

REVUE DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS

FÉVRIER 2021



NATHALIE BENATIA
FÉVRIER 2021



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

Sommaire

Evolution des marchés	3
Thèmes du mois	12
Scénario économique	20
Etats-Unis	28
Zone euro	34
Chine	41
Eléments sur les classes d'actifs	45
Allocation tactique de MAQS*	57

*Multi-Asset, Quantitative Solutions - Multi-Actifs, Quantitatif et Solutions

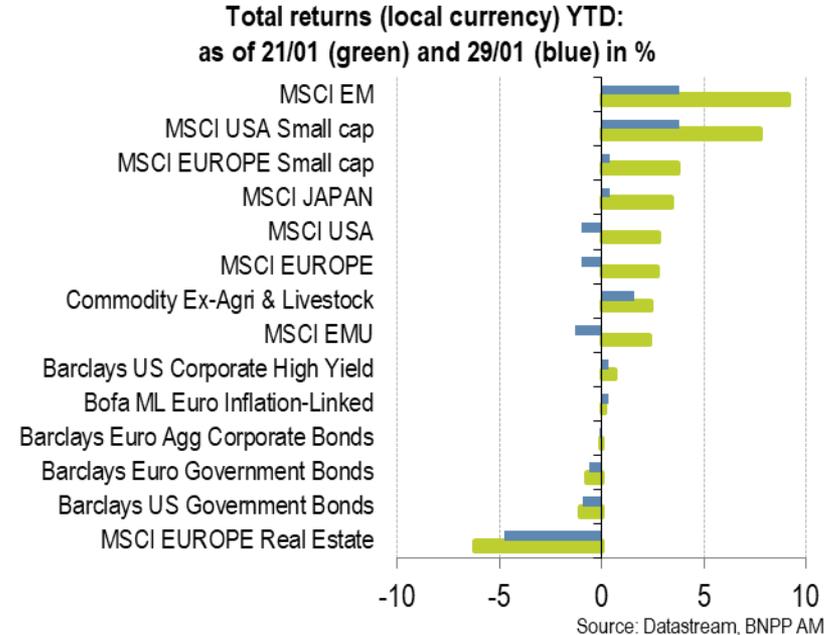
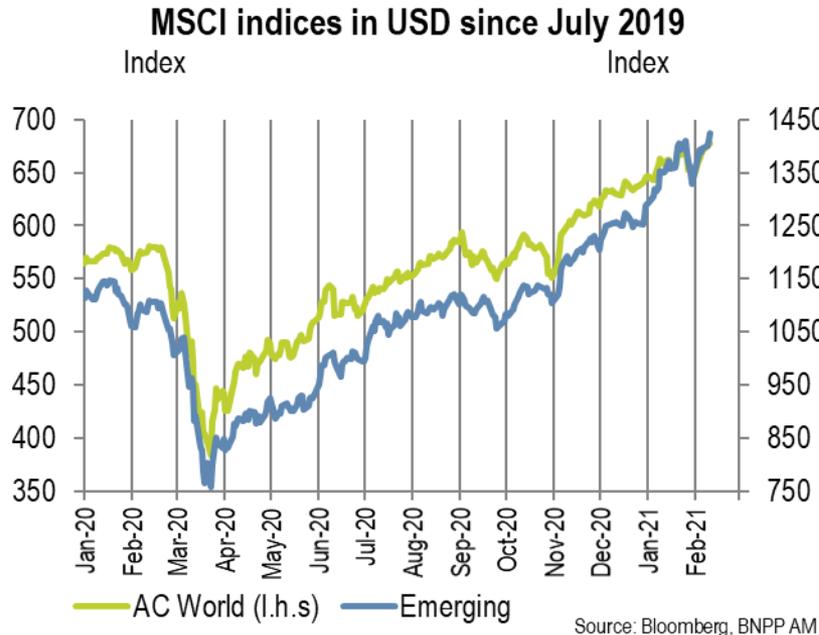


EVOLUTION DES MARCHÉS

Janvier 2021 : Au-delà d'un phénomène particulier - 1

La hausse a repris début février

Performances totales en janvier



- Si un événement très particulier n'était pas survenu au cours de la dernière semaine, le bilan de janvier pour les actions mondiales aurait été très positif. Les actions mondiales ont connu un violent recul suite à des mouvements provoqués par des achats de petits porteurs qui ont été coordonnés via des réseaux sociaux. Les grands indices se sont repris dès la semaine suivante (+5,2 % pour l'indice MSCI AC World en dollars au 11/02 depuis le début de l'année).

Janvier 2021 : Au-delà d'un phénomène particulier - 2

Reflux rapide de la volatilité

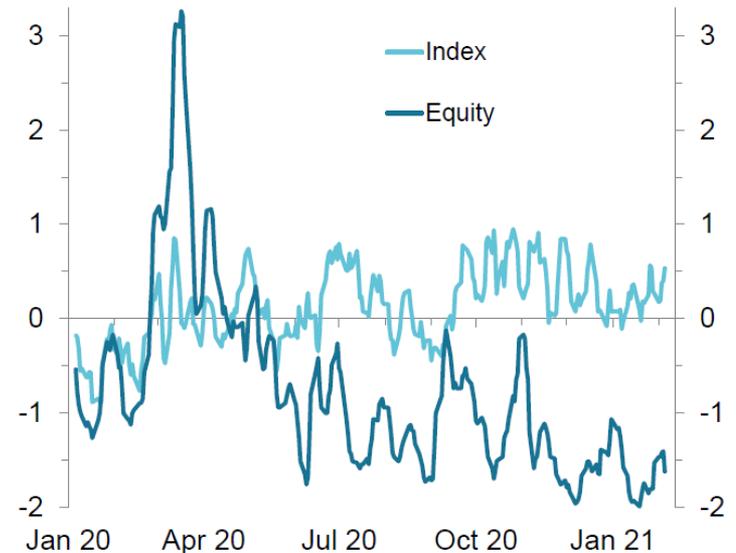


Source: Reuters, BNPP AM

Un risque concentré fin janvier

Put-call ratio z-scores

Calculated from 1997, five-day moving average

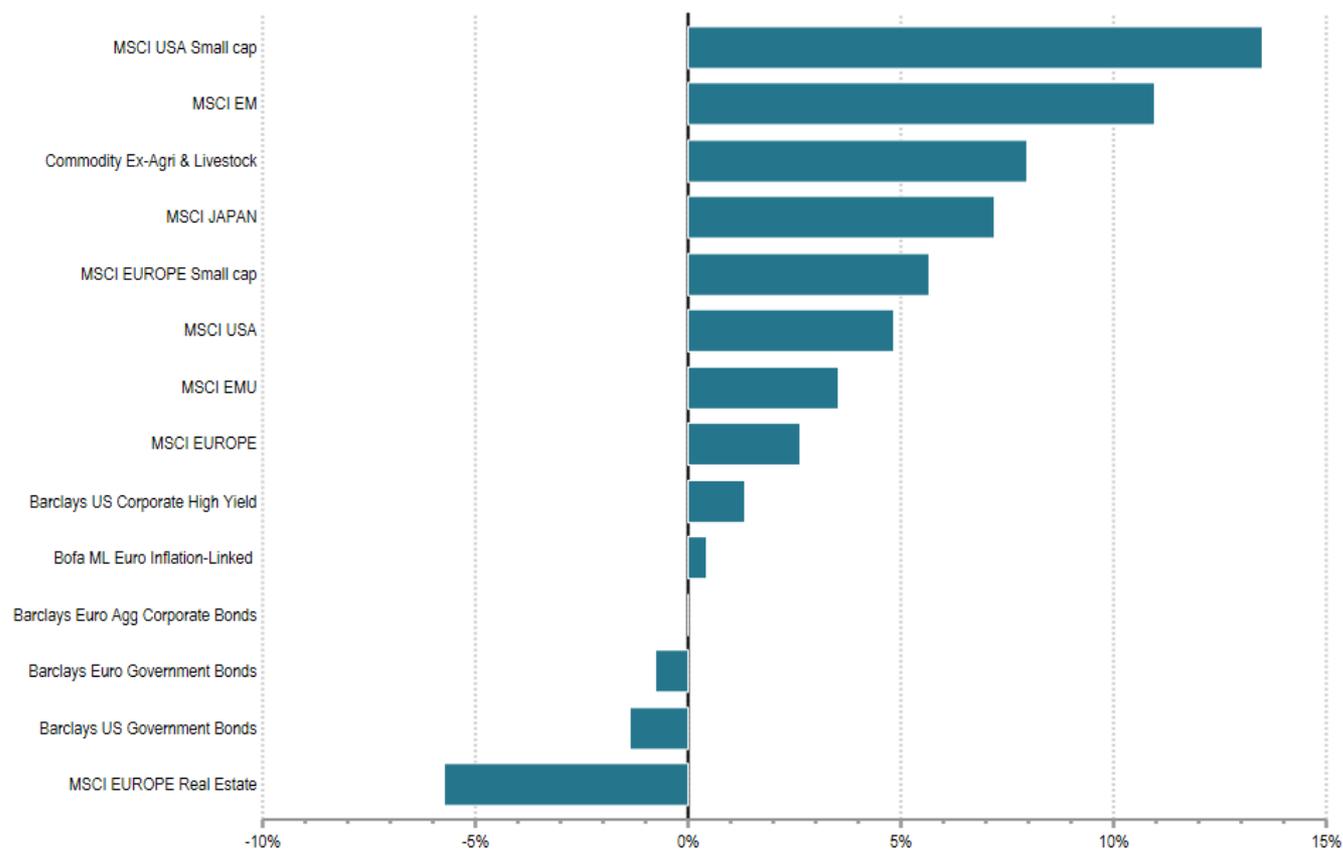


Source: CBOE, BNPP AM as of 07/02/2021

- Le 27 janvier la volatilité implicite est brutalement remontée (de 23 à 37,2 pour le VIX, au plus haut depuis fin octobre 2020). Au même moment, le ratio put/call est tombé extrêmement bas, dans la mesure où un énormément de calls (options à la hausse) sur des actions individuelles ont été achetées. Ce ratio, est resté plus proche de la normale pour les indices, suggérant que le risque était concentré sur les valeurs individuelles.

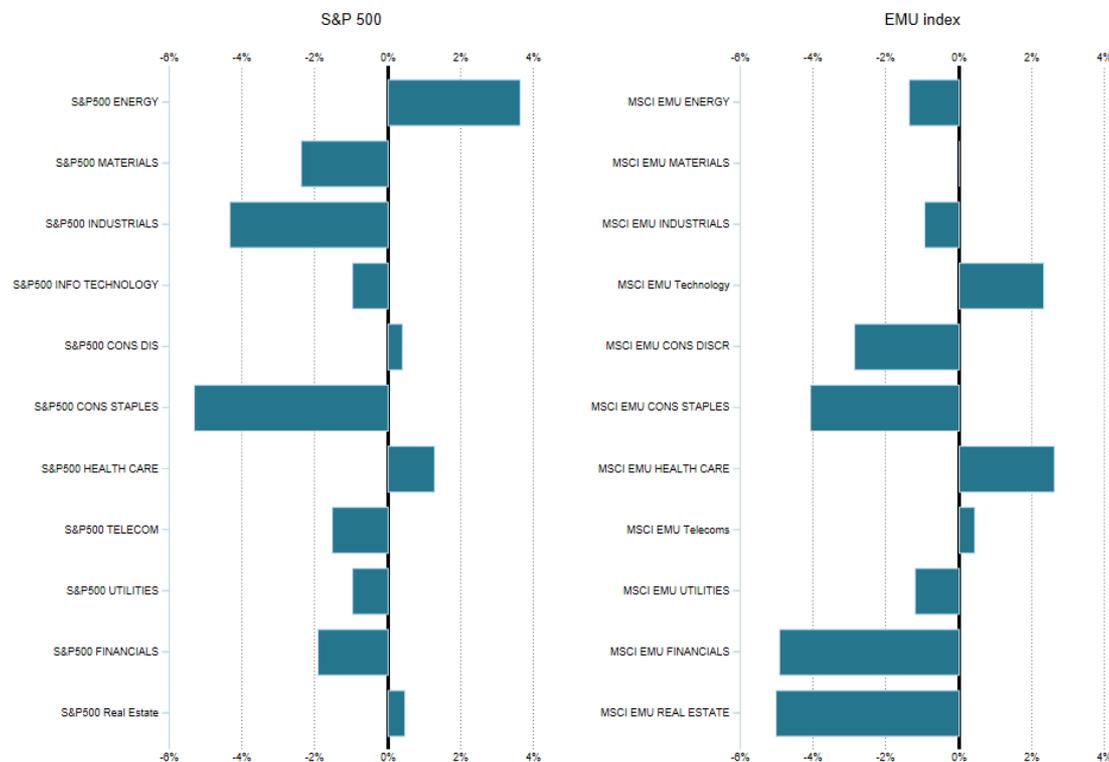
Performances totales en 2021 (au 11/02/2021)

Market Overview (local currency)



Source: Refinitiv Datastream / BNP Paribas Asset Management

Performances sectorielles en janvier 2021

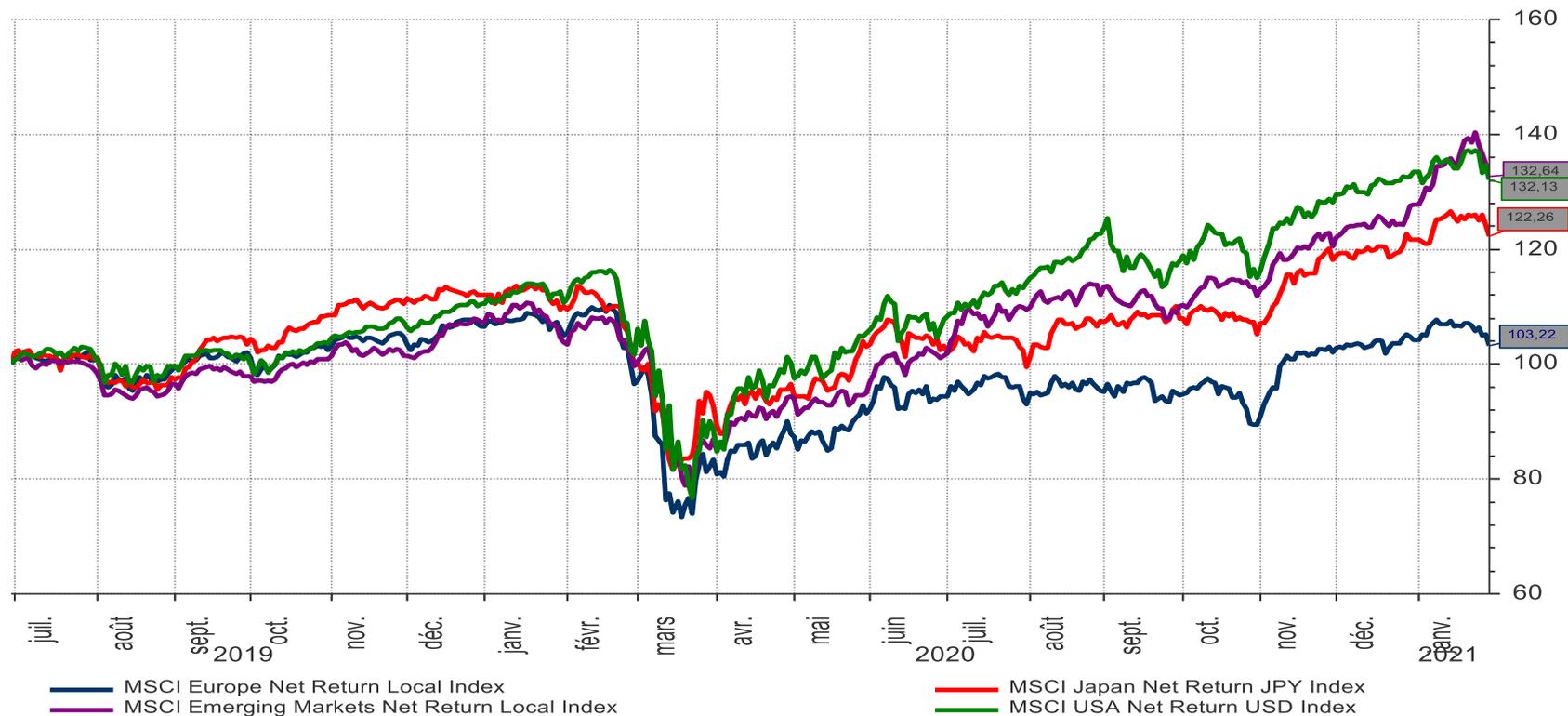


Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas Asset Management

- Au niveau mondial, les plus fortes hausses mensuelles en janvier ont été enregistrées dans le secteur technologique par les semi-conducteurs tandis que les valeurs financières et la consommation non cyclique ont connu les reculs les plus importants.

