

REVUE DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS

NOVEMBRE 2020



NATHALIE BENATIA
NOVEMBRE 2020



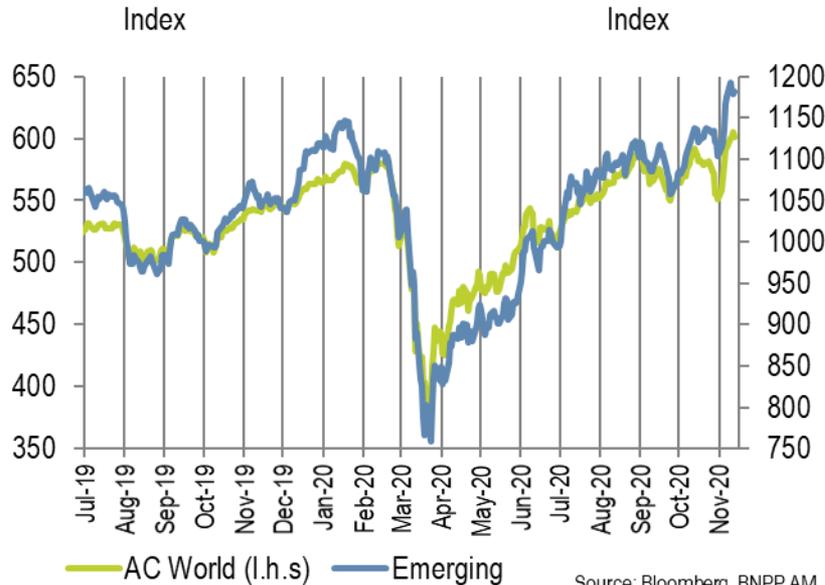
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

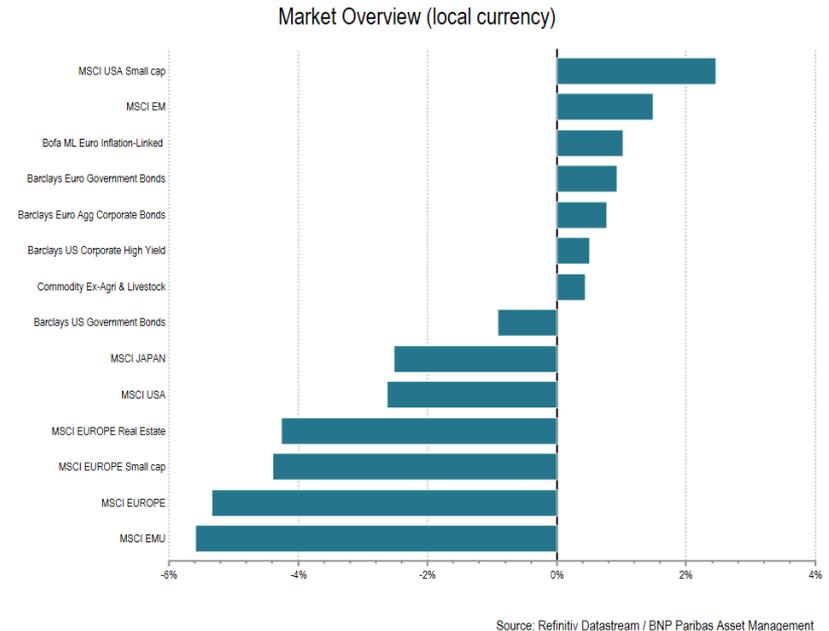
Seconde vague, élections et vaccin

Une impression de déjà-vu en octobre ; de l'inédit en novembre

MSCI indices in USD since July 2019



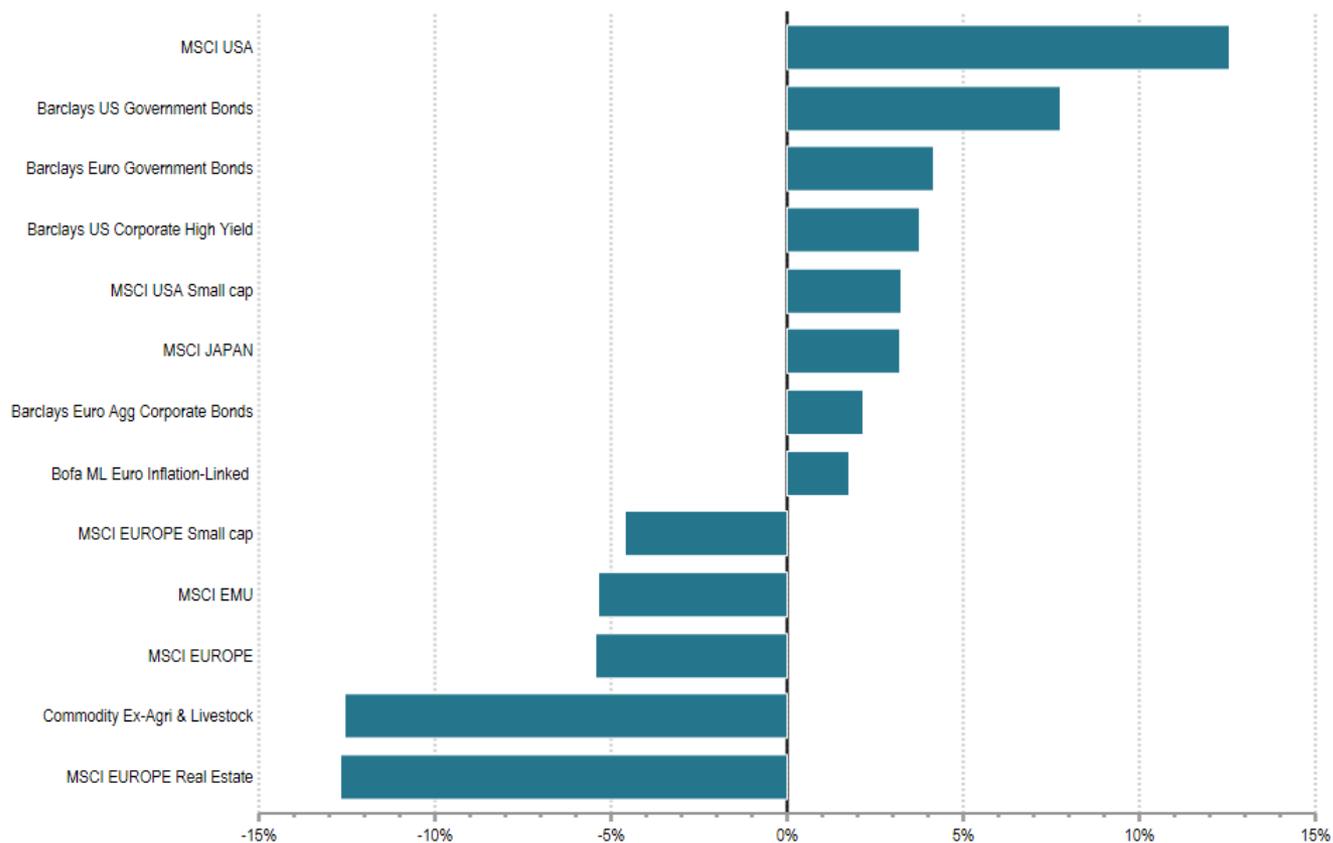
Evolutions en octobre



- Octobre a été un mois éprouvant sur le plan sanitaire et financier. Frappées par la deuxième vague de l'épidémie qui menace la croissance, les actions mondiales ont baissé pour le deuxième mois consécutif. Novembre a commencé sous le signe des élections du 3... mais pas seulement.

Performances totales depuis le début de l'année (au 12/11/2020)

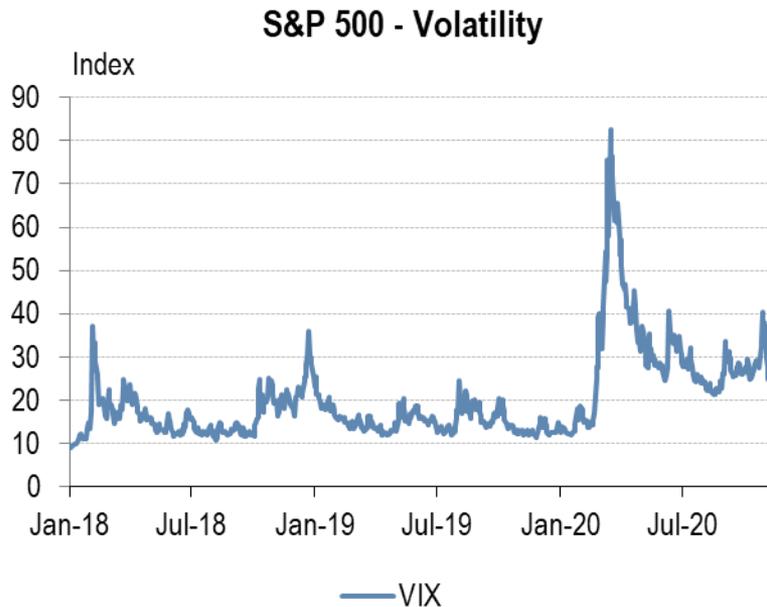
Market Overview (local currency)



Source: Refinitiv Datastream / BNP Paribas Asset Management

Pas de « panique sanitaire » sur les actions

La volatilité dans un intervalle large depuis l'été



Source: Reuters, BNPP AM

Le S&P 500 proche de son plus haut du 2 septembre

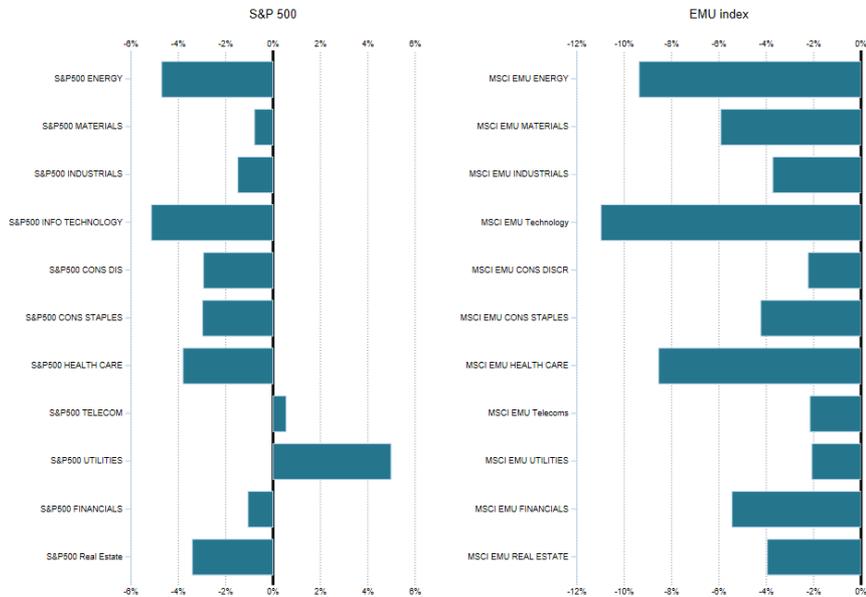


Source: Bloomberg, Reuters, BNPP AM

- Le fort recul des actions enregistré lors de la dernière semaine d'octobre (-5,3 % entre le 23 et le 30 pour l'indice MSCI AC World) a laissé une impression de déjà-vu. Rappelons qu'en février et en mars, elles avaient plongé de 8,2 % et 13,7 % sous l'effet de la propagation de la pandémie et de la mise à l'arrêt de l'économie mondiale.

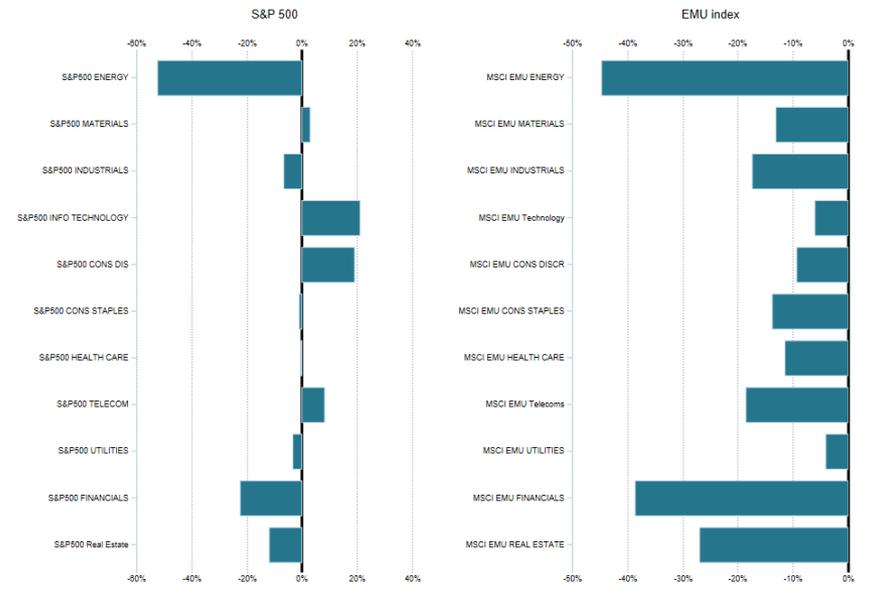
Performances sectorielles au 30/10/2020

Depuis fin septembre 2020



Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas Asset Management

Depuis fin décembre 2019



Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas Asset Management

- En octobre, les performances sectorielles ont été assez dissemblables selon les grands marchés, et semblent plutôt refléter des ajustements après les variations des mois précédents. Au niveau mondial, les éléments les plus notables sont une baisse marquée de l'énergie et de la santé, la progression des services aux collectivités et des banques, et la relative résistance de la consommation cyclique.

Résumé en 2 dessins

Il va falloir en parler



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

Espoirs de nouvelles mesures de relance



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

- Au fil des semaines, à la vue de **sondages** prédisant l'élection de Joe Biden avec un écart important et stable, les investisseurs se sont mis à imaginer qu'une nette victoire démocrate serait synonyme de large relance budgétaire dès l'entrée en fonction du nouveau Président. Sans vague bleue, cette hypothèse doit-elle être totalement abandonnée ?

