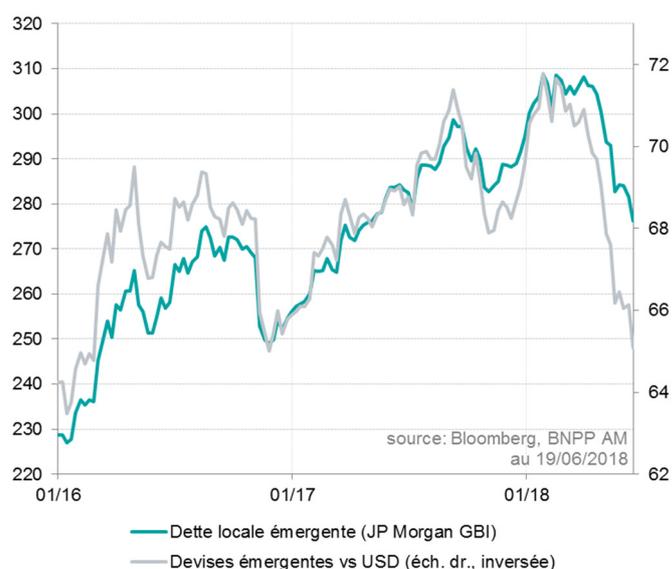
Graphique n° 4 : La hausse des différentiels de taux EUR-USD devrait permettre de stabiliser l'USD



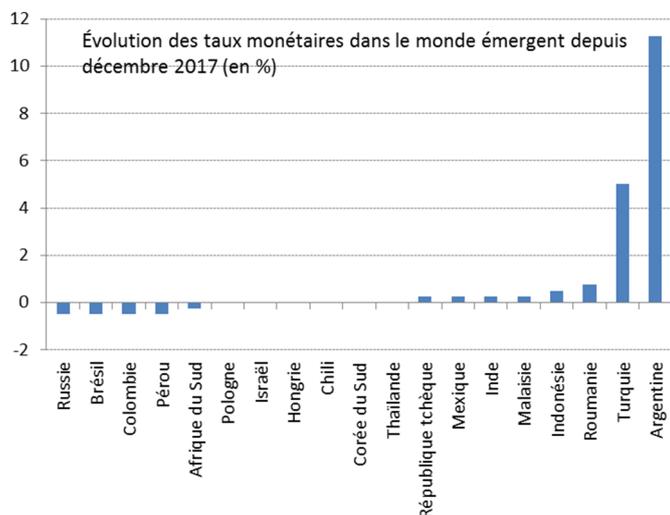
Source : Bloomberg, BNPP AM, le 20/06/2018

La sous-performance des actifs émergents depuis avril s'explique essentiellement par l'appréciation de l'USD. Par conséquent, un tassement de cette devise devrait permettre de stabiliser la dette locale et les devises émergentes (cf. graphique 5). Deux autres facteurs devraient soutenir les devises émergentes : d'une part le rétablissement des différentiels de taux des marchés émergents parallèlement au relèvement des taux d'intérêt ou au durcissement de ton des banques centrales de la région (cf. graphique 6), et d'autre part, le renforcement de la croissance et des fondamentaux externes par rapport à il y a cinq ans, lorsque la croissance chinoise chutait brutalement, que les prix des matières premières étaient en baisse et que des pays comme le Brésil et la Russie étaient en récession.

Graphique n° 5 : Une stabilisation de l'USD devrait soutenir la dette locale émergente

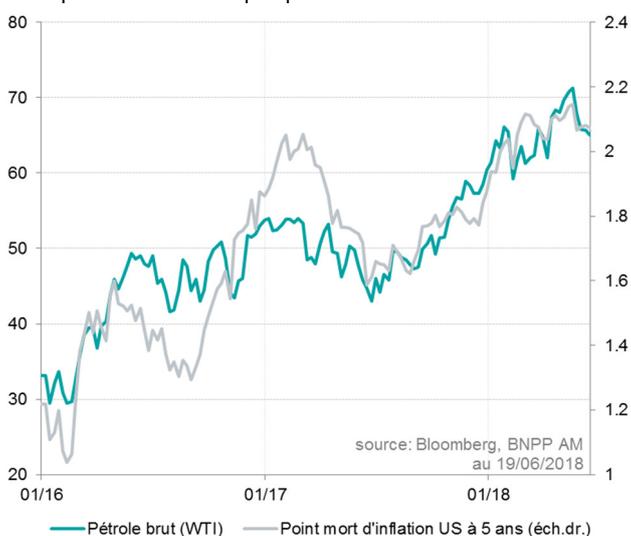


Source : Bloomberg, BNPP AM, le 15/06/2018

Graphique n° 6 : Les banques centrales émergentes durcissent le ton pour défendre leurs devises

Source : Haver, BNPP AM, le 12/06/2018

Le pétrole brut connaît aussi un revirement de tendance. Il a en effet été un des rares actifs risqués à enregistrer un gain de 20 % cette année. Toutefois, comme nous l'avons expliqué dans notre allocation d'actifs mensuelle de juin, nous pensons qu'un grand nombre de bonnes nouvelles a été intégré concernant la demande, l'offre et la situation géopolitique. Selon nous, ce revirement de tendance n'est pas fini, car le cartel des producteurs de l'OPEP semble vouloir accroître la production après des baisses inattendues au Venezuela, en Angola, voire en Iran. Un recul ou une plus grande stabilité des prix pétroliers devrait soutenir la stabilisation du point mort d'inflation américain, et donc des taux UST (cf. graphique 7).