Actions en devises locales (30/06/2019 - 31/01/2021)

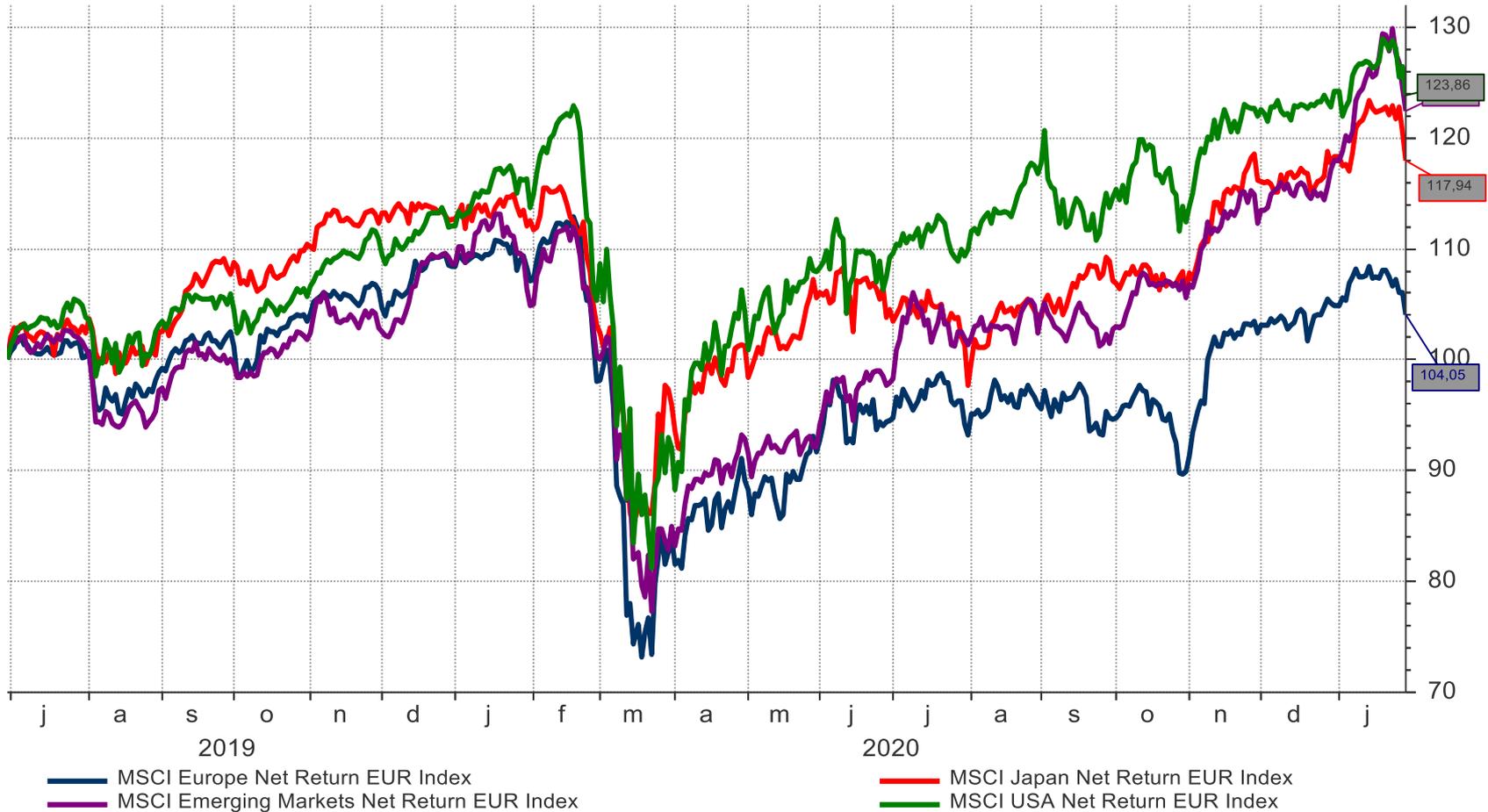
Equity Markets (in local currency)



Source: Refinitiv Datastream

Actions en euros (30/06/2019 - 31/01/2021)

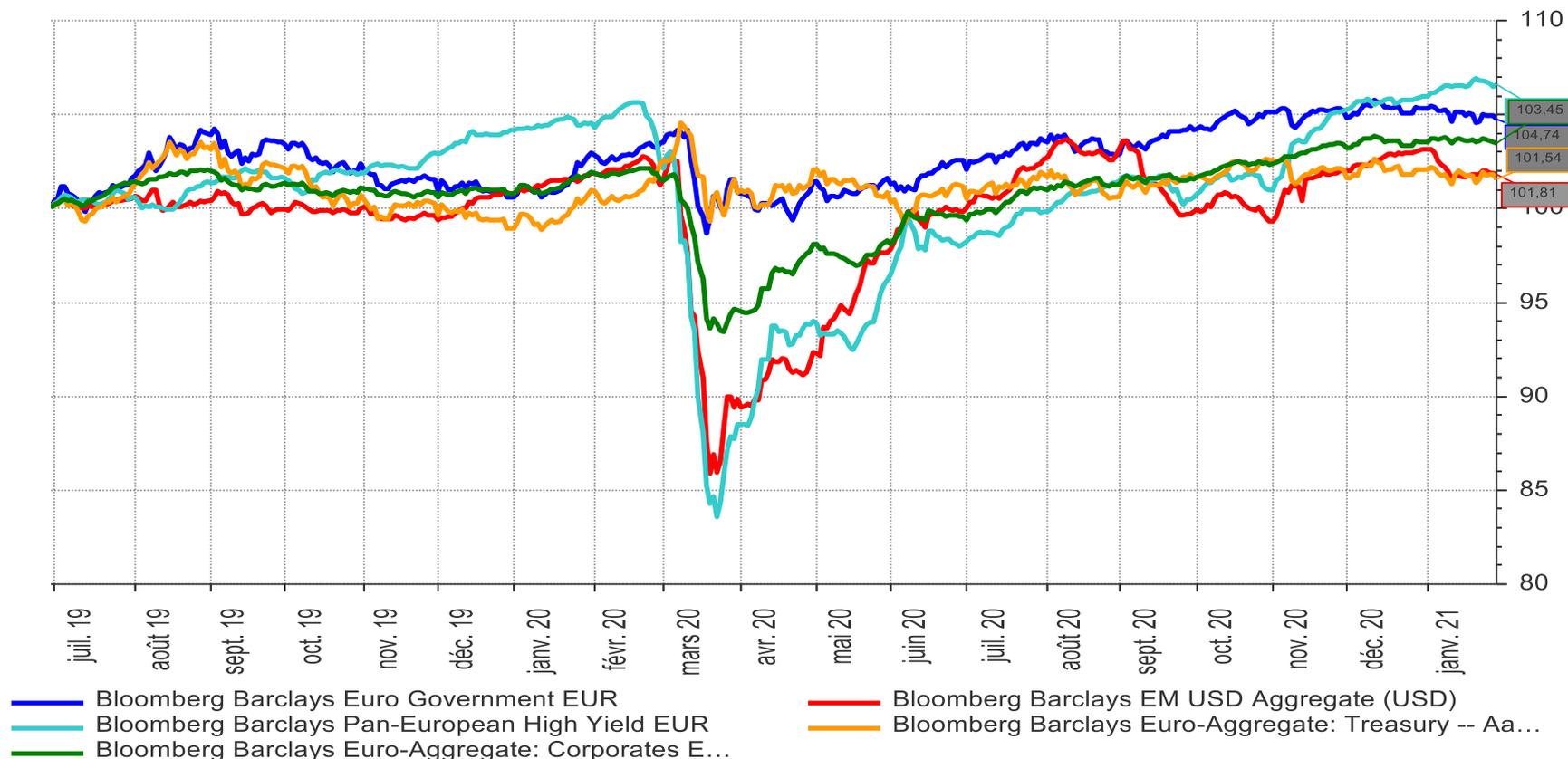
Equity Markets (in EUR)



Source: Refinitiv Datastream

Obligations (30/06/2019 - 31/01/2021)

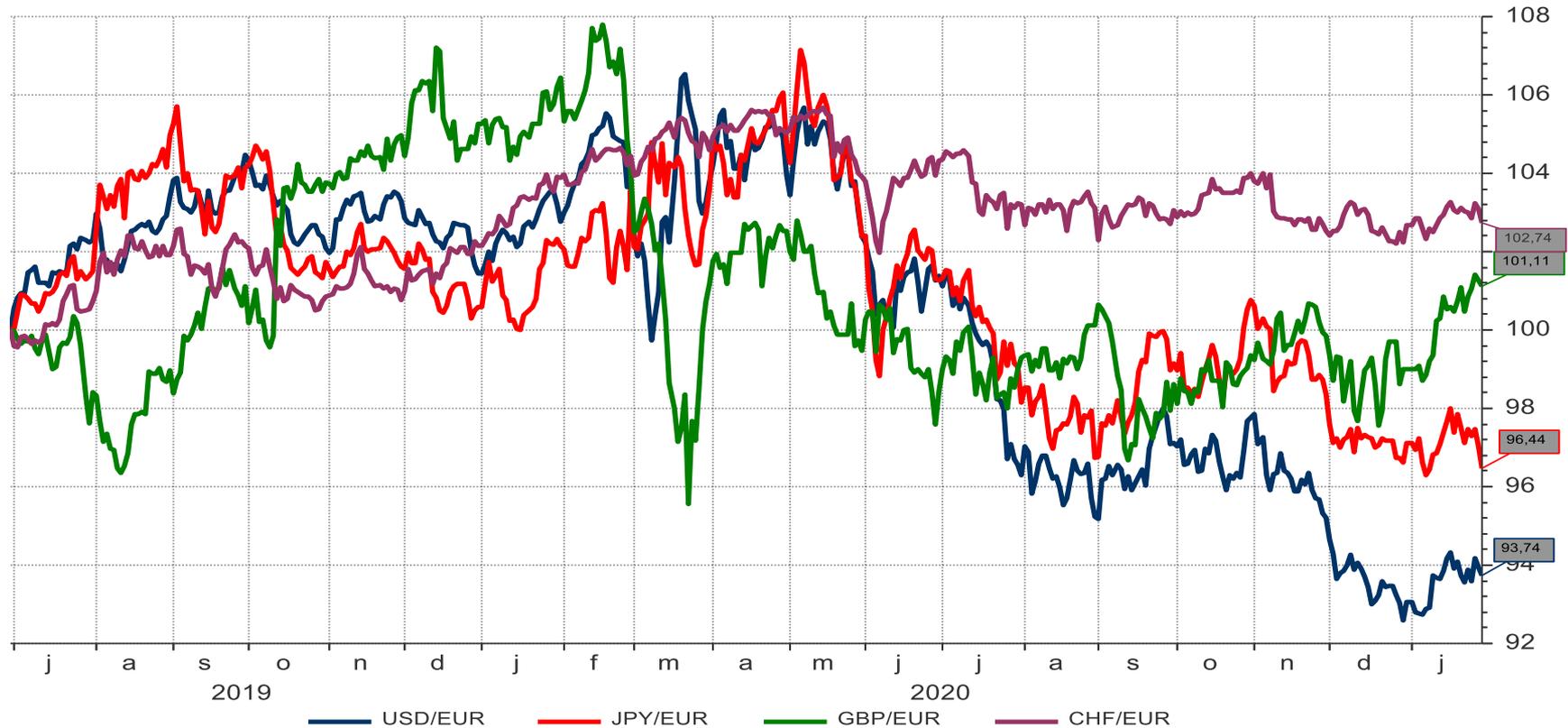
Bond Markets (local)



Source: Refinitiv Datastream

Devises (30/06/2019 - 31/01/2021)

Currencies (base 100 vs EUR)



Source: Refinitiv Datastream



THÈMES DU MOIS

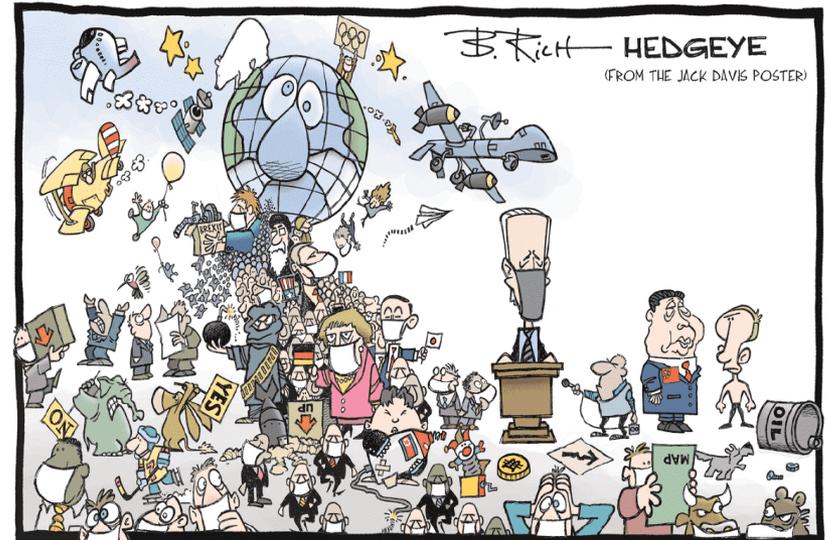
Résumé en 2 dessins

Reflation trade...



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

... ou tous les risques ?



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

- Depuis le début d'année, malgré la situation sanitaire très préoccupante sur fond de mutations plus contagieuses du coronavirus, les investisseurs privilégient le scénario de reflation de l'économie, en particulier aux Etats-Unis après la victoire du parti démocrate aux élections sénatoriales de Géorgie.

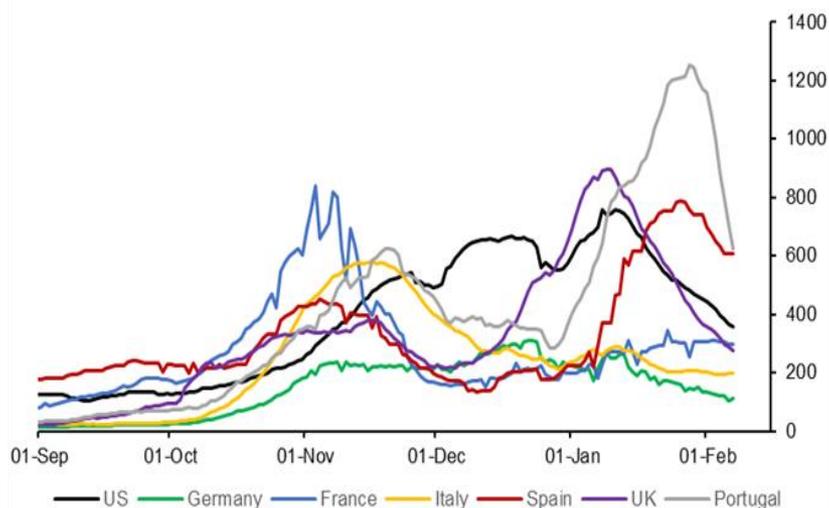
Un plan budgétaire trop agressif aux Etats-Unis ?

Les inquiétudes paraissent prématurées

- Les anticipations d'une relance budgétaire massive, renforcées par les déclarations de Joe Biden et de son gouvernement, ont entraîné une nette hausse des actions, un resserrement des spreads de crédit et une tension des taux longs.
- Lors de son audition devant le Sénat en vue de sa nomination comme secrétaire au Trésor, Janet Yellen a appelé à voir grand (« act big ») en matière de dépenses publiques face au risque d'une récession plus longue et plus dure.
- Face à ces ambitions affichées et alors que les sommes évoquées représentent, en ajoutant le plan de relance voté fin 2020, 13 % du PIB américain, soit l'effort budgétaire le plus important depuis l'entrée en guerre des Etats-Unis en 1917, les marchés obligataires pourraient devenir plus nerveux.
- Début février, les élus démocrates ont adopté une résolution qui permet que le plan de sauvetage soit adopté à la majorité simple au Sénat. Le président Biden a répété qu'il préférerait un compromis avec les élus républicains mais n'hésiterait pas à utiliser une procédure accélérée face à l'urgence de la situation afin d'assurer le versement des indemnités-chômage au-delà de mars et des aides directes aux ménages les plus touchés par la crise économique et sanitaire par l'envoi de chèques de 1400 dollars.

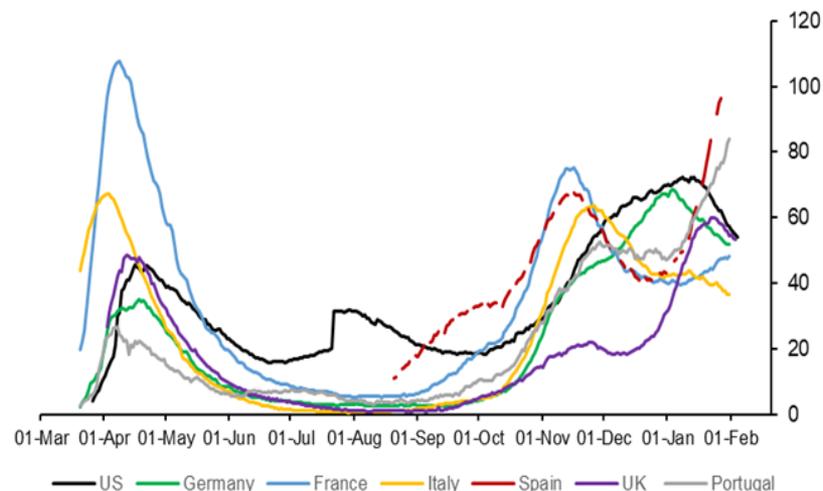
Les variables de l'épidémie à surveiller

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



Source: CDC (*) COVID Data Tracker as of 08/02/2021

Nombre de patients Covid en réanimation/million
(moyenne mobile sur 7 jours)



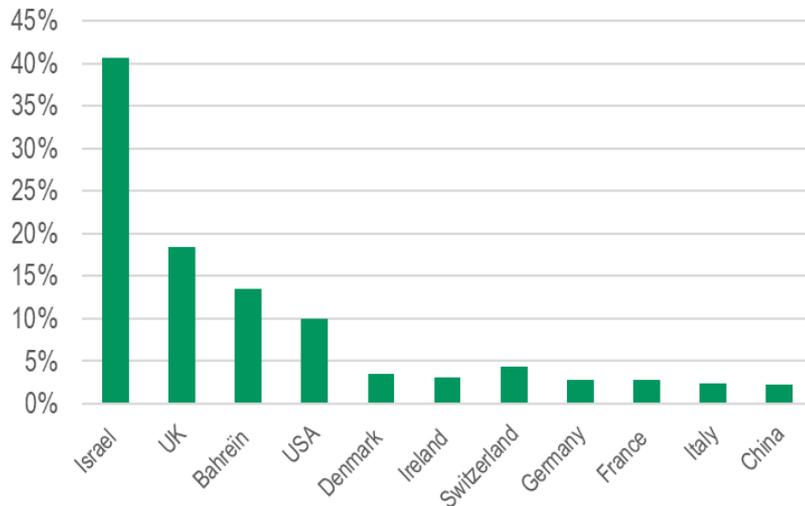
Source: CDC (*) COVID Data Tracker as of 08/02/2021

- Plutôt que le simple décompte des nouvelles contaminations, deux indicateurs doivent désormais être surveillés : la vaccination des plus vulnérables d'une part, et les capacités des hôpitaux (et des services de réanimation) d'autre part.