Parlons-en (situation au 11/11/2020)

La vague bleue n'a pas déferlé : Joe Biden à la Maison blanche avec un Congrès divisé

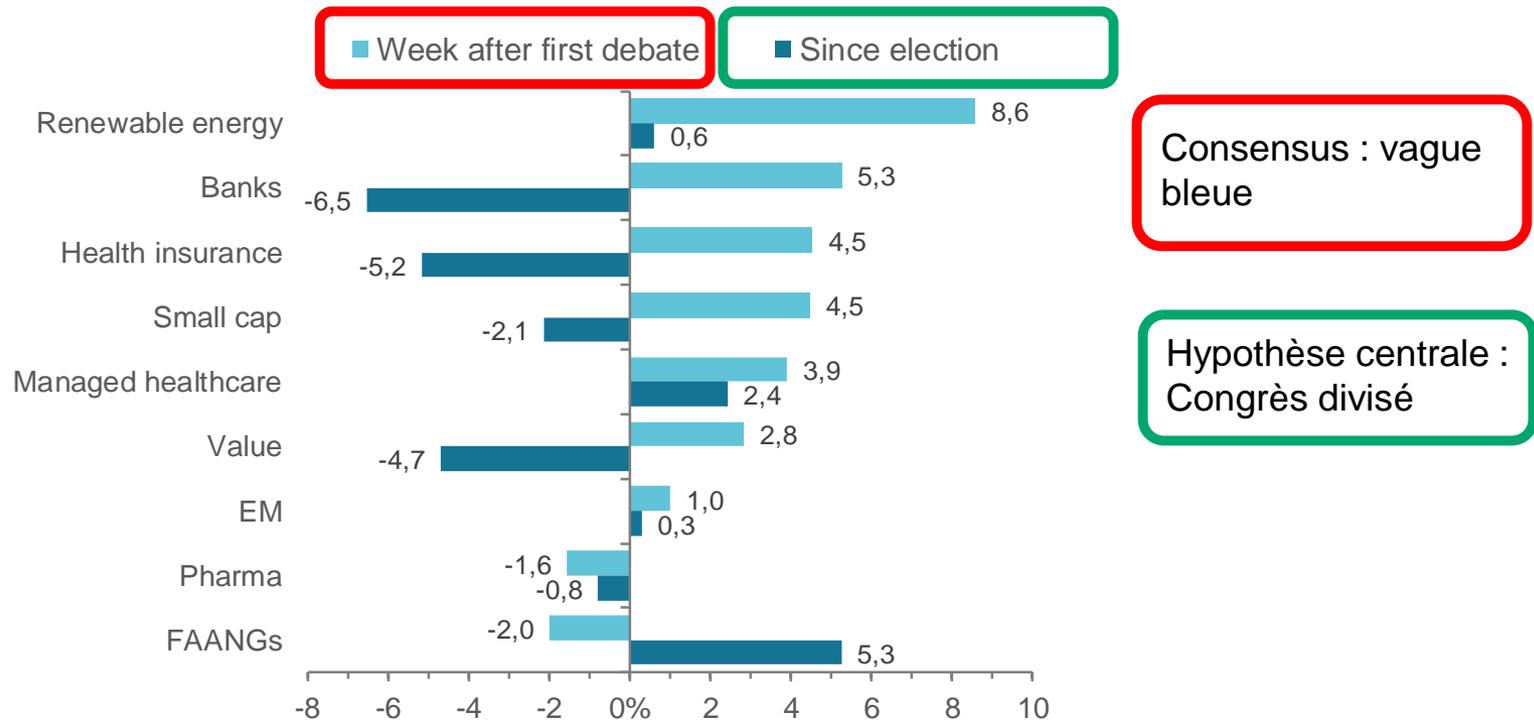
- Plusieurs jours après le scrutin du 3 novembre, Joe Biden a pu revendiquer une victoire que l'équipe du Président sortant devrait avoir du mal à contester.
- Il sera très difficile pour le Parti démocrate de prendre la majorité au Sénat. Deux sièges ne seront attribués qu'en janvier, à l'issue d'un second tour en Géorgie.
- Les deux premières années d'un mandat Biden risquent donc de se passer dans une configuration généralement peu favorable à l'adoption de lois importantes.
- En outre, la possibilité laissée au Président de gouverner par décret est limitée par l'équilibre des forces à la Cour Suprême qui ne pencherait sans doute pas en sa faveur en cas de recours.
- Pour autant, un **nouveau plan de relance budgétaire devrait être adopté**. Même un peu moins important que la proposition démocrate (2 200 milliards de dollars), il devrait malgré tout être significatif. La hausse de l'impôt sur les sociétés devrait être abandonnée tout comme la plupart des velléités de réglementation des grandes sociétés du secteur technologique.
- L'attitude de Donald Trump, qui n'a toujours pas reconnu sa défaite (au 11/11), reste susceptible d'entraîner de légères perturbations à très court terme. La nette avance de Joe Biden en nombre de grands électeurs, les écarts importants de voix dans les Etats clés, et l'absence manifeste de preuves de fraude rendent peu probable un long combat juridique.

Les marchés s'adaptent à l'évolution de la situation

Un nouveau plan de relance, pas de hausse d'impôts ni de durcissement des réglementations

Performances relatives par rapport au S&P 500

Sauf pour l'indice MSCI Emerging (relative au MSCI World)



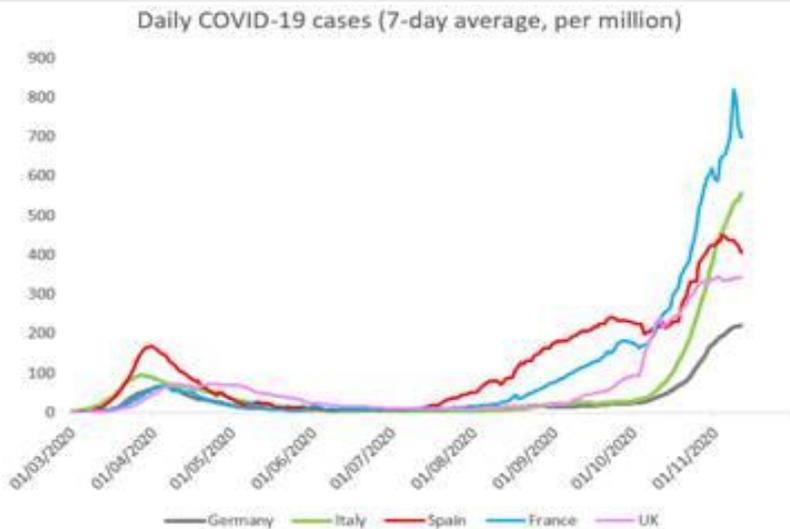
Espoirs vaccinaux

Le 9 novembre : une date historique ?

- Un grand laboratoire américain a annoncé que le candidat-vaccin, qu'il développe avec une start-up allemande et qui est dans sa troisième phase d'essai clinique, est efficace à 90 %.
- Les bourses se sont envolées et les taux longs tendus en réaction :
 - Le rendement du T-note à 10 ans, qui était repassé au-dessus de 0,80 % vendredi après de solides créations d'emploi, a terminé la séance de lundi à plus de 0,90 %, au plus haut depuis la mi-mars.
 - Le taux à 10 ans allemand s'est tendu pour repasser au-dessus du niveau du taux de dépôt de la BCE (-0,50 %).
- De nombreuses questions restent bien sûr en suspens :
 - efficacité du vaccin sur de plus grands échantillons,
 - innocuité du produit,
 - autorisation de mise sur le marché,
 - modalités de production à grande échelle et de distribution,
 - niveau d'acceptation des populations
- Les semaines et les mois qui viennent seront probablement marqués par des déceptions et de nouveaux espoirs selon les progrès enregistrés par les laboratoires.
- Les réactions observées sur les marchés nous semblent toutefois significatives de ce qui va compter pour les investisseurs dans les prochains mois : l'évolution de l'épidémie d'une part, la conjoncture économique d'autre part.

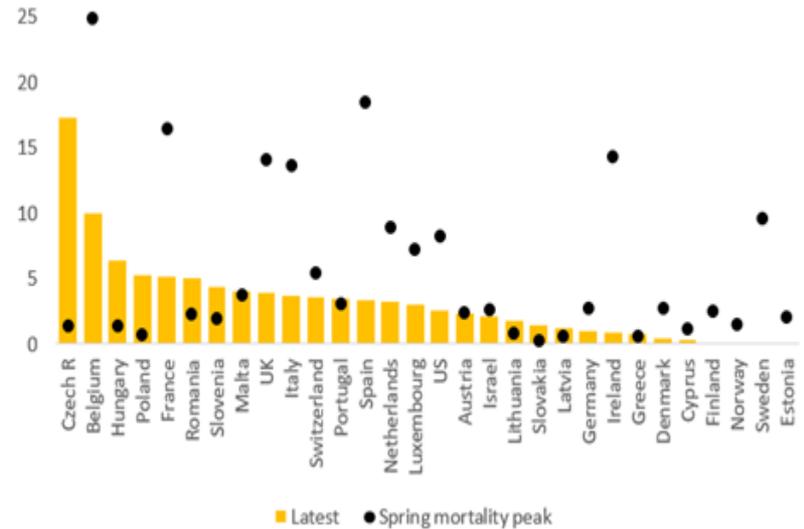
Pandémie de Covid-19 : seconde vague

Nombre de nouveaux cas quotidiens/million
(moyenne mobile sur 7 jours)



Source: ECDC (*) as of 11/11/2020

Nombre de décès comparés au pic



Source: ECDC (*) as of 03/11/2020

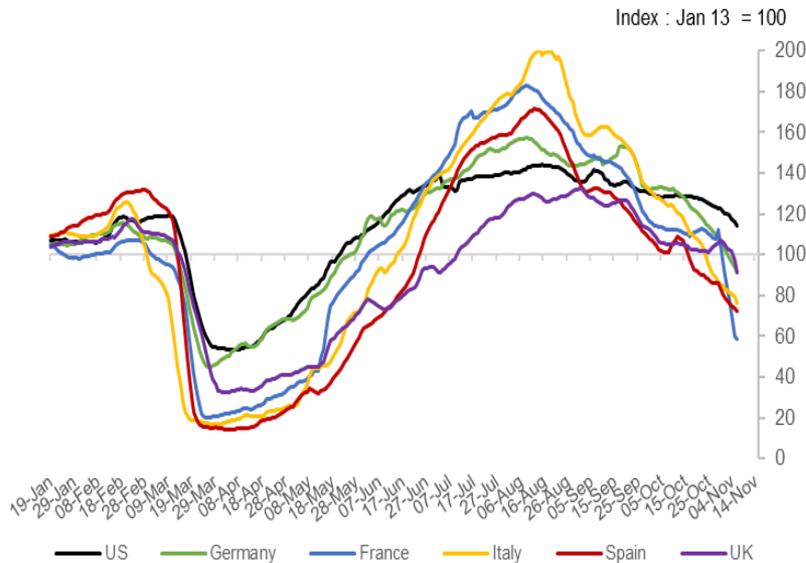
- Les signes d'une reprise de l'épidémie (hausse des contaminations, des hospitalisations, et des admissions dans les services de réanimation) se sont multipliés au cours de l'été et la situation s'est fortement dégradée ces dernières semaines.

(*) European Centre for Disease Prevention and Control

Des effets sur la mobilité sociale...

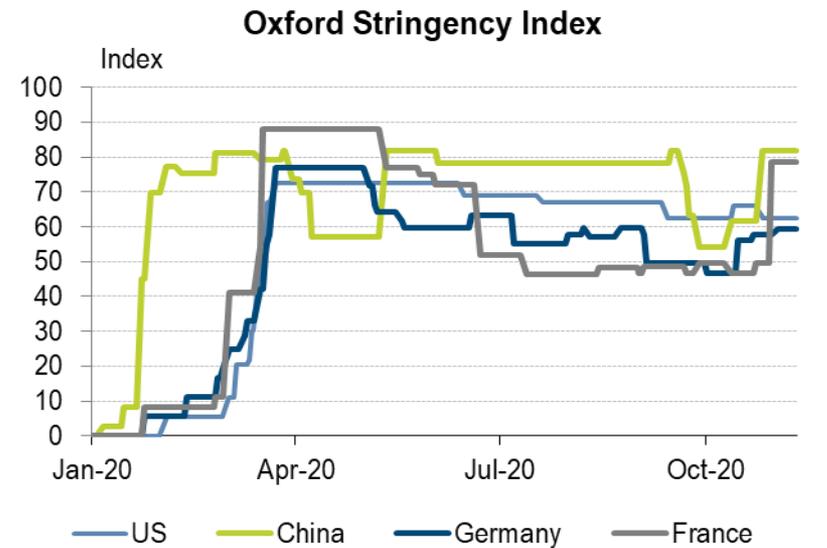
... et des conséquences économiques

Apple Mobility Trend Driving



Source: Apple mobility trend as of 09/11/2020

Indice de restrictions



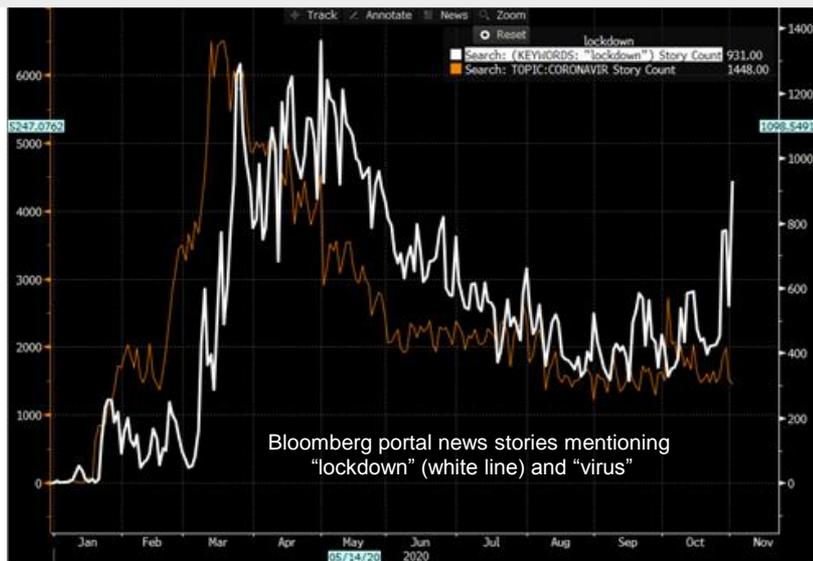
Source: Datastream, BNPP AM

Source: Oxford Stringency Index as of 10/11/2020

- Malgré un premier durcissement des restrictions aux interactions sociales avec l'introduction de couvre-feu, le nombre de contaminations et d'hospitalisations de malades Covid-19 a continué à augmenter, contraignant plusieurs gouvernements à remettre à l'ordre du jour le confinement. Le comportement des consommateurs est la variable clé à court terme.

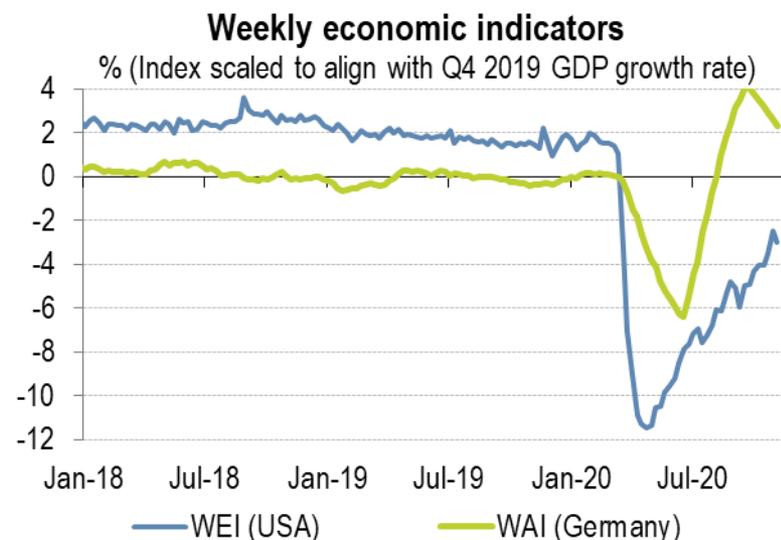
“Confinement” nouveau mot-clé

Une préoccupation des marchés financiers



Source: Bloomberg as of 03/11/2020

Déjà des effets sur l'activité ?



Source: Fed of New York, Bundesbank, BNPP AM

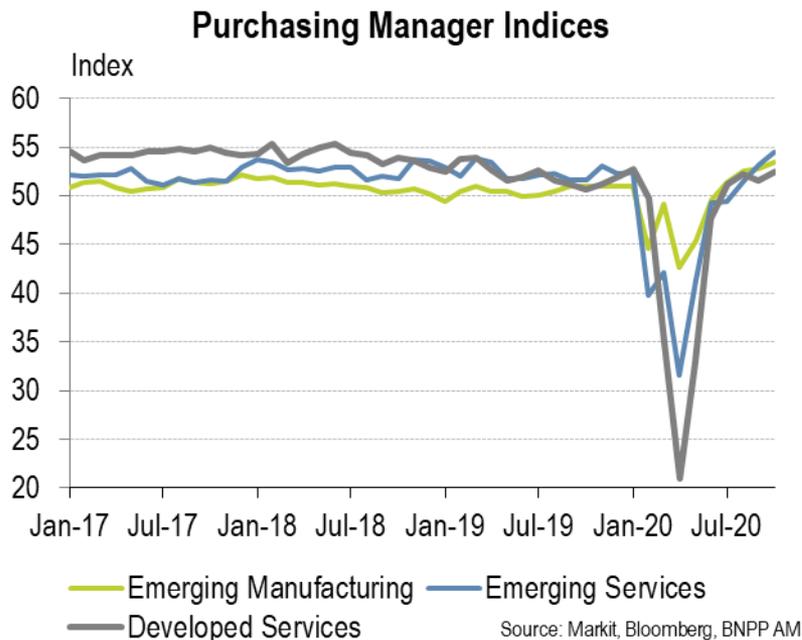
- Les mesures de confinement sont pour l'instant moins strictes et devraient être plus courtes qu'au printemps, peut-être pour faciliter leur acceptation par des populations déjà éprouvées. Elles représentent néanmoins un risque baissier sur la croissance. A contrario, d'autres bonnes nouvelles sur un vaccin constitueraient un risque haussier.

