

REVUE DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS

MARS 2021



NATHALIE BENATIA
MARS 2021



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

Sommaire

| | |
|--|----|
| Evolution des marchés | 3 |
| Thèmes du mois | 13 |
| Scénario économique | 21 |
| Etats-Unis | 28 |
| Zone euro | 33 |
| Chine | 42 |
| Eléments sur les classes d'actifs | 46 |
| Allocation tactique de MAQS* | 56 |

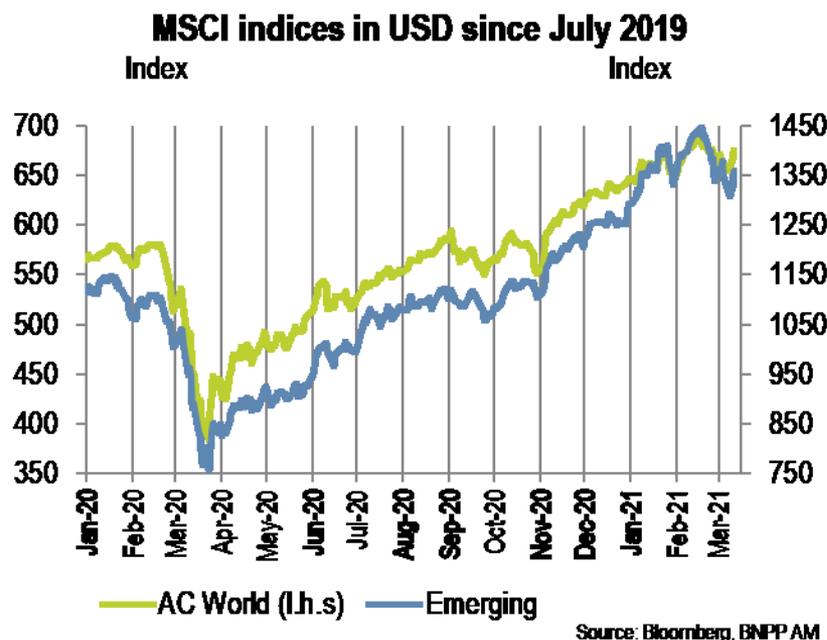
*Multi-Asset, Quantitative Solutions - Multi-Actifs, Quantitatif et Solutions



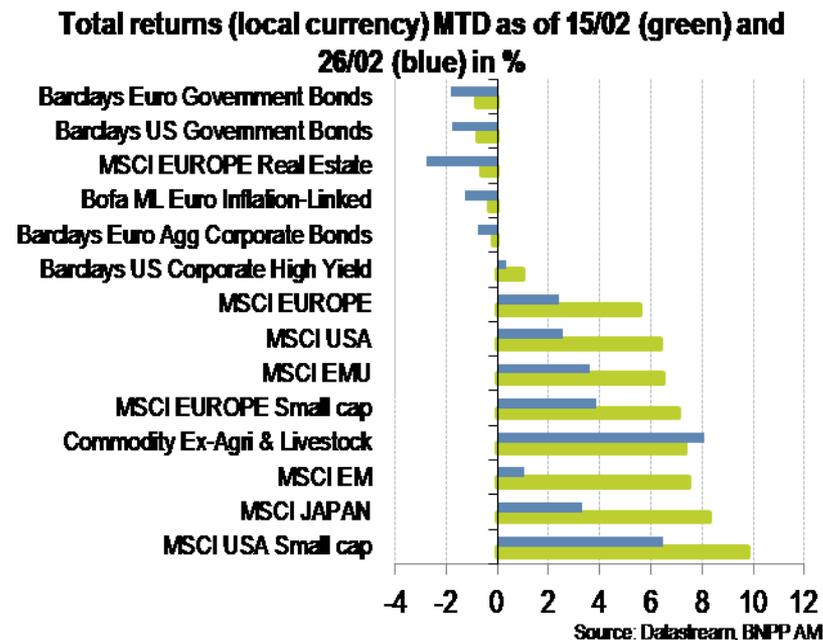
EVOLUTION DES MARCHÉS

Février 2021 : Un tournant sur les marchés ?