(*) Center for Disease Control and Prevention

Montée en charge de la vaccination

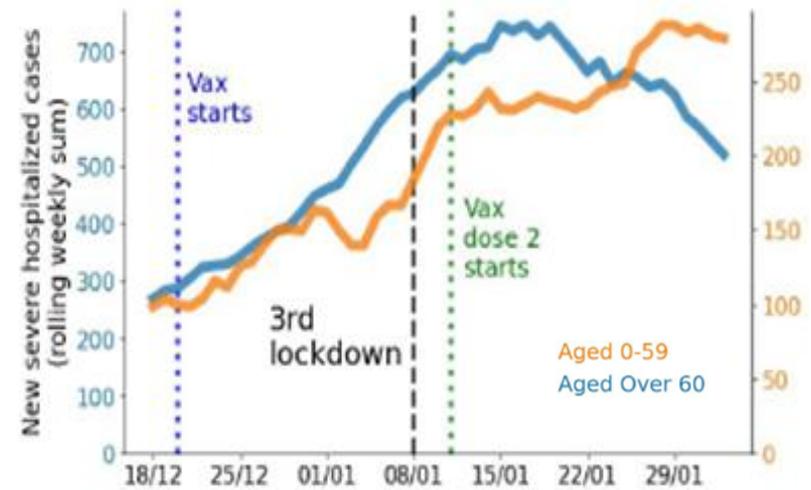
Part de la population ayant reçu au moins 1 dose



Source: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations> as of 10/02/2021

- En Israël et au Royaume-Uni, la campagne de vaccination se déroule à un rythme compatible avec les objectifs définis tandis que des retards de livraison ont perturbé le début de la campagne dans la zone euro.
- Les données en provenance d'Israël sont très encourageantes : après trois semaines, la protection apportée par les vaccins est réelle.

Israël: sensible baisse des hospitalisations pour cas graves

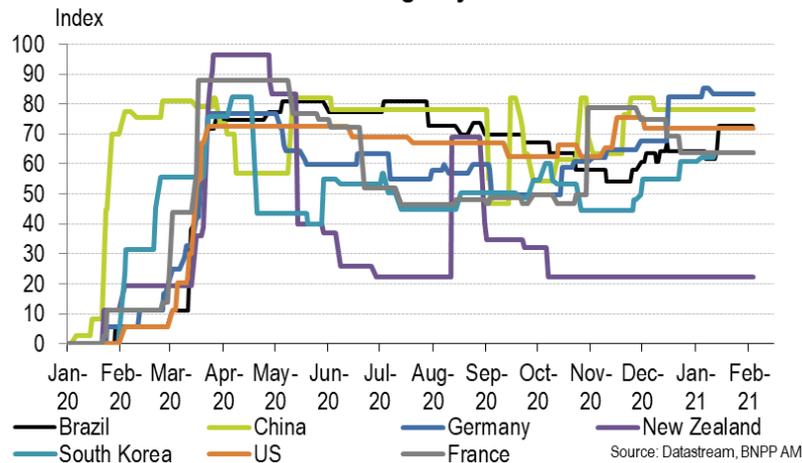


Source: Segal et al, Weizmann Institute, Tel-Aviv University, 07/02/2021

Pas de relâchement des mesures mais des résistances

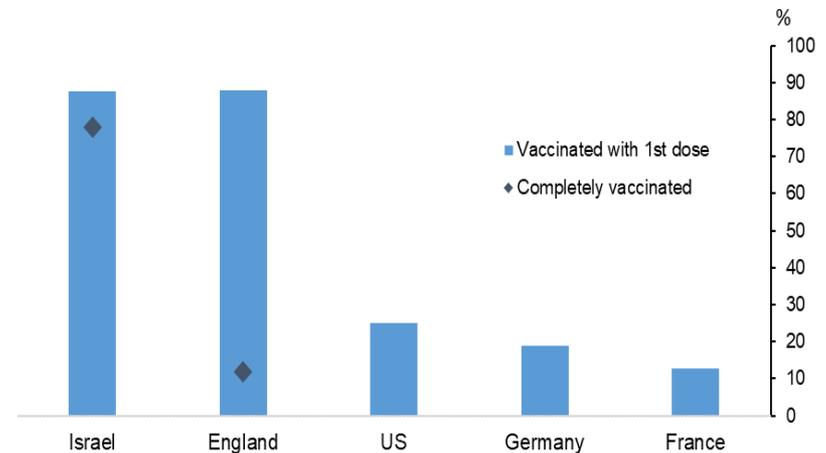
Stringency Index

Oxford Stringency Index



Source: Oxford COVID-19 Government Response Tracker as of 09/02/2021

Part de la population de plus de 80 ans vaccinée

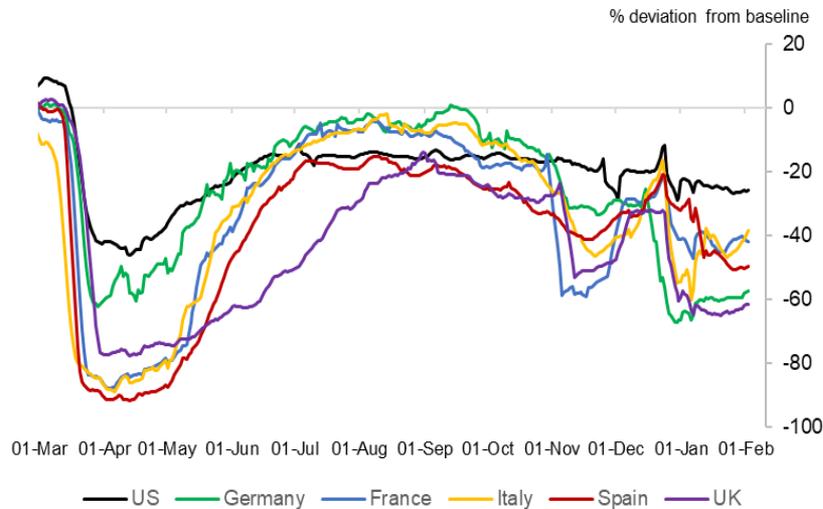


Source: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations> as of 05/02/2021

- Au moment de prendre la décision de resserrer ou non les mesures sanitaires, les gouvernements doivent à présent prendre en compte le fait que l'immunité collective n'est pas le critère pertinent. C'est, dans un premier temps, la vaccination des plus vulnérables qui importe.

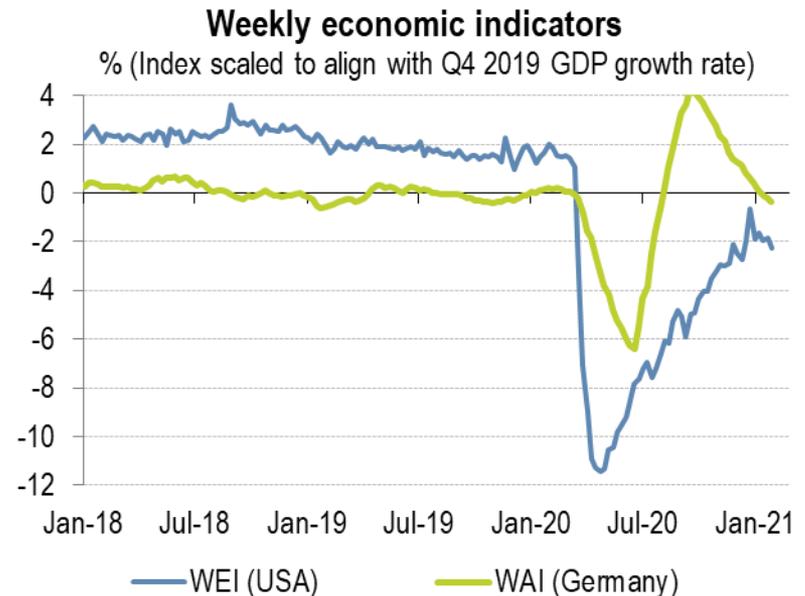
Conséquences sur l'activité économique

Retail & recreation mobility trends (moyenne mobile sur 7 jours)



Source: Google mobility trend as of 08/02/2021

Déjà des effets sur l'activité ?



Source: Fed of New York, Bundesbank, BNPP AM

- A court terme, l'épidémie de Covid-19, en obligeant les gouvernements à prendre de nouvelles mesures restrictives, va rester un élément perturbateur pour l'activité mais les perspectives d'une reprise cyclique en 2021 ne sont pas remises en cause. Par ailleurs, l'effet sur l'activité est beaucoup moins négatif que lors du premier confinement.

Quelques pistes de réflexion

- A court terme, l'épidémie de Covid-19, en obligeant les gouvernements à prendre de nouvelles mesures restrictives, va rester un élément perturbateur pour l'activité et les marchés financiers.
- Le soutien des pouvoirs publics (politiques budgétaires et monétaires) va permettre aux économies de franchir le cap des prochains mois et d'accompagner la reprise en 2021.
- Interrogations sur le rythme de vaccination mais le scénario d'une reprise cyclique devrait être conforté par
 - les nouvelles avancées médicales, et
 - les premiers résultats encourageants sur l'immunité acquise.
- Compte tenu des perspectives économiques de moyen terme, les corrections des **marchés actions** devront être considérées comme des opportunités de repositionnement en conservant une approche très flexible de l'allocation d'actifs.
- Sur les **marchés obligataires**, les investisseurs devront être attentifs aux indices de prix à la consommation. Une accélération durable de l'inflation semble peu probable mais des données rendues plus erratiques en ce début d'année par des facteurs méthodologiques risquent d'entraîner des réactions qui pourraient contrarier les projets des banques centrales.

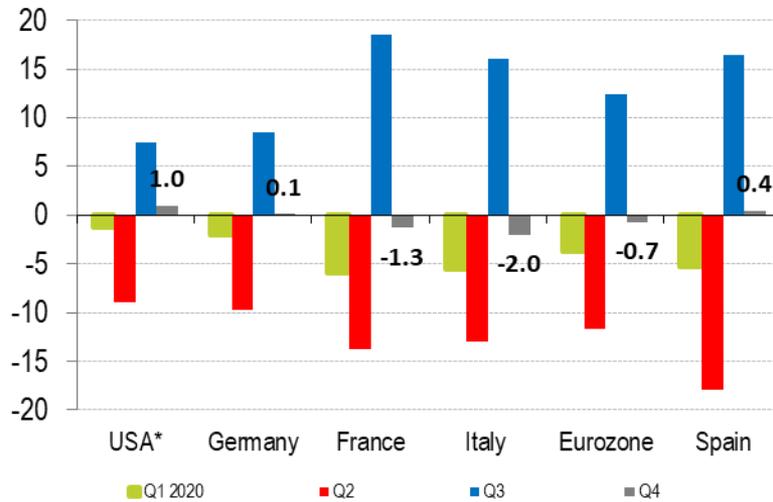


SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Croissance meilleure que prévu au 4^e trimestre 2020

Une année particulière

GDP q/q in %

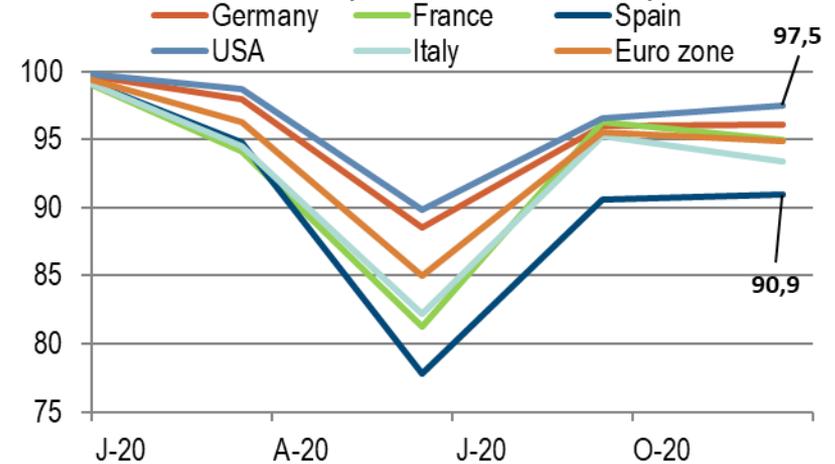


* not annualised

Source: Eurostat, National sources, BNPP AM

Une récession profonde

Real GDP (Index 100 = Q4 2019)



Average GDP change in 2020

Germany: -5.0% - France: -8.3% - Spain: -11% - USA: -3.5% - EZ: -6.8% - Italy: -8.9%

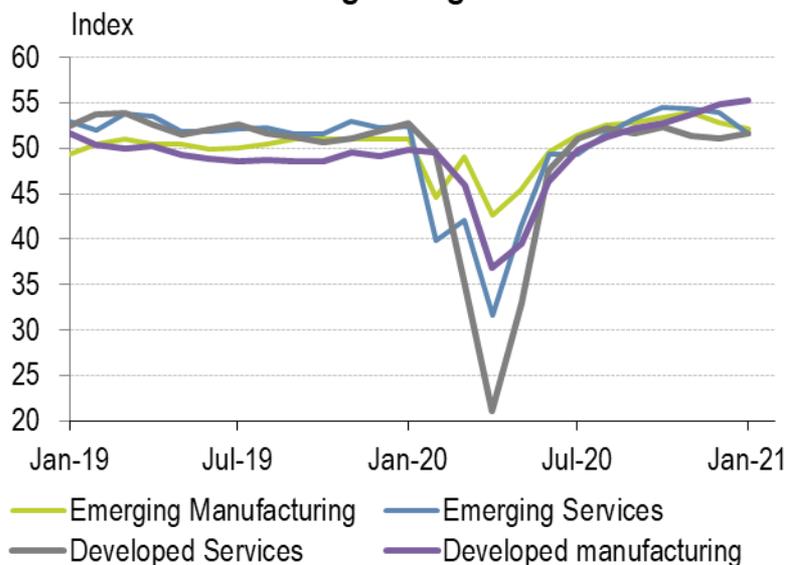
Source: Datastream, BNPP AM

- L'impact des reconfinements reste bien moindre que les effets observés au printemps. Les entreprises sont parvenues à s'adapter aux conditions imposées par les nouvelles restrictions sanitaires.

Tassement de l'activité en janvier

Les indices restent au-dessus de 50

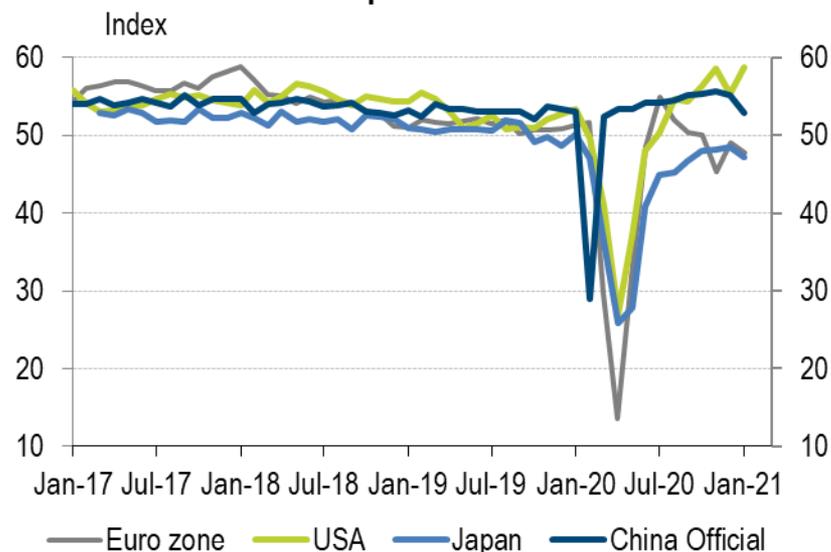
Purchasing Manager Indices



Source: Markit, Bloomberg, BNPP AM

Les Etats-Unis résistent

Composite PMI *



*PMI: Purchasing Manager Index

Source: Markit, Datastream, NBS, BNPP AM

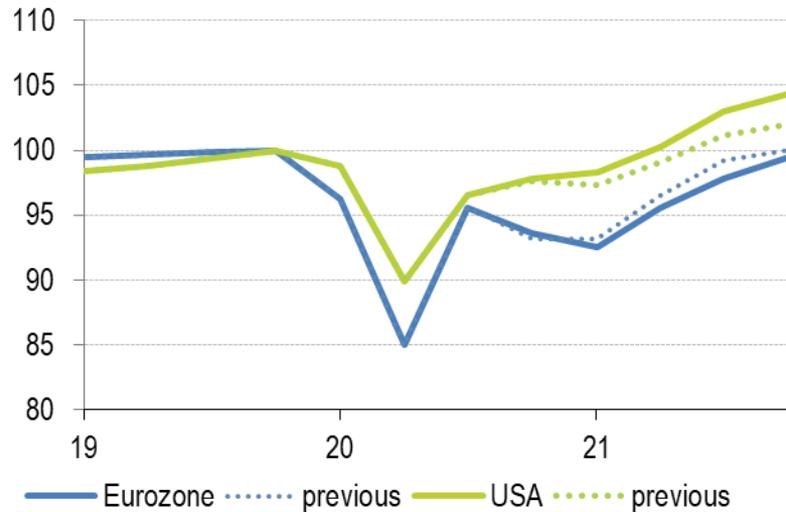
- Les enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI) pour janvier ont montré une inflexion des indices dans le secteur des services. Pour le secteur manufacturier, les performances restent solides, surtout dans les économies développées. Le tassement de l'indice mondial est essentiellement lié à des problèmes d'approvisionnement. La dynamique s'est améliorée pour l'économie américaine.