Quelques pistes de réflexion

- **Epidémie Vs. Confinement**
 - L'importante baisse des actions mondiales au cours de la dernière semaine d'octobre résulte de la situation sanitaire.
 - Elle paraît désormais évaluée par les investisseurs davantage sous le prisme des restrictions aux déplacements, aux rassemblements et à l'activité économique que du point de vue de la contagion et de propagation de l'épidémie.
 - Les commentaires de plusieurs gouvernements en Europe laissent envisager des mesures de confinement moins drastiques.
- **Un effet moins négatif sur l'activité qu'au printemps mais...**
 - Fortes divergences entre les grandes économies et entre les secteurs.
 - Contraction prévisible du PIB de la zone euro au 4^e trimestre. La dynamique américaine va-t-elle se maintenir ?
 - Les cicatrices sont profondes : comment va évoluer l'emploi dans les prochains mois ?
- **Des politiques économiques de soutien fermement en place**
 - Les gouvernements ont réaffirmé que les aides nécessaires allaient être reconduites voire augmentées.
 - Les banques centrales disent sur tous les tons que leurs politiques monétaires vont rester accommodantes pendant plusieurs années voire être assouplies davantage.
- **Volatilité à court terme, facteurs de soutien à moyen terme**
 - **Le scénario de moyen terme n'a pas fondamentalement changé. Il présente plusieurs éléments favorables aux actifs risqués :**
 - Révisions à la hausse des perspectives bénéficiaires dressées par les analystes financiers
 - Taux réels très bas pour longtemps qui soutiennent les valorisations relatives des actions
 - Positionnement des investisseurs encore assez prudent, ce qui reste de nature à limiter la baisse
 - **L'exemple asiatique, et singulièrement chinois, où l'épidémie paraît maîtrisée et où la reprise économique s'affirme en passant de l'activité manufacturière au secteur des services, est encourageant.**
 - Les progrès de la recherche médicale devraient devenir plus tangibles au fil des mois et soutenir la confiance des agents économiques, qui reste cruciale pour une reprise pérenne et à même se diffuser à tous les secteurs d'activité.
 - Les investisseurs risquent malgré tout de rester fébriles dans l'immédiat et de réagir par la prudence à toute information laissant entrevoir un durcissement, une prolongation ou une généralisation des mesures de confinement.

Le rebond manufacturier se confirme

Les indices PMI soutenus par les zones émergentes



Les émergents profitent de la reprise chinoise

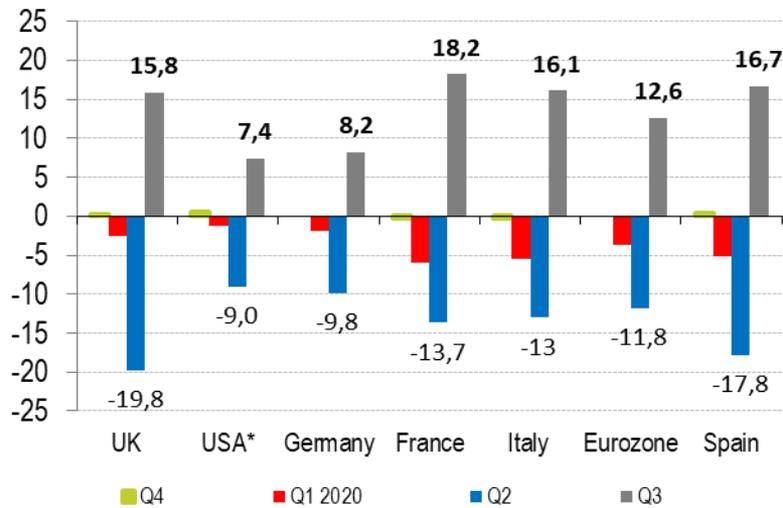


- Les enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI) en octobre ont confirmé le rebond de l'activité manufacturière mondiale. L'indice correspondant a retrouvé son plus haut niveau depuis 29 mois. Le rebond de la production industrielle est moins spectaculaire que celui des enquêtes. L'amélioration de l'activité dans les services pour les économies émergentes est rendue possible par le contrôle de l'épidémie en Asie.

Faut-il s'inquiéter après le rebond du 3^e trimestre ?

Rebond plus fort qu'attendu...

GDP q/q in %

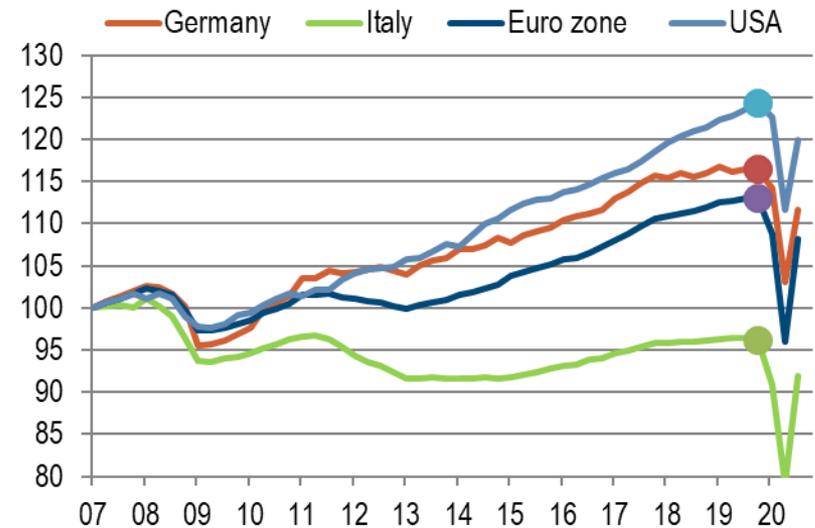


* not annualised

Source: Eurostat, National sources, Reuters, BNPP AM

... mais l'activité est encore loin du niveau pré-pandémique

Real GDP (Index 100 = Q1 2007)

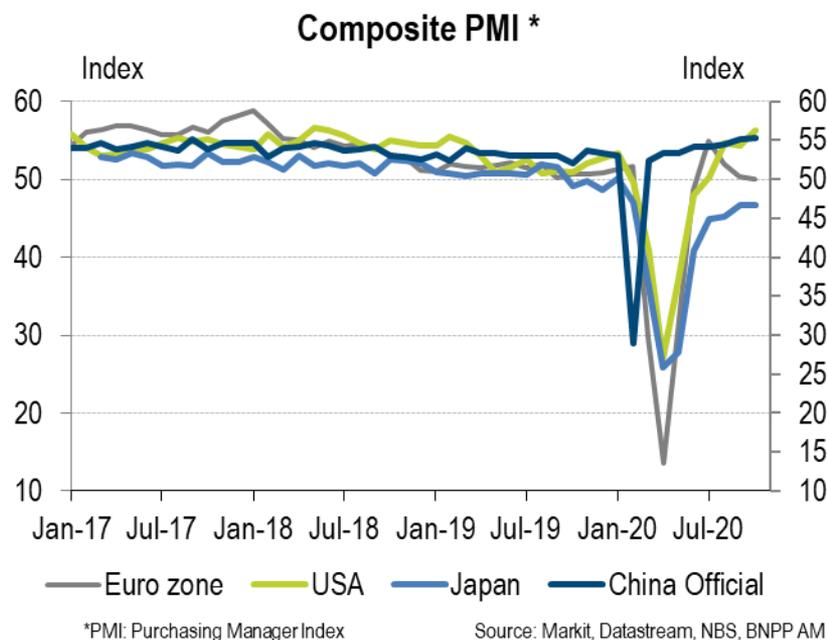


Source: Datastream, BNPP AM

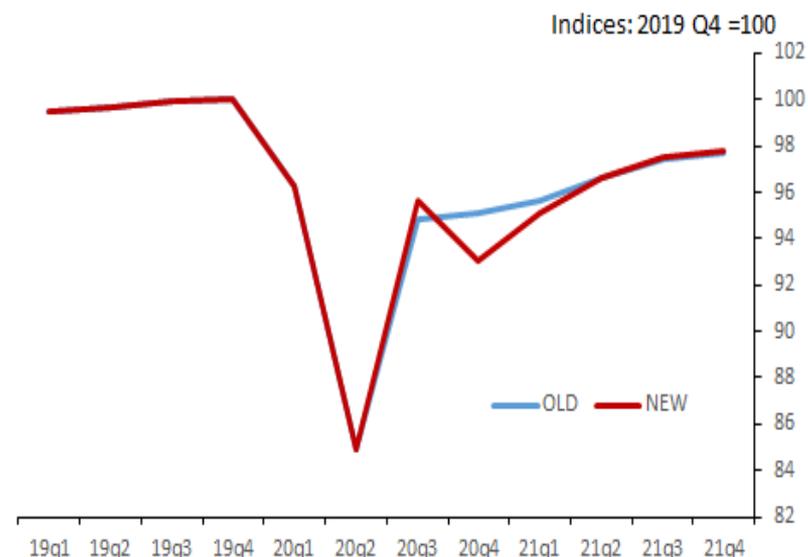
- La première estimation de la croissance du PIB des grandes économies au 3^e trimestre a nettement surpris à la hausse. Soulignons que le consensus était très bas, en particulier dans la zone euro où la contraction au 2^e trimestre avait été très marquée. Après ce rebond, le niveau d'activité reste inférieur à celui qui prévalait au 4^e trimestre 2019 (-4,3 % dans la zone euro ; -3,5% aux Etats-Unis).

Difficultés à court terme pour la zone euro

Enquêtes PMI : mauvais résultats pour la zone euro



Ajustements de nos prévisions : contraction du PIB de la zone euro au 4^e trimestre



Source: Macro Research, BNPP AM as of 02/11/2020

- Les résultats de l'enquête auprès des directeurs d'achats (PMI) ont confirmé le ralentissement constaté en septembre dans la zone euro. En octobre, l'indice PMI composite (manufacturier et services) s'est replié de 50,4 à 50, seuil d'équilibre entre expansion et contraction de l'activité. L'indice des services est désormais nettement inférieur à 50 (46,9 en octobre, au plus bas depuis mai).

Croissance mondiale : fortes incertitudes

Le FMI a remonté ses prévisions de croissance

IMF: Upward revision compared to June projections
GDP growth in 2020 in %



Real GDP* growth (y/y % change)

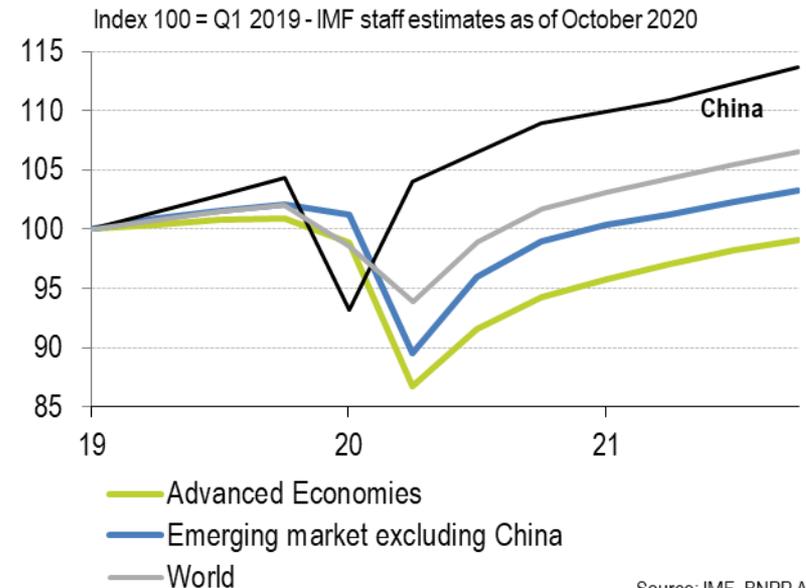
	2019	2020 (f)	2021 (f)
World	2,8	-4,4	5,2
Advanced Economies	1,7	-5,8	3,9
United States	2,2	-4,3	3,1
Japan	0,7	-5,3	2,3
Euro zone	1,3	-8,3	5,2
United Kingdom	1,5	-9,8	5,9
Emerging Economies	3,7	-3,3	6,0
Brazil	1,1	-5,8	2,8
China	6,1	1,9	8,2
India (FY)	4,2	-10,3	8,8
Russia	1,3	-4,1	2,8

*GDP: Gross Domestic Product

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

La récession reste profonde

Quarterly world GDP



Source: IMF, BNPP AM

- Dans les Perspectives de l'économie mondiale publiées en octobre, le FMI indique que « malgré la bonne surprise du redressement rapide de la Chine, la longue ascension de l'économie mondiale vers des niveaux d'activité comparables à ceux d'avant la pandémie demeure exposée à des revers ». Le Fonds mentionne explicitement la reprise de l'épidémie.

Dynamique favorable pour l'économie chinoise

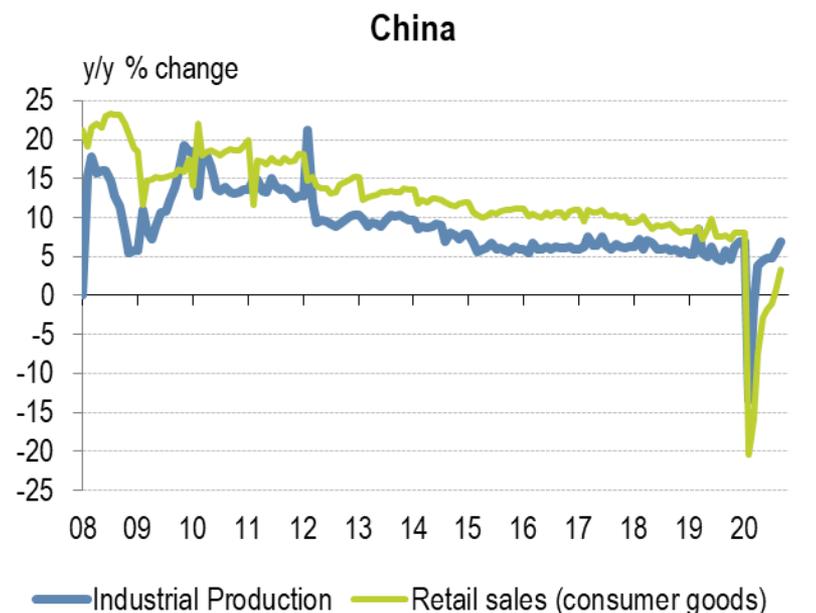
La Chine a renoué avec la croissance au 2^e trimestre

Le PIB poursuit sa hausse au 3^e trimestre



Source: Bloomberg, BNPP AM

La consommation se redresse

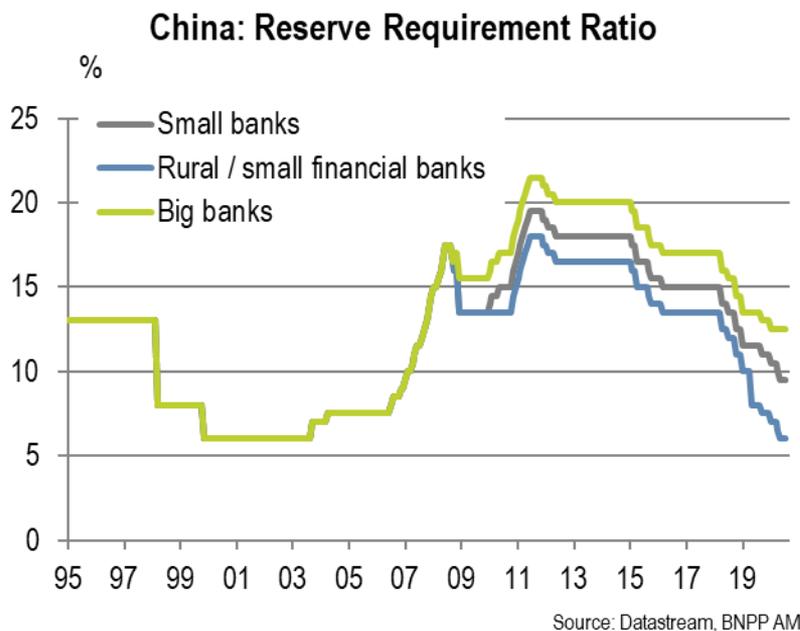


Source: Datastream, BNPP AM

- Le glissement annuel du PIB est ressorti à 4,9 % au 3^e trimestre (après 3,2 % au 2^e). En octobre, l'indice PMI du secteur manufacturier est au plus haut depuis janvier 2011. Les données objectives pour septembre ont nettement dépassé les attentes. Le rebond des ventes au détail se poursuit (3,3 % en glissement annuel après 0,5 % en août) et la production industrielle ressort désormais à +6,9 % (après +5,6 %).

Un soutien supplémentaire ?

