

REVUE DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS

SEPTEMBRE 2020

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS



NATHALIE BENATIA
SEPTEMBRE 2020



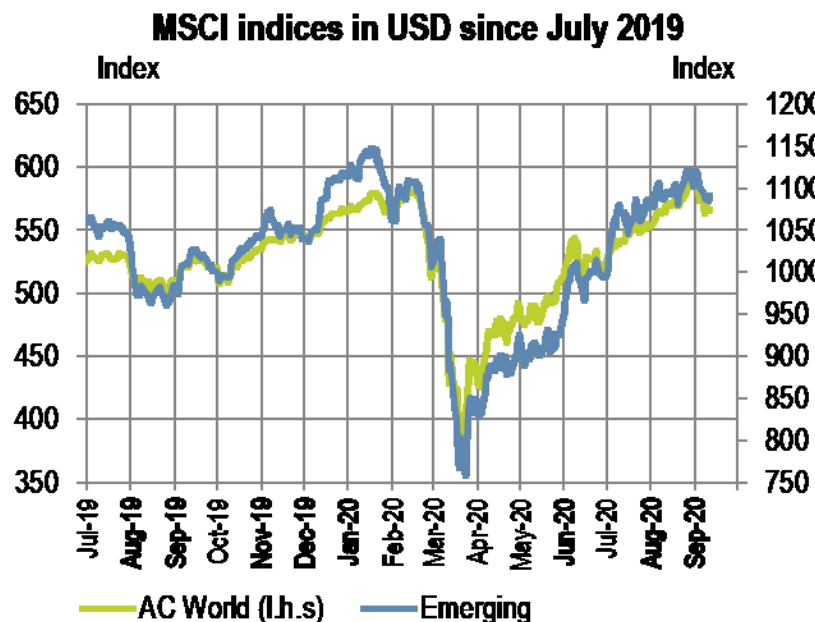
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

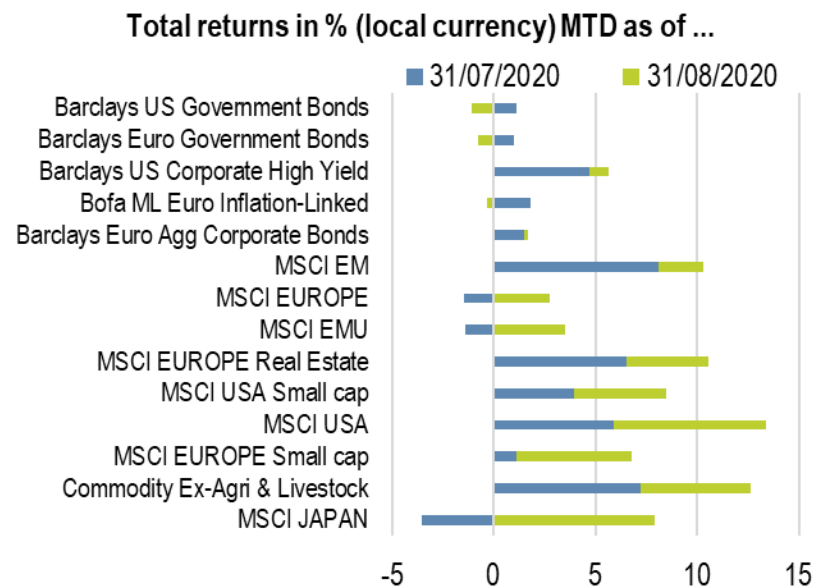
Hausse estivale des actions malgré l'épidémie

Une hausse moins linéaire qu'au printemps...

... reflet de quelques hésitations



Source: Bloomberg, BNPP AM

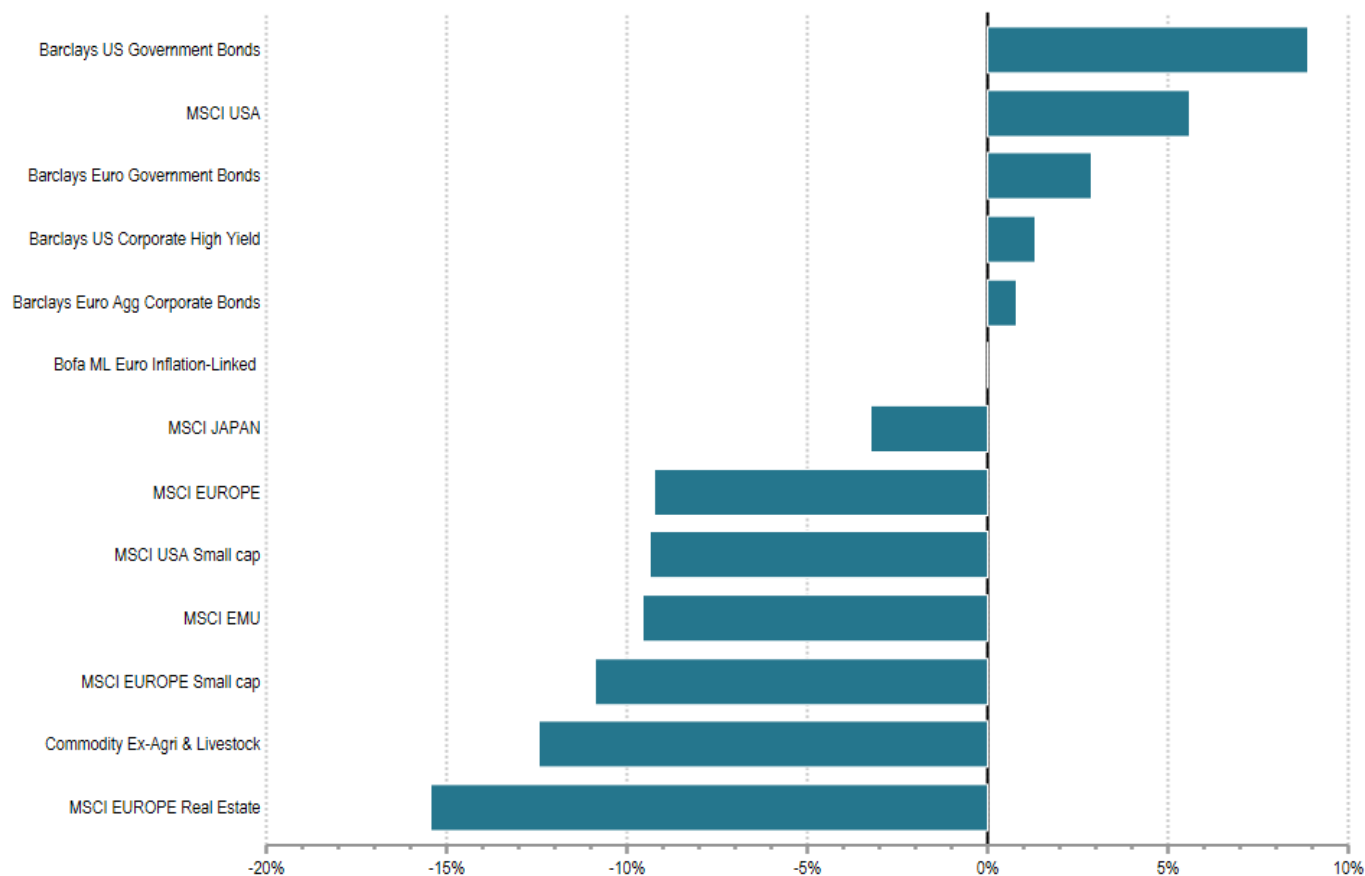


Source: Reuters, BNPP AM

- Après une hausse de 5,1 % en juillet (sur fond de baisse du dollar), l'indice MSCI AC World a progressé de 6,0 % en août malgré l'apparition de doutes sur la pérennité du rebond de l'activité. Les mouvements reflètent pour l'essentiel les nouvelles sur le front de l'épidémie avec une tendance des investisseurs à retenir plutôt les éléments favorables (avancées de la recherche). Le début septembre a été un peu plus agité (-3,2% au 11).

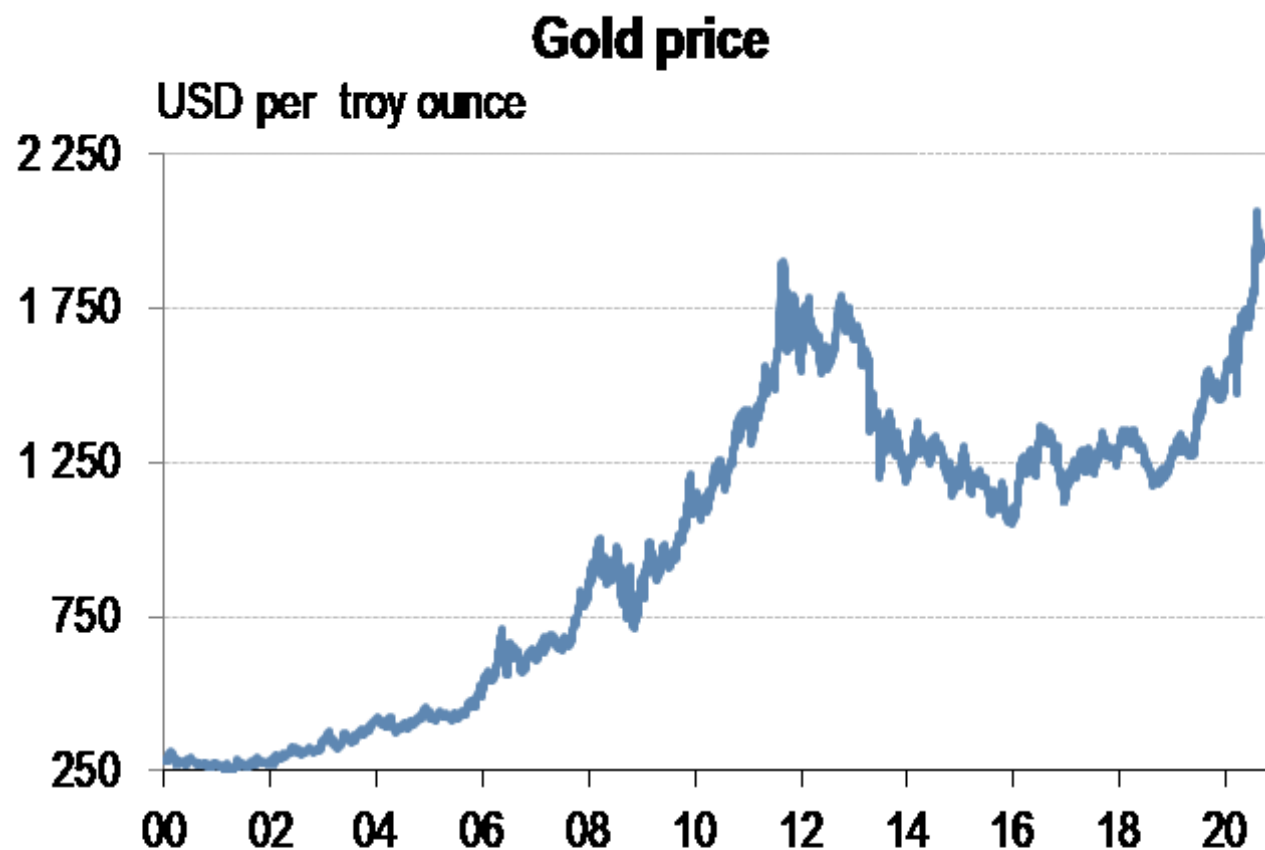
Performances totales depuis le début de l'année (au 11/09/2020)

Market Overview (local currency)



Source: Refinitiv Datastream / BNP Paribas Asset Management

Un été en or



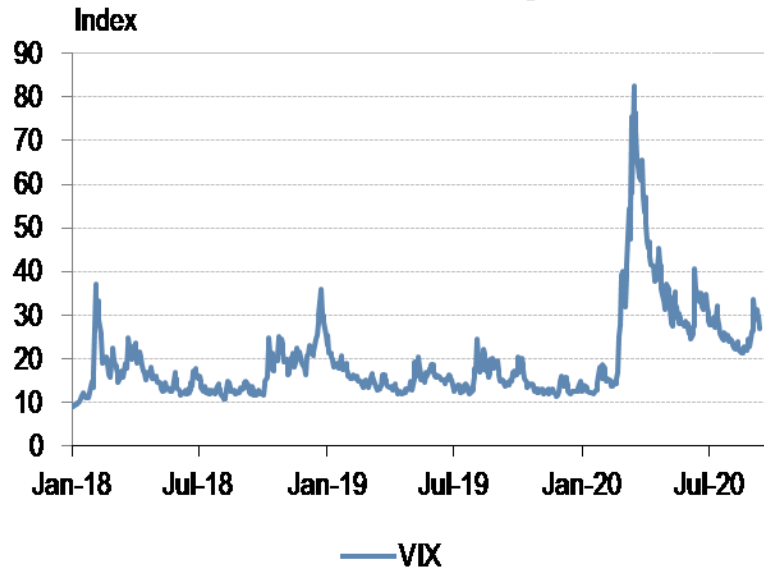
Source: Bloomberg, BNPP AM



La crise est oubliée ?

Remontée de la volatilité

S&P 500 - Volatility



Source: Reuters, BNPPAM

Prises de bénéfices après de nouveaux points hauts début septembre

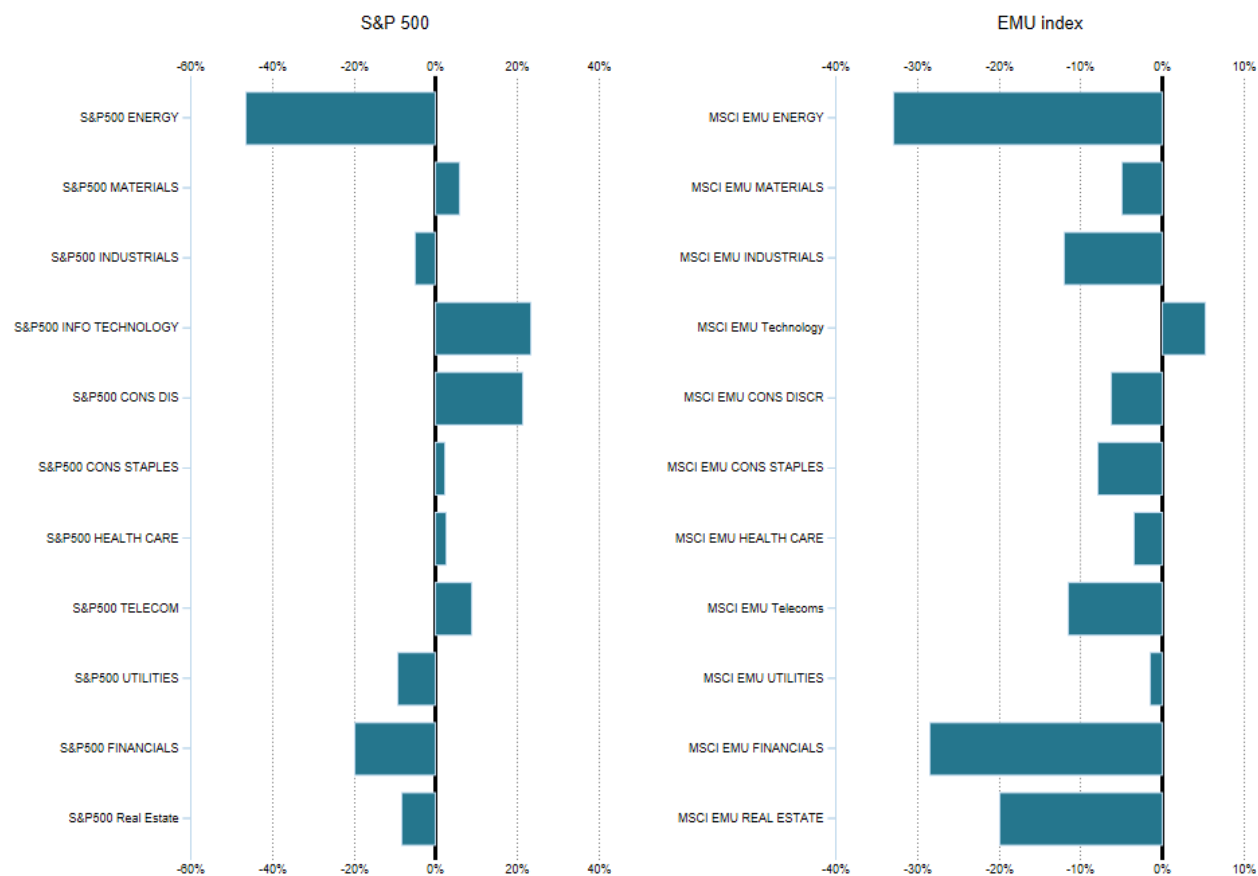
S&P 500 Index in USD



Source: Bloomberg, Reuters, BNPPAM

- Après plusieurs tentatives, l'indice S&P 500 a dépassé son précédent point haut le 18 août et a multiplié les records par la suite pour terminer le mois en hausse de 7,0 %. Toutefois, les nouveaux records du S&P 500 ne concernent pas l'ensemble de la cote. En outre, début septembre, la volatilité implicite est remontée au plus haut depuis mi-juin (33 pour l'indice VIX) et des prises de bénéfices ont été réalisées, particulièrement sur les valeurs technologiques.

Performances sectorielles YTD au 11/09/2020

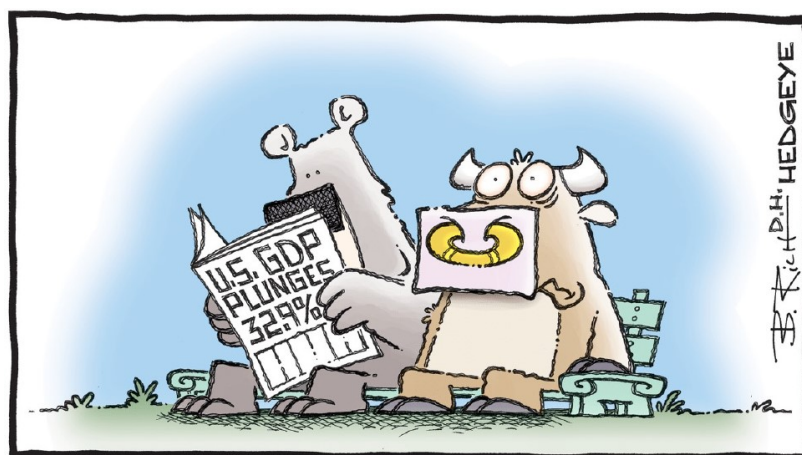


Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas Asset Management

- D'importantes disparités sectorielles demeurent.