Nos prévisions de croissance et d'inflation

Etats-Unis : retour rapide au niveau prépandémique

Real GDP: actual and BNPP AM forecasts

100 = Q4 2019

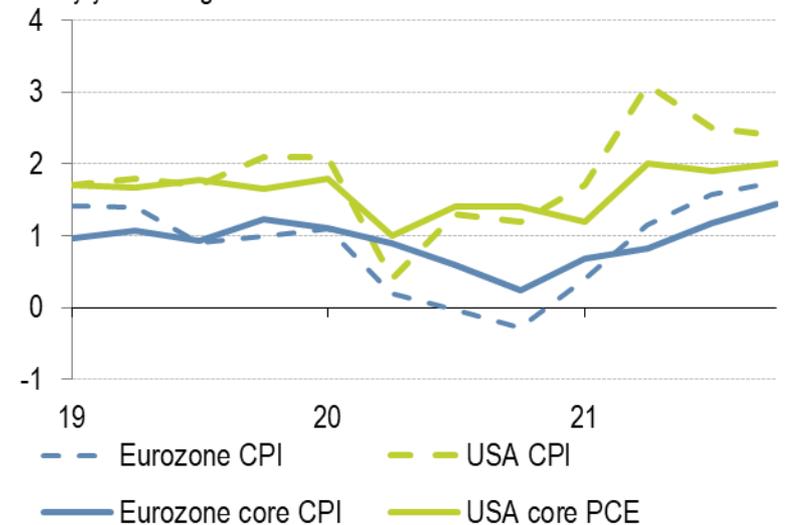


Source: Datastream, BNPP AM as of 25/01/2021

Pas de pressions inflationnistes durables en vue

Inflation: actual and BNPP AM forecasts

y/y % change



Source: Datastream, BNPP AM as of 25/01/2021

- La politique budgétaire aux Etats-Unis devrait apporter un fort soutien à l'économie qui retrouverait rapidement sa tendance précédente. Nous sommes plus optimistes que le consensus sur ce point. Dans la zone euro, l'activité devrait être encore légèrement négative au 1^{er} trimestre avant de rebondir par la suite. Le scénario d'une reprise cyclique n'est pas abandonné mais décalé par la nouvelle vague de l'épidémie.

Le FMI salue les mesures de soutien et les vaccins

Prévisions 2021 revues à la baisse en Europe

Real GDP* growth (y/y % change)

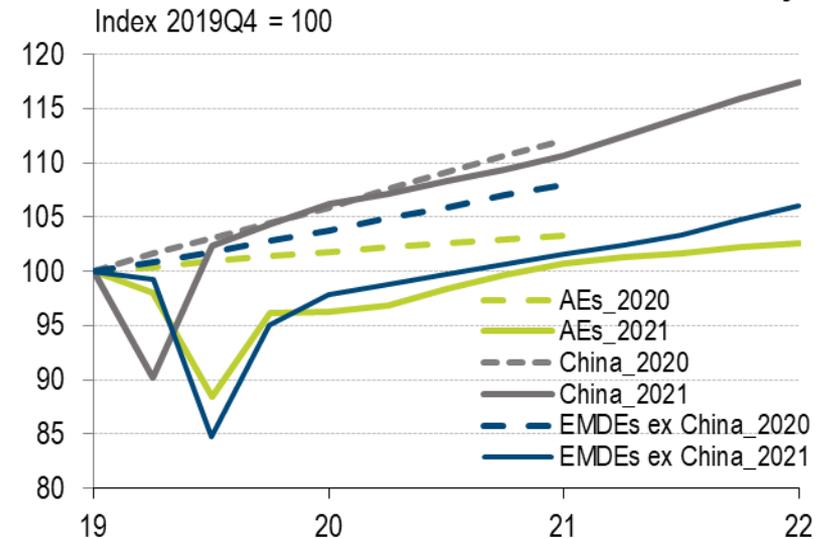
	2020	2021 (f)	2022 (f)
World	-3,5	5,5	4,2
Advanced Economies	-4,9	4,3	3,1
United States	-3,4	5,1	2,5
Japan	-5,1	3,1	2,4
Euro zone	-7,2	4,2	3,6
United Kingdom	-10,0	4,5	5,0
Emerging Economies	-2,4	6,3	5,0
Brazil	-4,5	3,6	2,6
China	2,3	8,1	5,6
India (FY)	-8,0	11,5	6,8
Russia	-3,6	3,0	3,9

*GDP: Gross Domestic Product

Source: IMF World Economic Outlook, January 2021, BNPP AM

Des reprises divergentes

IMF World Economic Outlook Forecasts in January



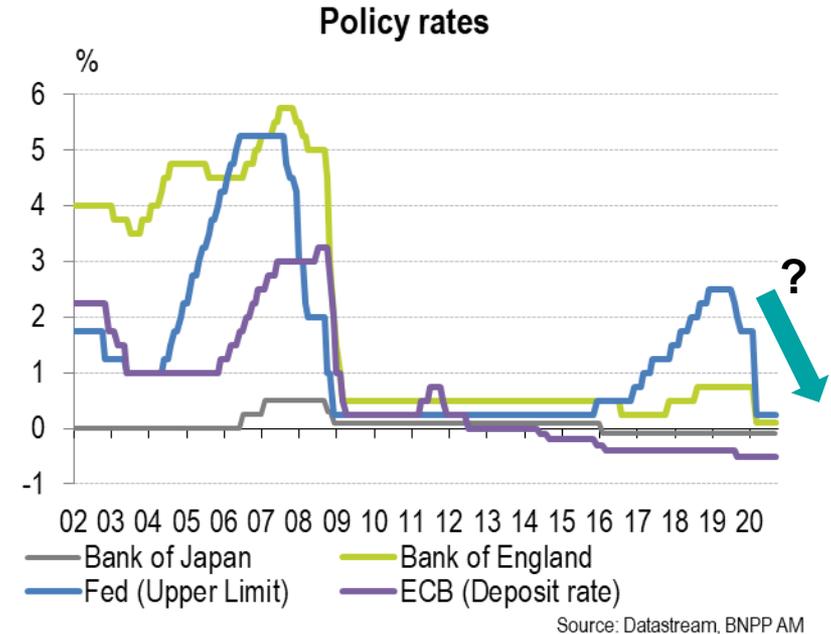
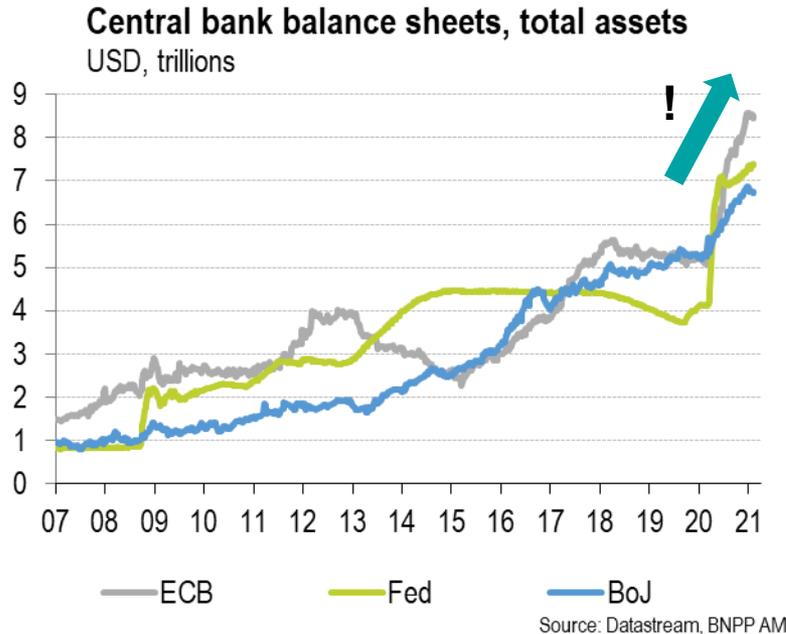
AEs: Advanced economies; EMDEs: Emerging market and developing economies

Source: IMF WEO Update, January 2021, BNPP AM

- L'analyse du FMI rejoint largement celle du consensus et la préconisation rappelle les engagements des banques centrales et des gouvernements : « l'action des pouvoirs publics doit assurer un soutien efficace jusqu'à ce que la reprise soit fermement enclenchée ».

Des politiques monétaires très accommodantes

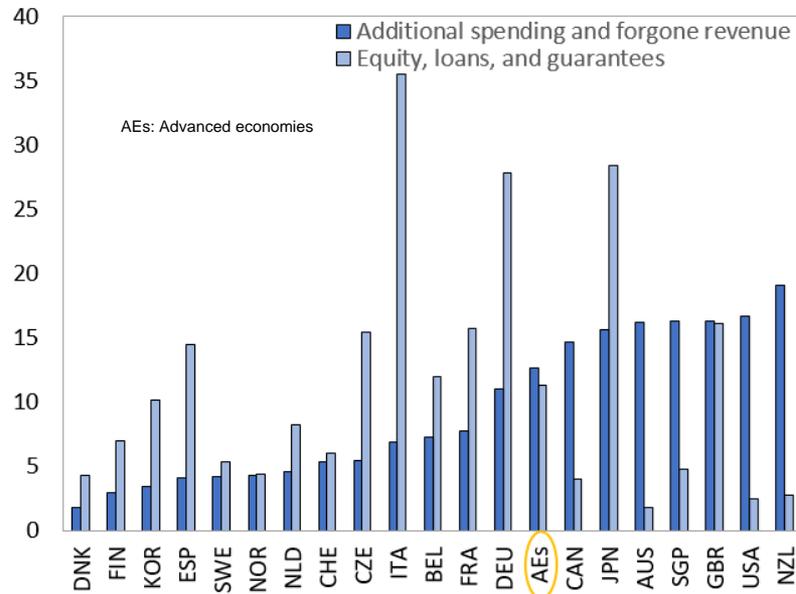
Les achats de titres vont continuer



- Les Banques centrales vont continuer à acheter des titres au moins jusqu'à l'année prochaine. Dans les prochains mois, la Fed devra toutefois s'assurer que les investisseurs ne commencent pas à imaginer que les achats de titres pourraient être réduits avant la fin de l'année (*tapering*).

Des mesures exceptionnelles face à la pandémie...

Réponses budgétaires (% du PIB)



Source: IMF Fiscal Monitor, January 2021, Estimates as of end-December 2020

- Selon les estimations du FMI, la dette publique mondiale atteint 98 % du PIB fin 2020, contre 84 % pour la même date sur la base des projections de l'édition d'octobre 2019 du Moniteur des finances publiques. D'après les projections, les déficits globaux moyens en 2020 s'établiront à 13,3 % du PIB pour les pays avancés et 10,3 % pour les pays émergents avant de refluer à 8,8 % et 8,6 % respectivement en 2021.

... et encore davantage aux Etats-Unis

Le projet de l'Administration Biden

Provision	Deficit Impact
Provide \$1,400 per person "Recovery Rebates" on top of the \$600 already issued	\$465 billion
Provide aid to state and local governments	\$350 billion
Increase Unemployment Insurance supplement to \$400/week and extend emergency UI provisions through September	-\$350 billion
Provide funding for a national vaccination program, testing, and other COVID containment efforts	\$160 billion
Fund school reopening and increase funding to schools and colleges	\$170 billion
Expand the Child Tax Credit to a refundable \$3,000 per child, \$3,600 for children under 6 (assuming one year)	-\$120 billion
Provide rental and small landlord support	\$30 billion
Provide support to childcare providers	\$25 billion
Other policy changes	-\$200 billion
Total Reported Cost	\$1.9 trillion

Source: www.crfb.org, Committee for a Responsible Federal Budget, February 2021,

Consensus

	GDP YoY %			Inflation YoY %		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Developed Economies	-5,0	4	3,5	1,0	1,7	1,8
USA	-3,5	4,1	3,4	1,2	2,2	2,1
Canada	-5,6	4,5	3,9	0,7	1,7	1,8
Eurozone	-7,2	4,3	4,0	0,3	1,0	1,2
Germany	-5,0	3,5	3,8	0,4	1,3	1,4
France	-9,0	5,8	4,0	0,5	1,0	1,1
Italy	-9,0	4,8	3,9	-0,2	0,6	0,8
Spain	-11,0	6,0	5,6	-0,3	0,7	1,1
UK	-10,6	4,6	5,7	0,9	1,5	1,9
Switzerland	-3,4	3,3	2,7	-0,7	0,2	0,5
Japan	-5,3	2,6	2,0	0,0	0,0	0,5
Australia	-2,8	3,7	3,3	0,9	1,6	1,6
Developing Economies	-0,6	5,2	5,1	3,1	3,4	3,5
China	2,3	8,4	5,5	2,5	1,5	2,3
India (FY)	-8,0	9,2		6,4	4,6	
South Korea	-1,0	3,4	2,7	0,7	1,1	1,4
Taiwan	3,0	3,7	2,7	-0,2	1,0	1,2
Argentina	-10,5	4,8	2,5	42,0	47,0	40,0
Brazil	-4,5	3,5	2,5	3,2	3,8	3,5
Mexico	-8,7	3,6	2,5	3,4	3,5	3,5
Russia	-3,1	3,0	2,5	3,4	3,9	3,8
Turkey	0,7	4,0	4,1	12,3	13,5	10,3

Source: Bloomberg Consensus Forecasts as of 9 February 2021, BNPP AM

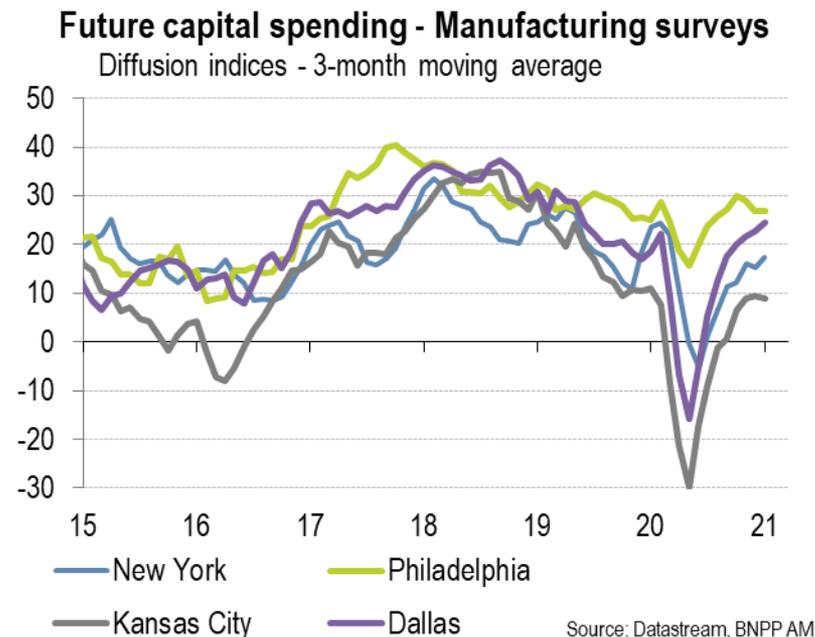
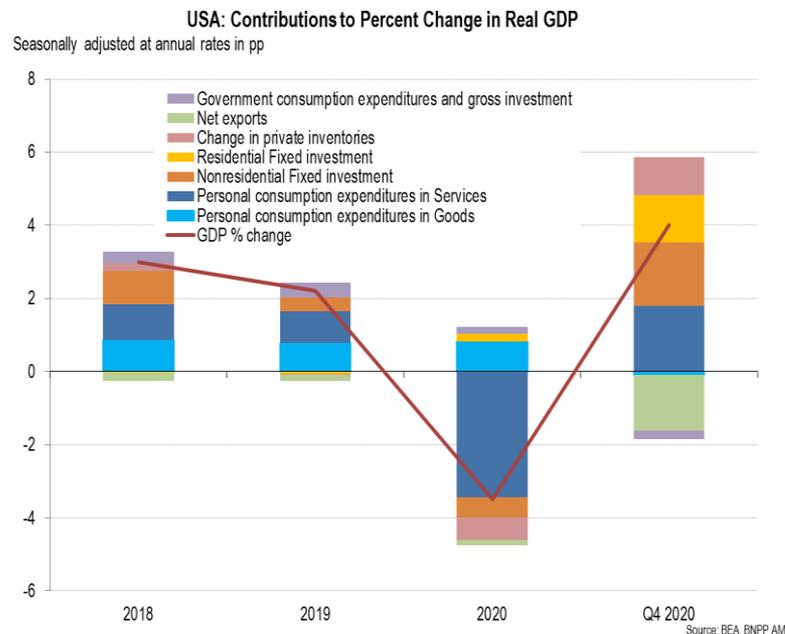


ETATS-UNIS :

« ACT BIG » POUR SOUTENIR L'ÉCONOMIE

Etats-Unis : PIB en hausse au 4^e trimestre

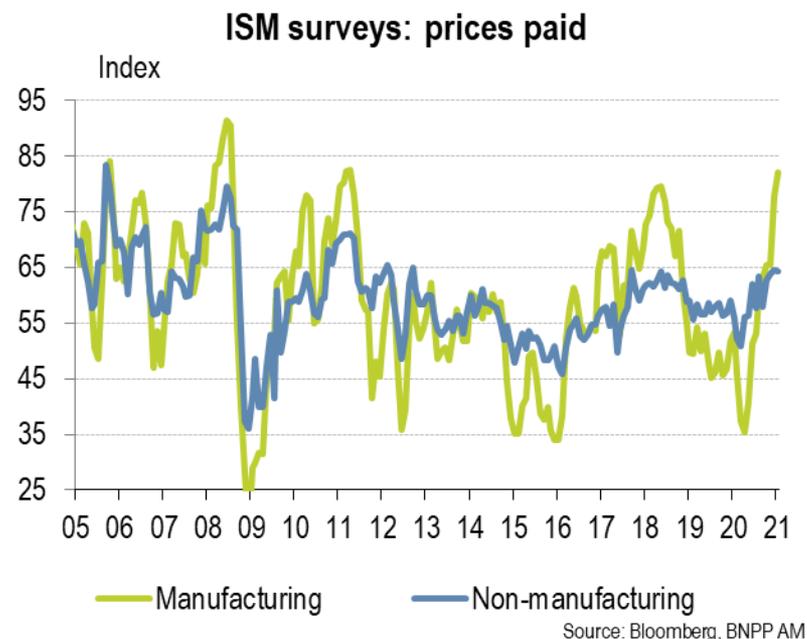
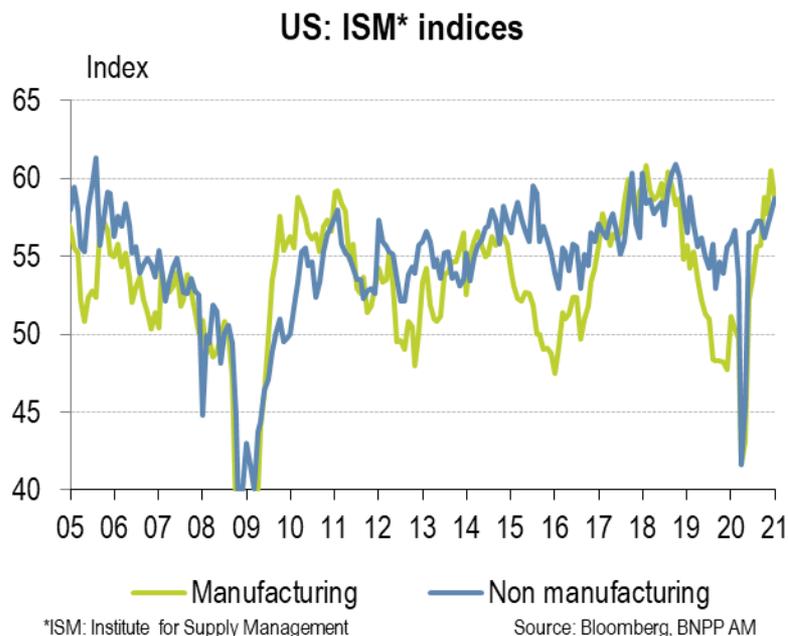
+4,0 % en rythme annualisé ; -3,5 % en 2020



- La composition de la croissance au 4^e trimestre est assez favorable. L'investissement productif et résidentiel a progressé et les perspectives restent encourageantes début 2021.
- La hausse des revenus des ménages, malgré la dégradation de l'emploi en décembre, traduit l'importance des transferts sociaux.