Il faudrait de mauvaises surprises sur la croissance



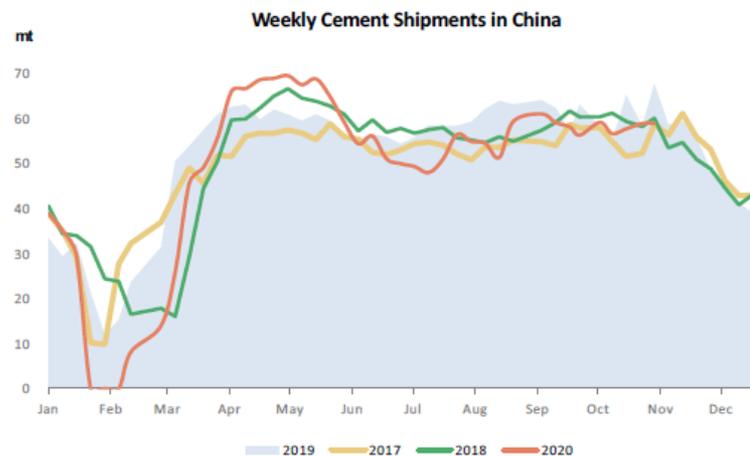
Credit impulse measures the evolution of the flow of new credit calculated as % of GDP

- Alors que l'inflation est maîtrisée, des déceptions sur la croissance donneraient lieu à une action de la banque centrale (PBoC) qui dispose toujours d'importantes marges de manœuvre. En effet, la reprise de l'activité en Chine s'est faite, jusqu'à présent, avec des mesures d'une ampleur bien moindre qu'ailleurs.

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

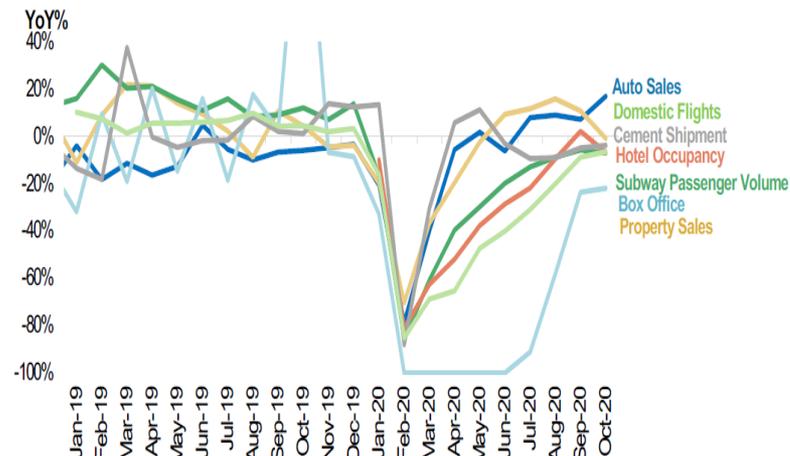
... et les comportements des agents économiques

Chine : Indicateurs de dynamisme du secteur de la construction



Source: Digital Cement, Morgan Stanley Research

Chine : Indicateurs de reprise de la demande intérieure



Source: CEC, Wind, STR, CPCA, company data, TravelSky, Morgan Stanley Research

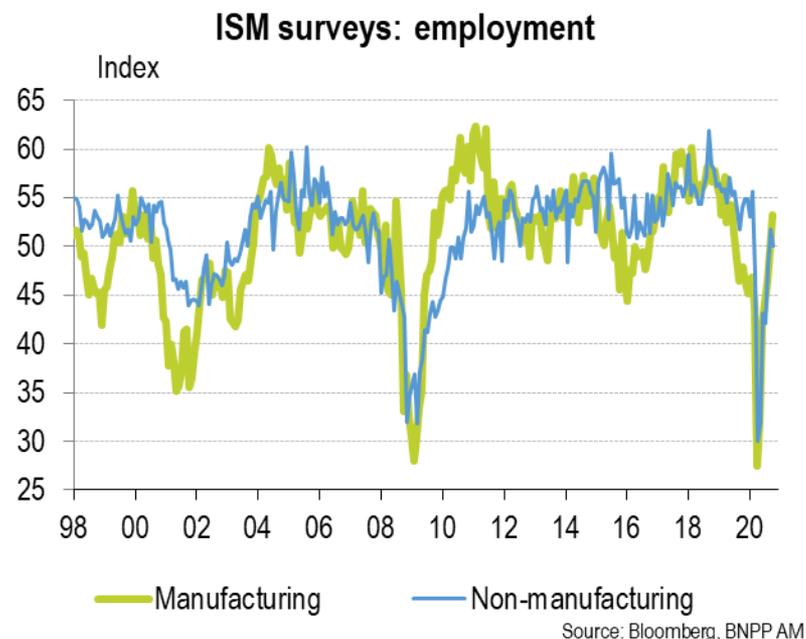
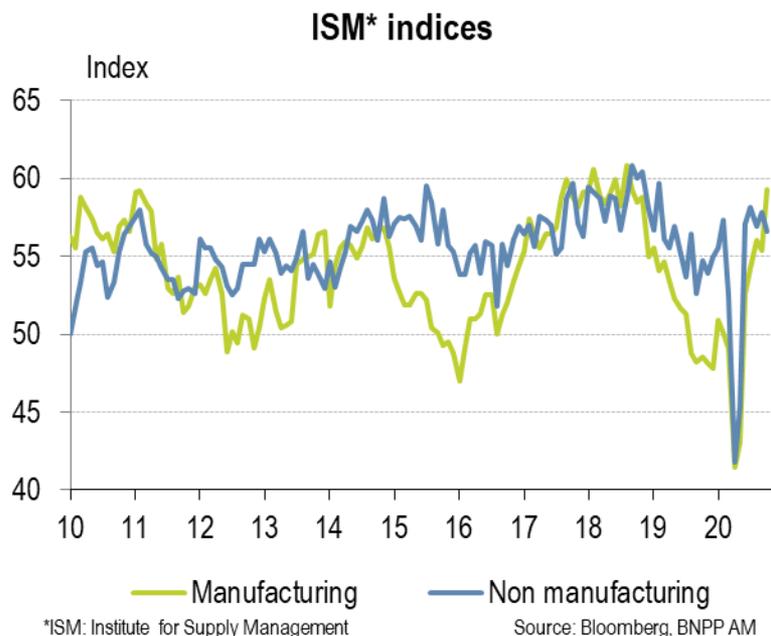
Source: Morgan Stanley as of 06/11/2020

Source: Morgan Stanley as of 06/11/2020

- Les premières informations sur le comportement des consommateurs pendant la première semaine d'octobre durant les célébrations de la Fête nationale sont encourageantes. L'activité dans les services s'améliore régulièrement.

Etats-Unis : activité manufacturière solide

Surveiller le secteur des services

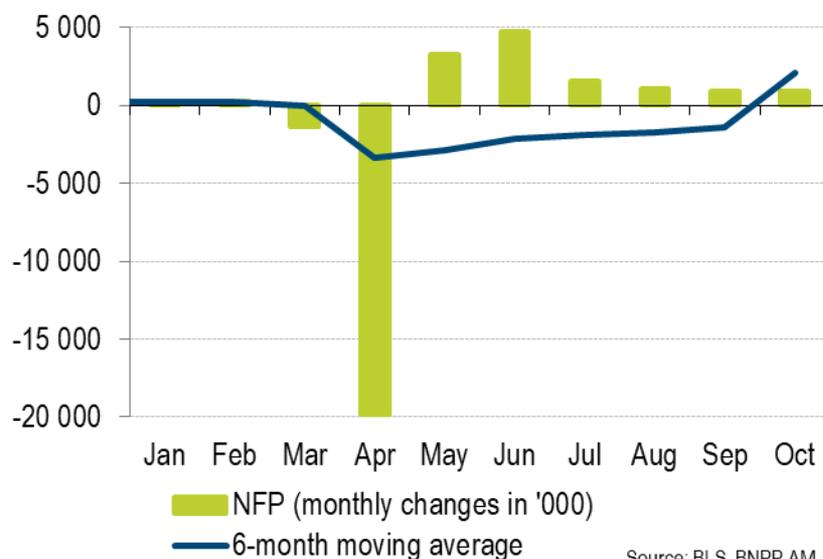


- En octobre, l'indice ISM manufacturier a retrouvé son plus haut niveau depuis septembre 2018 après une hausse de plus de 3 points. L'indice pour les services s'est replié à son plus bas depuis mai mais reste largement supérieur à 50 (56,6). La progression des commandes à l'exportation est un élément positif.

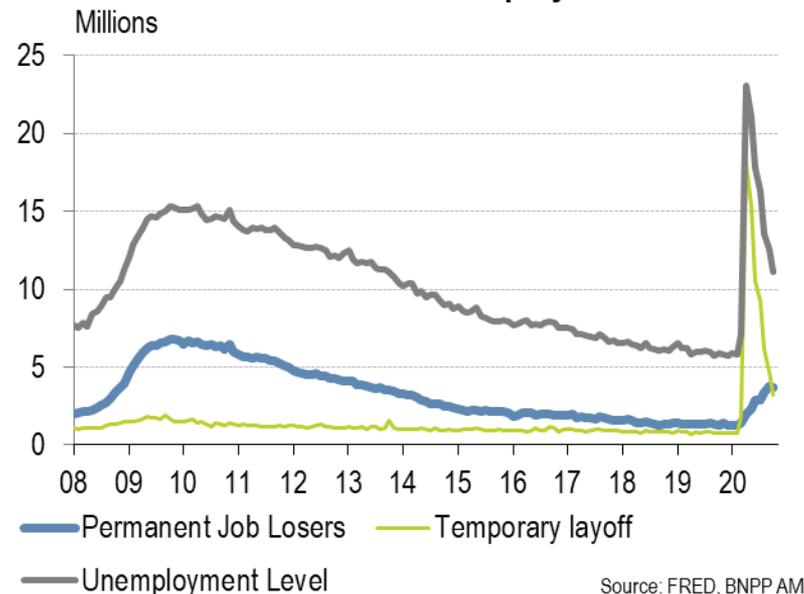
Etats-Unis : de solides créations d'emploi mais...

... le marché du travail n'est pas revenu à la normale

USA: Private non farm payrolls in 2020 (in '000)



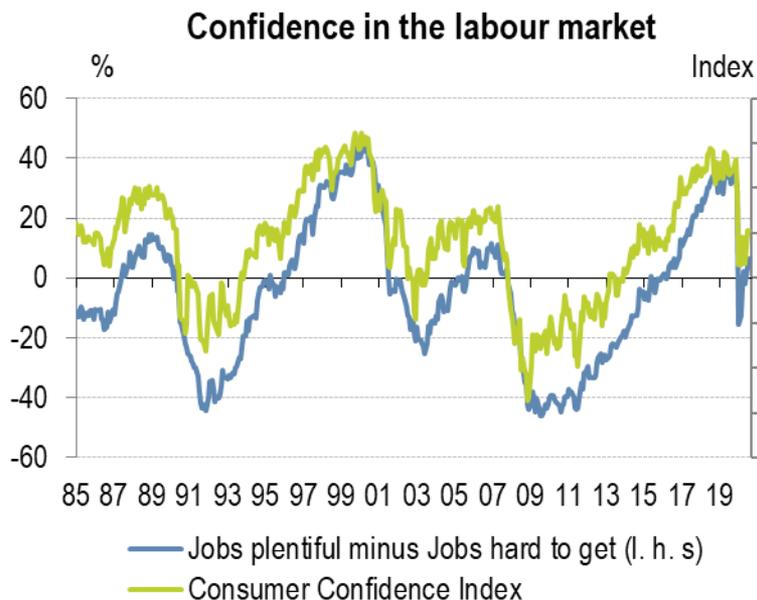
USA: Reason for unemployment



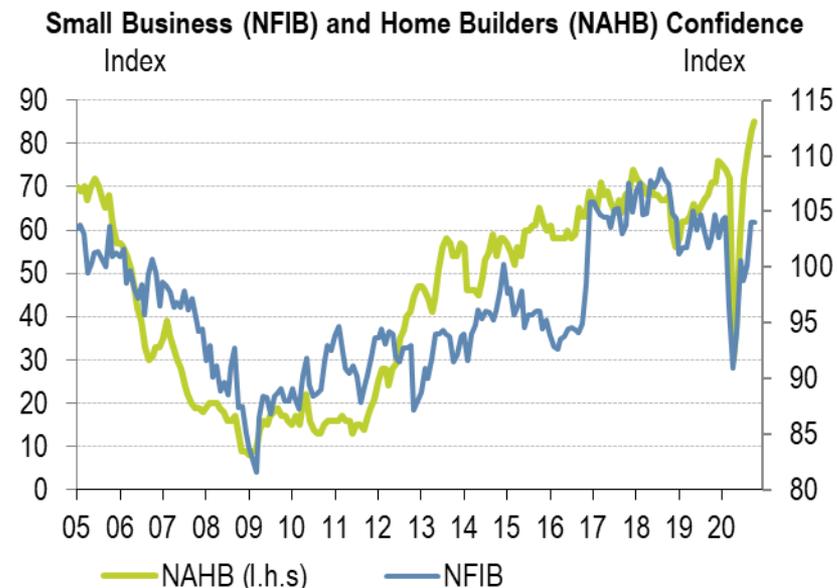
- Alors que 22 millions d'emplois ont été détruits en mars et avril (en cumul), 12 ont été créés au cours des six mois qui ont suivi. Le taux de chômage a baissé de 7,9 % à 6,9 % contre 3,5 % avant la pandémie. Le nombre de personnes déclarant qu'elles ont perdu leur emploi de façon permanente s'est stabilisé mais reste à un niveau élevé. Le nombre de personnes au chômage depuis plus de six mois est passé de 1,5 million en juillet à 3,6 millions en octobre.

Etats-Unis : les ménages ne paniquent pas

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



Source: Bloomberg, BNPP AM

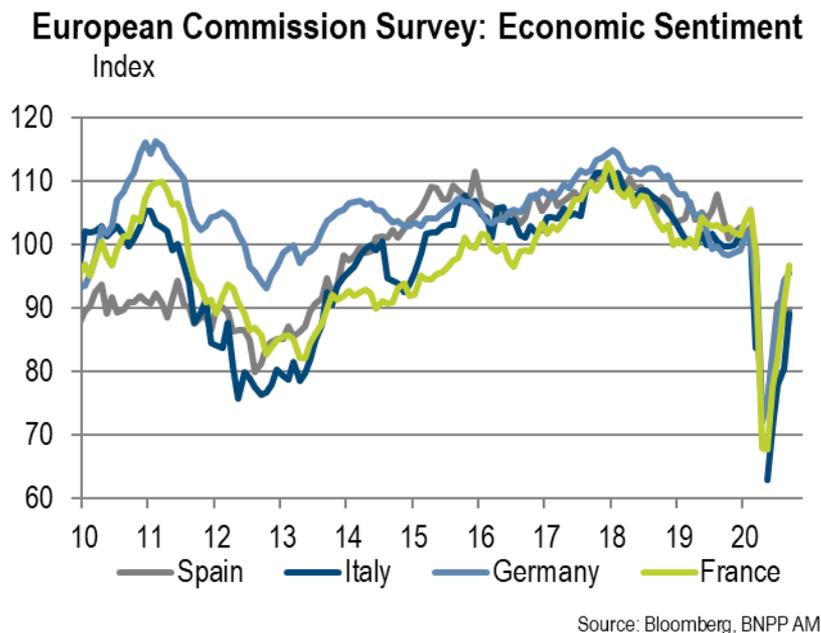


Source: Bloomberg, BNPP AM

- Les indices de confiance des consommateurs n'ont pas retrouvé les points bas de la précédente récession et sont remontés en septembre. Les deux principales enquêtes (Conference Board ; Université du Michigan) envoient des signaux contradictoires pour octobre. L'assurance de taux bas pour longtemps soutient le marché de l'immobilier. Malgré des difficultés, la confiance revient parmi les propriétaires de petites entreprises.