Inflexion à la mi-février



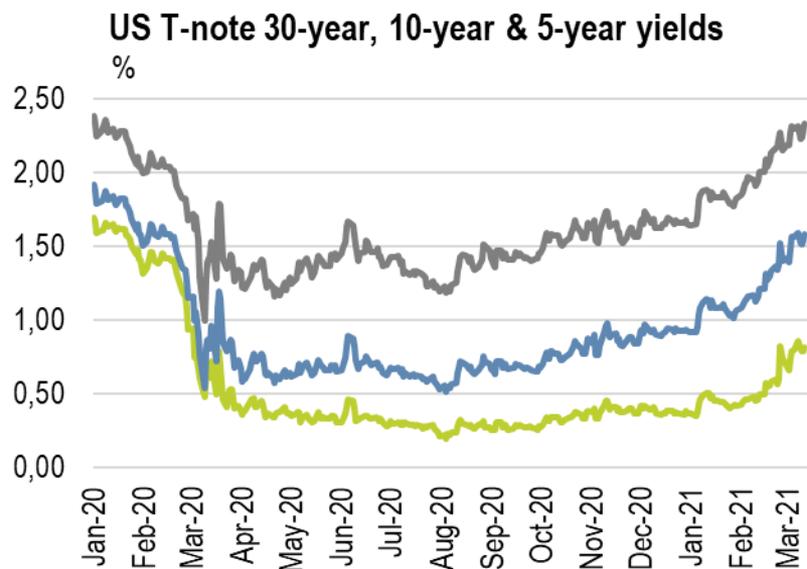
Performances totales en février



- Le bilan des actions mondiales en février (MSCI AC World en dollars en hausse de 2,2 %) ne reflète pas fidèlement les récentes préoccupations des investisseurs. Alors que de nouveaux points hauts avaient été atteints à la mi-février (où la hausse par rapport à fin janvier atteignait 6,6 %), la fin du mois a été marquée par un net recul des indices boursiers. Les évolutions ont été de même nature début mars, mais au 11/03, l'indice avait repris 2,7 % par rapport au 26/02.

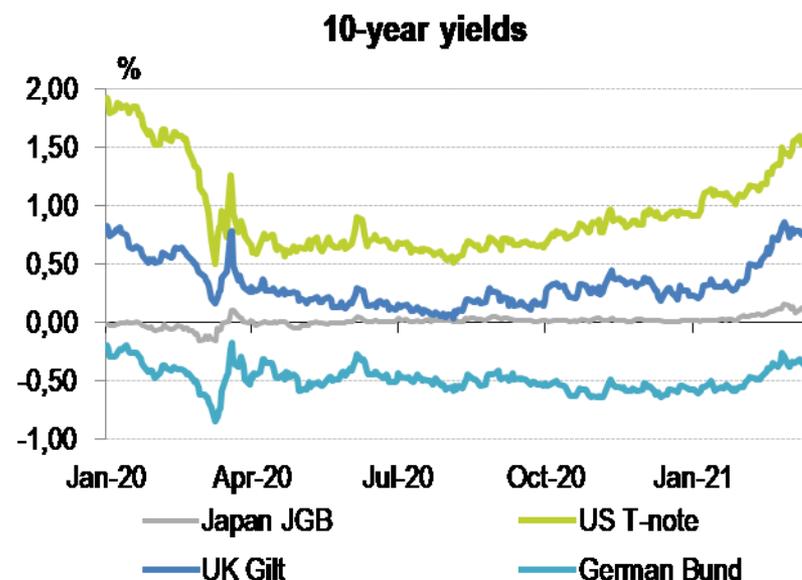
Février 2021 : Forte hausse des taux longs (1)

Tensions sur les taux longs américains



Source: Bloomberg, BNPP AM

Contagion ?