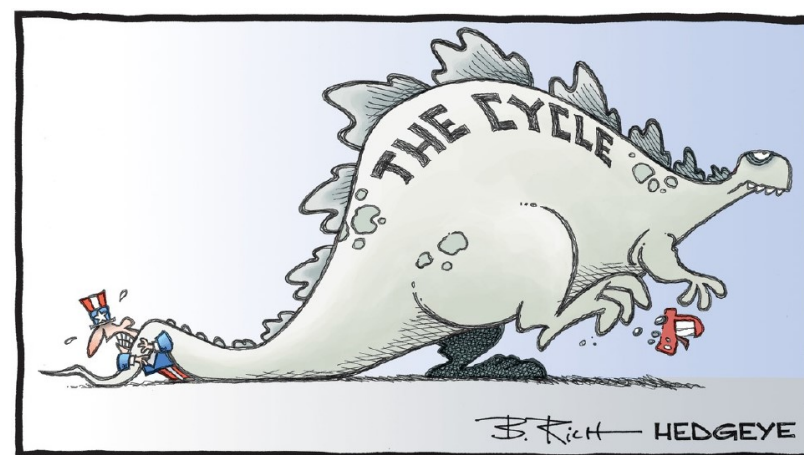
Forte contraction de l'activité au 2^e trimestre

La réalité de la récession



Source: <https://app.hedgeye.com>

Les banques centrales ne peuvent pas tout faire



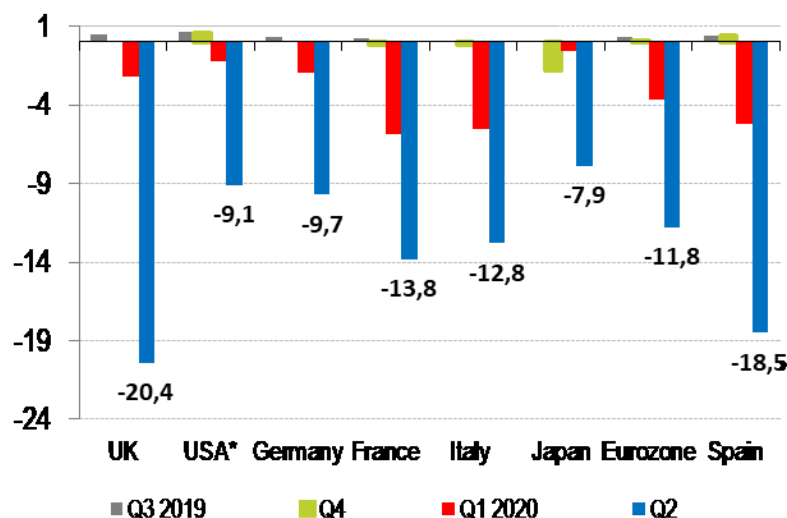
Source: <https://app.hedgeye.com>

- La contraction du PIB au 2^e trimestre a été massive, confirmant que la récession due à l'épidémie est la plus violente hors période de guerre. La dynamique économique s'est nettement améliorée à la fin du 2^e trimestre mais les données disponibles pour juillet et août traduisent un certain essoufflement.

Quel rebond après le 2^e trimestre ?

Des différences liées aux modalités de confinement ? Pas seulement

GDP q/q in %

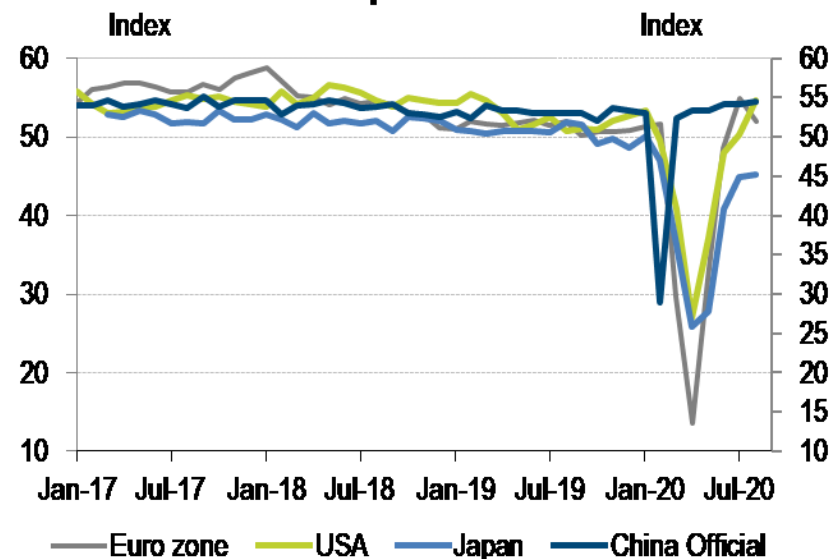


* not annualised

Source: Eurostat, National sources, BNPP AM

Profil en V ?

Composite PMI *



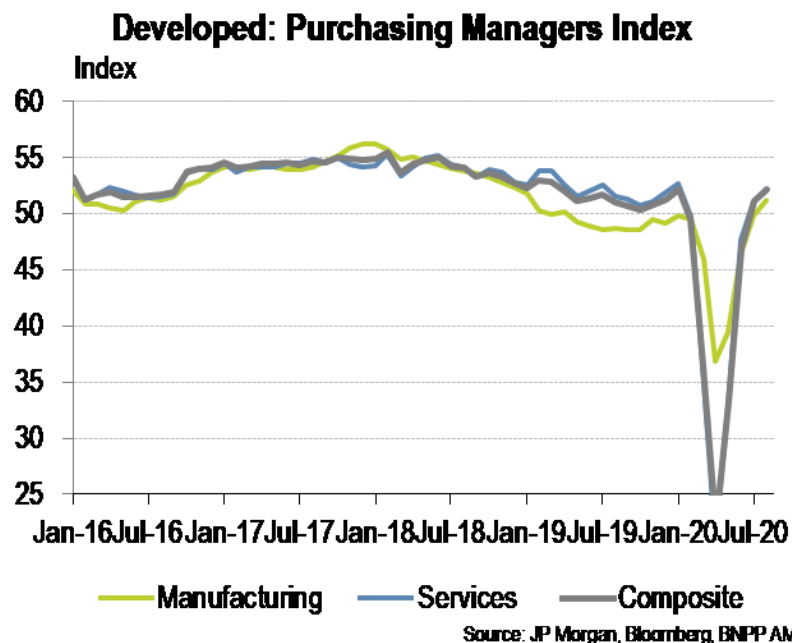
*PMI: Purchasing Manager Index

Source: Markit, Datastream, BNPP AM

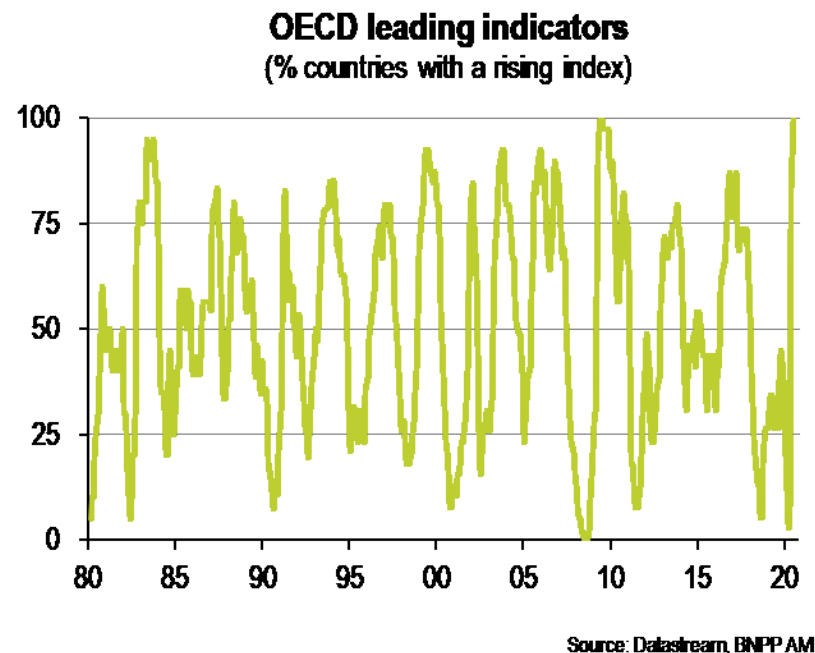
- Dans le graphique ci-dessus présentant les variations du PIB par rapport au trimestre précédent, le chiffre américain n'est pas présenté en rythme annualisé (-31,7 %) pour pouvoir être comparé aux données européennes. Ces premières estimations, sans doute entachées de davantage d'erreurs qu'habituellement, devraient être révisées. Le message envoyé par les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats n'est pas homogène selon les pays.

Quel rebond après le 2^e trimestre ?

Le rythme d'amélioration des indices s'essouffle



Ampleur et rapidité inédites



- La crise économique, qui a vu le PIB de l'OCDE reculer de 2,3 % au 1^{er} trimestre et de 9,8 % au 2^e, est exceptionnelle à plus d'un titre. Par son ampleur d'une part et par sa nature d'offre part (élément exogène à l'origine d'un choc d'offre et de demande). Alors qu'il était facile d'anticiper une violente baisse de l'activité suivie d'un rebond après la levée des mesures de confinement. Il va être plus délicat d'imaginer la suite.

Incertitudes et prévisions moroses

Le FMI a abaissé ses prévisions de croissance

Real GDP* growth (y/y % change)

	2 019 €	2020 (f)	2021 (f)
World	2,9	-4,9	5,4
Advanced Economies	1,7	-8,0	4,8
United States	2,3	-8,0	4,5
Japan	0,7	-5,8	2,4
Euro zone	1,3	-10,2	6,0
United Kingdom	1,4	-10,2	6,3
Emerging Economies	3,7	-3,0	5,9
Brazil	1,1	-9,1	3,6
China	6,1	1,0	8,2
India (FY)	4,2	-4,5	6,0
Russia	1,3	-6,6	4,1

*GDP: Gross Domestic Product

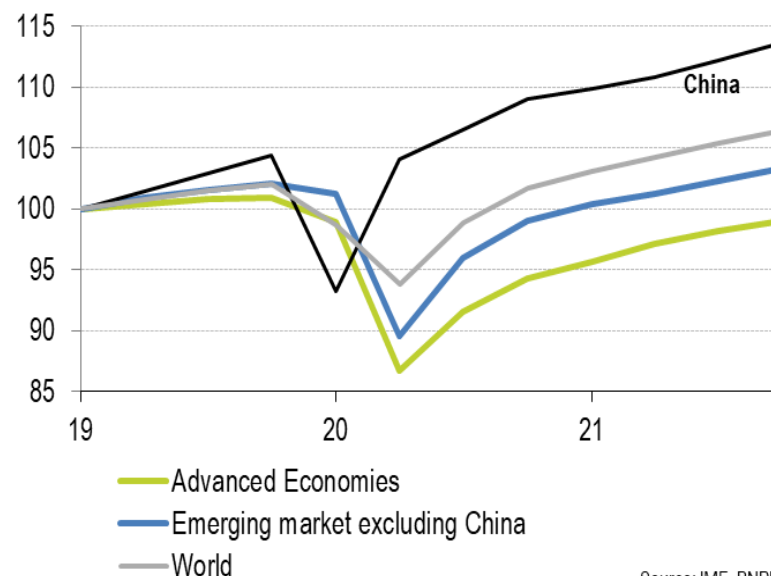
Source: IMF World Economic Outlook, June 2020, BNPP AM

- Comme l'OCDE, le FMI a souligné en juin le degré d'incertitude plus élevé que d'habitude pour les projections. Le Fonds précise également que l'ampleur de la récente embellie sur les marchés financiers semble **décorrélée** de l'évolution des perspectives économiques puisque « le PIB de 2021 devrait se retrouver quelque 6½ points de pourcentage au-dessous du niveau envisagé par les projections établies en janvier 2020, avant la pandémie de Covid-19 ».

Lent retour au niveau pré-Covid

Quarterly world GDP

Index 100 = Q1 2019 - IMF staff estimates as of 24 June 2020

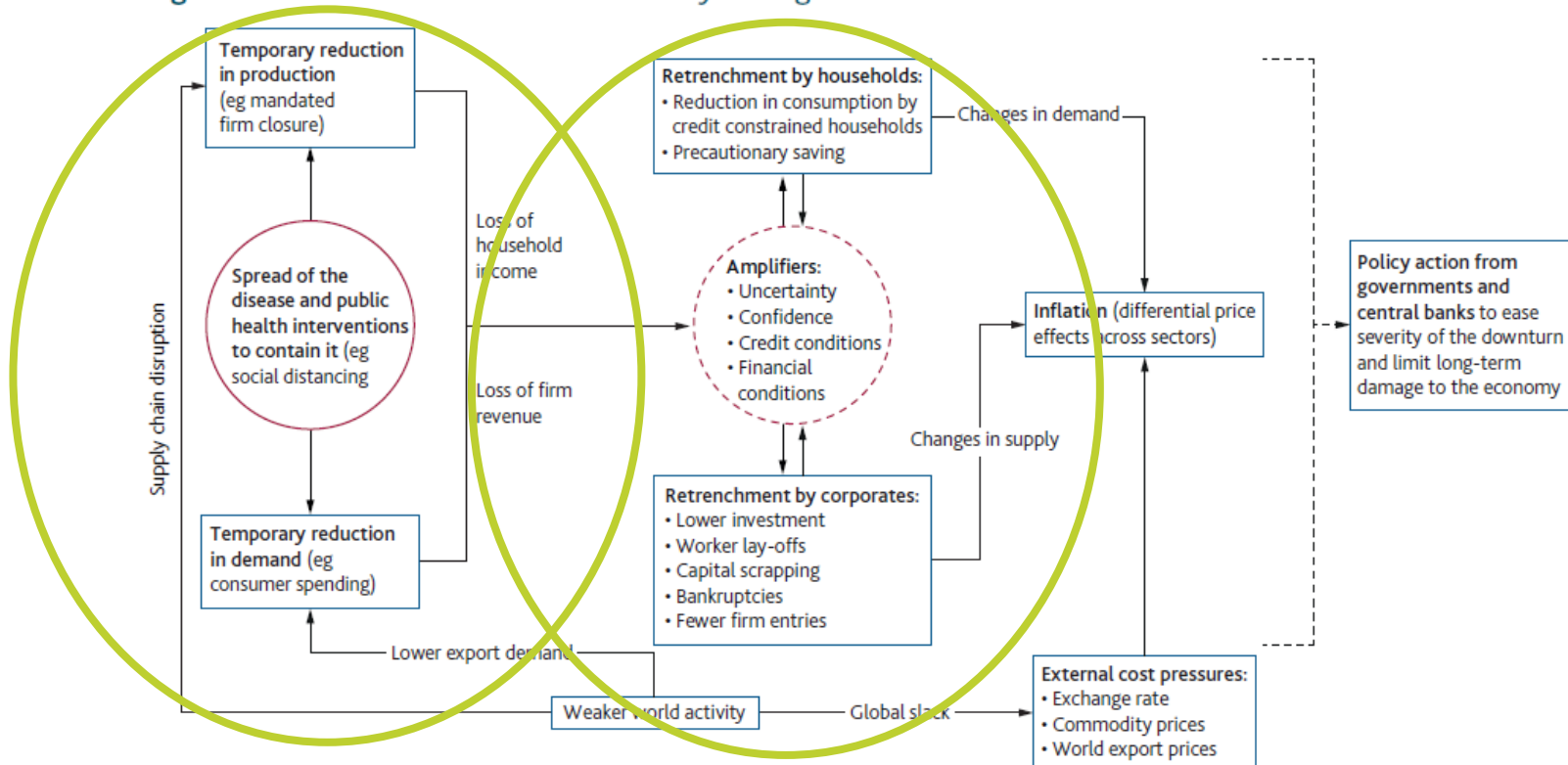


Source: IMF, BNPP AM

Des effets complexes sur l'économie

Un rappel utile : l'activité est affectée via plusieurs canaux de transmission

Figure 1 Covid-19 affects economic activity through a series of channels



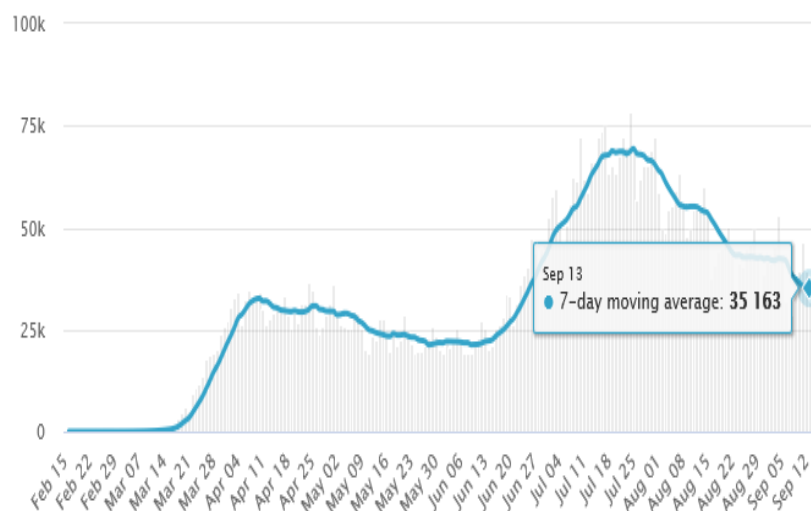
Source: Bank of England, Monetary Policy Report, May 2020