Zone euro : les chefs d'entreprise un peu plus prudents

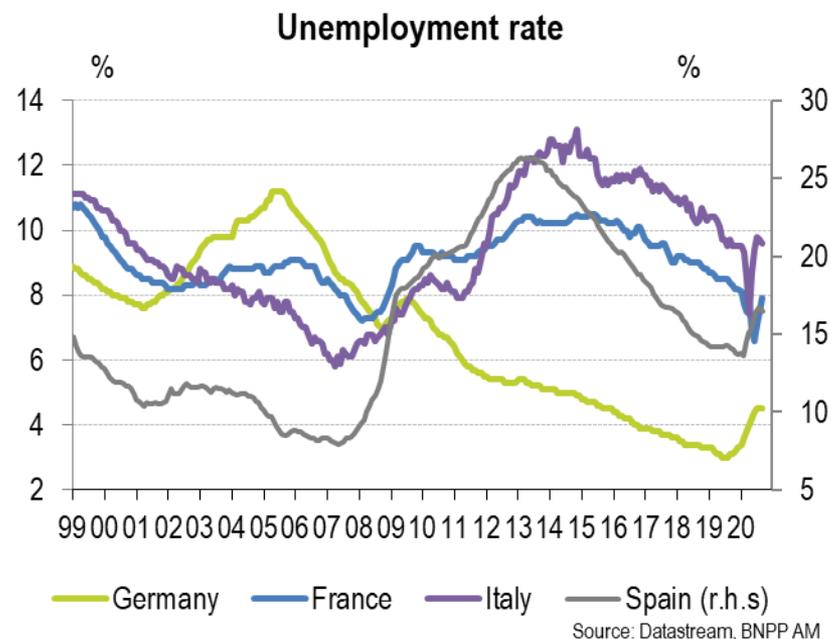
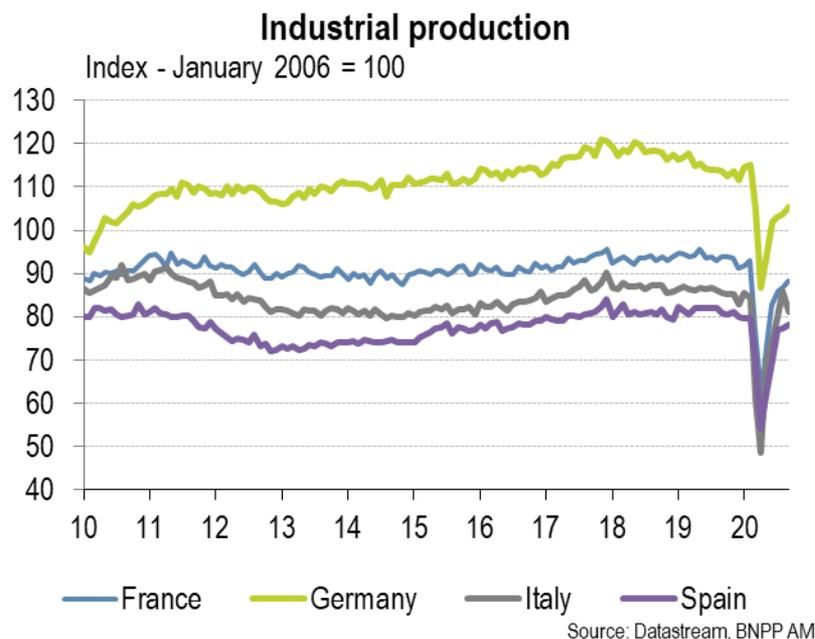
Les entreprises confiantes pour le 2^e semestre mais ...



- Selon l'INSEE, en France, les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière estiment qu'ils auront réduit leurs investissements de 14 % en valeur en 2020 par rapport à 2019. Pour 2021, ils prévoient un rebond relativement faible (+4 %) avec des situations contrastées suivant les secteurs. De nombreuses entreprises françaises (représentant près d'un tiers des salariés) sont incapables de dater le retour d'une activité normale.

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

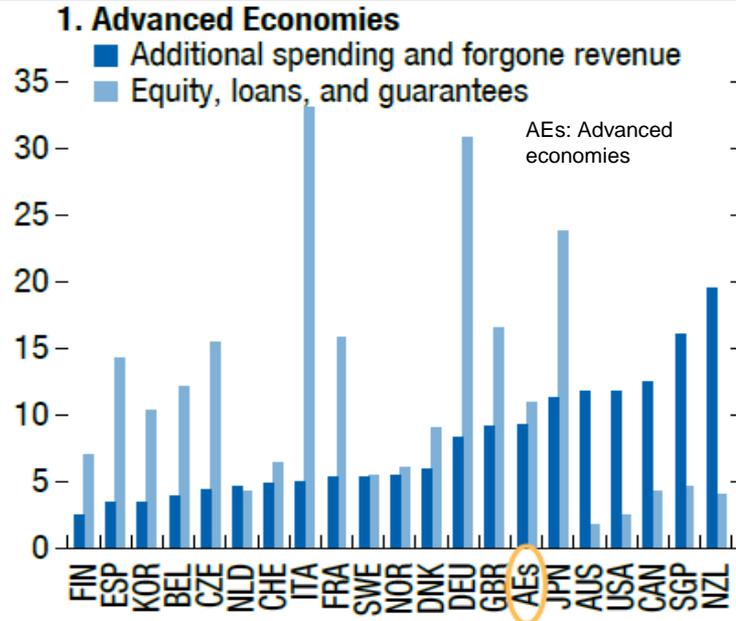
Le taux de chômage est une variable retardée



- Les données objectives commencent à montrer que le ralentissement de l'activité était déjà une réalité en septembre avec le recul de la production industrielle (-0,4 %), en particulier en Italie où elle a beaucoup plus baissé que prévu. Dans la zone euro, le volume des ventes au détail a baissé de 2,0% entre août et septembre.

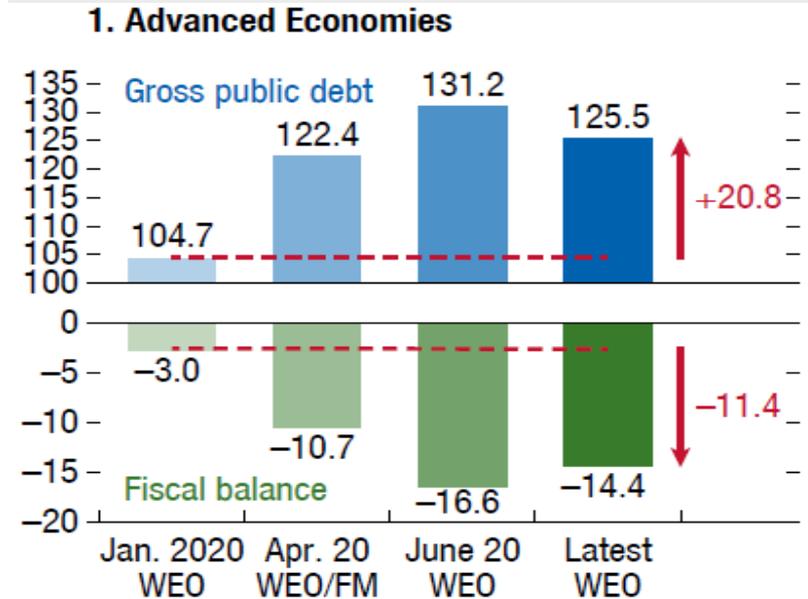
Des mesures exceptionnelles face à la pandémie

Réponses budgétaires (% du PIB)



Source: IMF Fiscal Monitor, October 2020

Dettes publiques et déficit budgétaire en 2020 (% du PIB)



Source: IMF Fiscal Monitor, October 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.

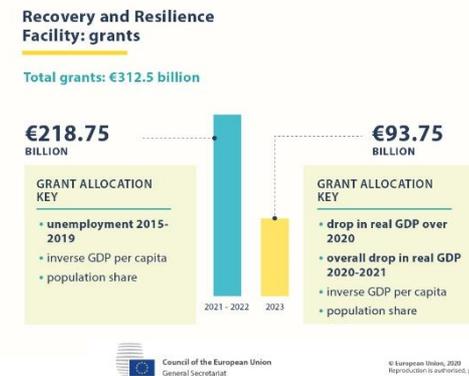
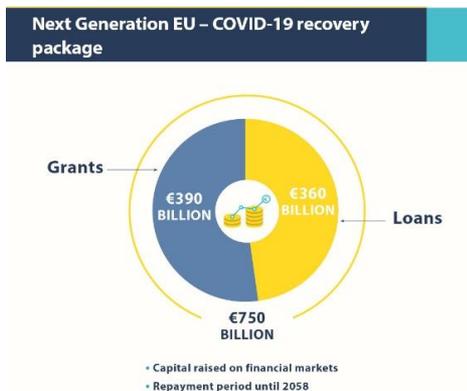
La solidarité européenne en marche

21 juillet : accord sur le plan de relance Next Generation EU

- Endettement commun et subventions versées aux pays les plus touchés par les conséquences de la pandémie
- Concessions faites aux pays « frugaux » (notamment des rabais plus importants sur leur contribution budgétaire)
- En octobre, les ministres des Finances européens ont trouvé un accord sur la « facilité pour la reprise et la résilience », ce qui permet de débiter les négociations avec le Parlement européen pour que le plan soit opérationnel début 2021.
- Jusqu'au 31 décembre, discussions sur les plans de relance nationaux avec les services de la Commission européenne

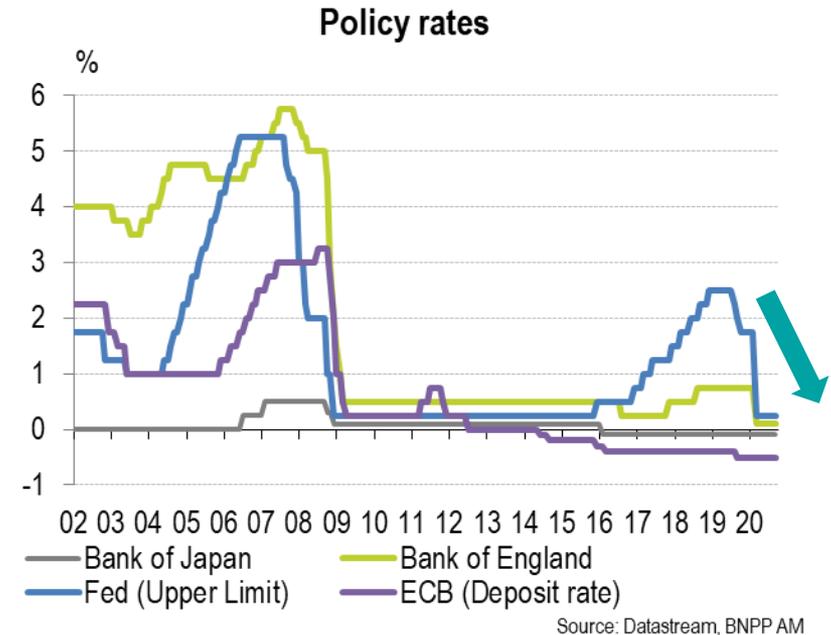
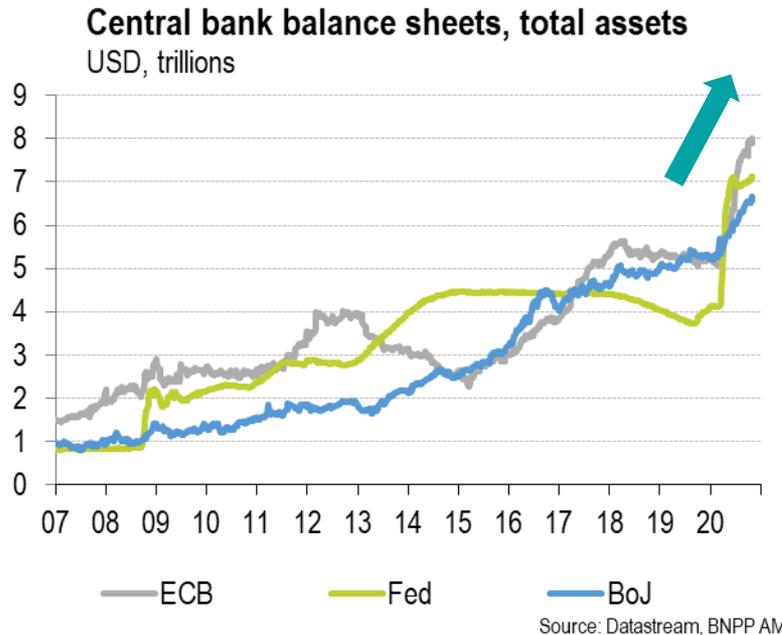
Des questions demeurent mais l'affirmation de la solidarité européenne est une décision forte

- L'UE a procédé le 20 octobre à la première émission destinée à financer le chômage partiel (programme SURE –Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency– présenté au printemps) qui a suscité un vif engouement. Alors que 17 milliards (10 milliards à 10 ans ; 7 à 20 ans) ont été proposés en syndication, la demande pour ces obligations sociales AAA a été colossale (233 milliards). Ces titres supranationaux sont éligibles aux achats de la BCE. Le 2^e tranche a rencontré un succès comparable.
- Vendredi 23, l'agence de notation S&P a relevé de « négative » à « stable » la perspective sur la note souveraine italienne, inchangée à BBB) et estime que les mesures européennes de soutien monétaire et budgétaire feront plus que compenser la dégradation des finances publiques italiennes résultant de l'épidémie.



Les politiques monétaires vont rester accommodantes

Nouveaux assouplissements en vue dans les prochains mois



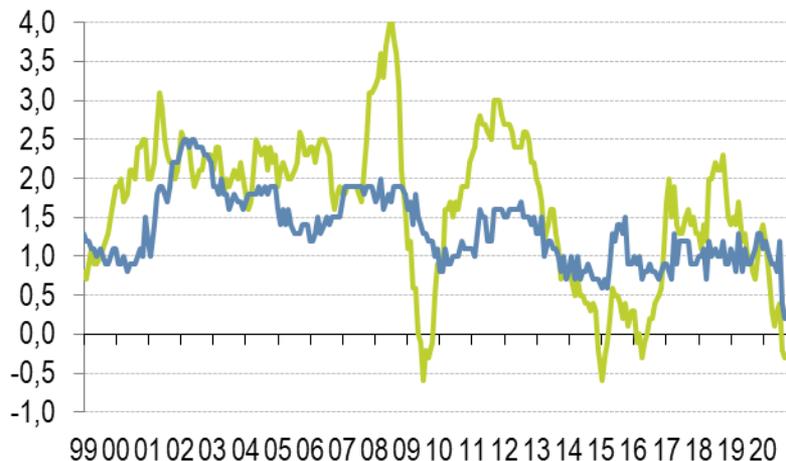
- Après l'engagement pris par la BCE fin octobre, la réunion de politique monétaire de la Banque d'Angleterre début novembre s'est conclue par une augmentation de l'enveloppe d'achats de titres. Le passage du taux directeur sous 0 % devient probable. La Fed a débattu d'éventuels changements dans ses programmes d'achats. La Banque du Japon a indiqué que des mesures supplémentaires de soutien pourront être prises « sans hésiter » si nécessaire.