Etats-Unis : enquêtes d'activité solides

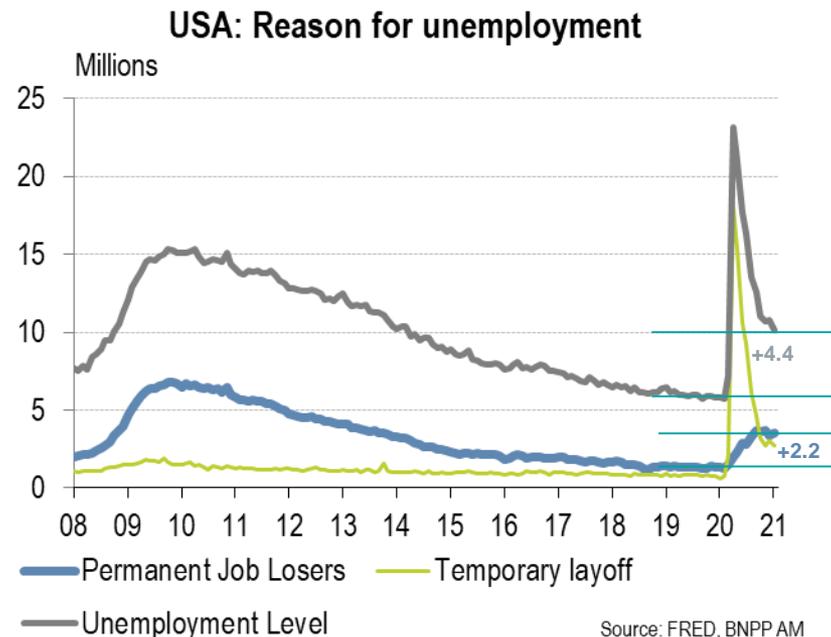
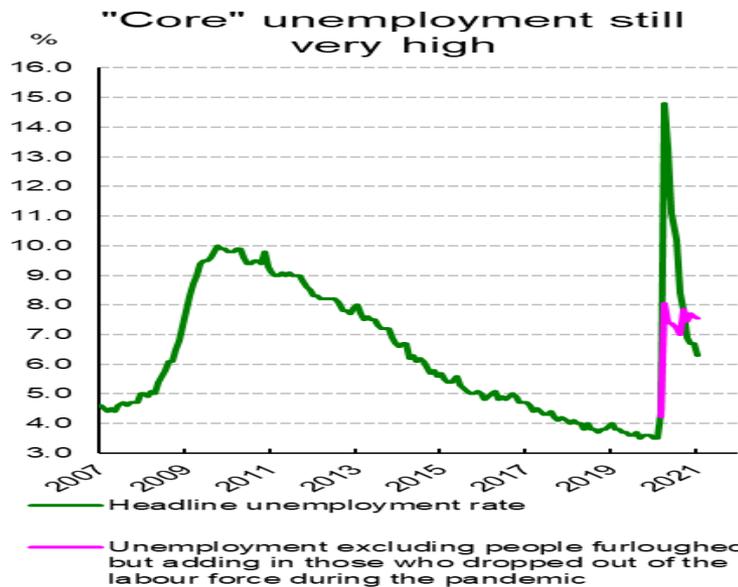
A surveiller : pressions sur les prix ?



- L'indice ISM a baissé en janvier dans le secteur manufacturier mais a augmenté dans le secteur des services pour s'inscrire à son plus haut niveau depuis février 2019. Les niveaux absolus de ces indices restent très solides. La composante « prix payés » a connu une vive augmentation en janvier dans le secteur manufacturier ce qui devrait se traduire par une hausse des prix à la production.

Etats-Unis : la reprise de l'emploi s'essouffle

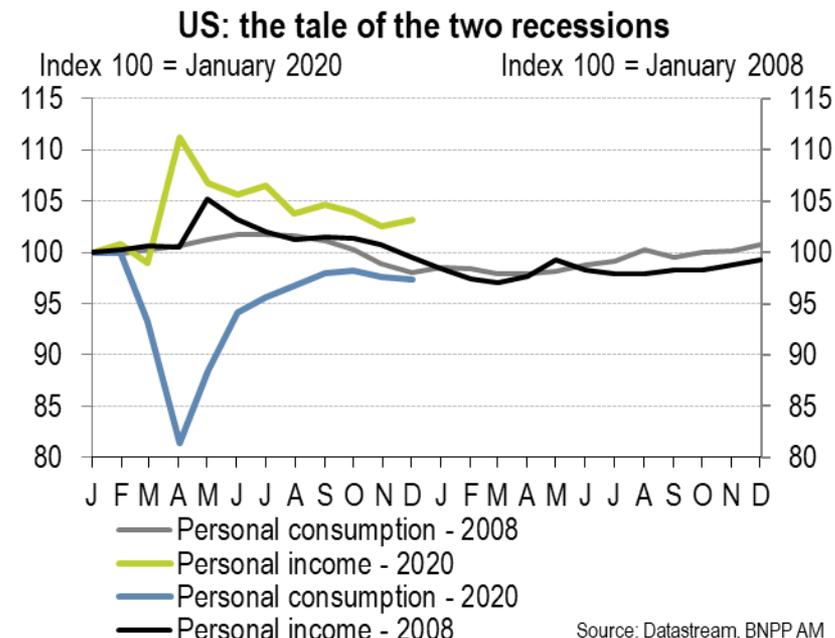
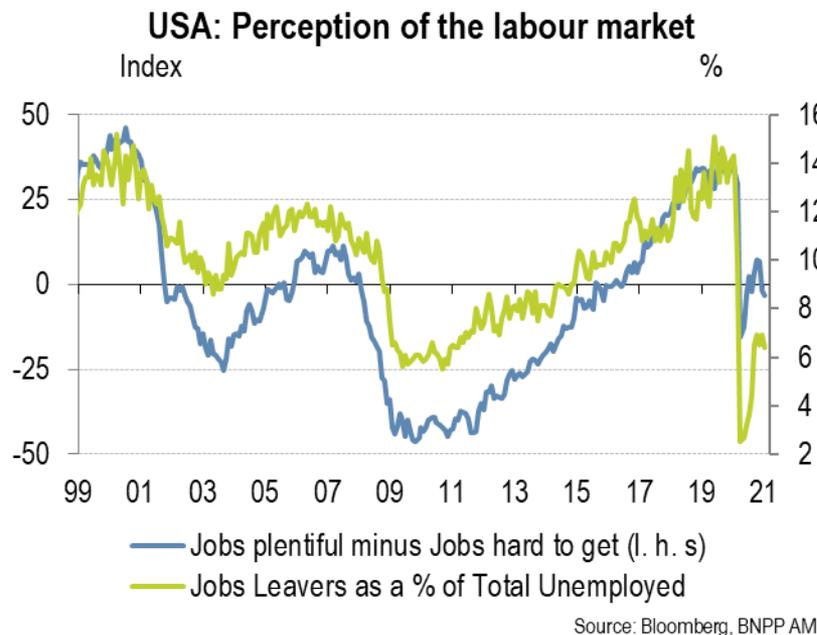
« Le vrai taux de chômage est proche de 10% ». J. Powell



- Le rapport sur l'emploi en janvier a déçu : avec 49 000 créations nettes (105 000 attendues par le consensus) et des destructions nettes de 227 000 en décembre (140 000 en première estimation), l'emploi non agricole se situe 9,6 millions sous le niveau qui prévalait en janvier 2020. La baisse du taux de chômage de 6,7 % à 6,3 % le laisse largement au-dessus de son niveau prépandémique (3,5 % en février 2020).

Etats-Unis : quid des ménages ?

Confiance et emploi



- Le niveau moyen de l'épargne des ménages a augmenté de 1 650 milliards de dollars entre 2019 et 2020, ce qui représente 8 % du PIB. Cette épargne est très inégalement répartie dans la population et ne constitue donc pas un « réservoir » pour la consommation à venir.

Fed : ne parlez pas de « tapering » !

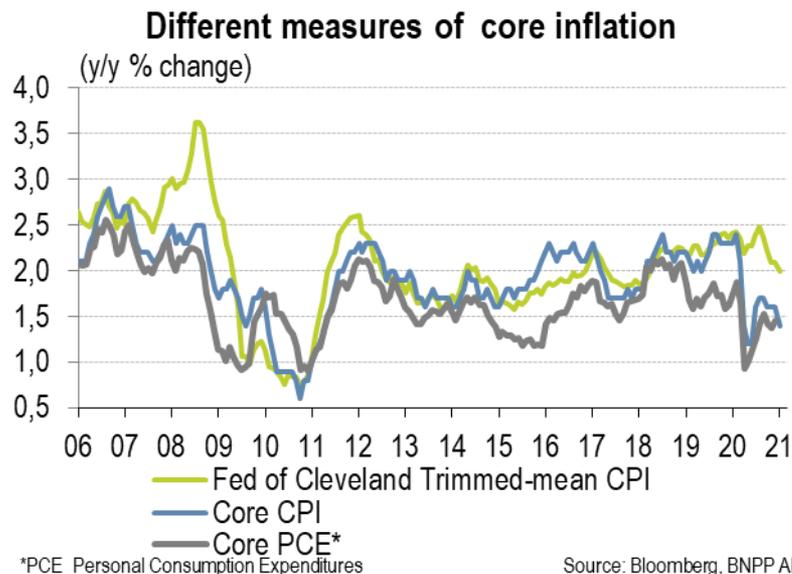
Le ciblage flexible de l'inflation moyenne n'est pas anodin

Soudain, au printemps 2013



Source: Datastream, BNPP AM

Pas de dérapage de l'inflation



Source: Bloomberg, BNPP AM

- Jerome Powell a précisé fin janvier qu'il est prématuré de penser à réduire le soutien monétaire et que les éventuelles conséquences inflationnistes du soutien budgétaire massif ne doivent pas inquiéter.

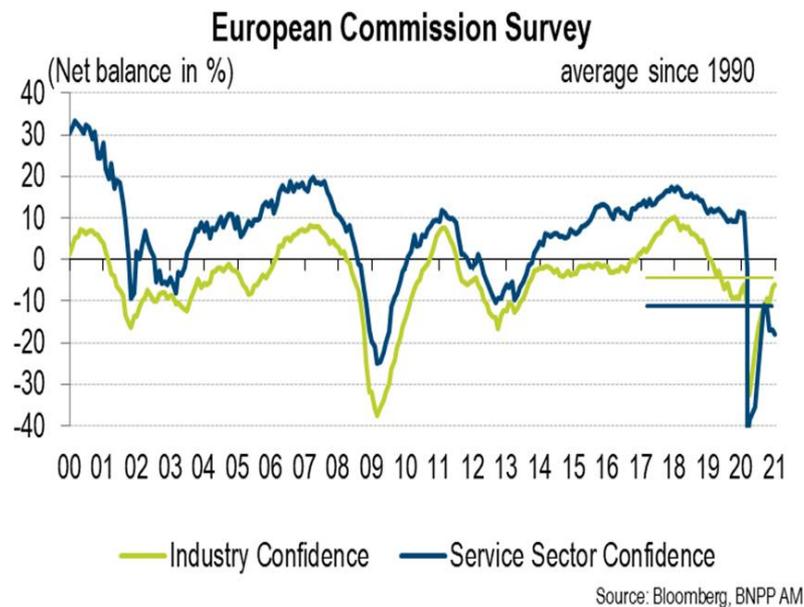


ZONE EURO :

**LA REPRISE EST UN PEU RETARDÉE
MAIS LA LUMIÈRE EST AU BOUT DU
TUNNEL**

Zone euro : conséquences du reconfinement

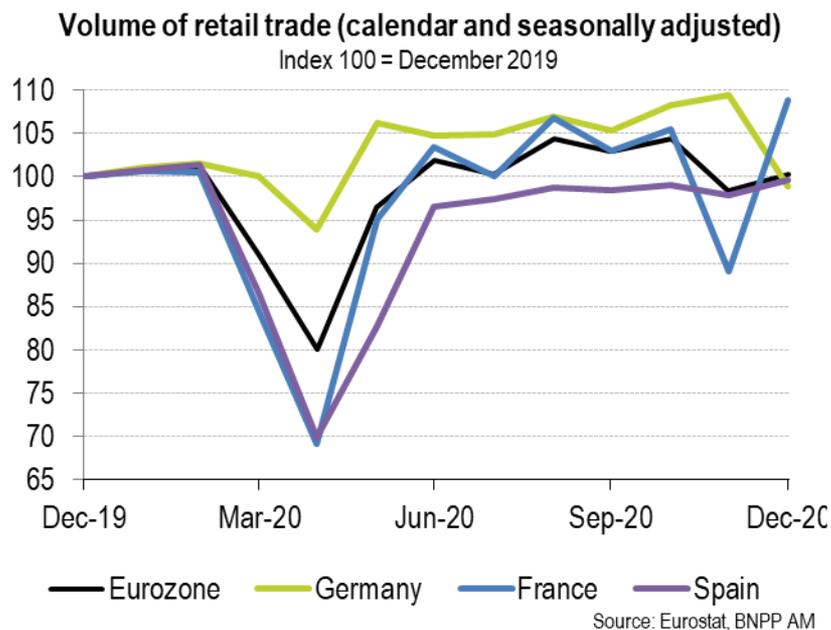
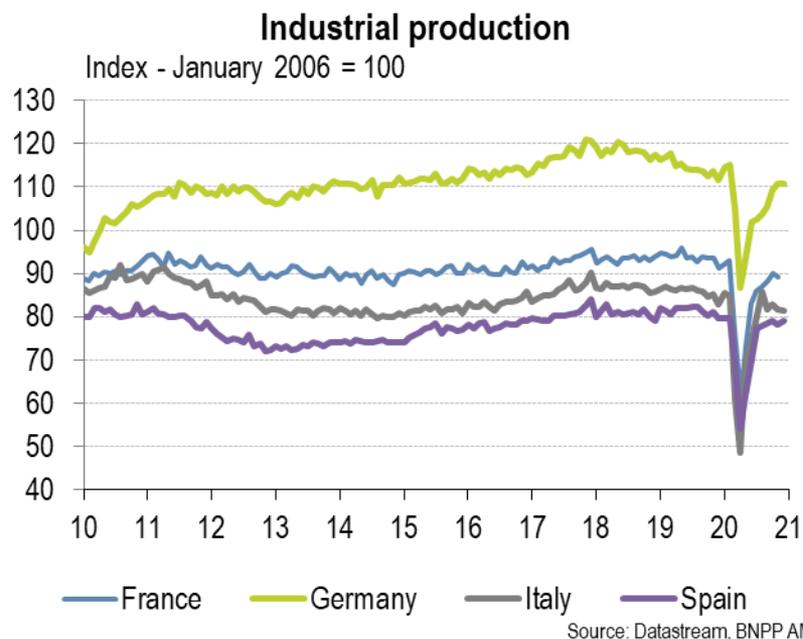
Différences entre l'industrie et le commerce de détail



- En janvier, le sentiment économique mesuré par la Commission européenne s'est légèrement replié sous l'effet d'une baisse de la confiance dans le commerce de détail et dans les services. La baisse a été marquée en France et en Allemagne.