Quelques pistes de réflexion

- A court terme, la confiance des agents économiques fera la différence
 - Les ménages vont-ils conserver une partie de leur épargne involontaire face à la détérioration probable de l'emploi ?
 - Les entreprises décideront-elles d'investir alors que les incertitudes sont multiples et que les aides publiques devront être, pour certaines, remboursées ?
 - L'environnement politique et géopolitique est peu lisible à quelques mois des élections américaines.
- Les investisseurs sont-ils en train de pécher par excès d'optimisme ?
 - Ils apprennent à vivre avec le virus et saluent les politiques économiques exceptionnelles mises en œuvre depuis mars.
 - Envisager une reprise de l'activité après l'effondrement de la croissance au 2^e trimestre est assez consensuel et l'hypothèse d'une récession durable n'est pas retenue. De même, l'hypothèse d'une déflation généralisée a été assez abandonnée.
 - Les politiques monétaires et budgétaires très volontaristes ont donc permis d'évacuer les deux principaux risques baissiers et d'adopter un scénario relativement favorable à moyen terme.
 - Elles assurent aussi des conditions financières très favorables pour les actifs risqués (abondance de liquidités, taux réels négatifs).
 - Malgré l'envolée des indices boursiers américains, les investisseurs semblent encore réticents à se positionner massivement sur les actions
- La situation sanitaire va rester décisive
 - Les pouvoirs publics semblent décidés à tout mettre en œuvre pour éviter un reconfinement généralisé des populations.
 - Cette attitude est rassurante pour l'activité économique même si certains secteurs restent pénalisés par les mesures de distanciation sociale et si la fin des vacances suscite des inquiétudes sur la reprise de la pandémie à la rentrée.
 - Plusieurs avancées de la recherche médicale ont été enregistrées. Des laboratoires américains et européens ont enregistré de premiers résultats encourageants lors des phases de tests.
 - Compte tenu de notre scénario de moyen terme et de notre analyse de la dynamique des marchés, nous envisageons les corrections des actions comme des opportunités d'achat

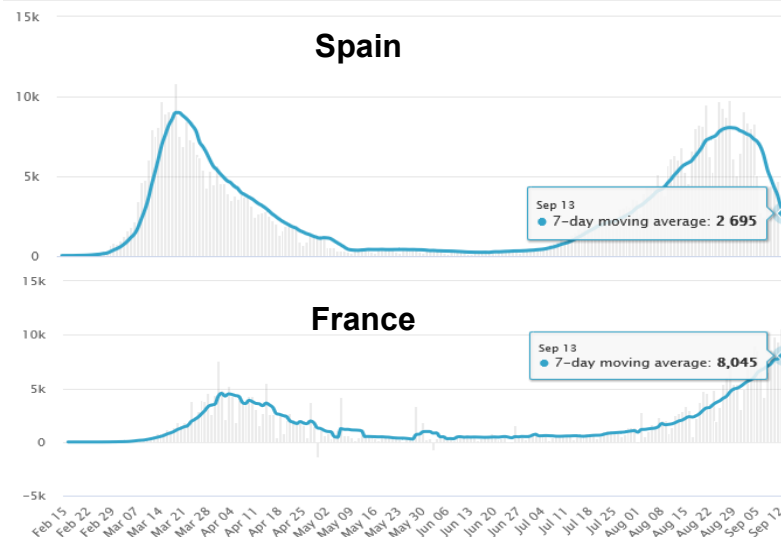
Pandémie de Covid-19 : seconde vague ?

Etats-Unis : Nombre de nouveaux cas quotidiens
(moyenne mobile sur 7 jours en milliers)



Source: Worldometers as of 14/09/2020

Europe : Nombre de nouveaux cas quotidiens
(moyenne mobile sur 7 jours en milliers)



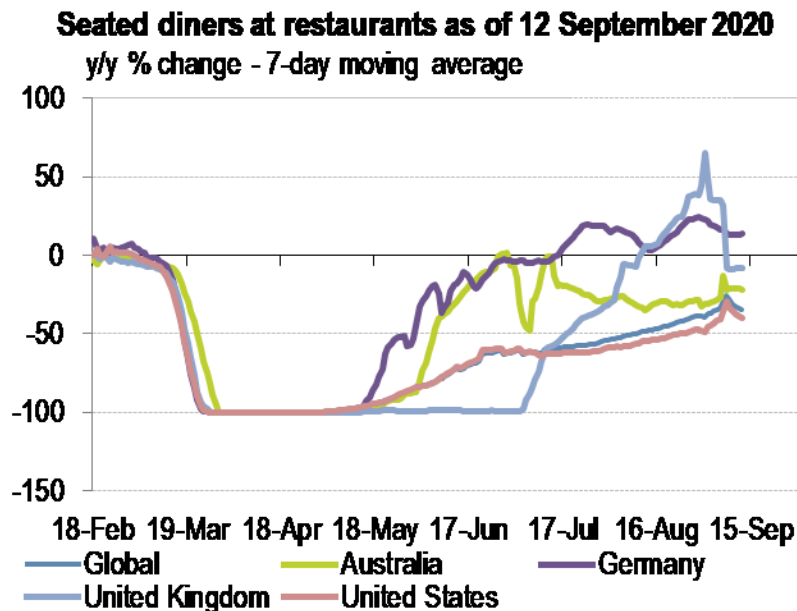
Source: Worldometers as of 14/09/2020

- Les signes d'une possible reprise de l'épidémie (hausse des contaminations -avec plus de 24 millions de cas confirmés dans le monde-, des hospitalisations, et des admissions dans les services de réanimation) se sont multipliés au cours de l'été, Certaines données médicales sont difficiles à interpréter mais les pouvoirs publics semblent décidés à réagir rapidement pour limiter les nouvelles contaminations.

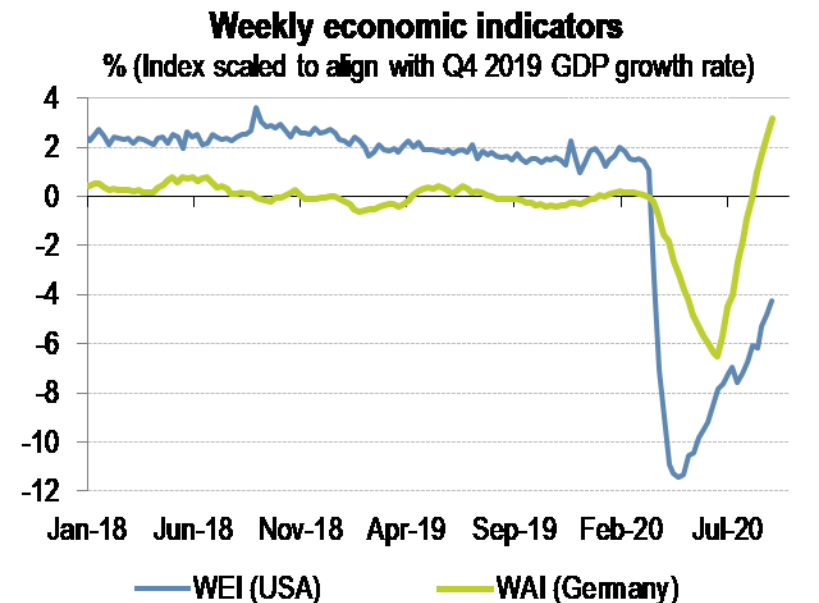
Des effets sur la mobilité sociale...

... et des conséquences économiques

Certaines activités toujours en retrait



Suivi en temps réel de l'activité

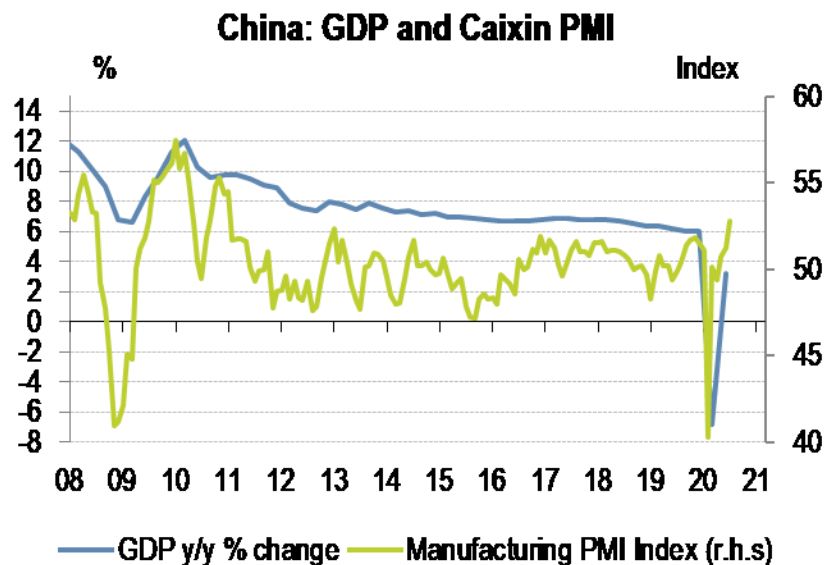


- La hausse des cas de contaminations a conduit à un durcissement de certaines mesures (essentiellement généralisation du port du masque) sans hausse notable des indices qui évaluent le degré de restriction imposé par les gouvernements (*Stringency index*). Le comportement des consommateurs paraît être la variable clé à observer à court terme.

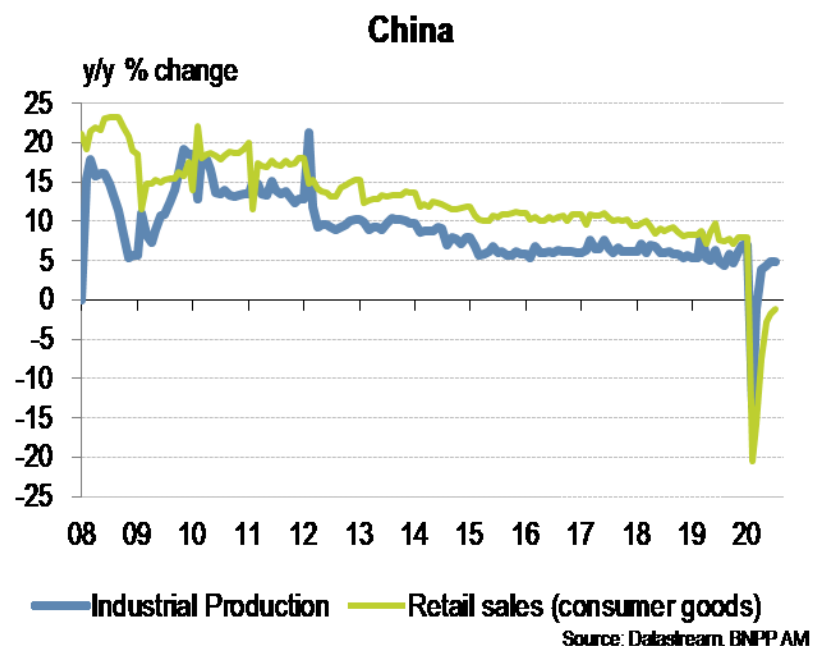
Surveiller la dynamique de l'économie chinoise

La Chine a renoué avec la croissance au 2^e trimestre

Le PIB en hausse de 3,2 % au 2^e trimestre



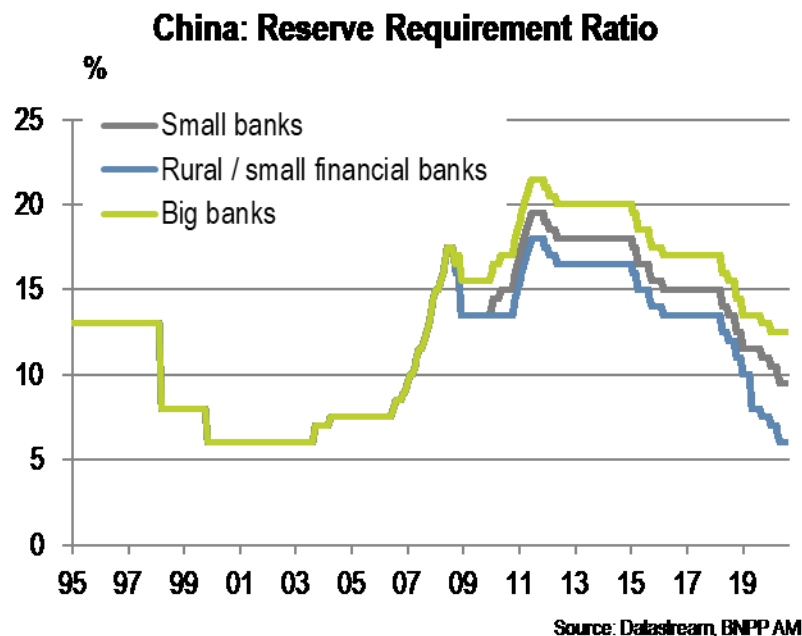
La consommation reste en retrait



- La consommation peine à repartir. Le rebond du PIB au 2^e trimestre est essentiellement dû à l'investissement en infrastructures et à la production industrielle alors que les ventes au détail restent dégradées (-1,1 % en juillet en glissement annuel) et le marché de l'automobile hésitant.

Un soutien supplémentaire serait apprécié

Réglage fin de la politique économique

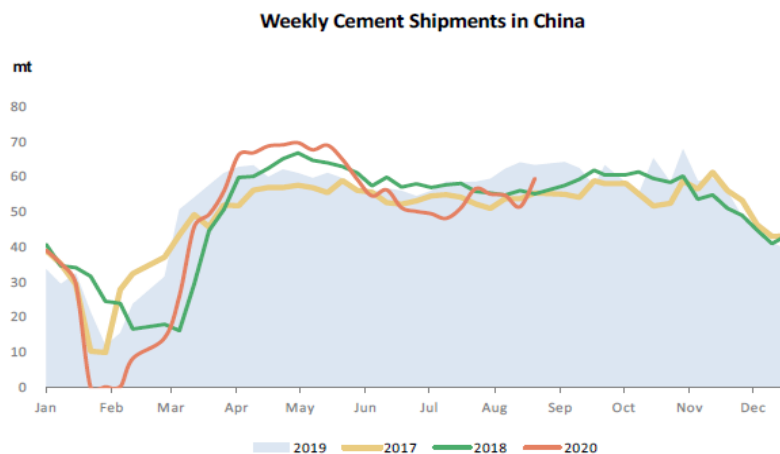


- La croissance en trompe-l'œil au 2^e trimestre devrait entraîner une hausse de l'endettement et nécessitera sans doute un soutien supplémentaire de la politique monétaire, qui n'a été jusqu'à présent que timidement assouplie. La banque centrale (PBoC) n'a pas modifié le taux de ses facilités de crédit à moyen et long terme mais les a prolongées et a augmenté leurs enveloppes, assurant ainsi une ample liquidité pour le secteur bancaire.

Continuer à surveiller la dynamique de l'épidémie...

... et les comportements des agents économiques

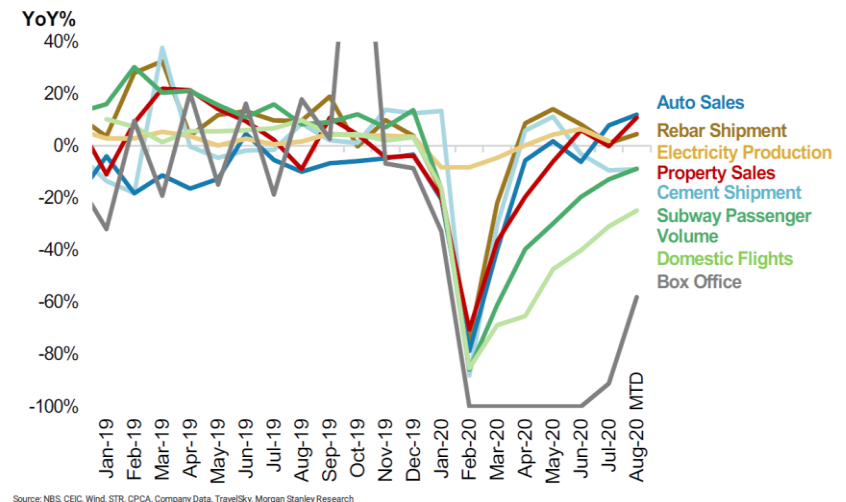
Chine : Indicateurs de dynamisme du secteur de la construction



Source: SCI, Digital Cement, Morgan Stanley Research

Source: Morgan Stanley as of 04/09/2020

Chine : Indicateurs de reprise de la demande intérieure

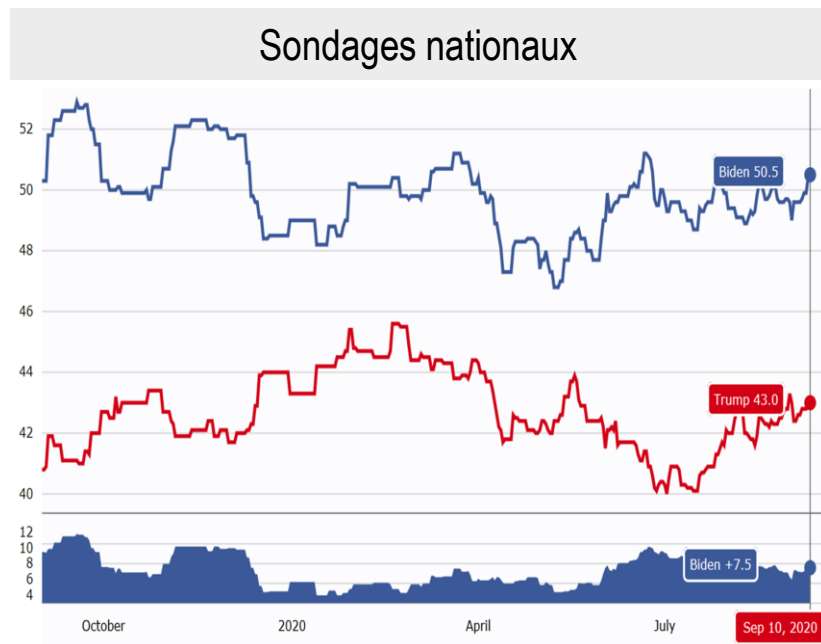


Source: Morgan Stanley as of 04/09/2020

- En nombre de passagers transportés, le trafic aérien a retrouvé en août 90 % du niveau de janvier. L'occupation des hôtels est revenue à un niveau normal. La fréquentation des cinémas s'est enfin redressée mais reste à 22 % environ de la fréquentation moyenne de 2019. Les hésitations constatées sur de nombreux secteurs en juillet étaient en grande partie liées à des facteurs spécifiques (conditions météorologiques notamment).