BCE : « recalibrage en décembre »

La BCE s'engage sur un assouplissement supplémentaire

L'inflation sous-jacente devrait rester modérée

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

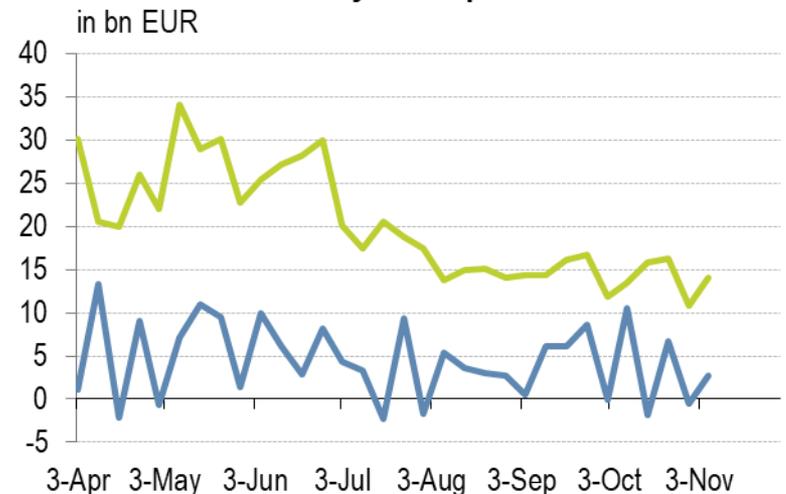


— Inflation (r. h. s) — Core Inflation (r. h. s)

Source: Bloomberg, BNPP AM

Des achats hebdomadaires de titres modérés

ECB weekly asset purchases



— PEPP — PSPP

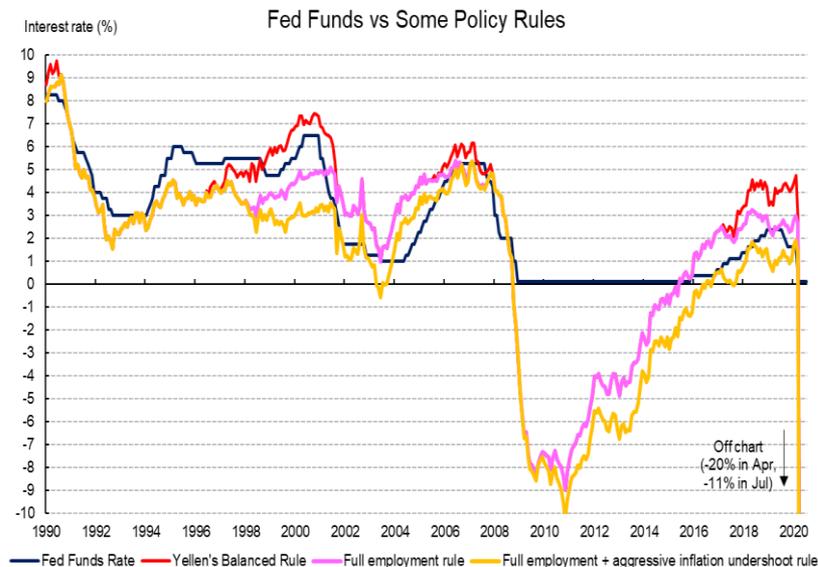
Source: Bloomberg, BNPP AM

- Fin octobre, la BCE a clairement indiqué que des assouplissements supplémentaires, portant potentiellement sur tous ses instruments (y compris le taux de dépôt), seront annoncés en décembre. L'inflation reste très faible (0,2 % en glissement annuel en septembre selon l'estimation préliminaire de l'indice sous-jacent).

Fed : un nouveau cadre depuis septembre

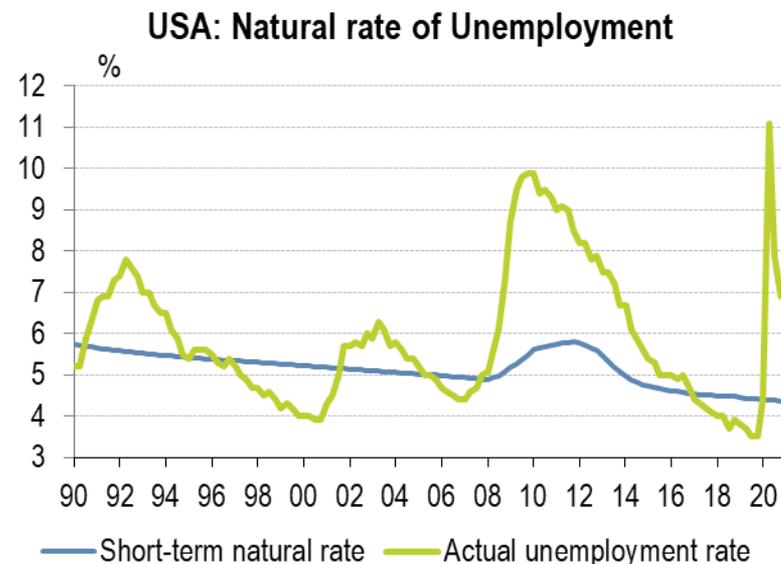
La Fed modifie sa fonction de réaction. Prudence sur la croissance

Le temps des hausses préventives est révolu



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

Doit-on se fier au taux de chômage naturel ?

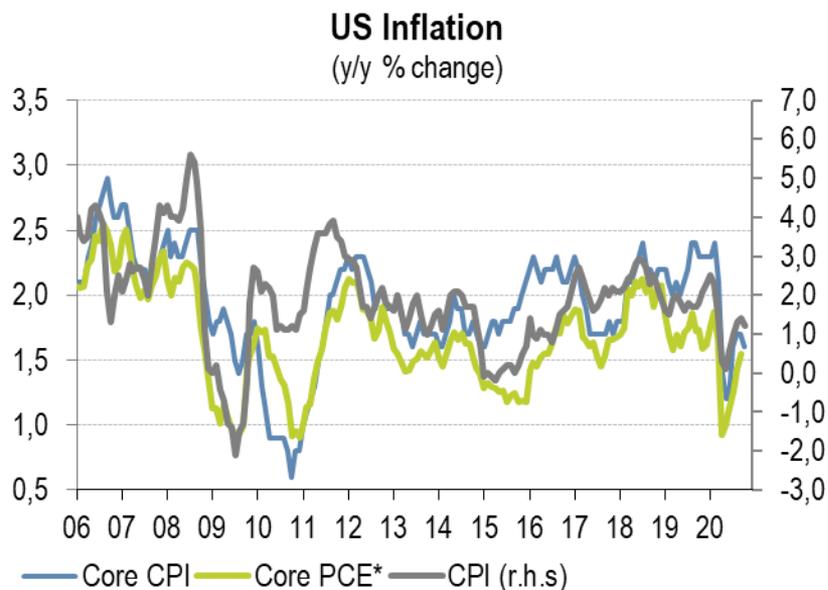


Source: FRED, BNPP AM

- Le nouveau cadre de politique monétaire permettant à la Fed de ne pas réagir aussi rapidement qu'auparavant à une remontée de l'inflation ou à une baisse marquée du taux de chômage est particulièrement important parce qu'il offre une grande visibilité aux investisseurs et aux agents économiques.

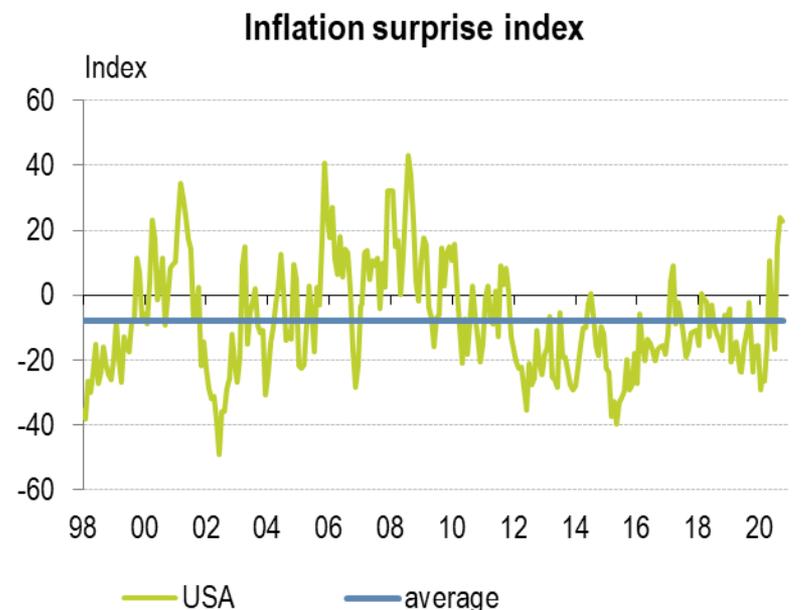
Pas de pressions inflationnistes notables

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



*PCE Personal Consumption Expenditures

Source: Bloomberg, BNPP AM



Source: Bloomberg, BNPP AM

- 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 à partir de juillet.

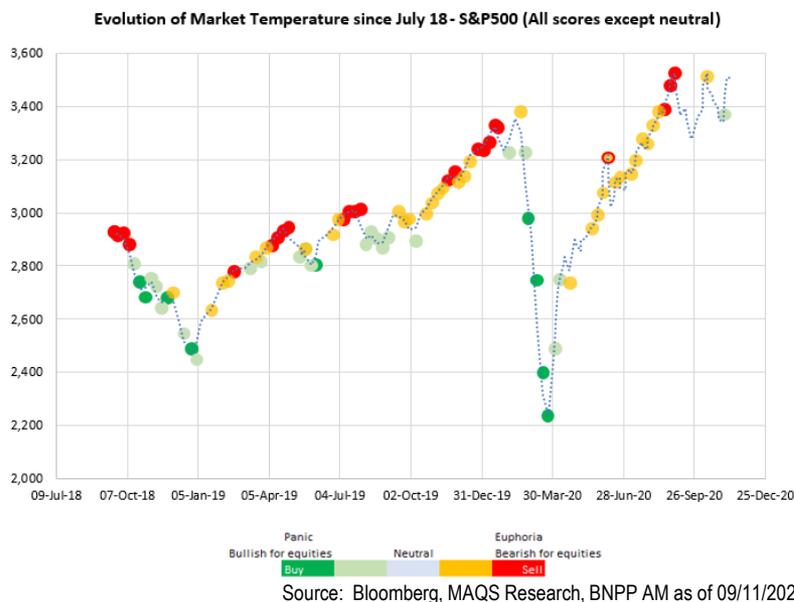


ÉLÉMENTS SUR LES CLASSES D'ACTIFS

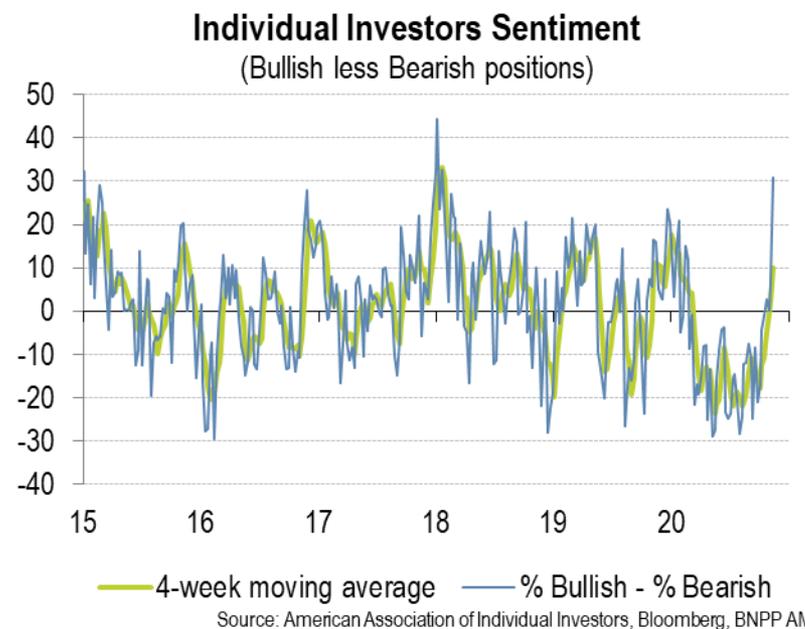
Les investisseurs se repositionnent sur les actions sans excès

Les configurations restent porteuses à moyen terme

Le signal donné par notre « température de marché » n'est pas inquiétant



La participation des investisseurs au *rally* boursier des derniers mois a été modeste



- Notre indicateur maison de suivi de la « température » des marchés a beaucoup varié depuis juin. En novembre, malgré la hausse rapide des actions, il n'envoie pas de signal de correction à court terme.

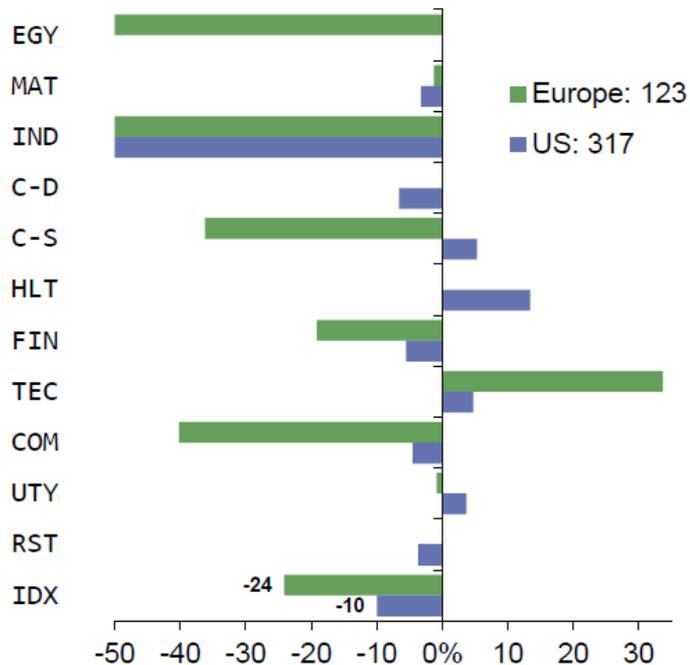
Actions: la saison des résultats se passe bien

Bénéfices en baisse...

... mais meilleurs qu'attendu

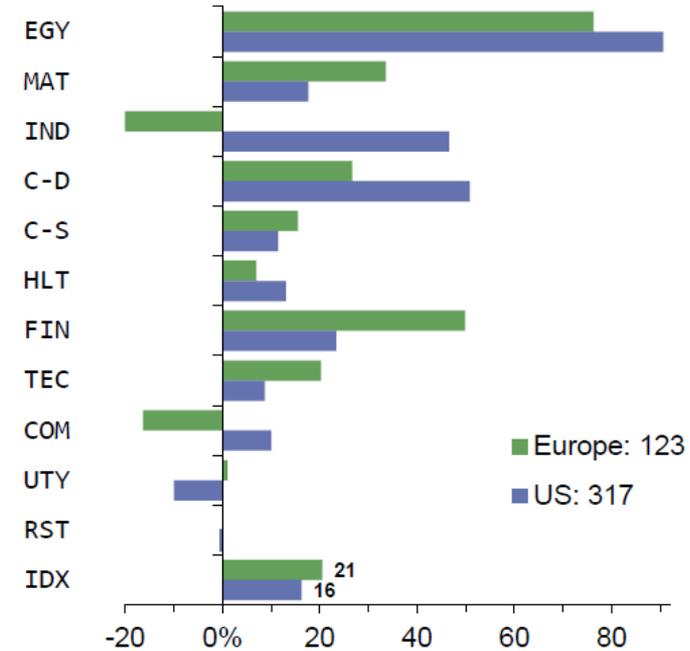
Earnings growth: Europe and US

Year-on-year; value in legend is number of companies reporting



Earnings surprises: Europe and US

Year-on-year; value in legend is number of companies reporting



Data as at 2 November 2020. Sources: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Data as at 2 November 2020. Sources: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

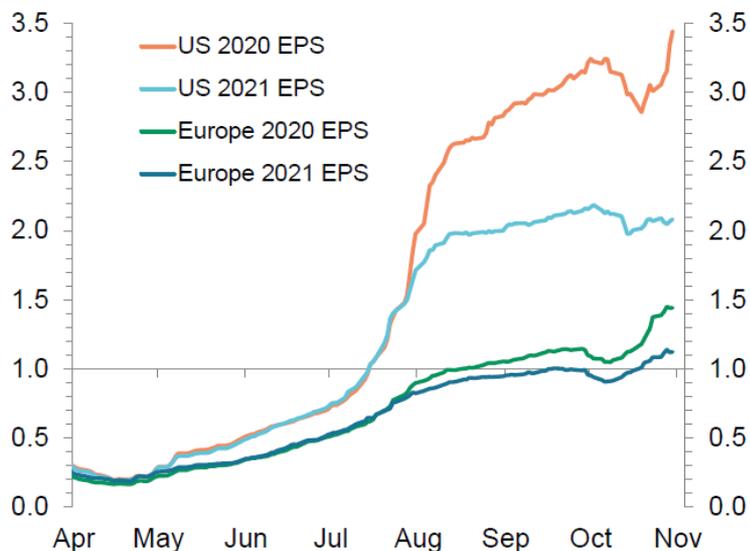
- Le secteur de la technologique se distingue favorablement avec une croissance bénéficiaire aux Etats-Unis comme en Europe. Les « surprises positives » résultent du fort rebond de l'activité au 3^e trimestre.