Graphique n° 7 : Fléchissement du point mort d'inflation des États-Unis après la baisse des prix pétroliers

Source : Bloomberg, BNPP AM, le 15/06/2018

CONCLUSION

En dépit des tensions commerciales et de la volatilité des marchés plus forte qu'en 2017, notre scénario de base reste positif envers les actions. Nous conservons notre position longue sur les actions, avec une préférence pour les actions de la zone euro dont les valorisations et les perspectives bénéficiaires sont intéressantes.

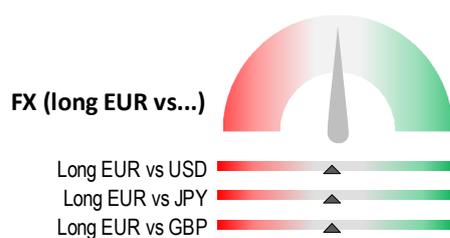
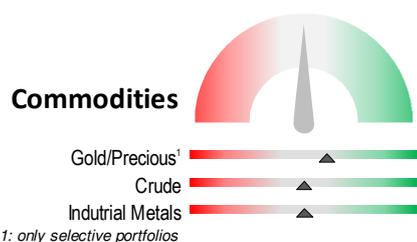
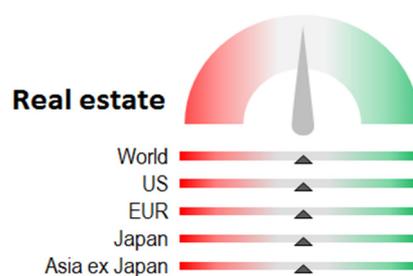
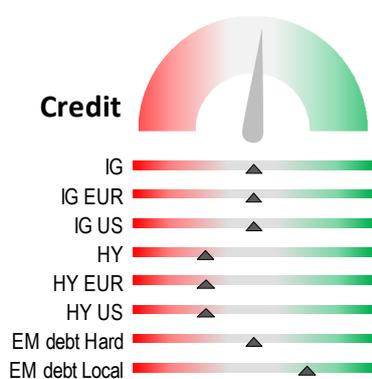
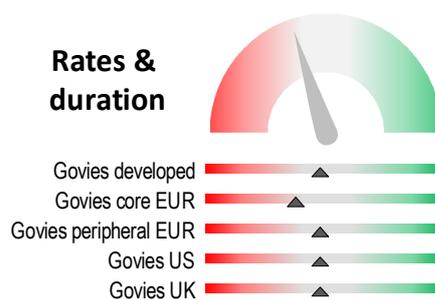
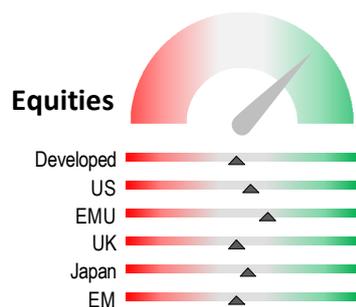
Nous avons identifié plusieurs thématiques de revirement en juin :

- Le pétrole a probablement atteint un pic après avoir intégré une grande partie des bonnes nouvelles concernant la demande, l'offre et la situation géopolitique.
- Les spreads entre les obligations américaines et allemandes semblent excessifs, car la BCE a annoncé son intention de stopper ses achats d'actifs en fin d'année et les taux américains anticipent une forte croissance économique et un cycle de durcissement progressif de la part de la Fed. Nous pensons que les taux américains augmenteront progressivement à plus long terme, mais les taux du centre de la zone euro ont plus de chance de surprendre à la hausse prochainement. Par conséquent, nous avons récemment initié une position longue sur les bons du Trésor américain face aux obligations allemandes via des contrats à terme.
- La dette locale émergente devrait bénéficier d'un soutien après la baisse récente occasionnée par la hausse des taux américains et l'appréciation du billet vert. Nous pensons qu'une stabilisation du dollar US et des taux UST devrait alléger les pressions sur la dette locale émergente. Nous chercherons à présent des opportunités d'exposition longue sur les devises émergentes, par exemple en renforçant notre position longue existante sur la dette locale émergente.

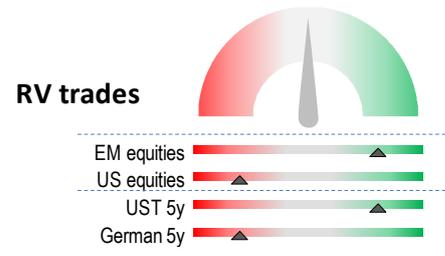
Les principaux risques à ce scénario de base seraient une surprise en termes d'inflation ou une escalade des tensions commerciales, qui risqueraient de ralentir l'économie mondiale.

Notre analyse de la dynamique de marché (analyse technique, conditions financières, indicateurs de marché, suivi de la liquidité) avait déjà signalé un changement de contexte début 2018, suggérant un marché plus fébrile. Dans un tel environnement, nous resterons enthousiastes vis-à-vis des actifs risqués dans les prochains mois, tout en continuant de suivre attentivement les mouvements du marché.

TABLEAU DE BORD DE L'ALLOCATION D'ACTIFS¹



¹ 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.



MENTION LÉGALE