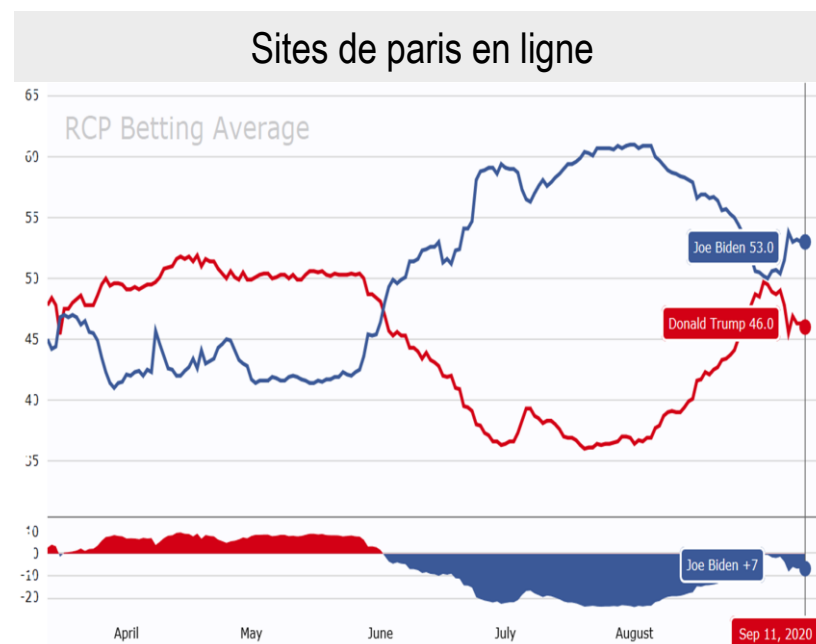
L'avance de Joe Biden est importante mais...

... Donald Trump n'est peut-être pas hors du jeu



<https://www.realclearpolitics.com/epolls/2020/president/us/> as of 10 September 2020

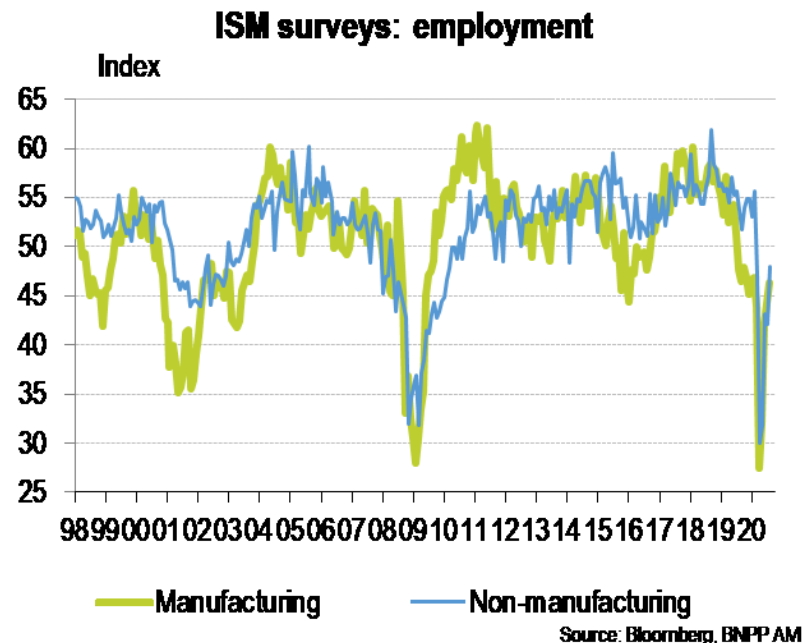
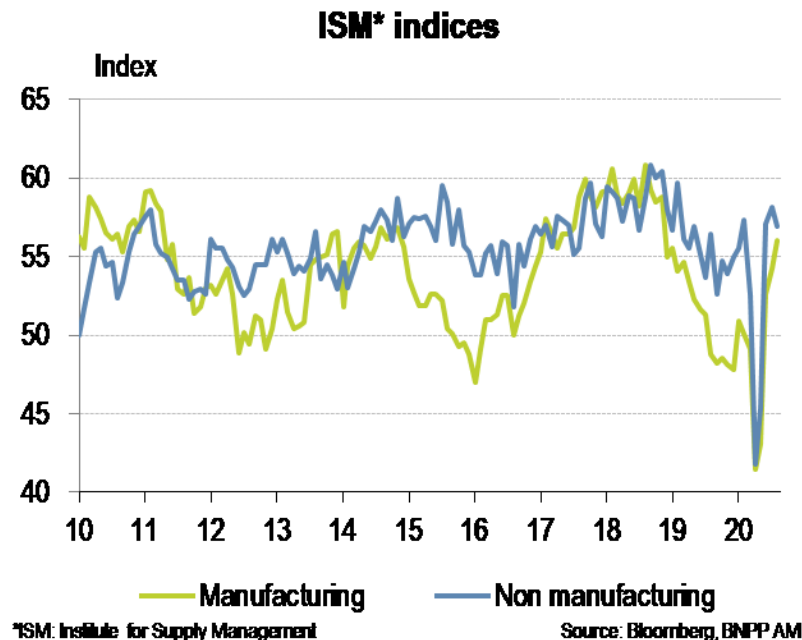
- En choisissant comme colistière Kamala Harris sénatrice de Californie, considérée comme centriste sur le plan économique, Joe Biden a conforté son avance dans les sondages. De son côté, Donald Trump multiplie les offensives sur le plan international comme national. La question : le Parti démocrate est-il en position de reprendre le Sénat en novembre ?



<https://www.realclearpolitics.com/epolls/2020/president/us/> as of 11 September 2020

Etats-Unis : enquêtes d'activité plus hésitantes

L'indice non-manufacturier a déçu mais reste élevé

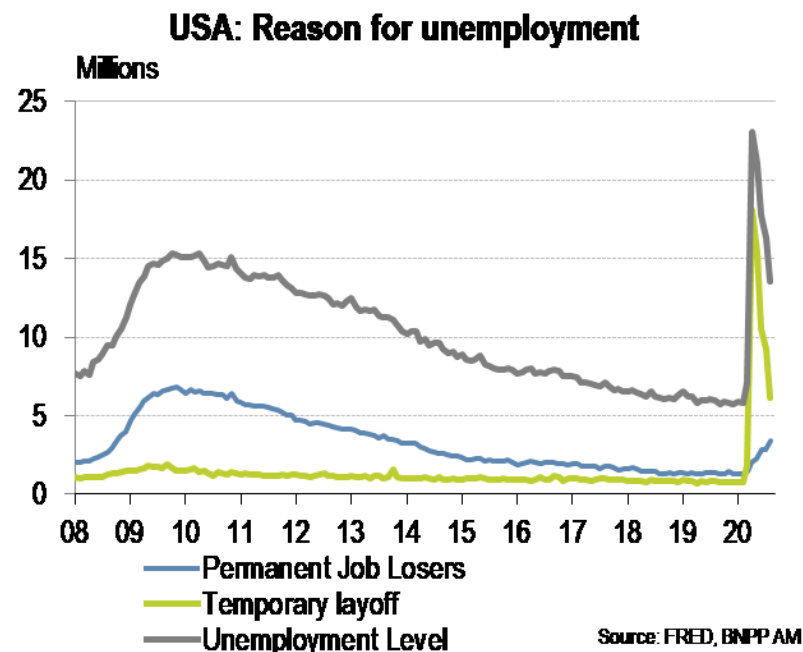
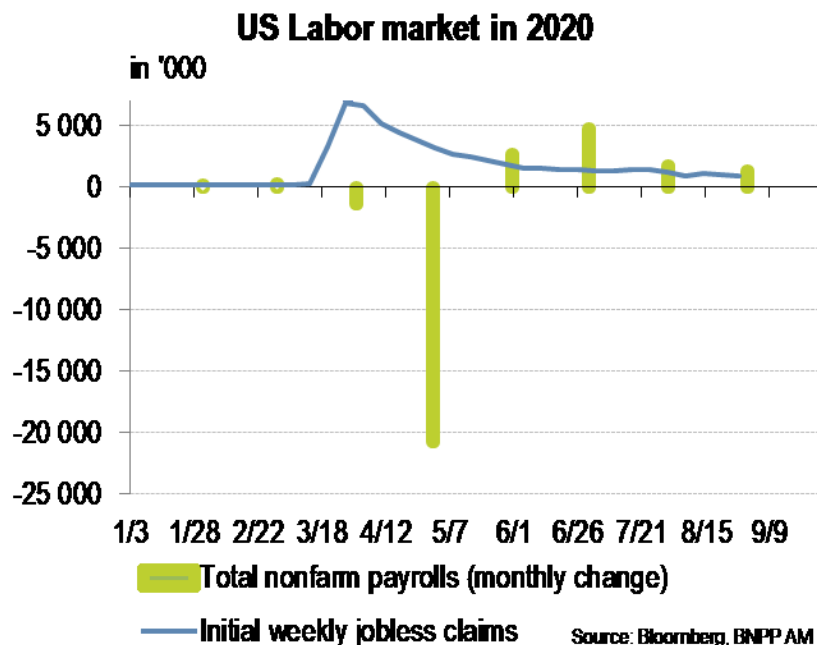


- Après le rebond des indices ISM en juillet et le résultat meilleur qu'attendu de l'enquête PMI pour août (à 54,6 pour l'indice composite), les enquêtes ISM ont été plus mitigées en août. Ces évolutions sont une parfaite illustration des doutes qui peuvent saisir les investisseurs sur la pérennité de la reprise après le rebond mécanique de l'activité au 3^e trimestre. Le "V" visible sur certaines enquêtes d'activité pourrait bien changer de forme.



Etats-Unis : le marché de l'emploi s'améliore mais...

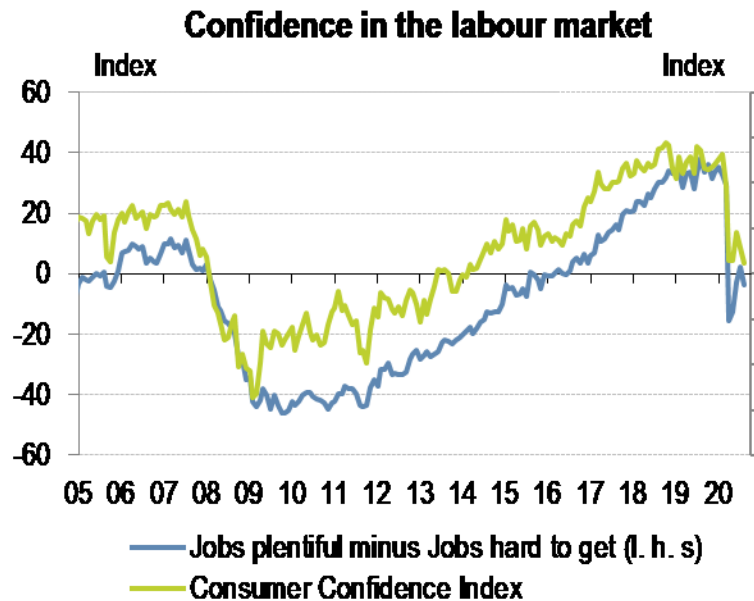
Le rebond des créations d'emploi s'essouffle



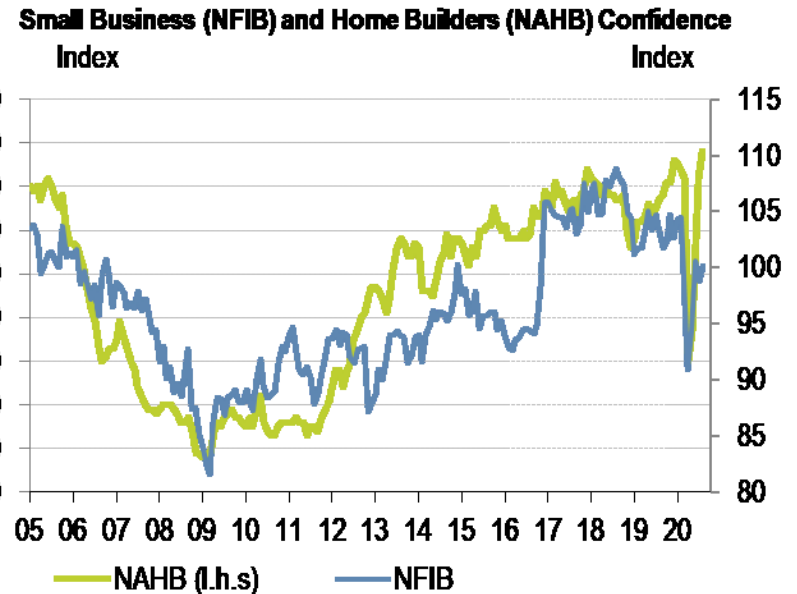
- Après 4,8 millions en juin, 1,7 million d'emplois ont été créés en juillet et 1;4 million en août où le taux de chômage est tombé à 8,4 %. Ces évolutions sont loin de corriger la totalité de la dégradation observée en mars et avril même en tenant compte de certains problèmes méthodologiques. Le montant des indemnisations chômage sera crucial pour la consommation dans les prochains mois alors que les pertes « permanentes » d'emploi augmentent.

Etats-Unis : des ménages ne paniquent pas

Les points bas de la récession de 2009 n'ont pas été revus



Source: Bloomberg, BNPP AM

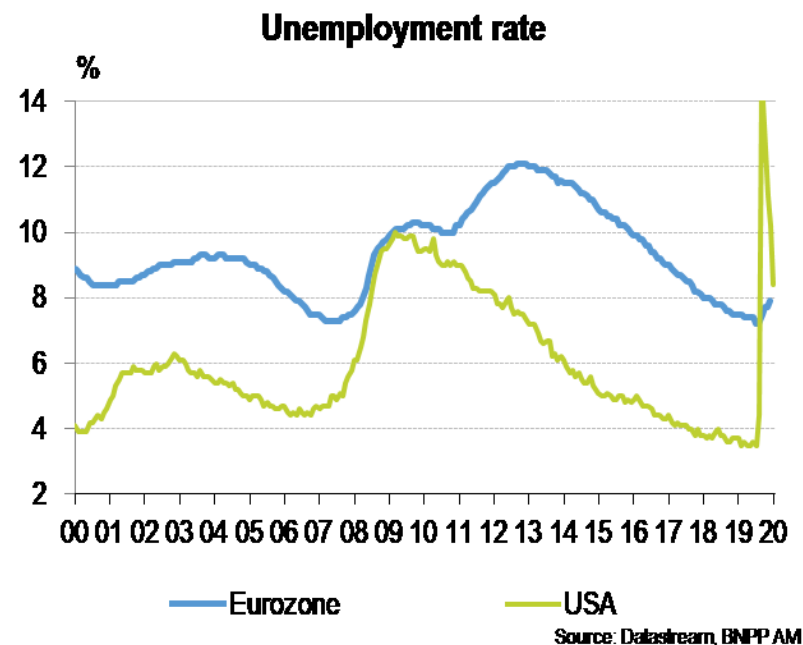
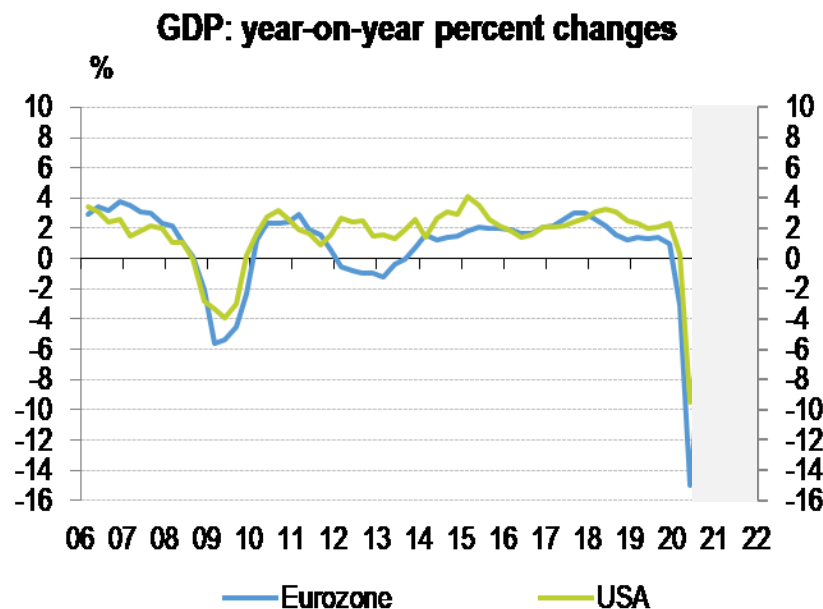


Source: Bloomberg, BNPP AM

- Les indices de confiance des consommateurs n'ont pas retrouvé les points bas qui prévalaient lors de la précédente récession. La confiance des ménages les plus aisés a davantage baissé en mars et avril. L'assurance de taux bas pour longtemps soutient le marché de l'immobilier.

Etats-Unis et zone euro : des réalités différentes

Préserver la consommation ou l'emploi

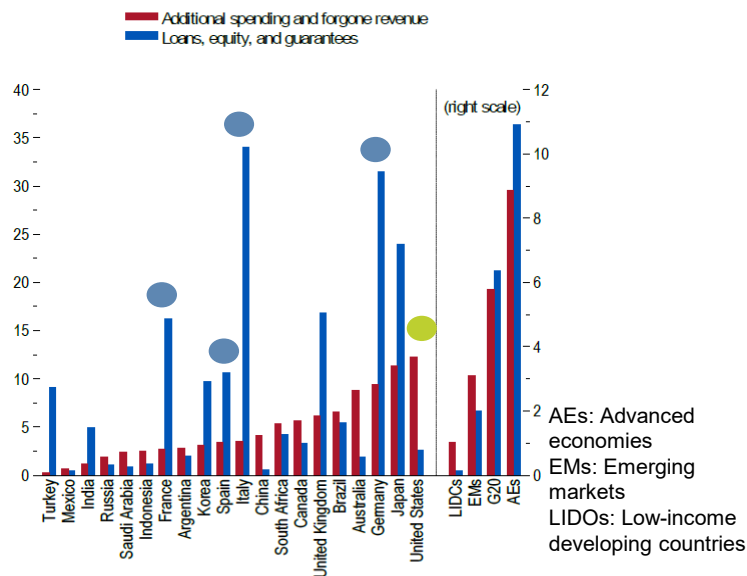


- Les données disponibles pour l'été de part et d'autre de l'Atlantique illustrent un état d'esprit différent des ménages. Une question qui se pose dans la zone euro est le devenir de l'épargne involontaire constituée durant le confinement qui a fait passer le taux d'épargne de 12,5 % à 16,8 % au 1^{er} trimestre. A près de 20 % en France, il est au plus haut depuis fin 1978.