Actions : perspectives bénéficiaires

Révisions à la hausse pour 2020

Earnings revisions

Number of upward over downward revisions

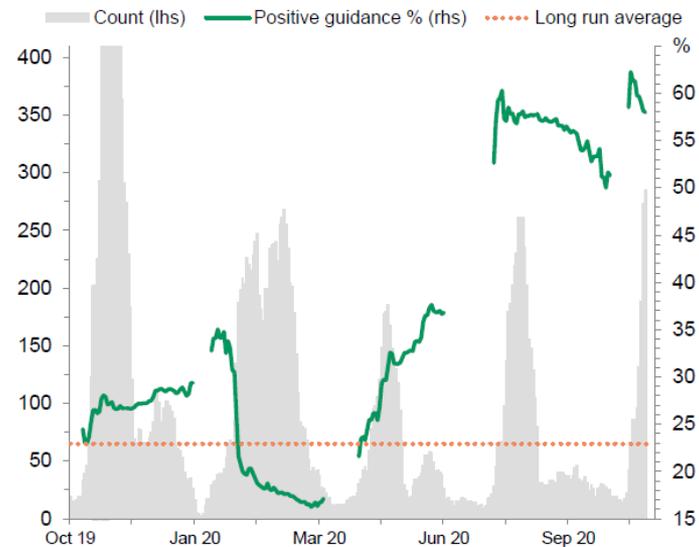


Data as at 2 November 2020. Sources: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Les chefs d'entreprise plutôt confiants

Earnings guidance

Positive guidance as percent of total



Data as at 2 November 2020. Sources: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

- Les indications (*guidances*) sont très encourageantes et les entreprises sont de plus en plus nombreuses à en fournir. Les révisions à la hausse des perspectives bénéficiaires sont un peu timides pour 2021.

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*	0.3	0.2	2.2	1.1	0.6	0.9	-1.3	-0.2
Japan	2.8	na	-1.4	-0.2	0.2	-0.3	0.5	-0.7
US broad tech	2.1	1.3	2.0	3.5	3.1	1.7	1.7	0.3
United States	2.0	1.7	1.7	2.4	2.8	2.5	3.6	1.1
DM	1.5	na	1.0	2.4	3.0	2.1	0.9	1.0
US ex-broad tech	1.4	1.2	0.8	1.4	2.4	1.7	4.6	0.3
Europe	0.8	0.7	0.0	0.8	2.5	1.0	3.6	1.1
EM	0.8	na	0.2	1.1	1.7	2.7	-0.1	0.4

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
1.8	1.8	1.3	1.8	1.8	3.2	5.0	1.3	0.0	0.2	1.5	0.6	1.8	1.7

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

Note: Energy is on FY3 earnings. 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, BT = Broad tech. 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.

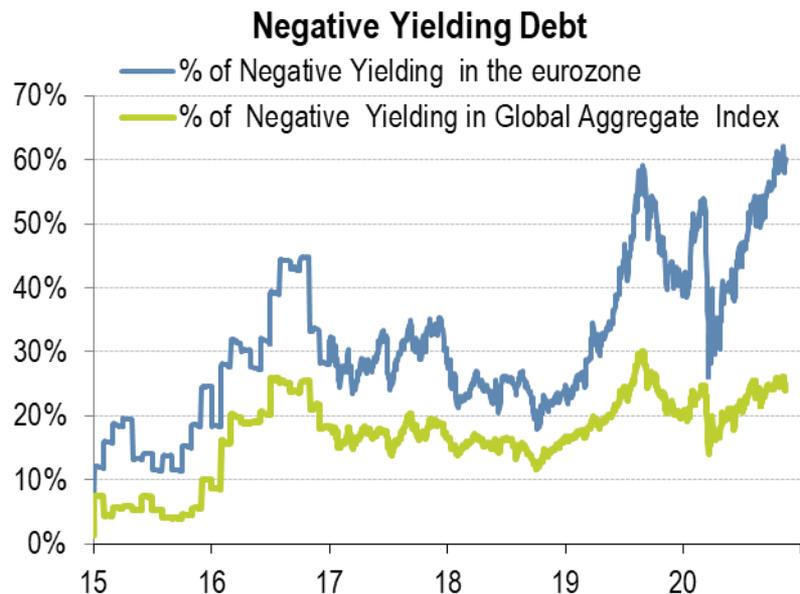
Broad tech includes Information technology sector, Internet & direct market retail, Movies & entertainment, and Interactive media & services.

Source: Macro Research, BNPP AM as of 12/10/2020

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 en 2020

General Government: Overall Balance and Gross Debt (% of GDP)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
United States	-6.3	-18.7	-8.7	-6.5	-5.6	-5.4	-5.5
	108.7	131.2	133.6	134.5	135.2	136.0	136.9
Japan	-3.3	-14.2	-6.4	-3.2	-2.8	-2.6	-2.7
	238.0	266.2	264.0	263.0	262.8	263.0	264.0
Euro area	-0.6	-10.1	-5.0	-2.7	-2.1	-1.8	-1.8
	84.0	101.1	100.0	98.4	97.0	95.6	94.3
France	-3.0	-10.8	-6.5	-5.3	-4.9	-4.7	-4.7
	98.1	118.7	118.6	120.0	121.3	122.3	123.3
Germany	1.5	-8.2	-3.2	0.6	0.8	1.0	1.0
	59.5	73.3	72.2	68.5	65.5	62.6	59.5
Italy	-1.6	-13.0	-6.2	-3.9	-2.7	-2.5	-2.5
	134.8	161.8	158.3	156.6	154.9	153.8	152.6
Spain	-2.8	-14.1	-7.5	-5.8	-4.7	-3.9	-4.4
	95.5	123.0	121.3	120.4	119.3	118.1	118.8
United Kingdom	-2.2	-16.5	-9.2	-7.1	-5.8	-5.1	-4.4
	85.4	108.0	111.5	113.4	115.3	116.4	117.0
G7	-4.2	-16.2	-7.6	-5.1	-4.2	-4.0	-4.0
	118.5	141.2	141.2	141.2	141.5	141.7	141.7

Source: IMF Fiscal Monitor, October 2020

- Selon le FMI, les déficits publics devraient s'envoler à 9 % du PIB en moyenne en 2020 et la dette publique mondiale approcher 100 % du PIB, soit un niveau record. Selon les hypothèses de référence (rebond solide de l'activité économique et taux d'intérêt bas et stables), le ratio de la dette publique mondiale devrait se stabiliser, en moyenne, sauf en Chine et aux États-Unis.

Obligations gouvernementales

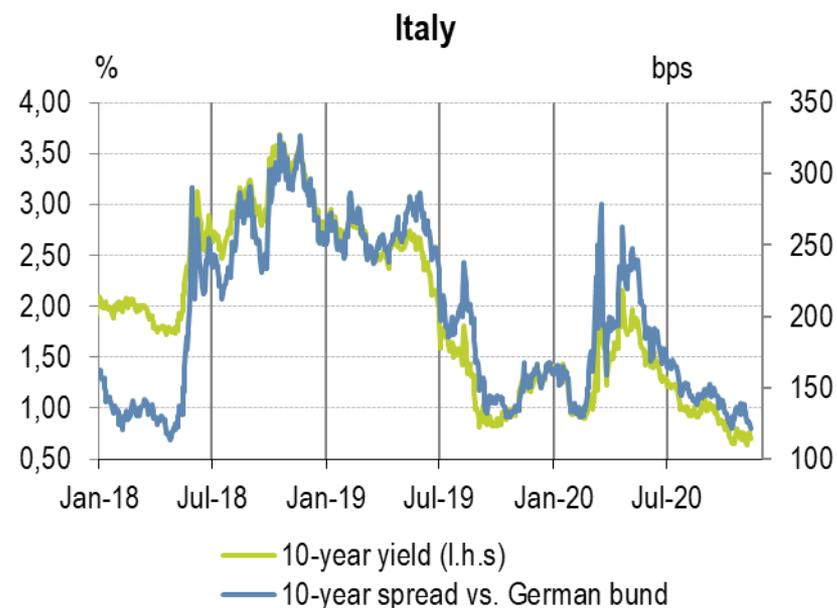
Des variations heurtées mais peu de pressions haussières sur les taux

Les niveaux absolus restent bas



Source: Bloomberg, BNPP AM

Next Generation EU soutient les taux italiens



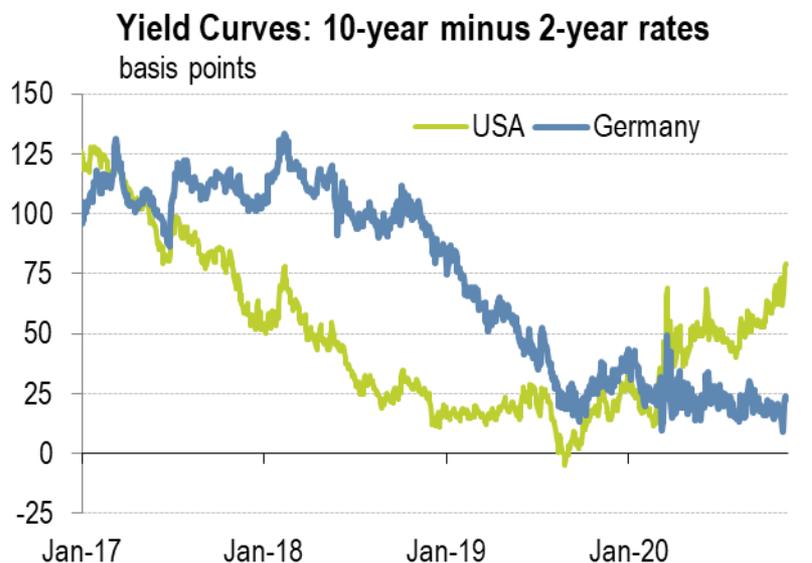
Source: Bloomberg, BNPP AM

- Les taux longs de la zone euro se sont détendus en octobre sous l'effet des inquiétudes sur la croissance, des achats de titres par la BCE (assez limités) et des commentaires assurant qu'elle disposait de marges de manœuvre et que de nouveaux assouplissements allaient être annoncés en décembre.

Obligations gouvernementales

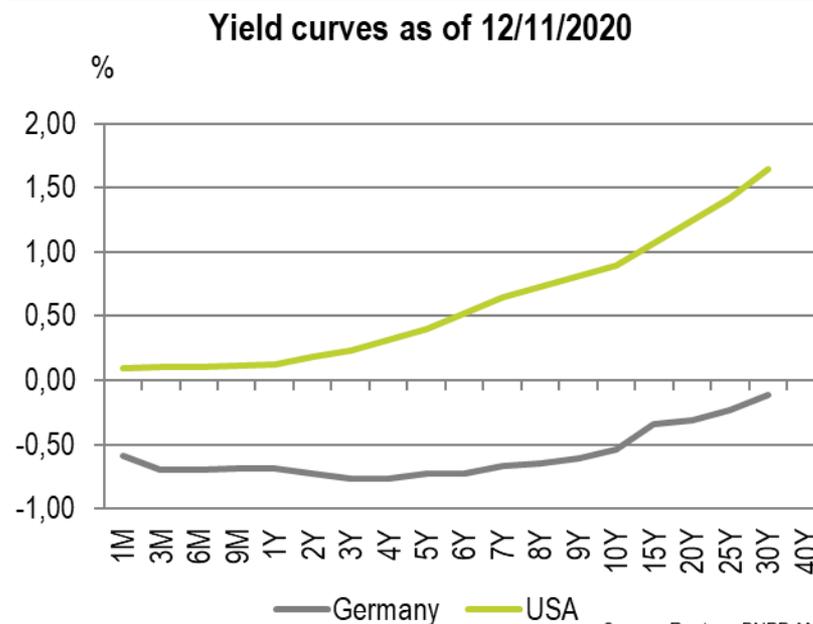
Privilégier les stratégies de courbe ?

Repentification de la courbe des taux US



Source: Bloomberg, BNPP AM

Anticipations de baisse du taux de dépôt de la BCE



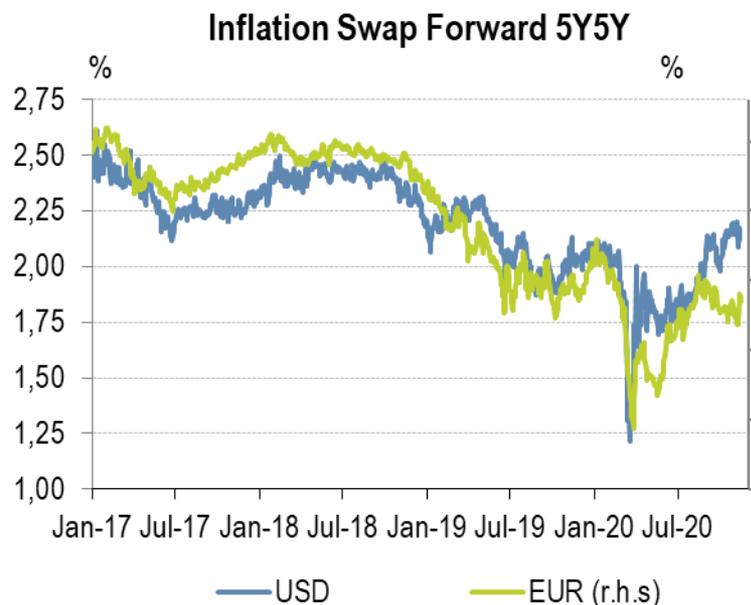
Source: Reuters, BNPP AM

- Les anticipations d'une baisse supplémentaire du taux de dépôt (abaissé à -0,50 % en septembre 2019) ont augmenté. Le taux allemand à 2 ans est passé sous -0,80 % le 29, au plus bas depuis le 17 mars. Il est revenu vers -0,75 % par la suite mais reste inférieur au taux à 2 ans.

Obligations gouvernementales

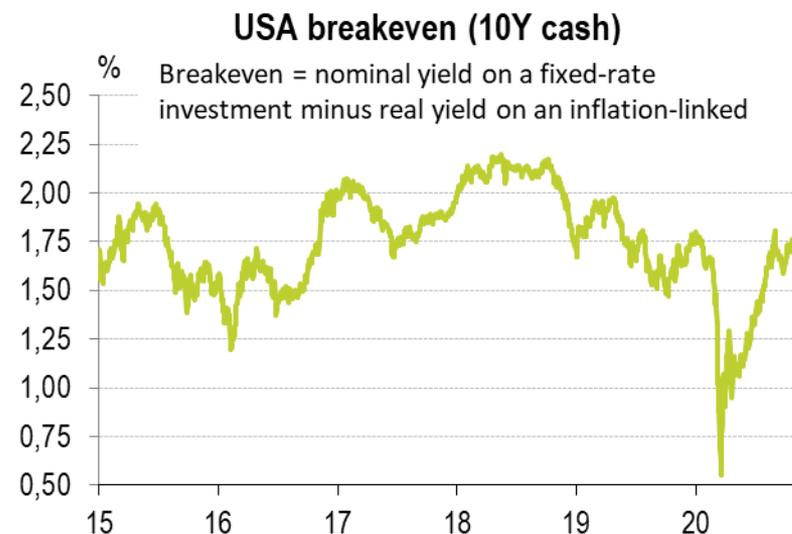
Anticipations d'inflation en hausse après la décision de la Fed fin août

Anticipations de marché à 5 ans



Source: Bloomberg, BNPP AM

Points morts d'inflation



Source: Bloomberg, BNPP AM

- Dans les prochains mois, les variations des prix à la consommation, liées en partie aux conséquences de la pandémie, seront difficiles à analyser. Depuis fin août, l'engagement de la Fed a permis une hausse modérée des points morts d'inflation et des anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans (5Y5Y inflation swap forward), qui se sont établies au-dessus de 2 %.