Zone euro : données objectives peu concluantes

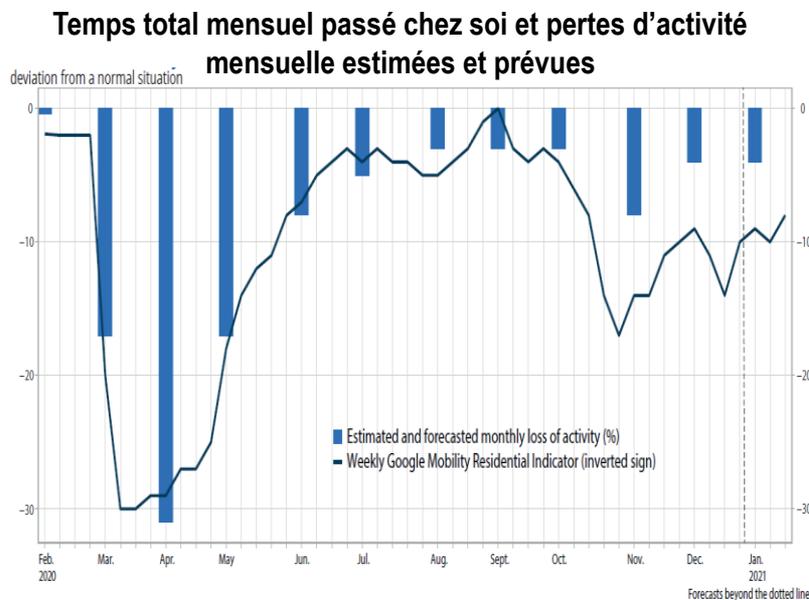
Consommation toujours soumise aux conditions sanitaires



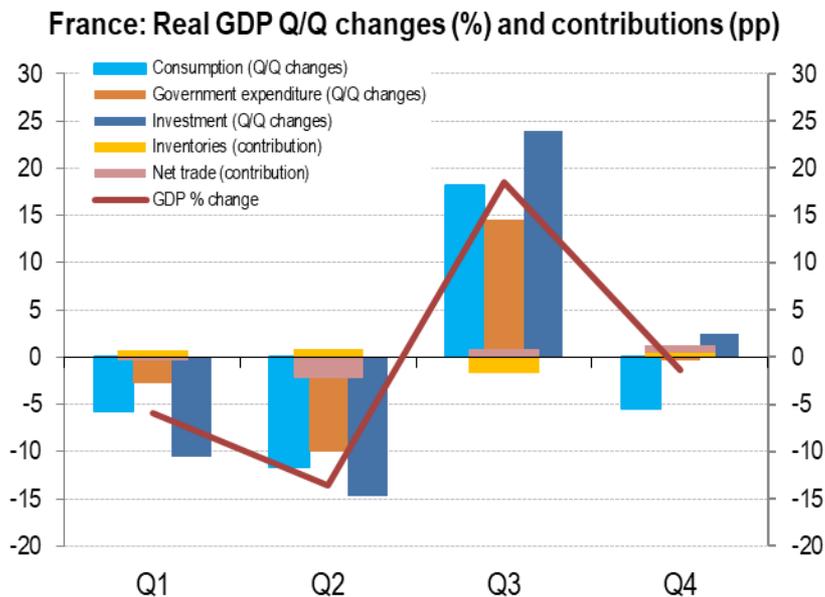
- L'activité industrielle en Allemagne a été mitigée en décembre. La baisse des carnets de commandes provient des biens d'équipement alors que la demande pour les biens de consommation est en hausse. La production et les ventes ont continué à progresser. Les ventes au détail fin 2020 reflètent les modifications des restrictions sanitaires.

Zone euro : l'impact des restrictions est moindre

L'exemple français



Source: INSEE Economic Outlook as of 04/02/2021

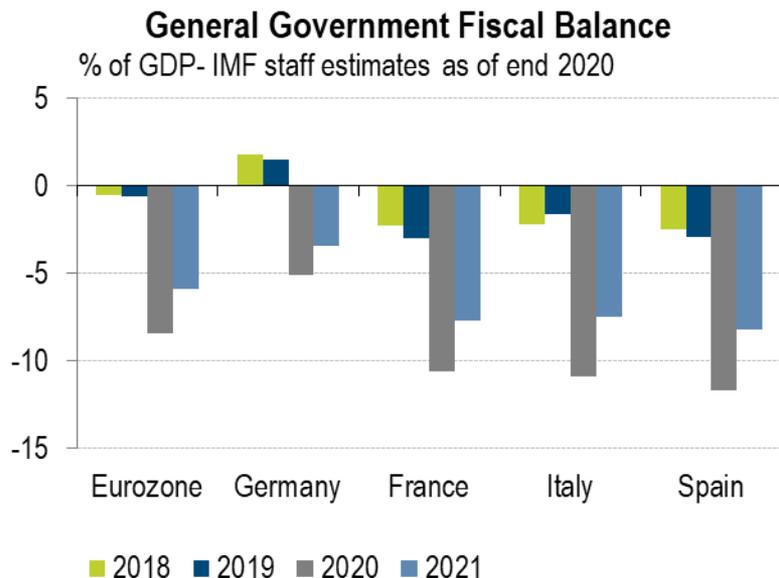


Source: INSEE, BNPP AM

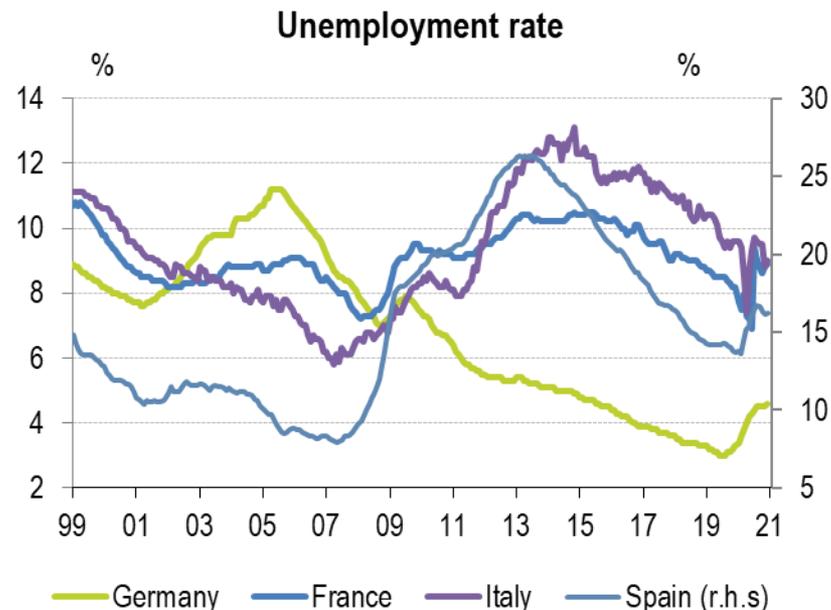
- La perte d'activité au 4^e trimestre est marquée par le confinement en vigueur de fin octobre jusqu'à mi-décembre et par les couvre-feux mis en place au cours des mois d'octobre et décembre. L'effet de ces mesures se traduit principalement dans les dépenses de consommation des ménages.

Zone euro : marché du travail

Des soutiens restent nécessaires



Source: IMF, Fiscal Monitor Update, January 2021, BNPP AM

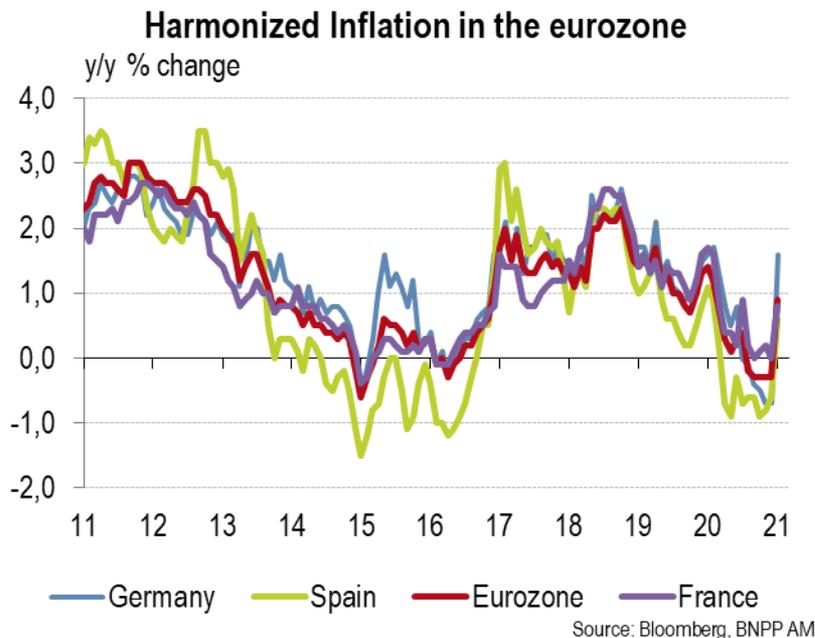


Source: Datastream, BNPP AM

- Entre décembre 2019, le taux de chômage de la zone euro s'établissait à 7,9 %. Il est remonté à 8,7 % en juillet puis est retombé à 8,3 % en novembre et décembre. Dans ses prévisions économiques d'hiver, la Commission européenne alerte sur « le risque que la crise laisse des cicatrices plus profondes dans le tissu économique et social, notamment en raison de faillites et de pertes d'emploi massives ».

Zone euro : d'étranges effets sur l'inflation

Attention aux anticipations inflationnistes



- L'interprétation des données sur l'inflation risque de rester très difficile pendant encore quelques mois du fait d'artefacts statistiques (changement de panier de biens et services pour le relevé des prix) ou de facteurs spécifiques. Ces éléments peuvent être importants si des anticipations inflationnistes commencent à perturber les marchés obligataires et à contrecarrer les projets des banques centrales.

BCE : contrôle informel de la courbe des taux et des spreads

Préserver des conditions financières favorables

Des niveaux de taux sous surveillance

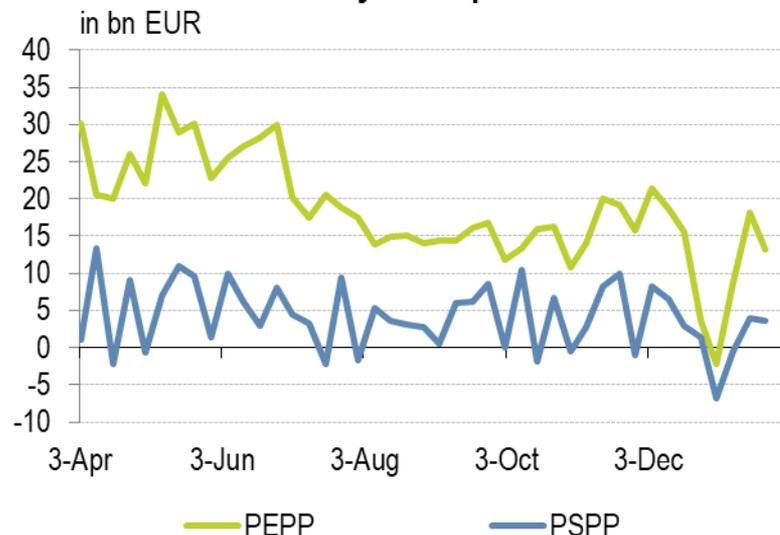
Euro GDP-weighted 10-year yield in %



Source: Bloomberg, Global multi-strategy fixed income Team, BNPP AM

Achats hebdomadaires de la BCE

ECB weekly asset purchases



Source: Bloomberg, BNPP AM

- La BCE répète qu'elle restera présente sur les marchés jusqu'en mars 2022 au moins. Elle a précisé qu'elle considère que « le rebond plus marqué que prévu de l'inflation en janvier occulte une faible dynamique sous-jacente » et qu'il ne devrait être que temporaire.



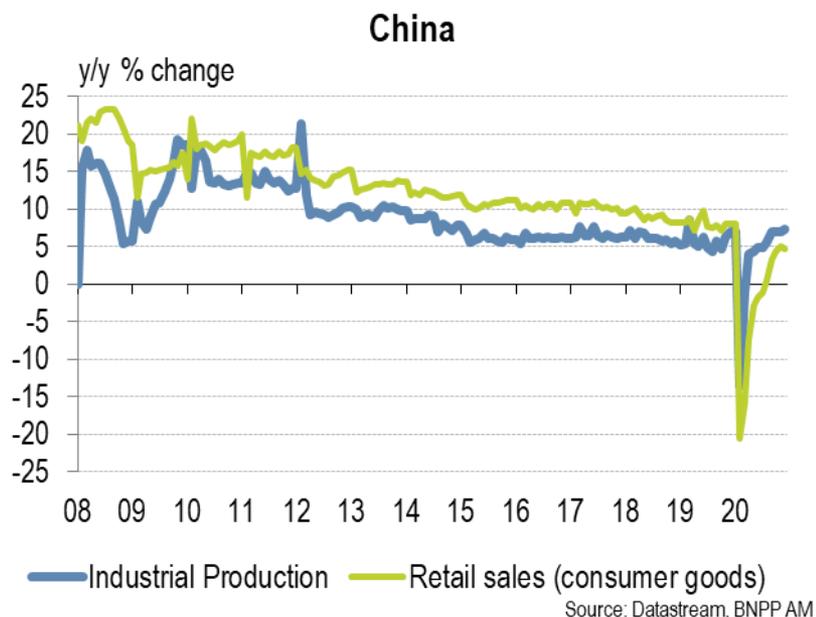
CHINE

LÉGER TASSEMENT FIN 2020 – D'IMPORTANTES MARGES DE MANŒUVRE

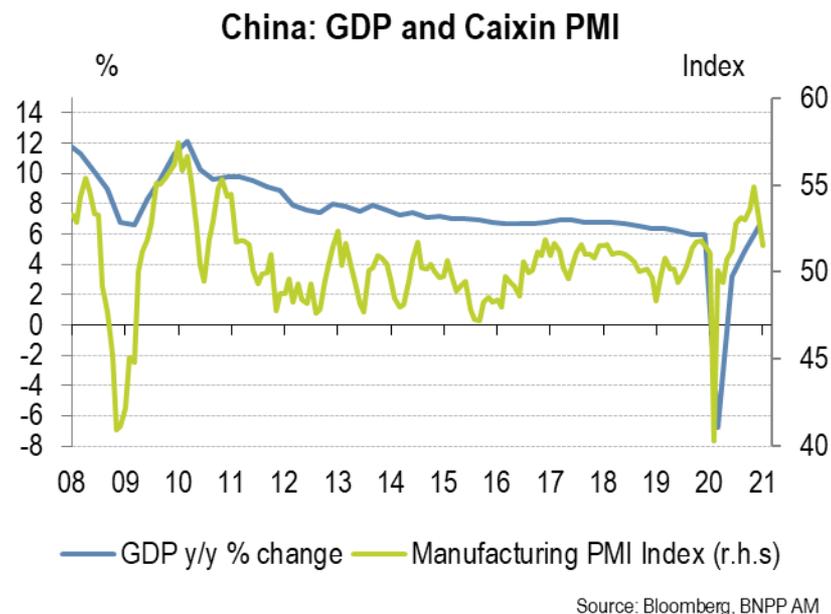
Dynamique favorable pour l'économie chinoise...

... mais les reconfinements peuvent peser sur la reprise

Inflexion des ventes au détail fin 2020...



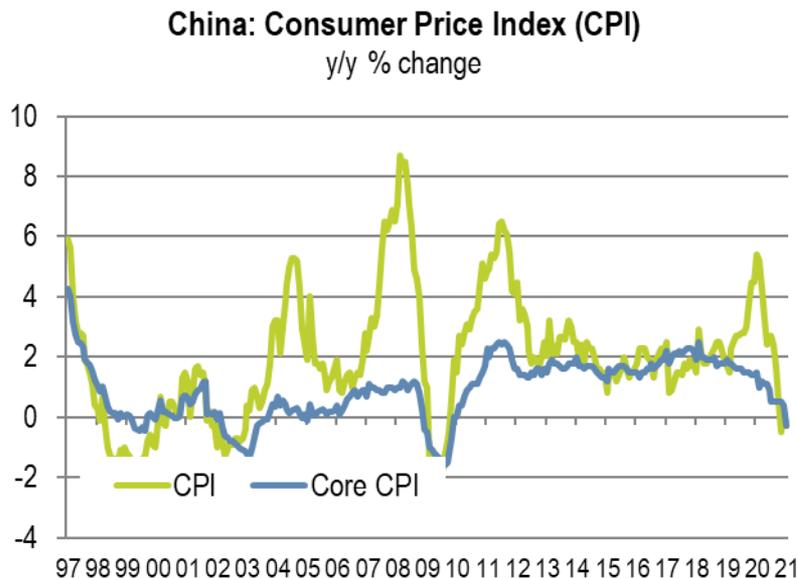
... et des enquêtes d'activité début 2021



- La croissance du PIB au 4^e trimestre a surpris à la hausse mais la dynamique s'est un peu essoufflée en fin d'année et début 2021 en raison des restrictions prises suite à la découverte de foyers épidémiques. Les festivités du Nouvel An lunaire vont rendre les statistiques moins pertinentes dans les prochaines semaines.

Chine : pas d'inflation, pas de resserrement monétaire

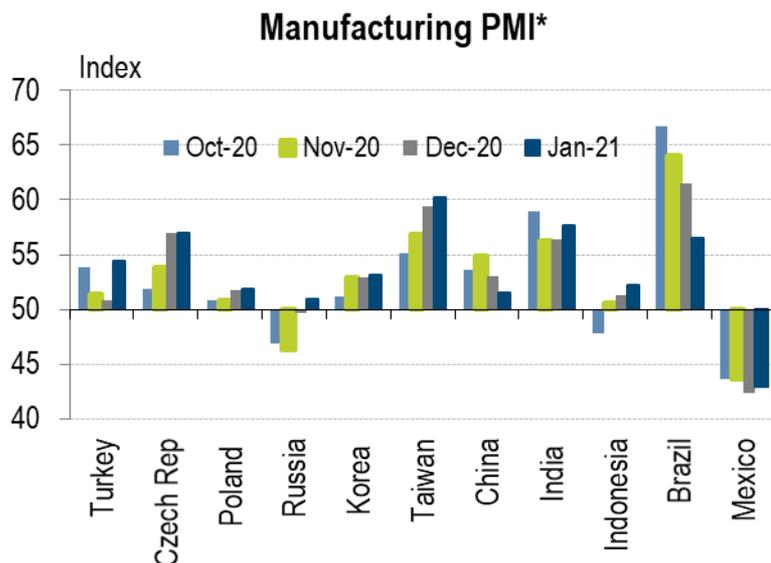
Pas de dogmatisme monétaire



- En termes réels, les taux directeurs de la banque centrale (PBoC) sont revenus dans le haut de l'intervalle des dernières années. La baisse de l'inflation explique ce résultat mais rend peu probable une hausse des taux à brève échéance. Dans les prochains mois, la PBoC va conserver un équilibre entre encourager le désendettement et conserver assez de liquidités dans le système pour soutenir l'économie.