Des mesures exceptionnelles face à la pandémie

Réponses budgétaires (% du PIB)

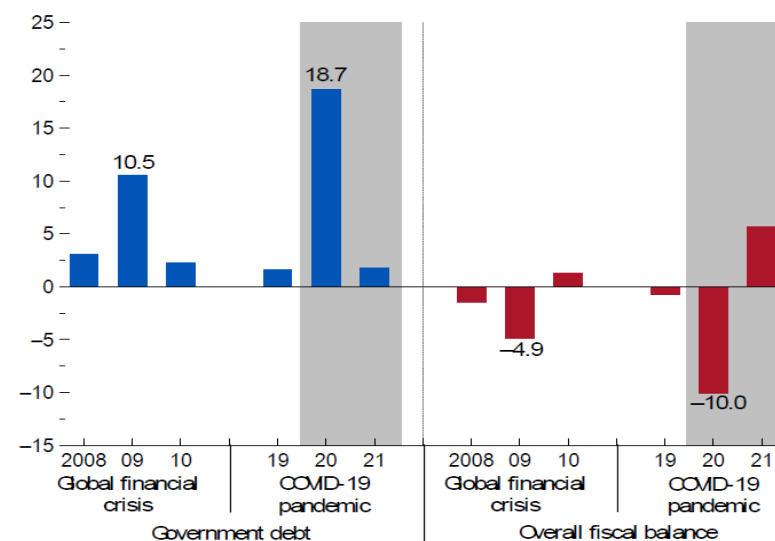
Countries are providing sizable fiscal support through budgetary measures, as well as off-budget liquidity.



Source: IMF World Economic Outlook Update, June 2020

Variations de la dette publique et du solde budgétaire au niveau mondial (% du PIB)

Government debt and deficits are set to rise globally, more so than during 2008–10 following the global financial crisis.



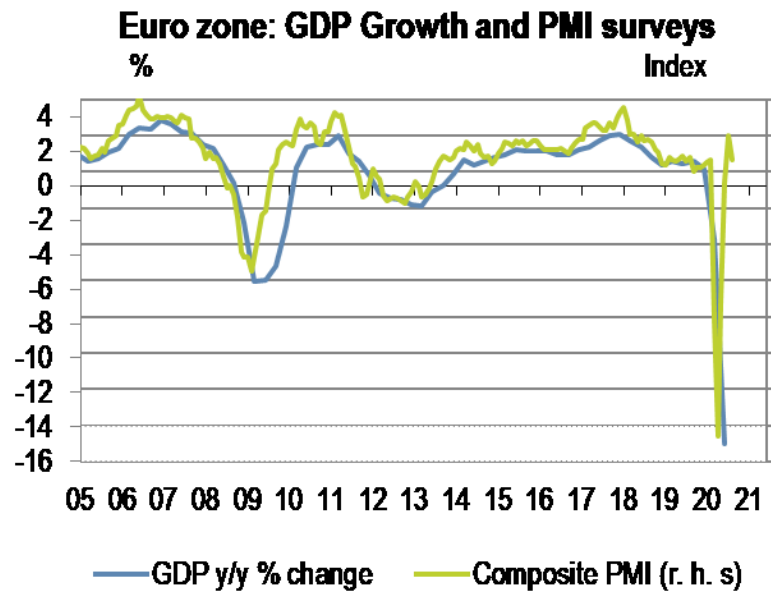
Source: IMF World Economic Outlook Update, June 2020

- Pour soutenir l'économie, les pays ont mis en place des mesures budgétaires massives et fourni des liquidités hors budget (prêts, prises de participation, garanties). La forte contraction de la production et la chute des recettes qui en résulte, combinées à une relance budgétaire discrétionnaire de grande envergure, ont entraîné une augmentation de la dette et des déficits publics.

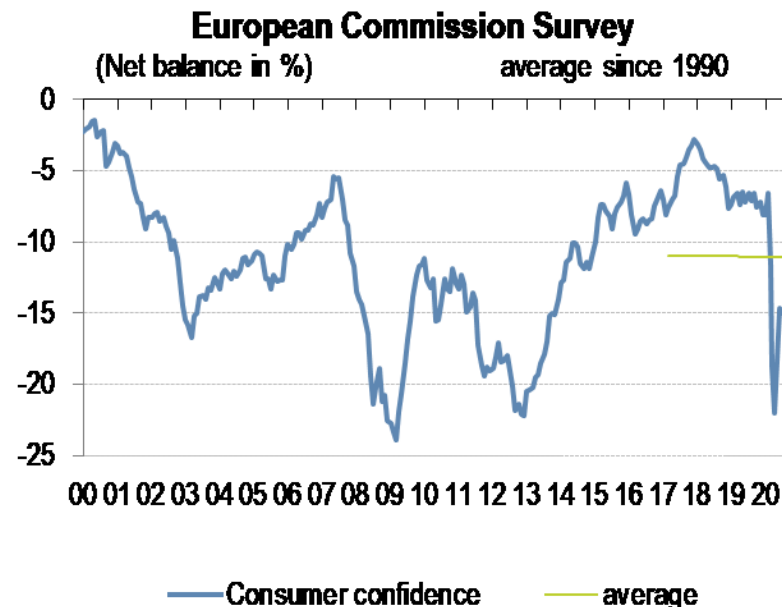


Zone euro : reprise timide de l'activité

Les consommateurs restent inquiets



Source: Bloomberg, Markit, BNPPAM

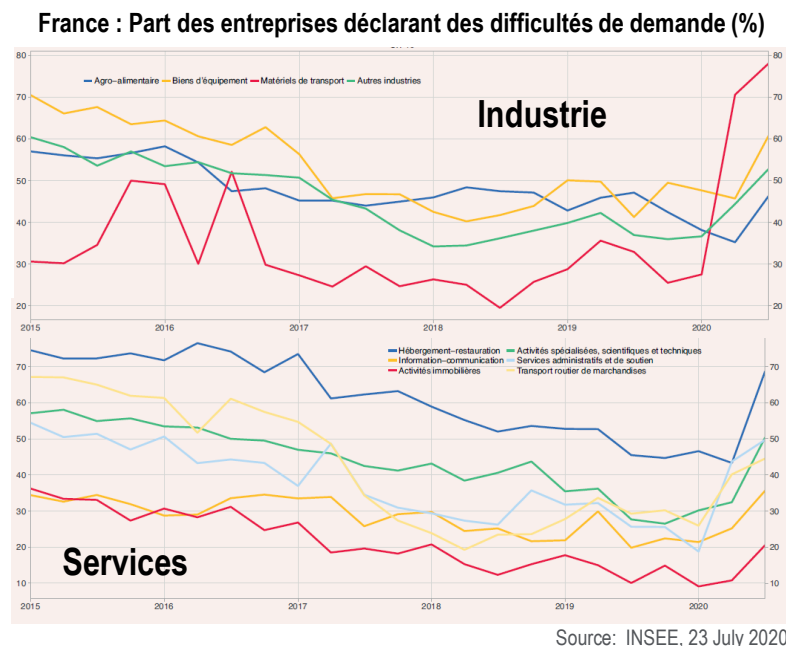
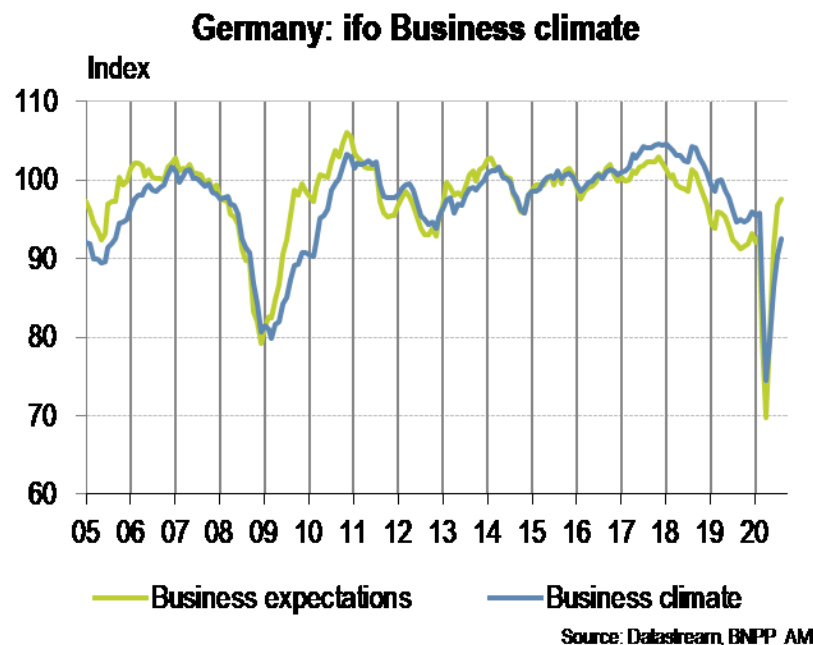


Source: Bloomberg, BNPPAM

- L'indice PMI composite (secteur manufacturier et services) est passé de 54,9 en juillet à 51,6 en août (estimation préliminaire). Il reste au-dessus de 50 en France et en Allemagne mais est passé dessous pour le reste de la zone euro. L'indice des services, pénalisé par les difficultés du tourisme, a fortement baissé (de 54,7 à 50,1). A contrario, la hausse des niveaux de production dans l'industrie manufacturière s'est accélérée.

Zone euro : attention au choc de demande

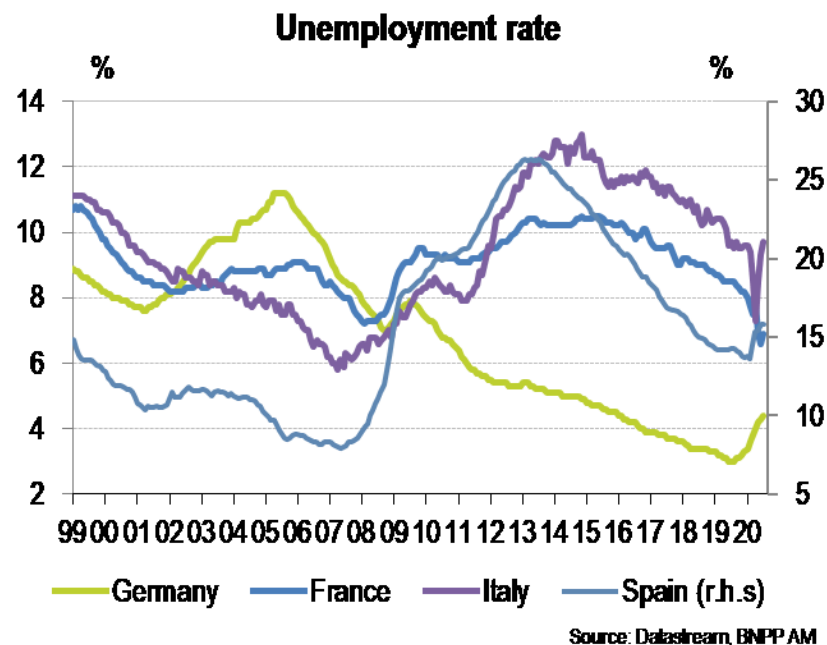
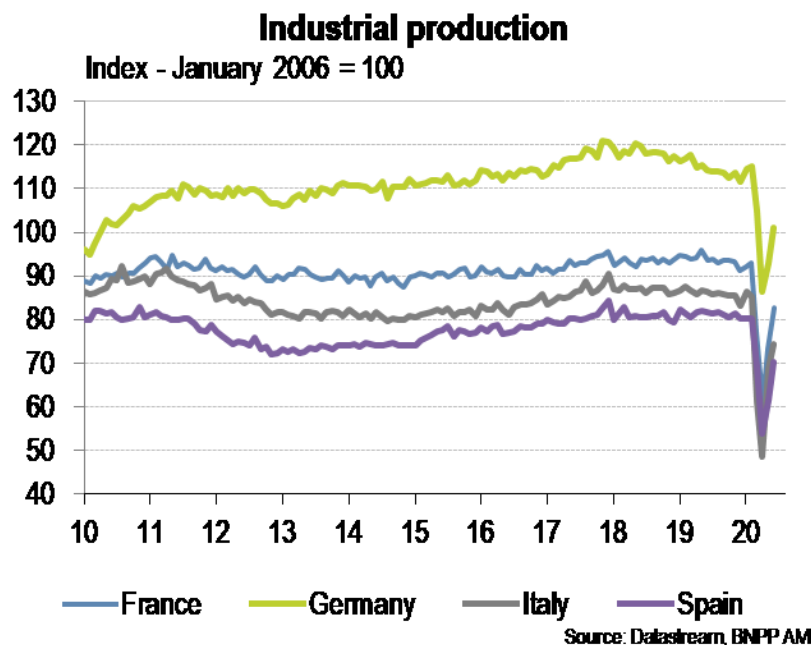
Les entreprises confiantes pour le 2^e semestre mais ...



- Selon l'enquête de conjoncture de l'INSEE, les indicateurs synthétiques du climat des affaires montrent un vif rebond de l'activité, également constaté en Allemagne, et logique après la période de confinement. Toutefois, les entreprises françaises déclarent des difficultés de demande qui limitent la production et jugent leurs carnets de commande très peu garnis. L'INSEE avertit sur le risque d'un choc significatif de demande.

Zone euro : la question de l'emploi va se poser

Le taux de chômage est une variable retardée



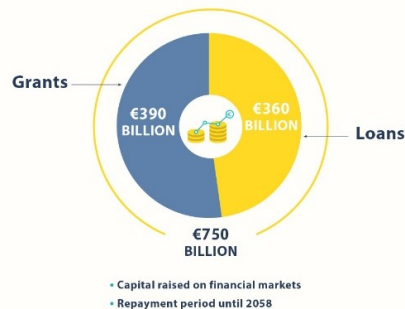
- La production industrielle continue à rebondir mais reste en deçà du niveau qui prévalait avant la crise (données à juin). L'INSEE attire l'attention sur un point particulier : si la consommation des ménages – dont les revenus ont jusqu'ici été relativement préservés dans l'ensemble – s'est très rapidement redressée, son dynamisme au cours des prochains mois n'est pas complètement assuré, comme le suggèrent les inquiétudes du commerce de détail généraliste.

La solidarité européenne en marche

Next Generation EU

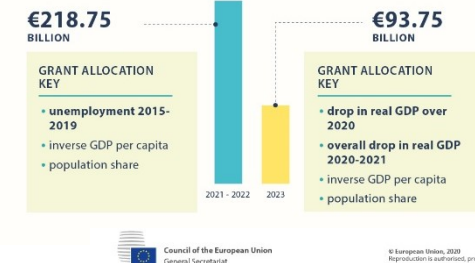
- Après des discussions délicates et beaucoup plus longues que prévu, les chefs d'Etat et de gouvernement de l'Union européenne sont parvenus le 21 juillet à un accord sur le plan de relance Next Generation EU.
- Le principe d'un endettement commun et de subventions (390 milliards d'euros sur 750) versées aux pays les plus touchés par les conséquences économiques de la pandémie a été accepté au prix de quelques concessions faites aux pays « frugaux » qui ont obtenu, notamment, des rabais plus importants sur leur contribution budgétaire.
- Même si des questions restent en suspens, l'affirmation de la solidarité européenne est une décision politique forte.

Next Generation EU – COVID-19 recovery package



Recovery and Resilience Facility: grants

Total grants: €312.5 billion



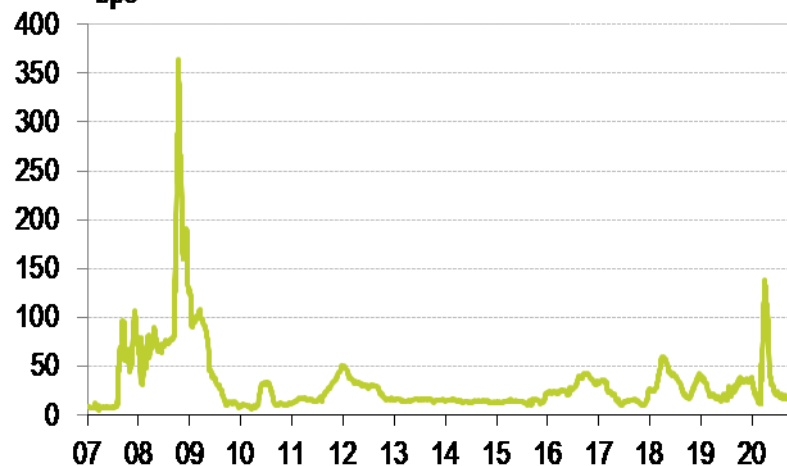
Country allocation key : for the first 70% of the total funds stays the same as initially proposed by the EC. The remaining 30% will be reassessed in 2022, after taking into account the loss in real GDP observed over 2020 and the cumulative loss in real GDP over the period 2020-2021. The maximum amount of the 'loans' shall not exceed 6.8% of each country's GNI.

Timing H1 2021 to 2023 to start a project till 2026 to fund it with a maturity between 2028 2058

Les banques centrales toujours sur le pont (1)

Pour éviter la dislocation des marchés et ...