Marchés obligataires

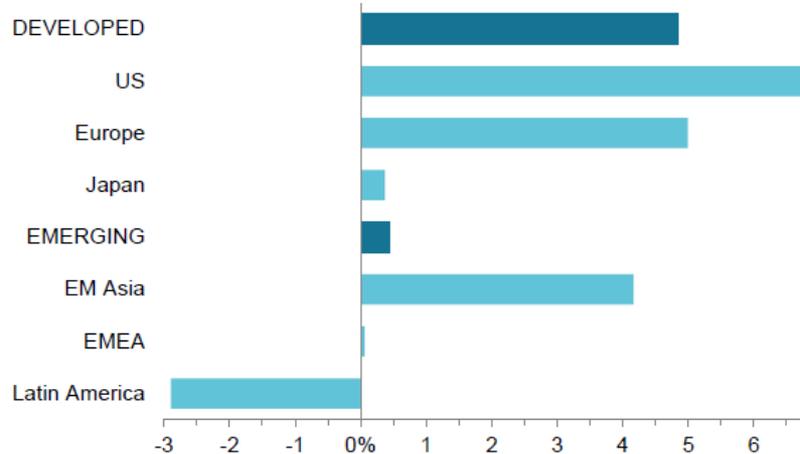
Performances depuis le début de 2020

Vue générale

Obligations d'entreprise

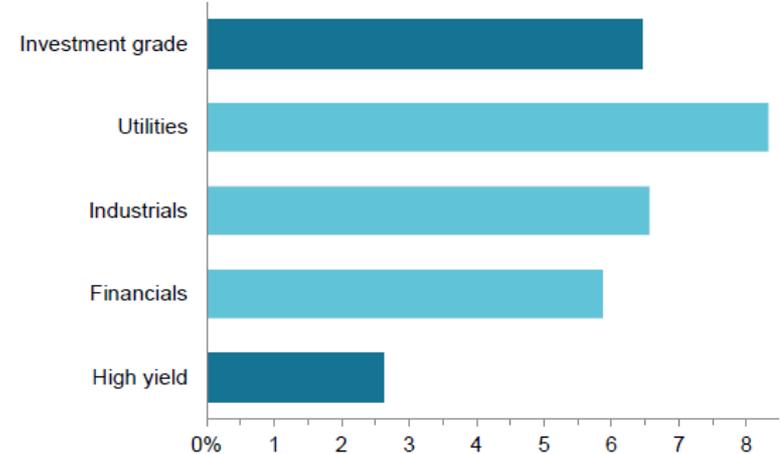
Total returns in USD for broad indices and emerging market debt, local currency for developed country/regional indices.

GEOGRAPHY



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 06/11/2020

CORPORATES

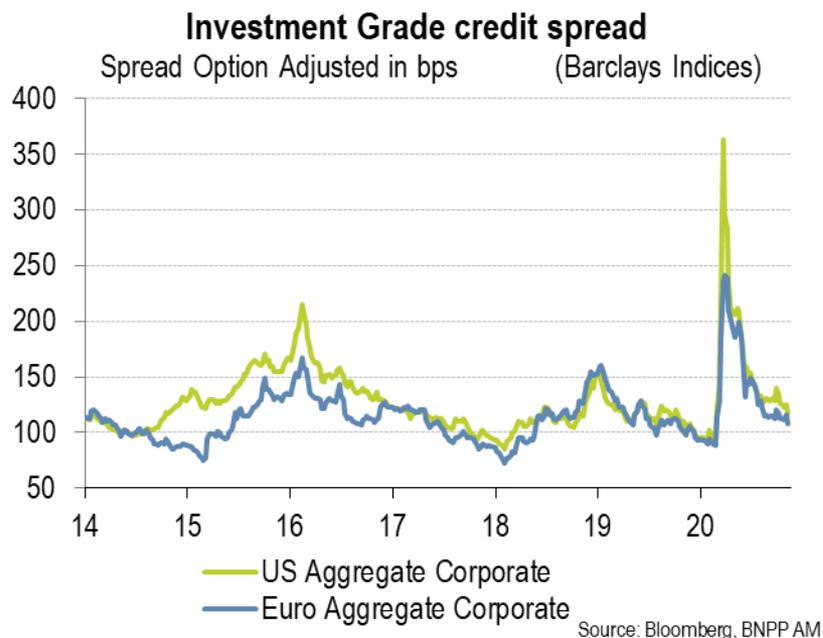


Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 06/11/2020

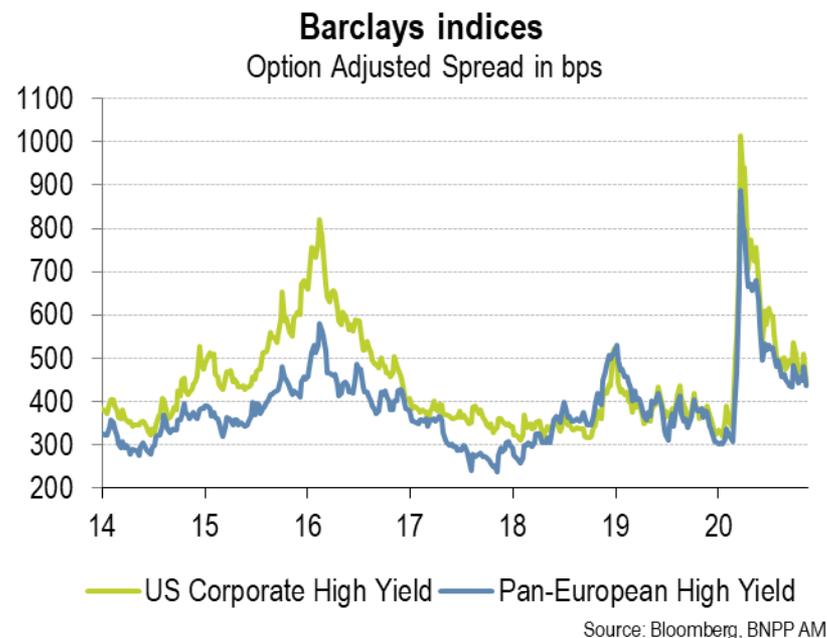
Marchés obligataires

Crédit – L'appétit reste fort mais une sélection commence à s'opérer

Crédit de qualité (IG)



Crédit à haut rendement (HY)



- En octobre, les meilleures performances ont été enregistrées par les titres de qualité en euros. Tandis que le segment des titres à haut rendement (HY) a connu de moindres performances en lien avec l'environnement « risk-off » qui s'est mis en place au fil des semaines. En novembre, les marchés ont profité des espoirs de mise au point rapide d'un vaccin.

Fed ou BCE : qui va affaiblir sa devise ?

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

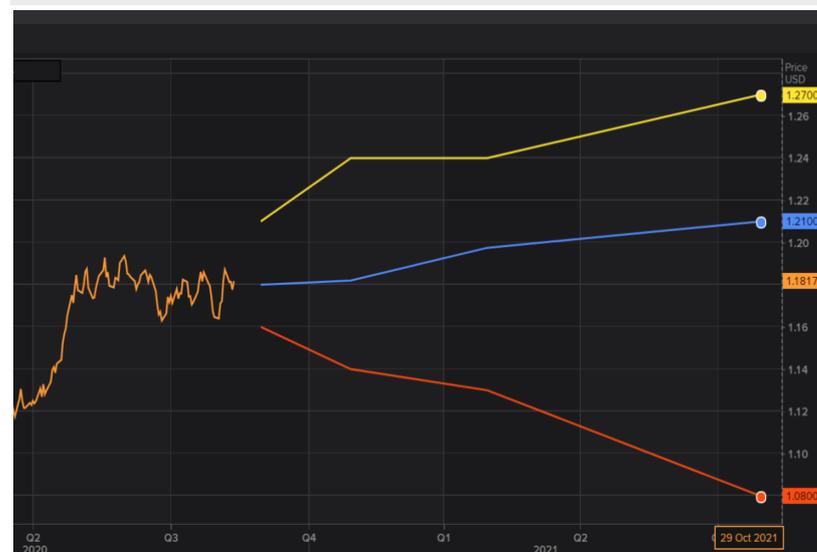
US dollar index (DXY*)



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

Source: Datastream, BNPP AM

Consensus EUR/USD : un large intervalle de prévisions

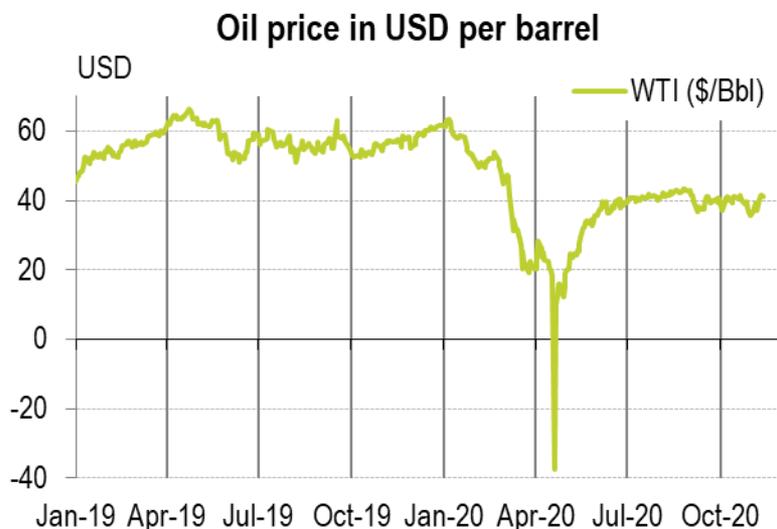


Source: Reuters as of 12/11/2020; Poll date: 02/11/2020

- Fin octobre, l'euro a été affaibli par les commentaires de la BCE et par la nouvelle flambée de l'épidémie de Covid-19 dans la zone euro. Début novembre, l'incertitude sur le résultat des élections a pesé sur le dollar. Dans les prochains mois, le dollar pourrait se déprécier légèrement (politique monétaire de la Fed, retour de l'appétit pour le risque, large déficit commercial).

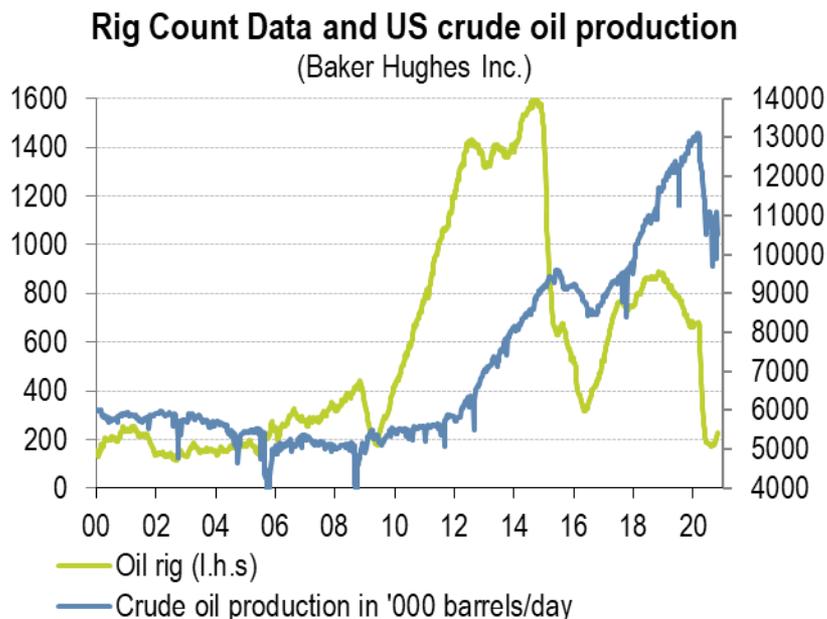
Cours très sensibles aux perspectives de croissance

Stabilisation des cours autour de 40 dollars/baril



Source: Bloomberg, BNPP AM

La production américaine en baisse



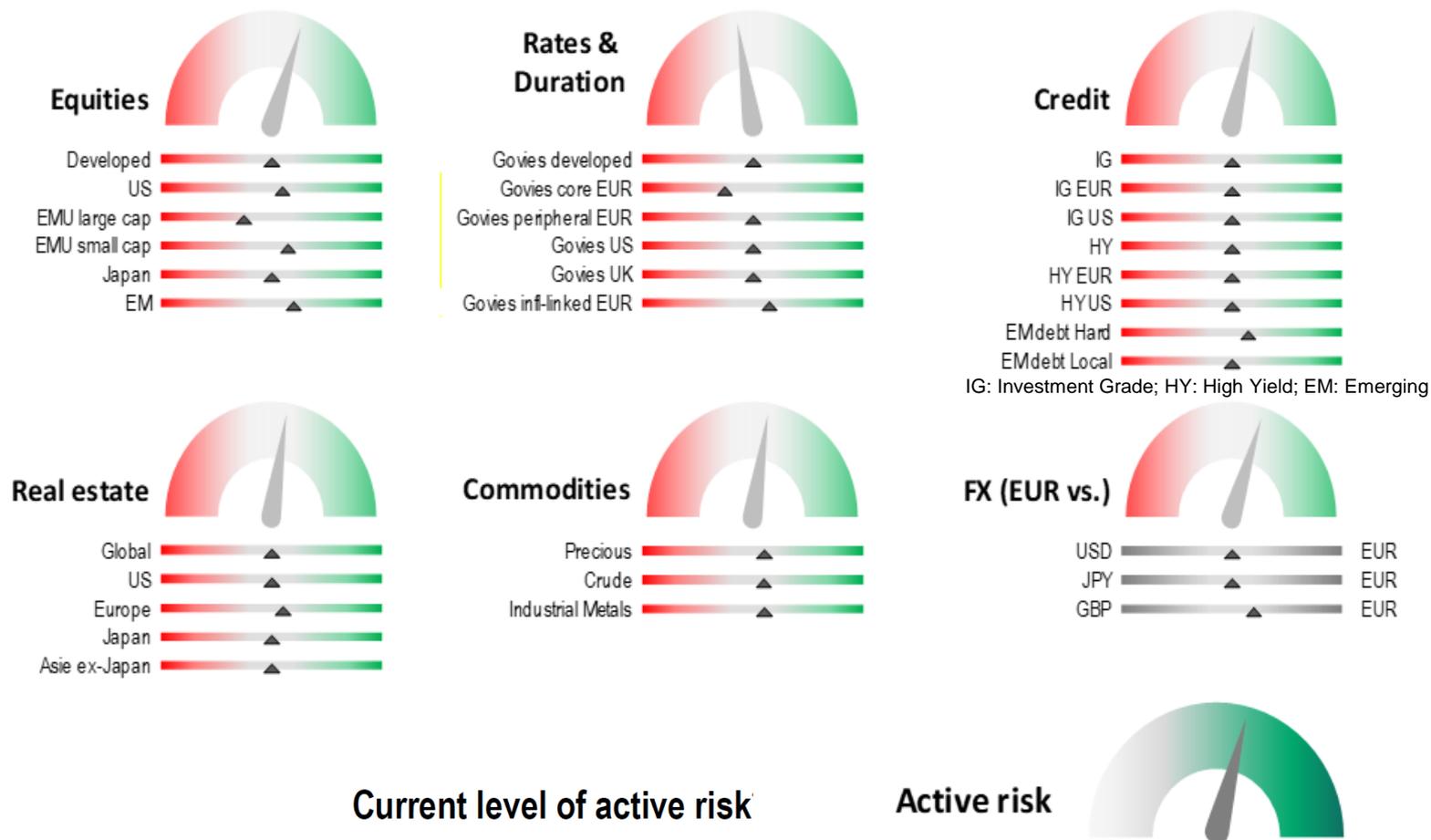
Source: Bloomberg, BNPP AM

- Les inquiétudes sur la croissance ont pesé sur les cours des pétrole en octobre. Le baril de WTI termine sous 36 dollars, au plus bas depuis juin et en baisse de 11 % par rapport à fin septembre. Des facteurs spécifiques au marché physique (hausse de stocks aux Etats-Unis, augmentation de l'offre libyenne) se sont ajoutés aux inquiétudes des investisseurs sur la demande mondiale.

Allocation tactique – Réactivité et flexibilité

- Nous avons légèrement réduit l'exposition au risque de notre portefeuille à l'approche des élections américaines. Si la résurgence de l'épidémie de Covid-19 fait peser des risques à court terme sur l'activité économique, **notre scénario de moyen terme reste favorable pour les actions.**
- Nous avons d'ailleurs remonté notre exposition aux actions émergentes à la fin de la semaine de l'élection lorsque la victoire de Joe Biden s'est dessinée un peu plus nettement. Dans un second temps, nous avons réduit la sous-exposition aux actions européennes, qui avait été accrue avant l'élection.
- Même si des risques persistent à court terme, et alors que le rebond de l'activité donne des signes d'essoufflement cet automne, nous conservons une approche tactique et flexible avec l'idée de renforcer notre exposition sur faiblesse.
- Sur les marchés actions, si le thème d'un vaccin rapidement disponible s'affirme, une rotation vers les secteurs ou les marchés qui n'ont pas encore profité pleinement du rebond depuis avril pourrait être observée. Une telle rotation ne serait toutefois pas mécanique et prendrait en compte les fondamentaux de chaque secteur.
- Nous sommes sous-exposés sur les **marchés obligataires** « cœur » de la zone euro. Nous conservons une position sur la **dette émergente**. Le thème de la recherche de rendement reste d'actualité face aux politiques monétaires très accommodantes des banques centrales qui assurent des taux plus bas, plus longtemps.
- 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 4 novembre 2020

Mention légale

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en novembre 2020, sauf indication contraire. BNPP AM est la source au 12 novembre 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



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change