Zones émergentes : l'Asie nettement en tête

Les exportations sont dynamiques



*PMI: Purchasing Manager Index

Source: Markit, BNPP AM

Source: BNPP AM Macro Research Team as of 08/02/2021

- Les exportations en provenance d'Asie émergente profitent de la reprise du commerce mondial avec une forte demande pour les semi-conducteurs. Un découplage très net se met en place avec les autres zones émergentes.
- A surveiller : l'émergence de pressions inflationnistes dans certains pays (Argentine, Turquie).

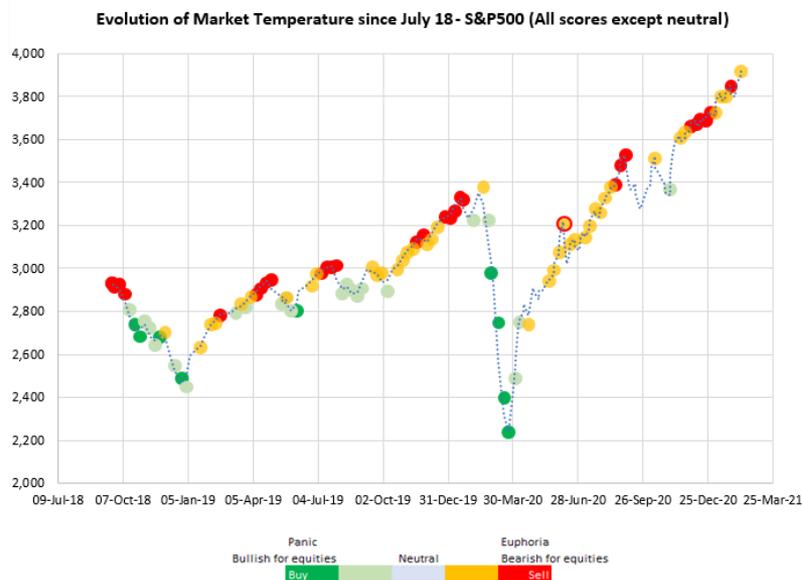


ÉLÉMENTS SUR LES CLASSES D'ACTIFS

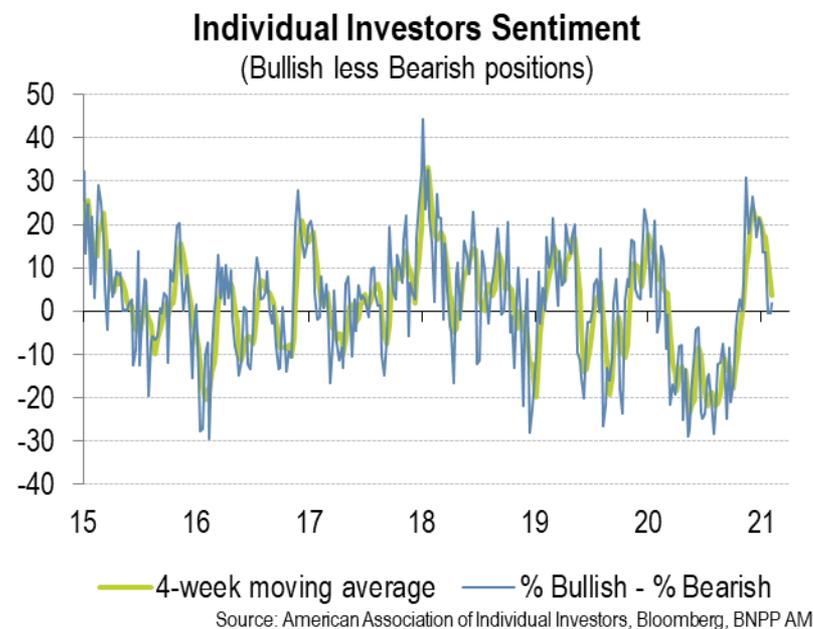
Pas encore de signal d'achat technique

Configurations porteuses à moyen terme

Signal neutre/prudent après les variations atypiques de fin janvier



Retour à la normale sur les indicateurs de court terme



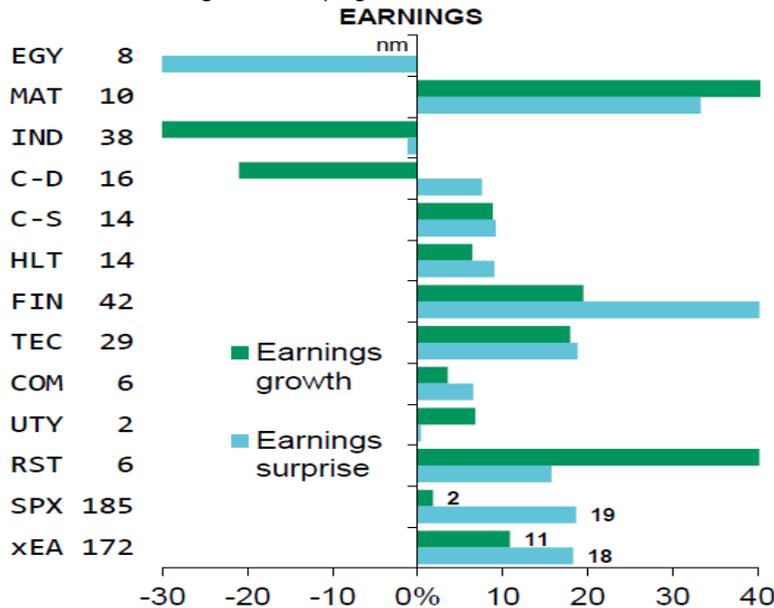
- Après les mouvements provoqués par la hausse exponentielle de certains titres fin janvier (petites capitalisations délaissées jusque-là, peu liquides et faisant l'objet de ventes à découvert), notre indicateur de « température » des marchés est rapidement revenu à la neutralité avant d'envoyer un signal un peu plus prudent mais loin d'être extrême.

Actions : une bonne saison de résultats

Bénéfices par actions

MSCI USA : résultats du 4^e trimestre

xEA : hors énergie et compagnies aériennes

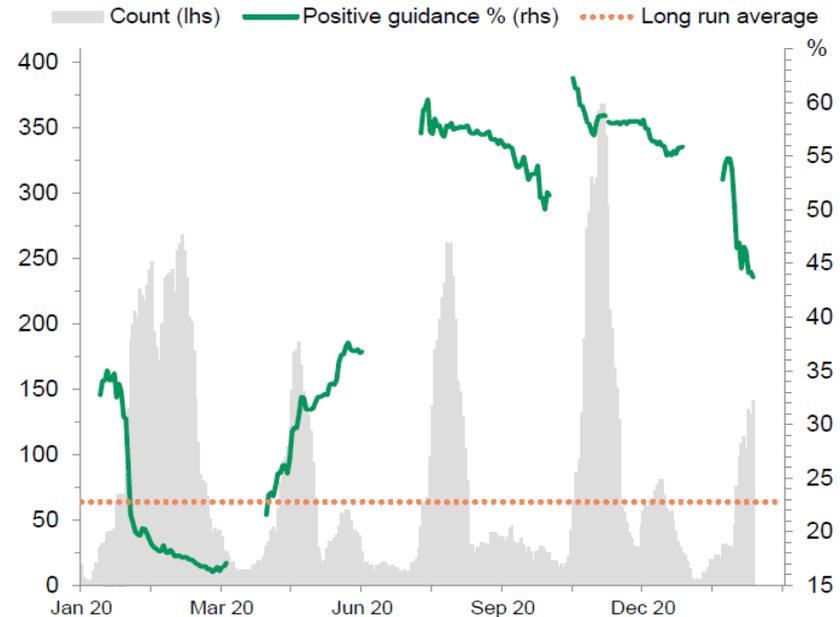


Source: IBES, BNPP AM as of 31/01/2021

Des indications favorables (*Guidance*)

Positive earnings guidance as percent of total

Calculated from 1997, five-day moving average



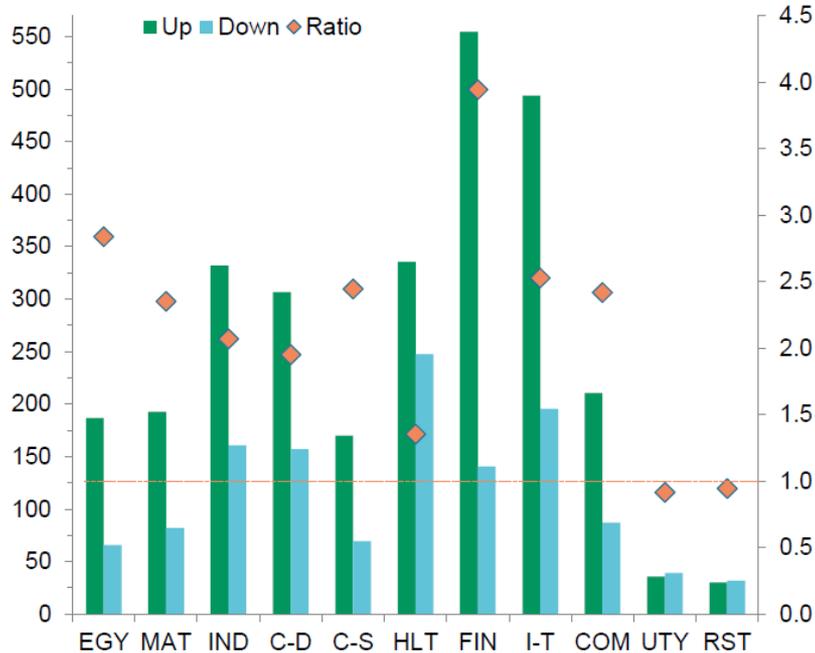
Source: Bloomberg, BNPP AM as of 07/02/2021

- Les indications des entreprises sur leurs bénéfices futurs (*Guidance*) sont positives à plus de 45 %, bien supérieures aux 23 % habituels. Il convient toutefois de faire preuve d'une certaine prudence, car de nombreuses entreprises sont toujours réticentes à fournir des orientations compte tenu des incertitudes entourant la pandémie, les vaccins et la relance budgétaire.

Actions : perspectives bénéficiaires revues à la hausse

MSCI USA

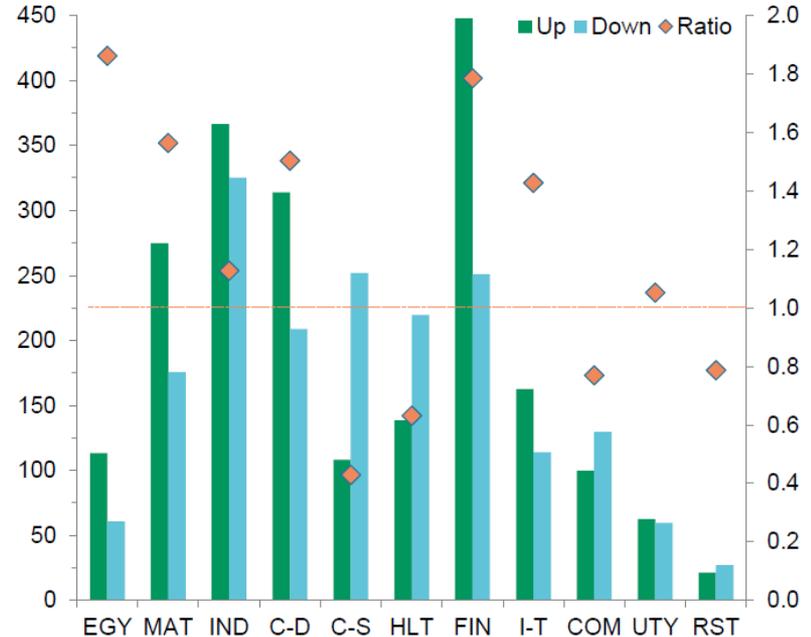
Last 30 days; number of upward and downward revisions and ratio



Source: Factset, BNPP AM as of 07/02/2021

MSCI Europe

Last 30 days; number of upward and downward revisions and ratio

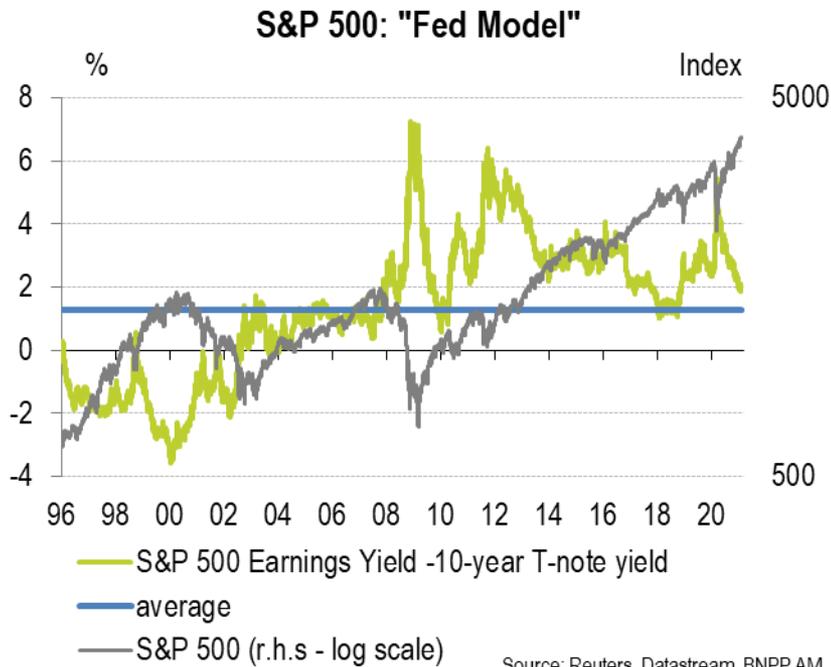


Source: Factset, BNPP AM as of 07/02/2021

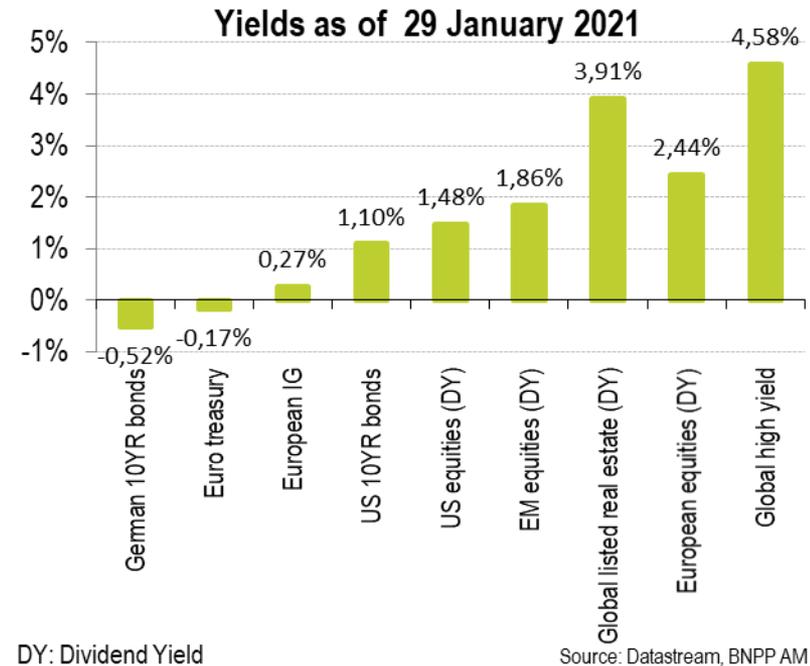
- Pour les entreprises américaines, le ratio des révisions positives/négatives est compris entre 1 et 2 car les analystes prennent en compte les mesures de relance proposées par l'administration Biden.

Actions : les valorisations relatives sont attractives

Les taux longs bas soutiennent la valorisation des actions américaines



Rendements en %



- Du fait du très bas niveau des taux longs, en nominal comme en réel, les actions restent attractives malgré des indices au plus haut et des valorisations absolues tendues, en particulier sur certains secteurs.

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*	0.4	0.0	2.2	0.8	0.6	1.1	-3.1	-0.4
Japan	3.0	na	-1.5	-0.3	0.1	-0.1	0.1	0.7
United States	2.0	1.8	2.1	2.7	2.9	3.0	-1.0	1.2
US broad tech	2.0	1.8	2.3	3.4	3.0	2.0	1.4	0.5
US ex-broad tech	1.5	1.2	1.1	1.9	2.6	2.3	-2.3	0.9
EM	1.5	na	1.5	2.5	3.0	5.2	-0.1	1.6
DM	1.5	na	1.5	2.9	3.2	2.7	-0.7	1.2
Europe	0.8	0.9	0.2	1.4	2.7	1.3	2.9	1.3

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
1.6	1.8	1.1	0.1	1.0	2.9	3.4	0.8	-0.0	0.4	1.6	0.8	1.6	2.0

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

Data as at 12 February 2021. *US ex-broad tech. Note: Energy is on FY3 earnings. Broad tech (BT) includes information technology sector, internet & direct marketing retail, movies & entertainment, and interactive media services. STM = second twelve months, 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.

Obligations gouvernementales

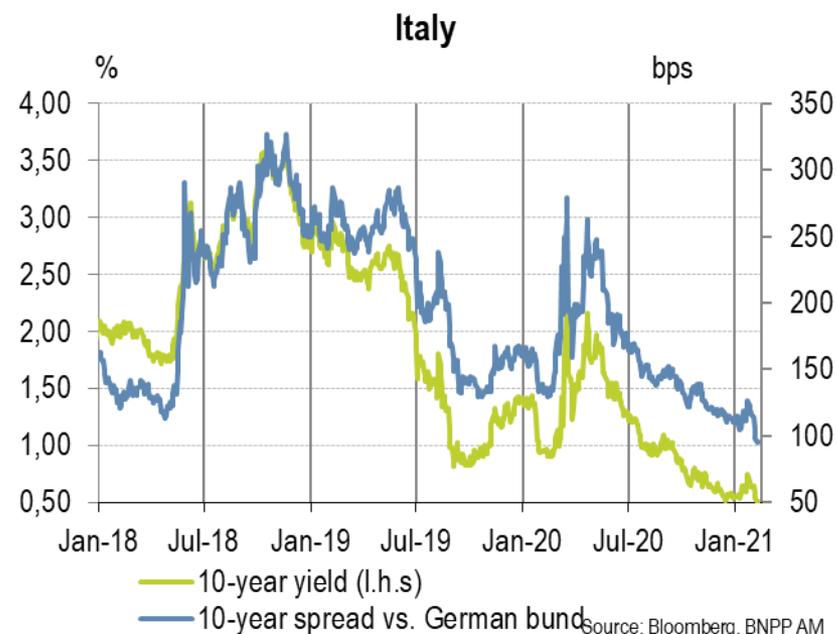
Tensions sur les taux longs : jusqu'où ?