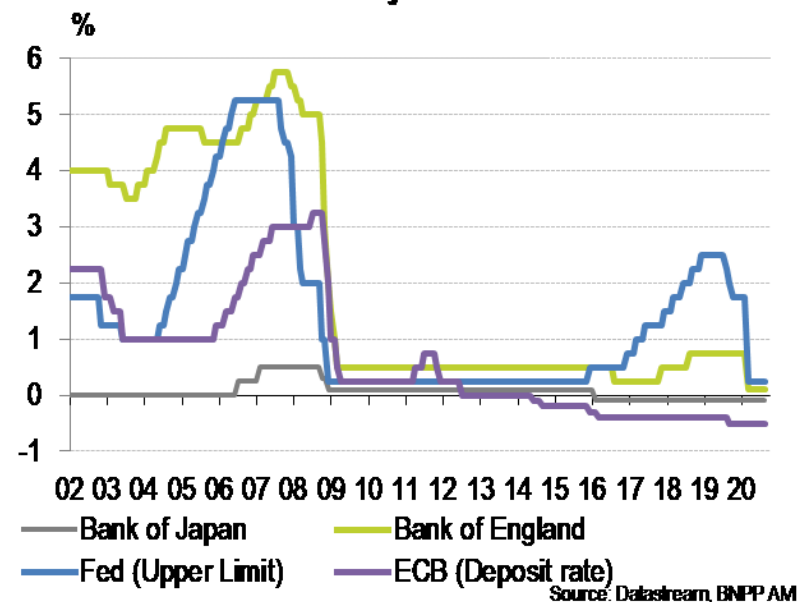
**TED spread: 3-month LIBOR - 3-month T-bill
bps**



Source: Datastream, BNPP AM

... soutenir la distribution de crédit

Policy rates

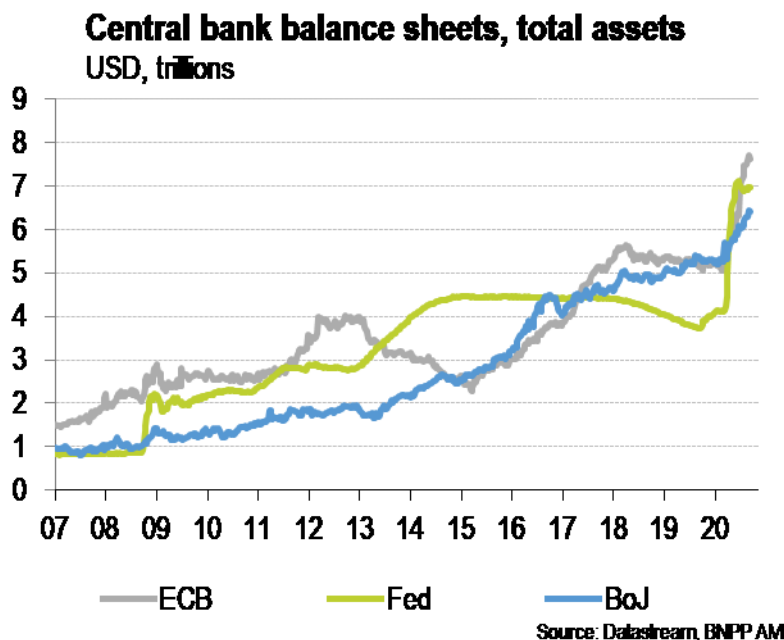


Source: Datastream, BNPP AM

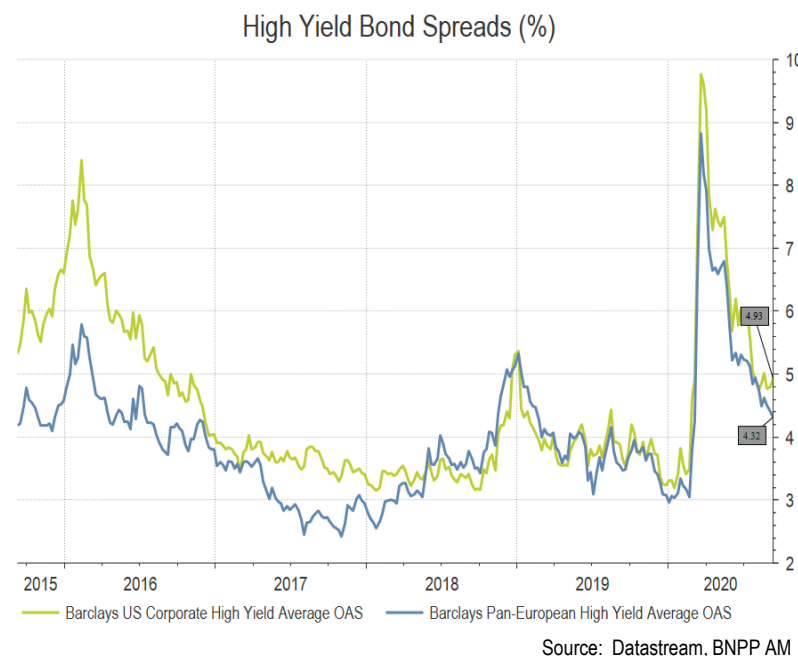
- Les décisions des banques centrales ont été prises pour éviter une crise de liquidité, et grâce à leur ampleur et à la coopération entre les institutions, ont été efficaces. Par ailleurs, de nouveaux axes de « protection » des marchés peuvent être envisagés. Les contraintes réglementaires des banques autour de la valorisation de leurs créances et des ratios prudentiels ont également été assouplies.

Les banques centrales toujours sur le pont (2)

L'expansion des bilans n'est pas terminée



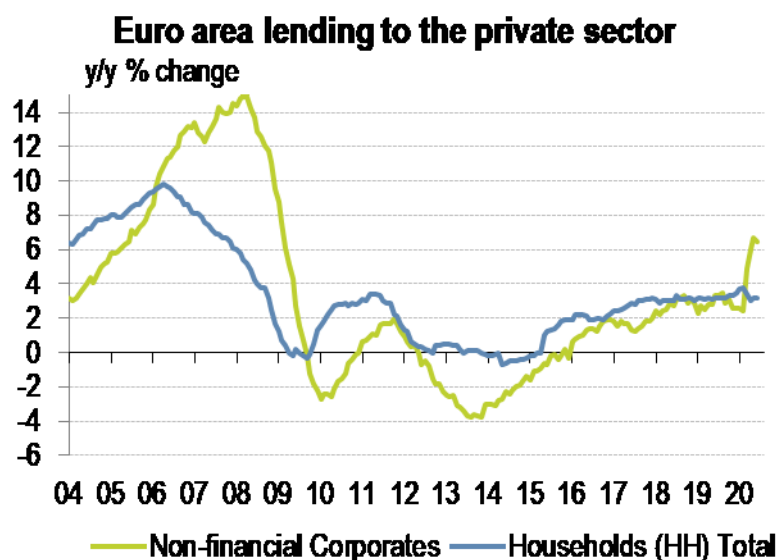
Des actions efficaces sur les marchés



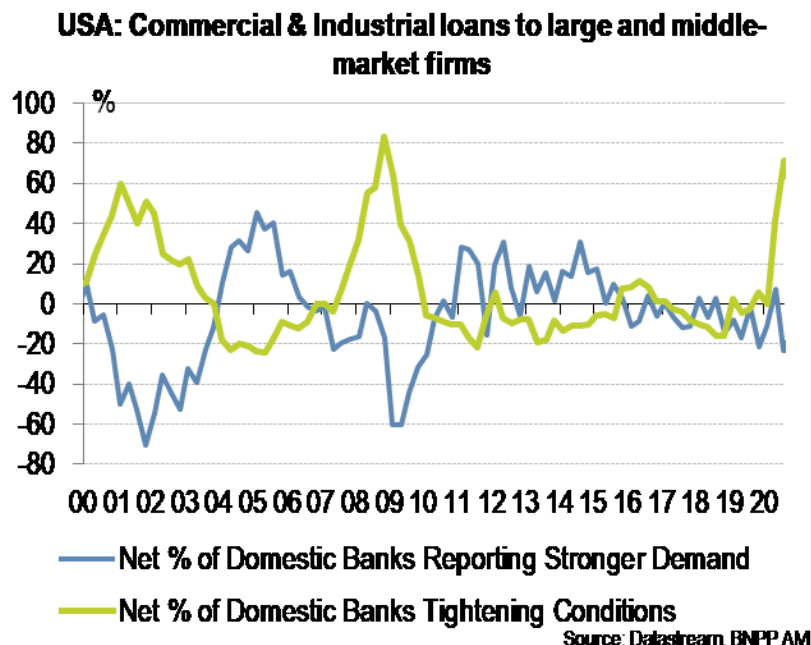
- Les achats de titres peuvent désormais être considérés comme des outils traditionnels de politique monétaire. Dans les pays où ils n'ont pas encore été mis en place, les taux directeurs négatifs ne semblent pas la solution retenue par les banques centrales. La « forward guidance » (indication sur l'évolution future de la politique monétaire) va devenir un instrument privilégié. Des réflexions sur l'objectif d'inflation sont en cours.

Les banques centrales toujours sur le pont (3)

Les crédits au secteur privé en hausse dans la zone euro



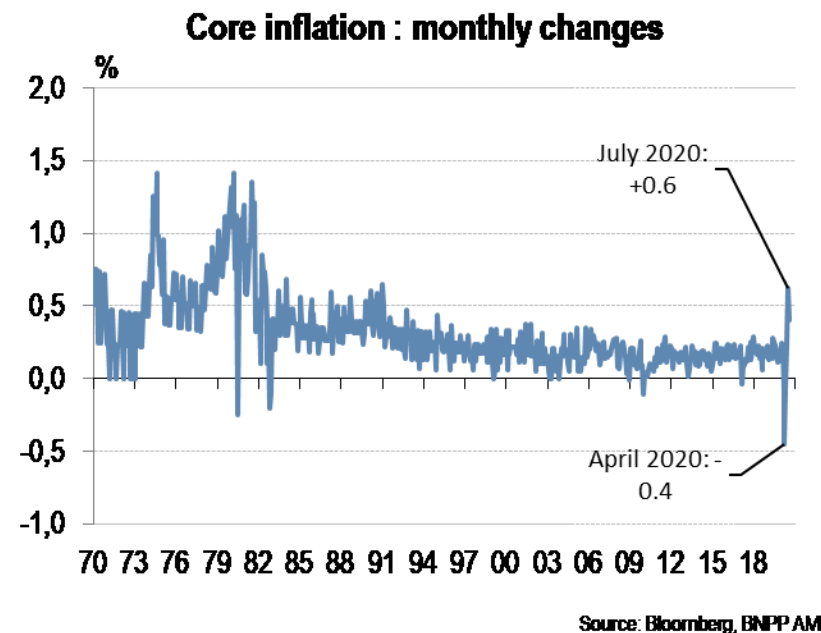
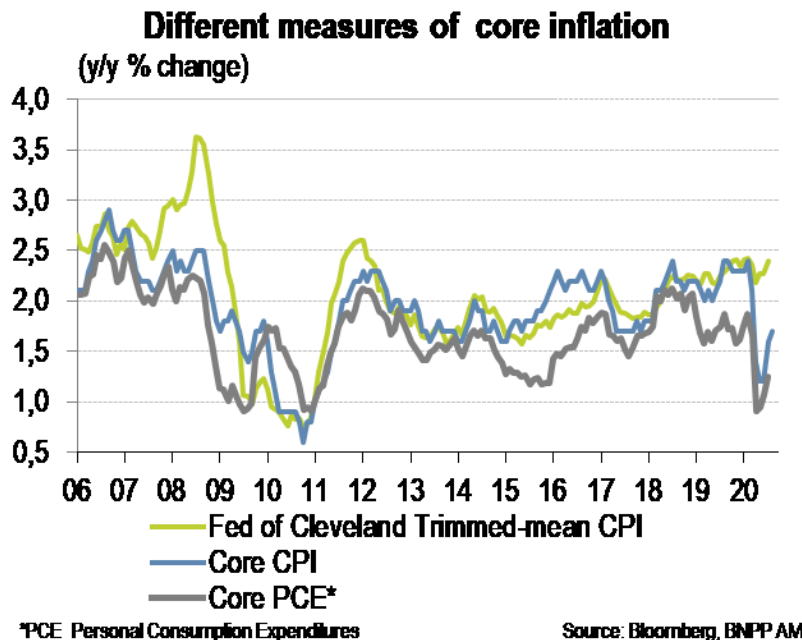
Les banques américaines réticentes



- Outre le maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels ou plus bas, la BCE va poursuivre ses achats d'actifs, qui ont permis une nette réduction des écarts de taux longs avec l'Allemagne, et les opérations de refinancement des banques à des conditions avantageuses pour favoriser la distribution de crédit au secteur privé.

Politique monétaire et inflation (1)

Des perturbations de court terme sur l'inflation totale et sous-jacente

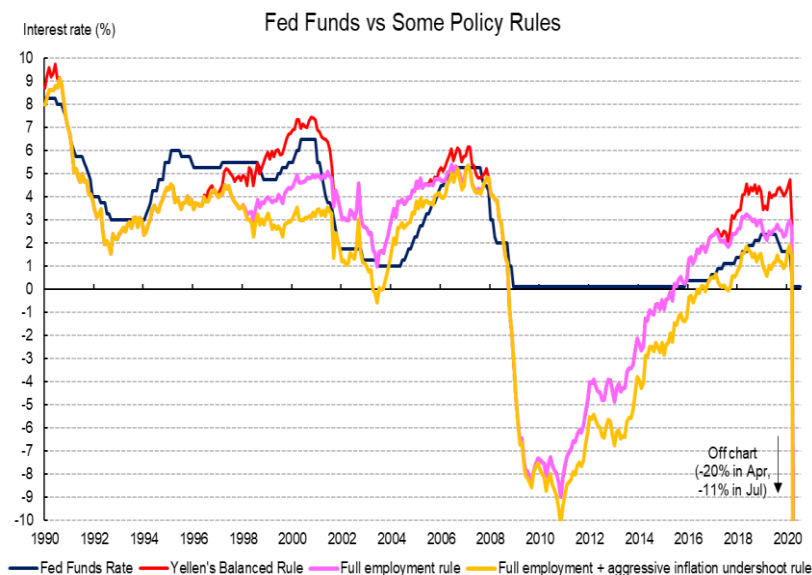


- Les brutales variations de l'inflation sous-jacente, qui exclut notamment les prix de l'énergie, sont liées à la pandémie. Lorsque le virus a frappé en mars, la demande adressée à certaines entreprises (hôtels, compagnies aériennes, magasins de vêtements, sociétés de location de voitures, ...) s'est évaporée du jour au lendemain. Ces pressions déflationnistes extrêmes de court terme se sont estompées et les prix sont remontés en juillet et en août.

Politique monétaire et inflation (2)

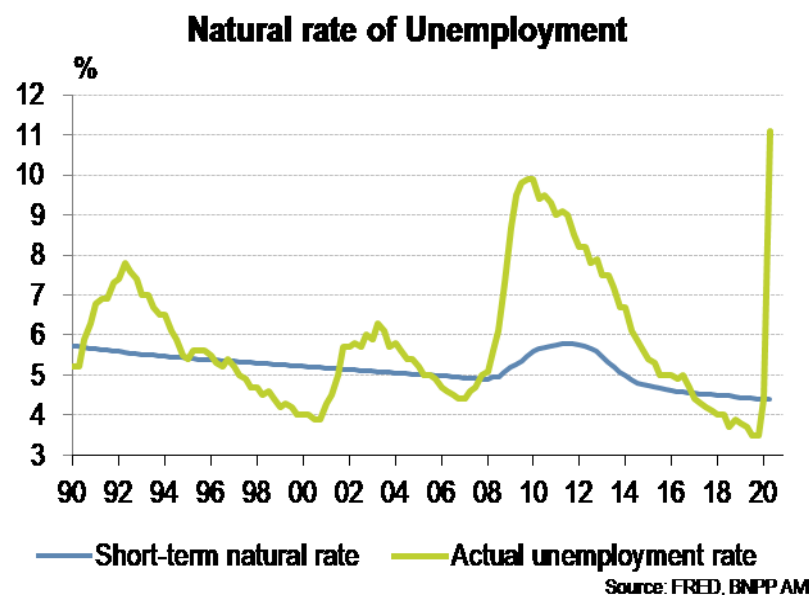
La Fed modifie sa fonction de réaction

Moins de hausses des taux directeurs ?



Source : Macro Research, BNPP AM, 03/09/2020

Doit-on se fier au taux de chômage naturel ?



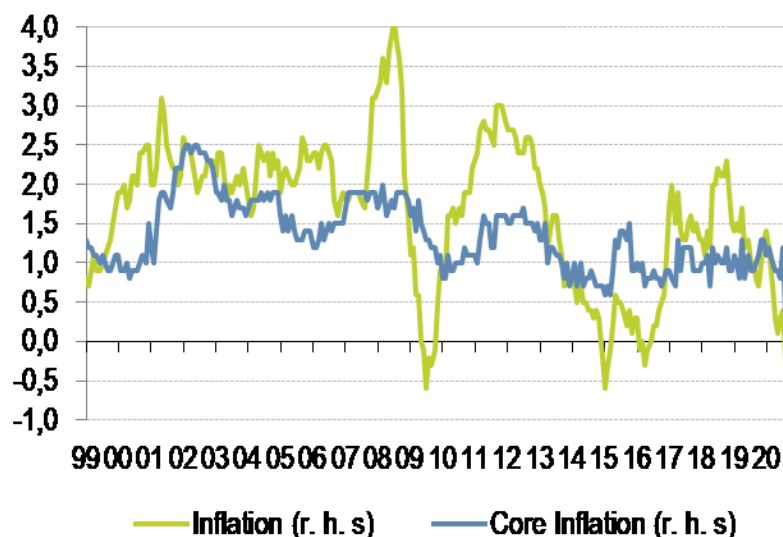
- Le discours de Jerome Powell lors du colloque (virtuel) de Jackson Hole fin août a dévoilé la nouvelle stratégie de la Fed qui introduit une forme flexible de ciblage d'un niveau d'inflation moyen. La Fed fera en sorte, qu'après une période où l'inflation aura été durablement inférieure à 2 %, ce seuil soit dépassé modérément pendant un certain temps.