Le découplage n'est pas aisé mais la BCE peut aider



Source: Bloomberg, BNPP AM

Super Mario II : le retour



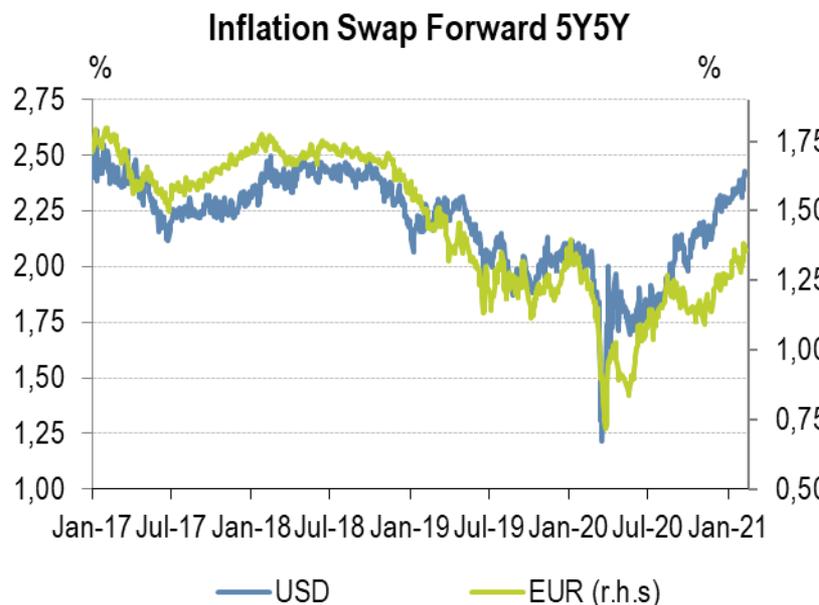
Source: Bloomberg, BNPP AM

- Les obligations gouvernementales américaines ont connu une légère dégradation en janvier. Le rendement du T-note à 10 ans (0,91 % fin 2020) a terminé à 1,07 % le 29 janvier, soit une tension de 16 pb. En milieu de mois, il avait retrouvé son plus haut niveau depuis mars 2020 à près de 1,15 % en raison des anticipations concernant les dépenses budgétaires.

Obligations gouvernementales

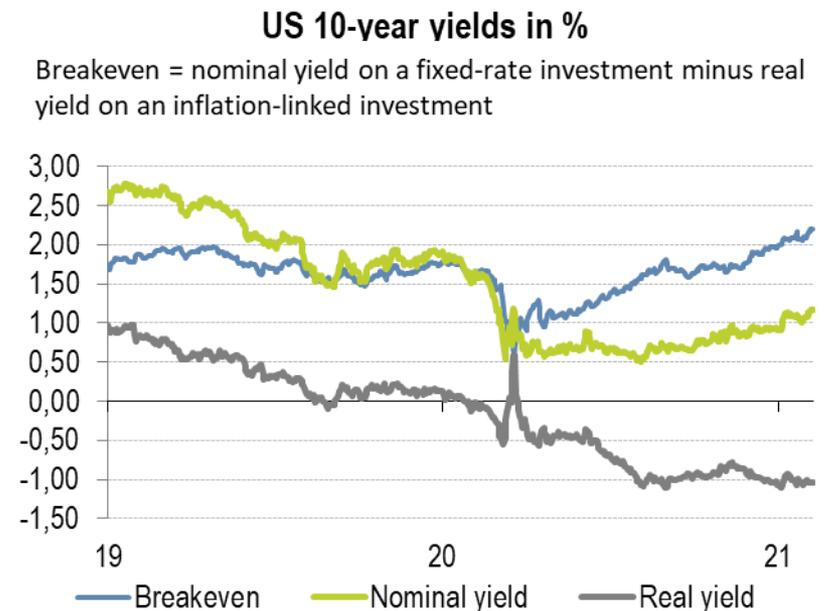
Les anticipations d'inflation ont continué à monter

Anticipations de marché à 5 ans



Source: Bloomberg, BNPP AM

Points morts d'inflation



Source: Bloomberg, BNPP AM

- La progression de la remontée des points morts d'inflation et des anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans (*5Y5Y inflation swap forward*) se poursuit. Les anticipations sur la politique de la Fed seront cruciales pour l'évolution des taux réels.

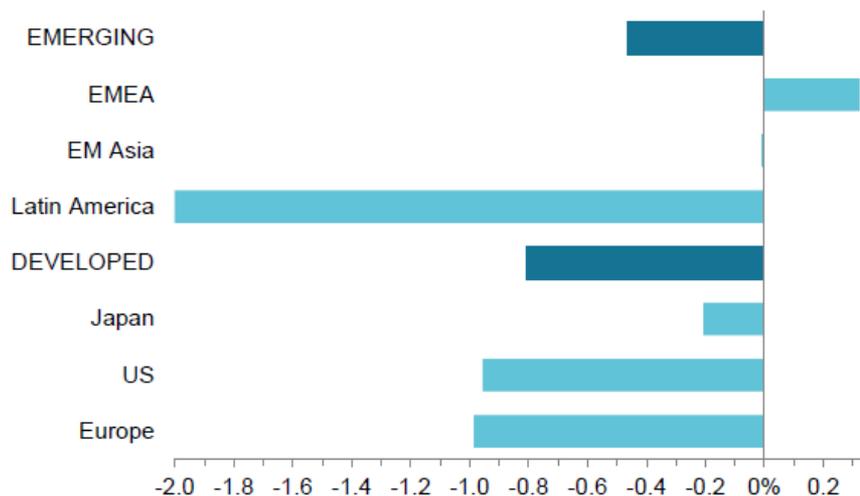
Marchés obligataires

Performances depuis le début de l'année

Vue générale

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

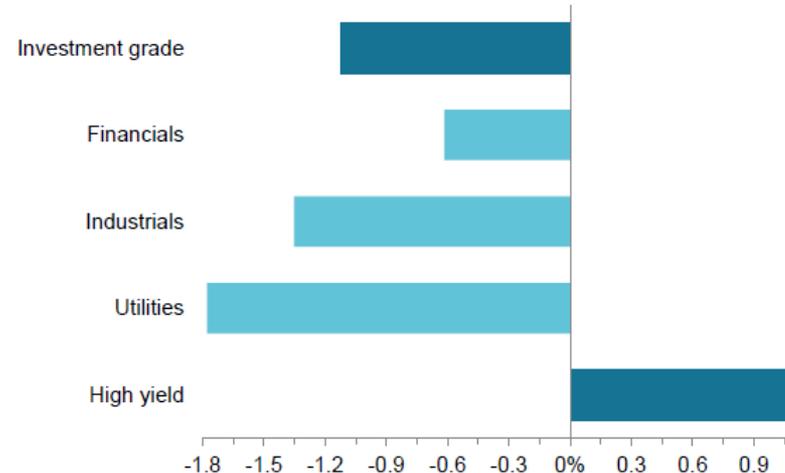
GEOGRAPHY



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 08/02/2020

Obligations d'entreprise

CORPORATES

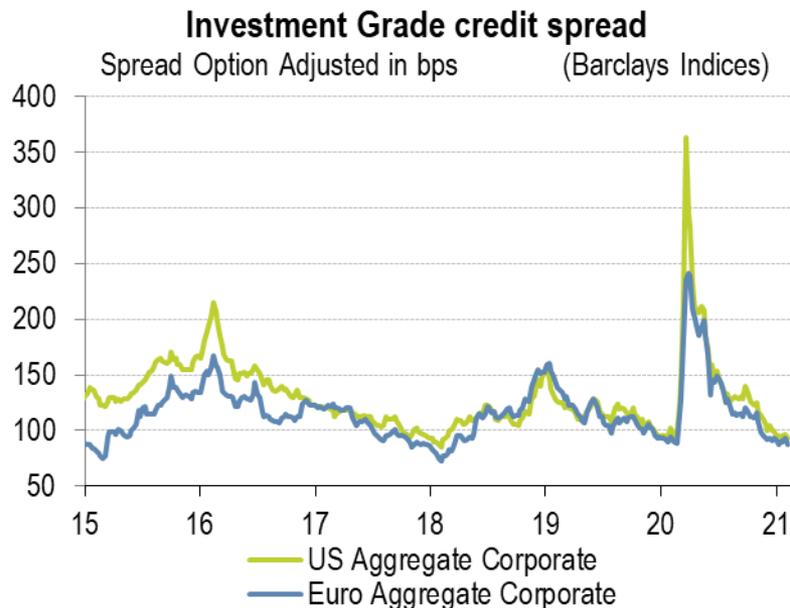


Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 08/02/2020

Marchés obligataires

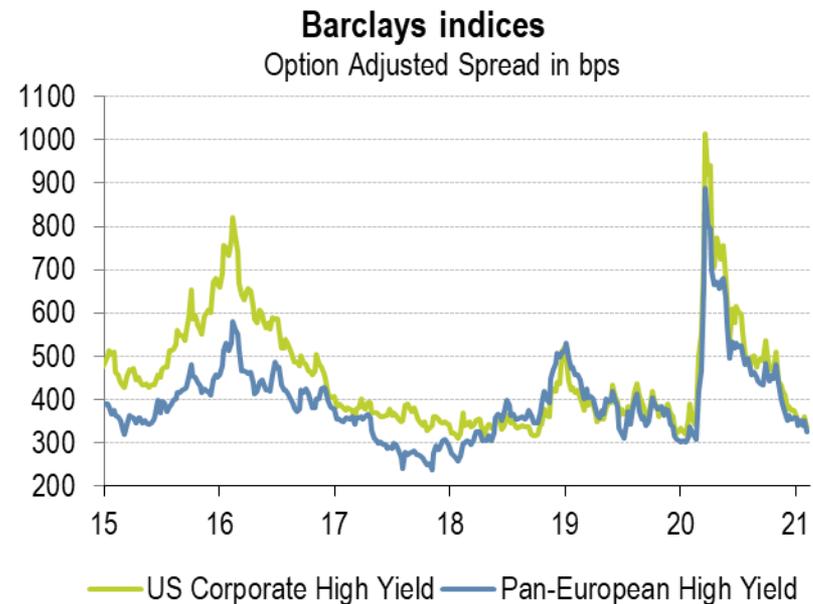
Crédit – Resserrement des spreads

Crédit de qualité (IG)



Source: Bloomberg, BNPP AM

Crédit à haut rendement (HY)



Source: Bloomberg, BNPP AM

- La mise en place de positions en vue du scénario de reflation a soutenu le marché du crédit mais les indices ont été pénalisés fin janvier par les variations erratiques des actions. En raison des tensions constatées sur le rendement des obligations gouvernementales, les spreads de crédit terminent janvier près des niveaux qui prévalaient fin 2020.

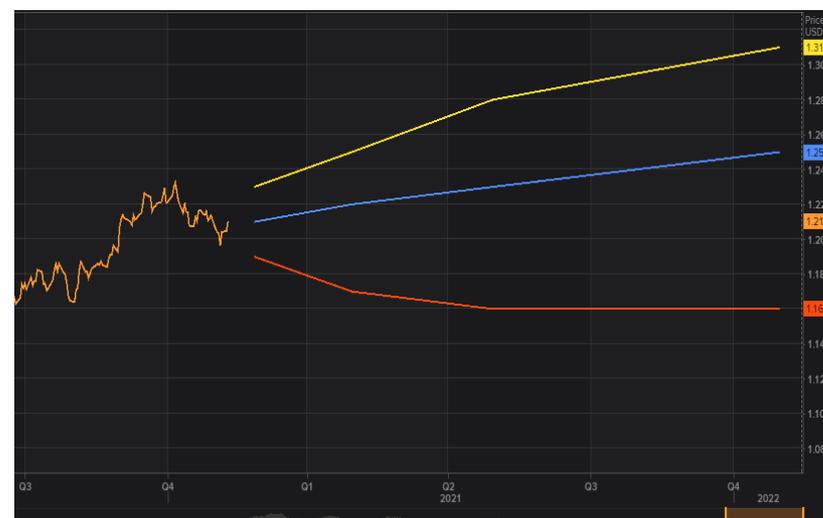
Une position tactique acheteuse sur le dollar contre l'euro

Une hausse rapide de l'eurodollar



Source: Bloomberg, BNPP AM

Consensus EUR/USD trop haussier ?

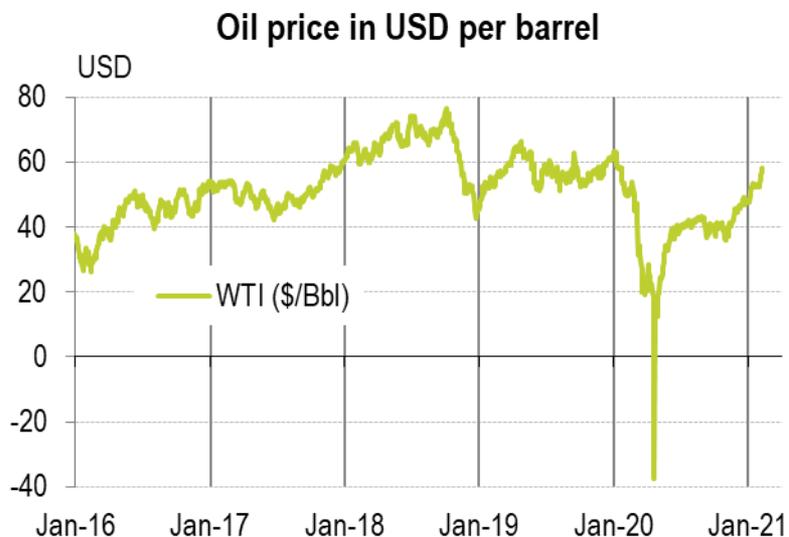


Source: Reuters as of 09/02/2021; Poll date: 04/02/2021

- Les enquêtes d'activité et la perspective d'une relance budgétaire massive aux Etats-Unis ont confirmé que l'écart de croissance entre les Etats-Unis et la zone euro allait rester favorable au dollar tandis que la BCE a rappelé sa vigilance face à l'appréciation de l'euro qui risque de retarder le retour de l'inflation vers l'objectif.

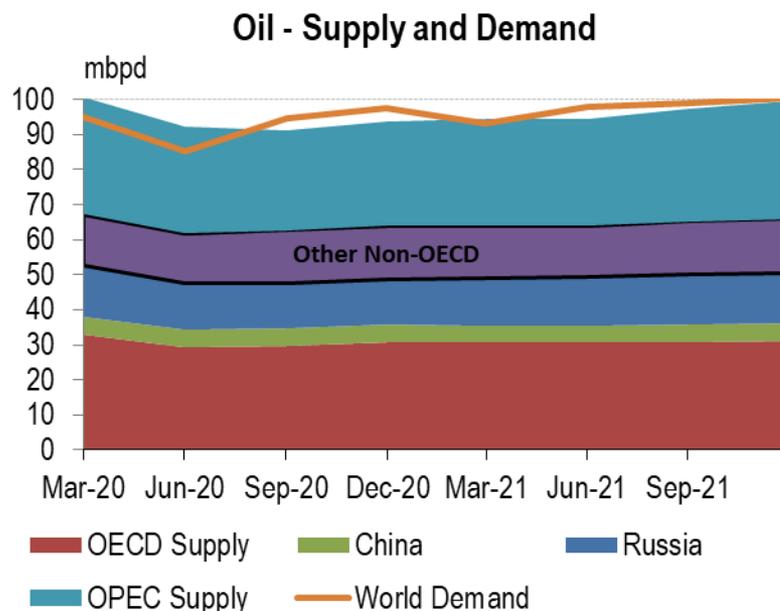
Meilleur contrôle de la production

Le seuil des 60 dollars/baril en vue



Source: Bloomberg, BNPP AM

La reprise soutient la demande



Source: Reuters, EIA, BNPP AM

- Les cours du pétrole ont retrouvé les niveaux observés avant la pandémie suite à la décision de l'Arabie saoudite de réduire unilatéralement sa production d'un million de barils par jour en sus de l'accord de réduction en vigueur.

Allocation tactique de MAQS* – Réactivité et flexibilité

- A court terme, l'épidémie de Covid-19 va rester un élément perturbateur mais le retour à la normale est en vue.
- Les vaccins sont la clé : même si le processus va être long, protéger les plus vulnérables va réduire la pression sur le système hospitalier, ce qui va permettre à l'activité de revenir à la normale.
- Le plan de relance de l'administration Biden va relancer l'activité et entraîner un découplage fiscal entre les Etats-Unis et les autres grands pays développés.
- Relance budgétaire + Politique monétaire accommodante + vaccination: un cocktail favorable pour les actifs risqués à moyen terme. Dans ce contexte, nous avons commencé à renforcer notre exposition sur les actions (qui avait été ramenée à neutre le 11 janvier) en nous repositionnant le 1^{er} février sur les actions émergentes.
- Nous sommes sous-exposés sur les **marchés obligataires** « cœur » de la zone euro. Nous avons adopté une position acheteuse sur les obligations européennes indexées sur l'inflation. Nous conservons une position sur la **dette émergente en devises locales**, le thème de la recherche de rendement restant d'actualité.
- Dans un mouvement tactique, nous avons pris des bénéfices sur notre exposition aux matières premières. L'exposition sur l'immobilier coté européen apporte de la diversification.

*MAQS : Multi Asset, Quantitative and Solutions

Positionnement (Active Asset Allocation) - MAQS



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 1^{er} février 2021

Mention légale

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en février 2021, sauf indication contraire. BNPP AM est la source au 10 février 2021 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