Politique monétaire et inflation (3)

La BCE loin de son objectif

L'inflation sous-jacente devrait rester modérée

Euro zone: inflation (y/y changes in %)



Source: Bloomberg, BNPP AM

Prévisions très prudentes de la BCE

Projections des services de la BCE au 10 septembre 2020

Macroeconomic projections for the euro area

(annual percentage changes)

	September 2020 Forecasts			
	2019	2020	2021	2022
Real GDP	1,3	-8,0	5,0	3,2
June forecasts	1,2	-8,7	5,2	3,3
Unemployment rate (% of labour force)	7,6	8,5	9,5	8,8
June forecasts	7,5	9,8	10,1	9,1
Inflation (HICP)	1,2	0,3	1,0	1,3
June forecasts	1,2	0,3	0,8	1,3
HICP excluding energy and food	1,0	0,8	0,9	1,1
June forecasts	1,0	0,8	0,7	0,9

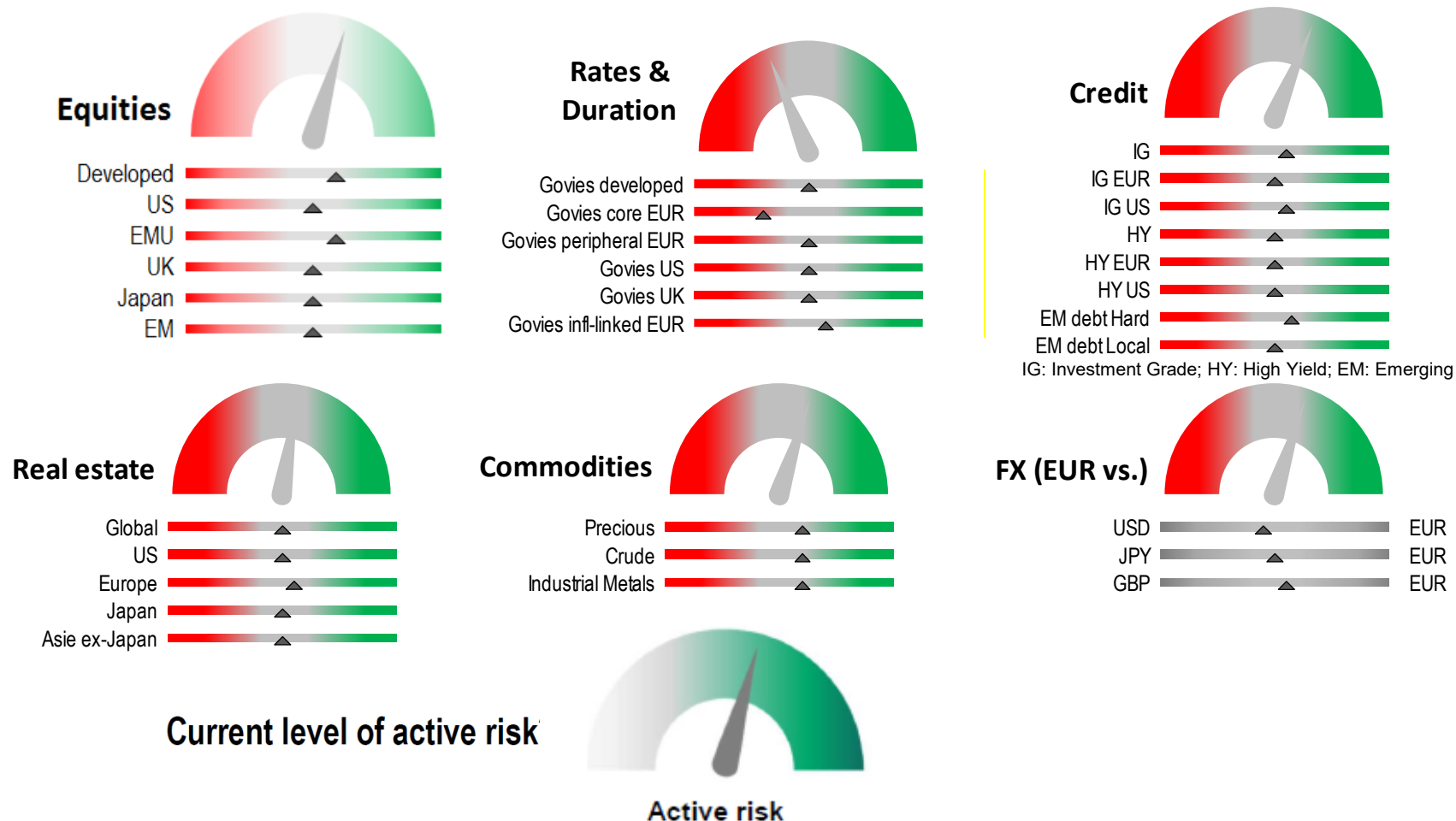
Source: European Central Bank, 10 September 2020, BNPP AM

- Les prévisions d'inflation restent très mesurées, ce qui plaide pour une longue période de politique monétaire très accommodante avec la poursuite des programmes d'achats de titres. Les variations de court terme de l'inflation, entachées de problèmes de recueil des données, ne changeront pas l'attitude des banques centrales.

Allocation tactique – Réactivité et flexibilité

- Notre **scénario central** prévoit une reprise progressive à partir du second semestre après la violente récession au premier semestre, ce qui suppose d'apprendre à « vivre avec le virus », notamment en testant massivement les populations. Face à la reprise de l'épidémie, des mesures de reconfinement partiel ont été prises ou sont envisagées (port du masque dans l'espace public, mise en place de quarantaines, ...) mais les autorités feront tout pour éviter un reconfinement généralisé. La recherche d'un traitement ou d'un vaccin se poursuit et des progrès décisifs changeraient la donne.
- L'hypothèse d'une reprise de l'activité après l'effondrement de la croissance du PIB au 2^e trimestre est assez consensuelle. Les évolutions des marchés financiers montrent que l'hypothèse d'une récession durable n'est pas retenue. Compte tenu des politiques économiques mises en place pour soutenir l'activité, les actifs risqués ont progressé et l'hypothèse d'une déflation généralisée a été assez rapidement abandonnée. A plus long terme, les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes peuvent potentiellement entraîner une accélération de l'inflation mais pas un dérapage hors de tout contrôle des banques centrales.
- Après divers ajustements au cours de l'été, nos portefeuilles sont **légèrement surexposés sur les actions**. Nous conservons une approche tactique et flexible avec l'idée de renforcer notre exposition sur faiblesse.
- Nous sommes sous-exposés sur les **marchés obligataires** « cœur » de la zone euro. Nous avons un positionnement relatif sur les actifs dévalorisés achetés par les banques centrales (en particulier le **crédit IG**). Nous conservons une position sur la **dette émergente** en devise forte.
- Nous sommes **surexposés aux matières premières** hors agricoles, qui surperforment généralement en début de reprise. Nous restons acheteurs d'or.

Positionnement (Active Asset Allocation)



Ce 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 (Multi Asset, Quantitative and Solutions).

Source : MAQS, BNPP AM au 1er septembre 2020



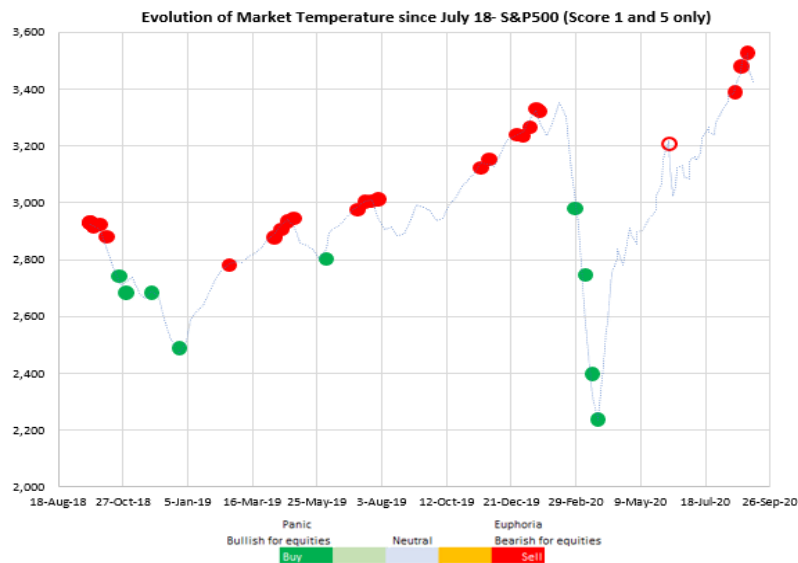
ÉLÉMENTS SUR LES CLASSES D'ACTIFS



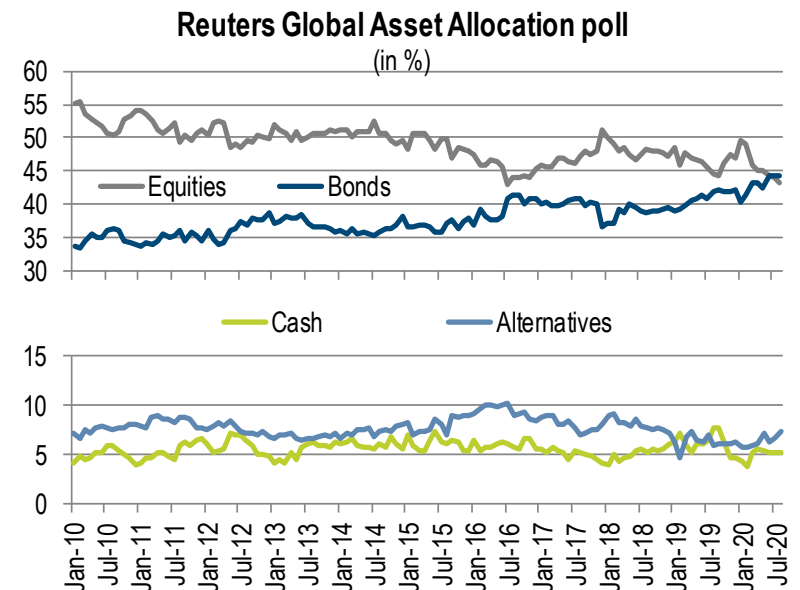
Des risques de correction à court terme

Les configurations restent porteuses à moyen terme

Retour à une « température » neutre après la correction de septembre



Les investisseurs institutionnels sont prudents



- Notre indicateur maison de suivi de la « température » des marchés a beaucoup varié depuis juin et présentait à la mi-août une configuration laissant envisager une correction à court terme. L'analyse technique indique que la correction du S&P 500 devrait être limitée et de courte durée après une hausse qui a été concentrée sur quelques valeurs.

Panorama des valorisations actions

Equity Valuation Matrix

Z-score

Market	P/E	P/E STM	P/B	P/S	EV/S	P/CE	PEG	DY
US vs Europe*	0.2	0.2	2.1	0.9	0.7	0.9	-0.8	-0.3
Japan	2.8	na	-1.3	-0.2	0.2	-1.0	0.5	-1.7
United States	2.0	1.7	1.4	2.1	2.5	1.9	5.0	1.0
US broad tech	1.8	1.3	1.6	2.9	2.7	1.1	2.6	0.2
US ex-broad tech	1.6	1.2	0.6	1.1	2.2	1.4	4.7	-0.1
DM	1.4	na	0.8	2.0	2.8	1.5	2.0	0.8
EM	1.1	na	0.1	1.0	1.5	2.0	-0.1	0.1
Europe	1.0	0.7	-0.1	0.7	2.2	0.7	4.0	1.0

Sector P/Es ; MSCI World ex-Japan (Kokusai)

IDX	BT	xBT	EGY	MAT	IND	C-D	C-S	HLT	FIN	I-T	COM	UTY	RST
1.7	1.5	1.4	1.9	2.6	3.1	7.1	1.2	0.1	0.3	1.1	0.6	1.7	1.5

*US ex-broad tech vs Europe. BT=Broad tech; STM = Second Twelve Months.

Below average	Average	Above average
---------------	---------	---------------

Note: P = Price, E = Earnings (next-twelve-month), B = Book, S = Sales, EV/S = Enterprise value-sales, CE = Cash earnings, PEG = PE-EPS growth, DY = Dividend yield. For PB, multiple based on IMI indices from 1974, except EM which is from 1995. Colors reflect z-score, with threshold at +/- 1 and +/- 0.5. Sector P/Es from 1995. Sources: IBES, MSCI, FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Broad tech includes Information technology sector, Internet & direct market retail, Movies & entertainment, and Interactive media & services.

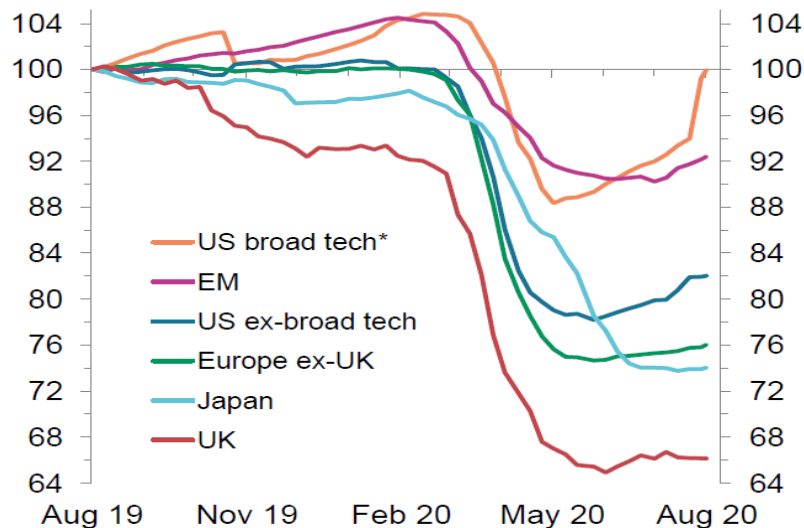
Source: Macro Research, BNPP AM as of 31/07/2020

Des résultats dégradés au 2^e trimestre

Les analystes financiers relativement confiants pour la suite

Timides révisions à la hausse des bénéfices à 12 mois

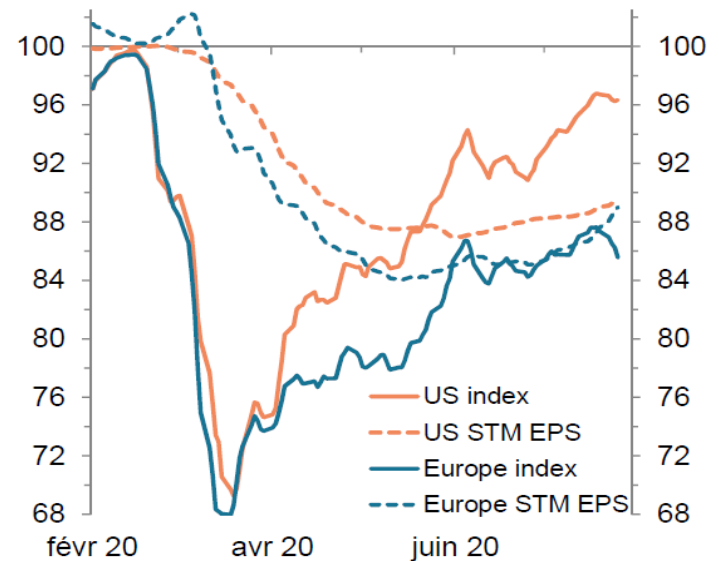
Forward earnings estimates
MSCI indices except NASDAQ



Source: MAQS Macro Research, BNPP AM as of 05/08/2020

Des marchés américains trop optimistes ?

Equity index level and earnings estimates
Second-twelve-month earnings estimate



Source: Macro Research, BNPP AM as of 31/07/2020

- Les résultats des entreprises, bien que dégradés, se sont révélés meilleurs qu'attendu, en particulier aux Etats-Unis.

Obligations gouvernementales

A situation exceptionnelle... réactions exceptionnelles

Des taux négatifs malgré...



Source: Bloomberg, Global Sovereign Team, BNPP AM

... des déficits et des dettes à la hausse

General Government financial balance and financial liabilities
(as a % of GDP)

	2018	2019	2020	2021
United States	-6,7	-7,3	-16,8	-11,8
	107	109	132	140
Japan	-2,3	-2,6	-12,9	-7,4
	224	225	248	257
Euro area	-0,5	-0,7	-10,9	-8,3
	103	104	128	131
France	-2,3	-3,0	-12,0	-8,2
	122	124	148	152
Germany	1,9	1,4	-9,1	-7,5
	70	69	92	96
Italy	-2,2	-1,6	-12,8	-9,7
	148	156	195	192
Spain	-2,5	-2,8	-12,5	-9,6
	115	117	151	150
United Kingdom	-2,2	-2,1	-14,2	-12,1
	117	116	142	149

Source: OCDE, June 2020, BNPP AM

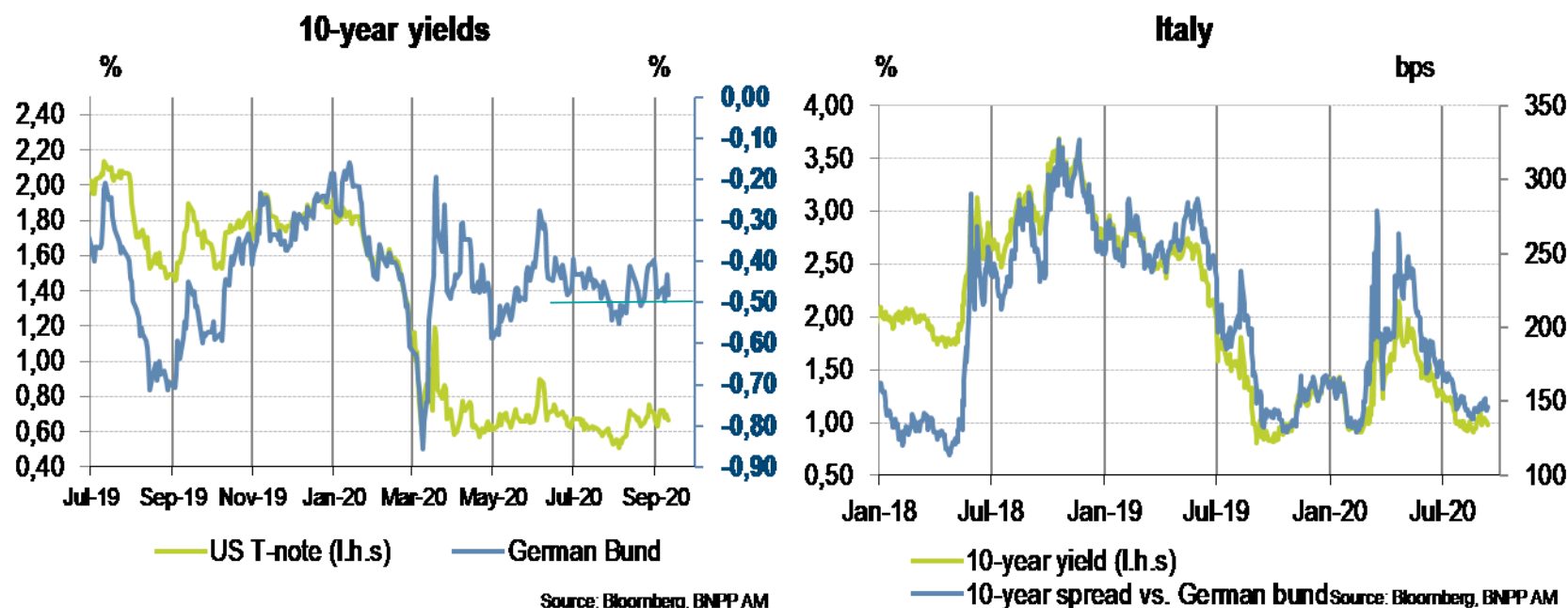
- Les Perspectives économiques de l'OCDE de juin font apparaître un creusement des déficits budgétaires et une augmentation des dettes publiques sur la base des hypothèses de croissance et des mesures annoncées par les états au moment de l'élaboration de ces prévisions.

Obligations gouvernementales

Des variations heurtées sur les marchés de la zone euro

Les niveaux absolus restent bas

Next Generation EU soutient les taux italiens

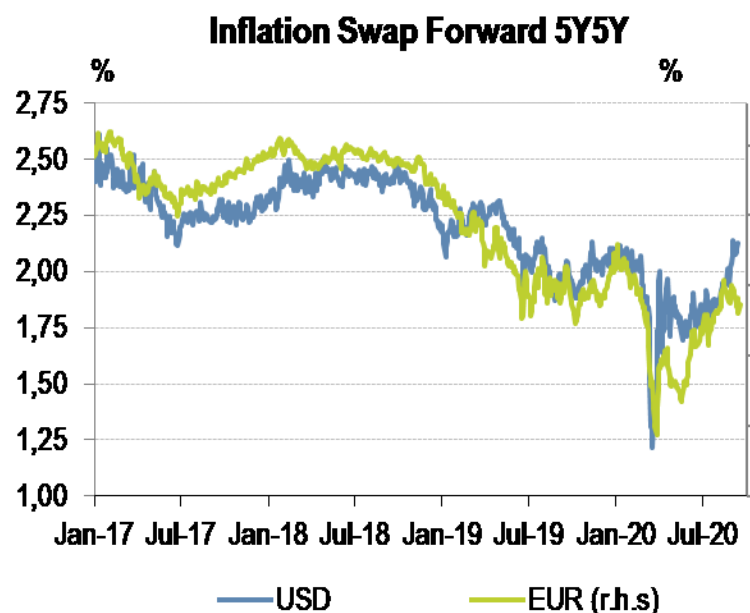


- Depuis fin août, les obligations gouvernementales connaissent des variations erratiques alors que les émissions reprennent massivement après l'été. Le seuil de -0,50 % pour le rendement du Bund à 10 ans est très surveillé. Les achats de titres, les TLTROs, et l'accord budgétaire trouvé en juillet sont des facteurs de soutien, surtout pour les marchés périphériques.

Obligations gouvernementales

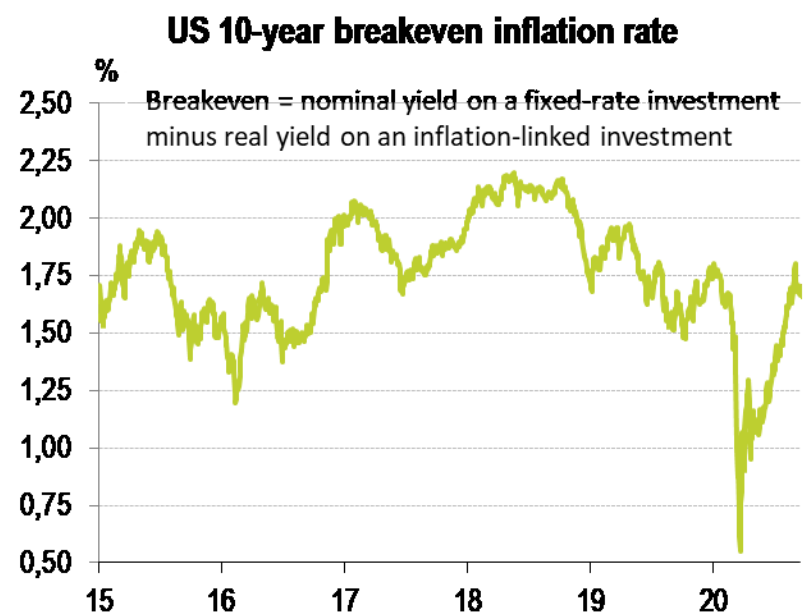
Anticipations d'inflation en hausse après la décision de la Fed fin août

Anticipations de marché à 5 ans



Source: Bloomberg, BNPP AM

Points morts d'inflation



Source: Bloomberg, BNPP AM

- Les anticipations d'inflation sur le marché des obligations indexées ont recommencé à augmenter après les niveaux extrêmes en mars, sans se normaliser pour autant. Le marché reste attractif. Une accélération brutale de l'inflation qui l'amènerait hors de contrôle des banques centrales est assez peu probable dans la mesure où le chômage devrait augmenter.

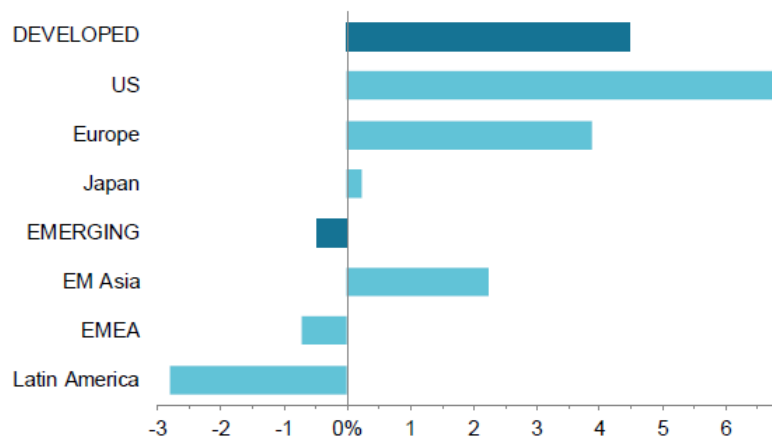
Marchés obligataires

Performances depuis le début de 2020

Vue générale

Total returns in USD for broad indices and emerging market debt, local currency for developed country/regional indices.

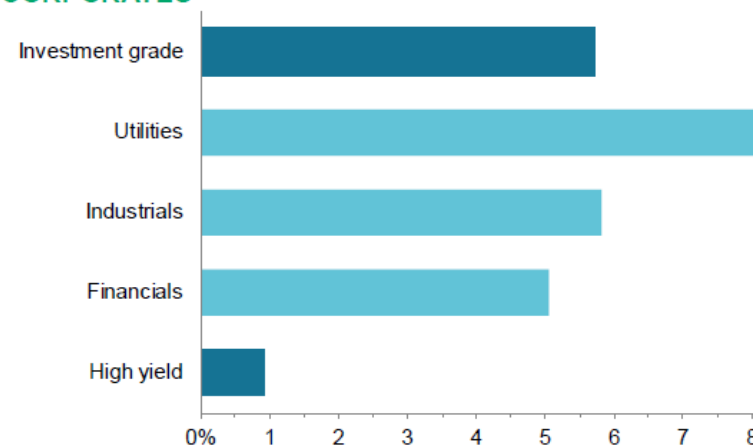
GEOGRAPHY



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Macro Research as of 11/09/2020

Obligations d'entreprise

CORPORATES

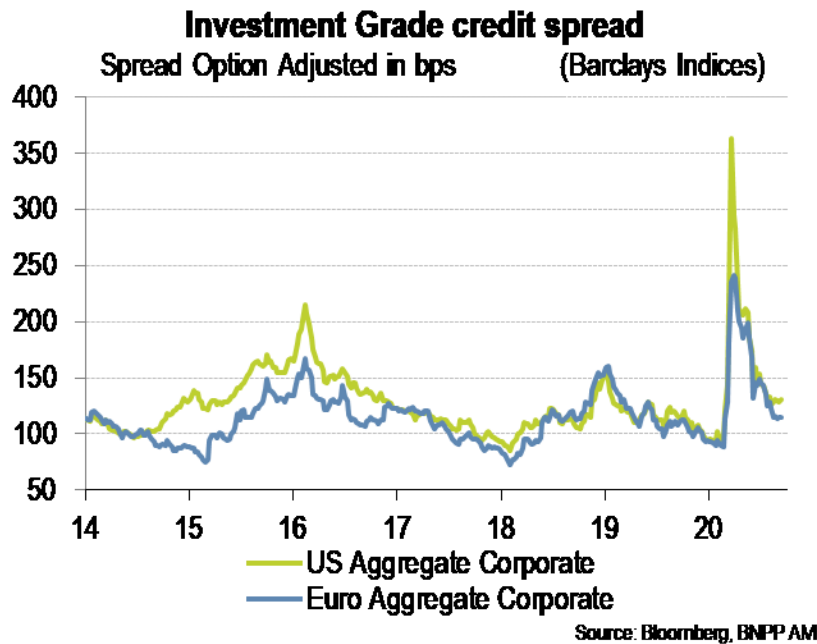


Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Macro Research as of 11/09/2020

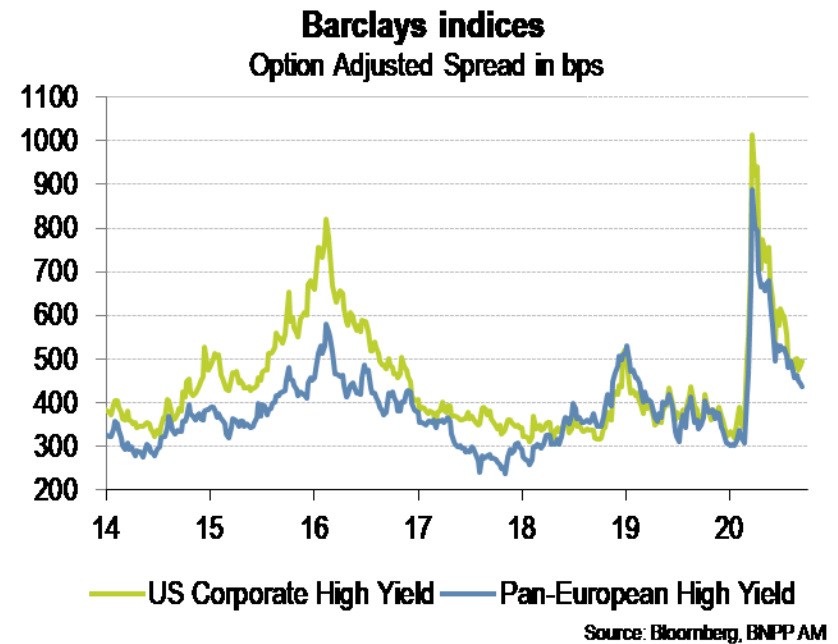
Marchés obligataires

Crédit – Activité très réduite en août

Crédit de qualité (IG)



Crédit à haut rendement (HY)



- En juillet, la détente des rendements des obligations gouvernementales a permis une performance positive de tous les segments du marché du crédit. En outre, les primes de risque ont continué à se réduire régulièrement pour retrouver les niveaux qui prévalaient début mars. Dans des volumes réduits, le parcours a été un peu plus agité en août, surtout en début de mois.

La baisse du dollar pourrait se poursuivre face à l'euro

Le dollar a perdu 8 % de mi-mai à fin août

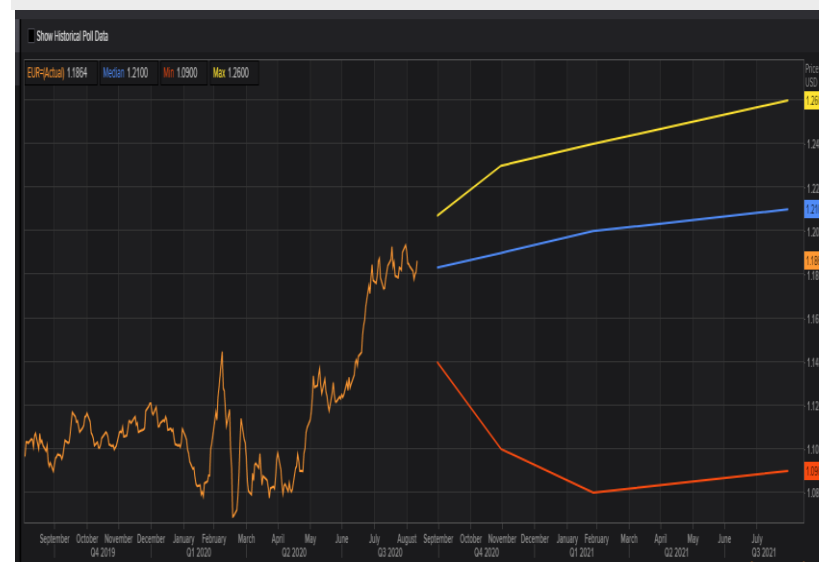
US dollar index (DXY*)



*DXY: USD vs. a basket (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF)

Source: Datastream, BNPP AM

Consensus EUR/USD : un large interval de prévisions



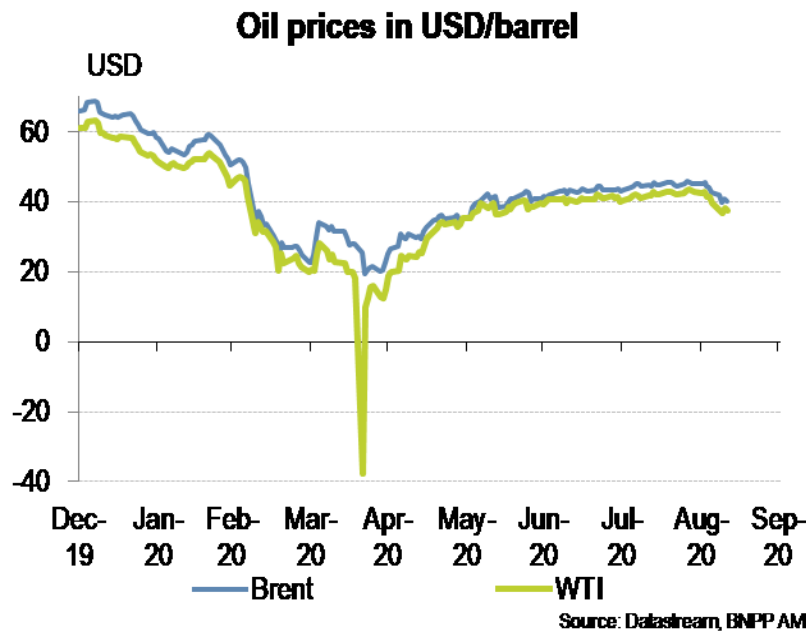
Source: Reuters as of 11/09/2020; Poll date: 03/09/2020

- Diverses considérations ont amené les positions spéculatives euro contre dollar à des plus hauts fin juillet. L'accord sur le plan de relance Next Generation EU conclu le 21 juillet a renforcé cette tendance. Dans ce contexte, la parité EUR/USD est passée de 1,1231 fin juin à plus de 1,19 le 30 juillet, au plus haut depuis mai 2018. En août et début septembre, elle s'est stabilisée.

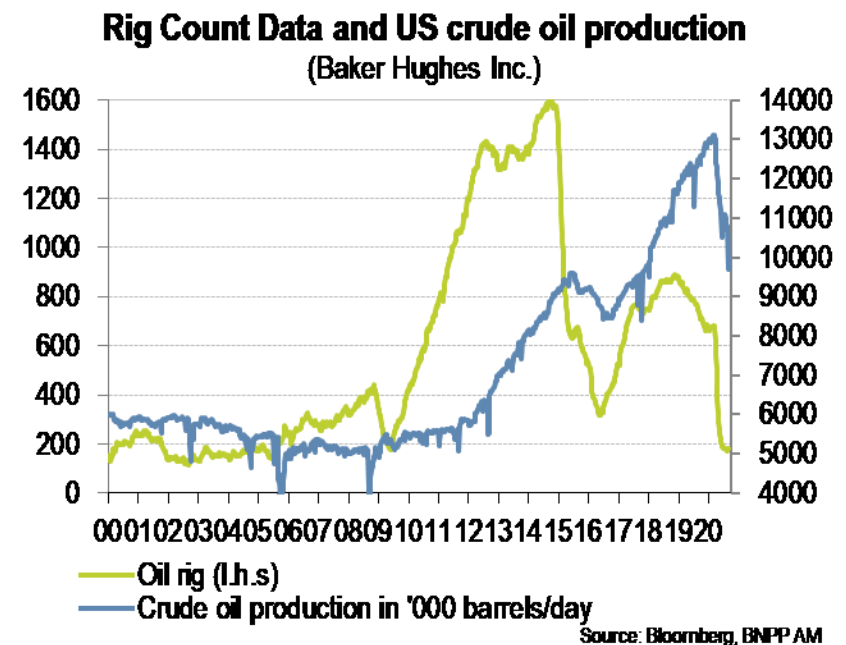
Pétrole

Baisse de la production, espoirs de reprise de la demande : remontée des cours

Léger repli en septembre



La production américaine en baisse



- Les cours du pétrole se sont établis au-dessus de 40 dollars le baril depuis quelques semaines. Les variations de très court terme reflètent essentiellement le niveau des stocks aux Etats-Unis. En août, l'OPEP et ses partenaires n'ont pas modifié leur accord de réduction de la production. En septembre, l'Arabie Saoudite a procédé à une décote sur ses livraisons en octobre.

Mention légale

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en septembre 2020, sauf indication contraire. BNPP AM est la source au 14 septembre 2020 des données chiffrées décrites dans cette présentation, excepté en cas d'indication spécifique.

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.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

14, rue Bergère

75009 Paris

bnpparibas-am.com



INVESTORS'

corner



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change