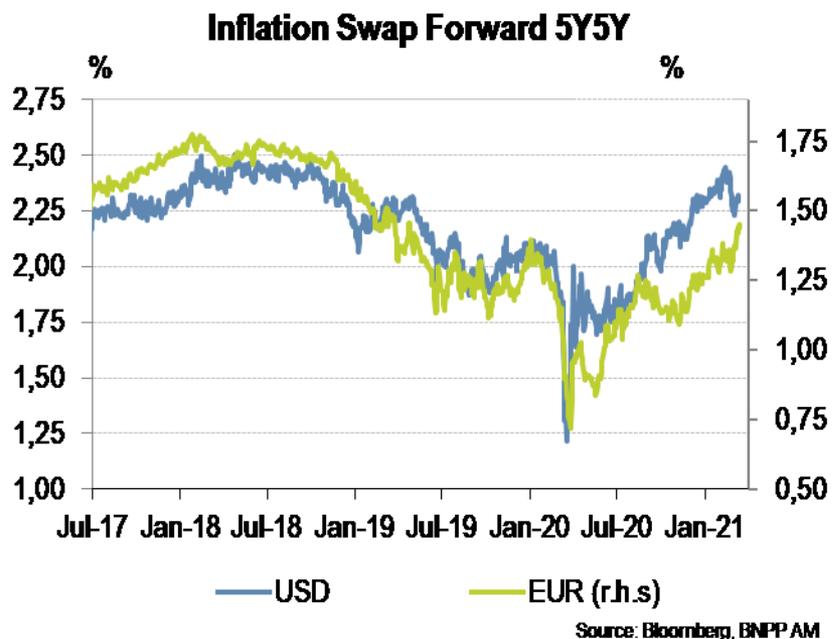
Source: Datastream, BNPPAM

- L'hypothèse d'un retour à la normale sur le plan économique a fait naître de nouvelles craintes, à l'origine des tensions sur les taux longs. Certains observateurs se sont inquiétés du risque de surchauffe de l'économie américaine provoquée par le soutien budgétaire massif de l'Administration Biden.

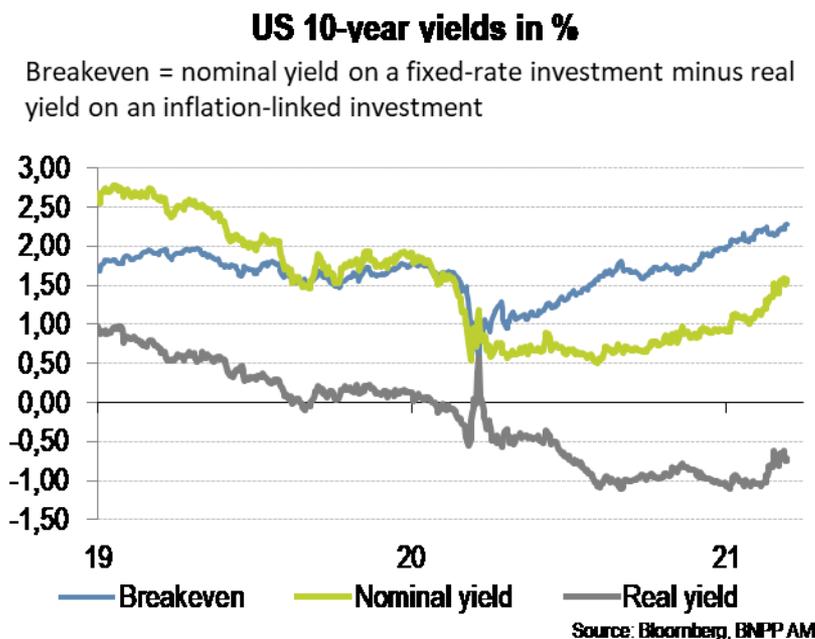
Février 2021 : Forte hausse des taux longs (2)

Hausse des taux réels

Anticipations de marché à 5 ans



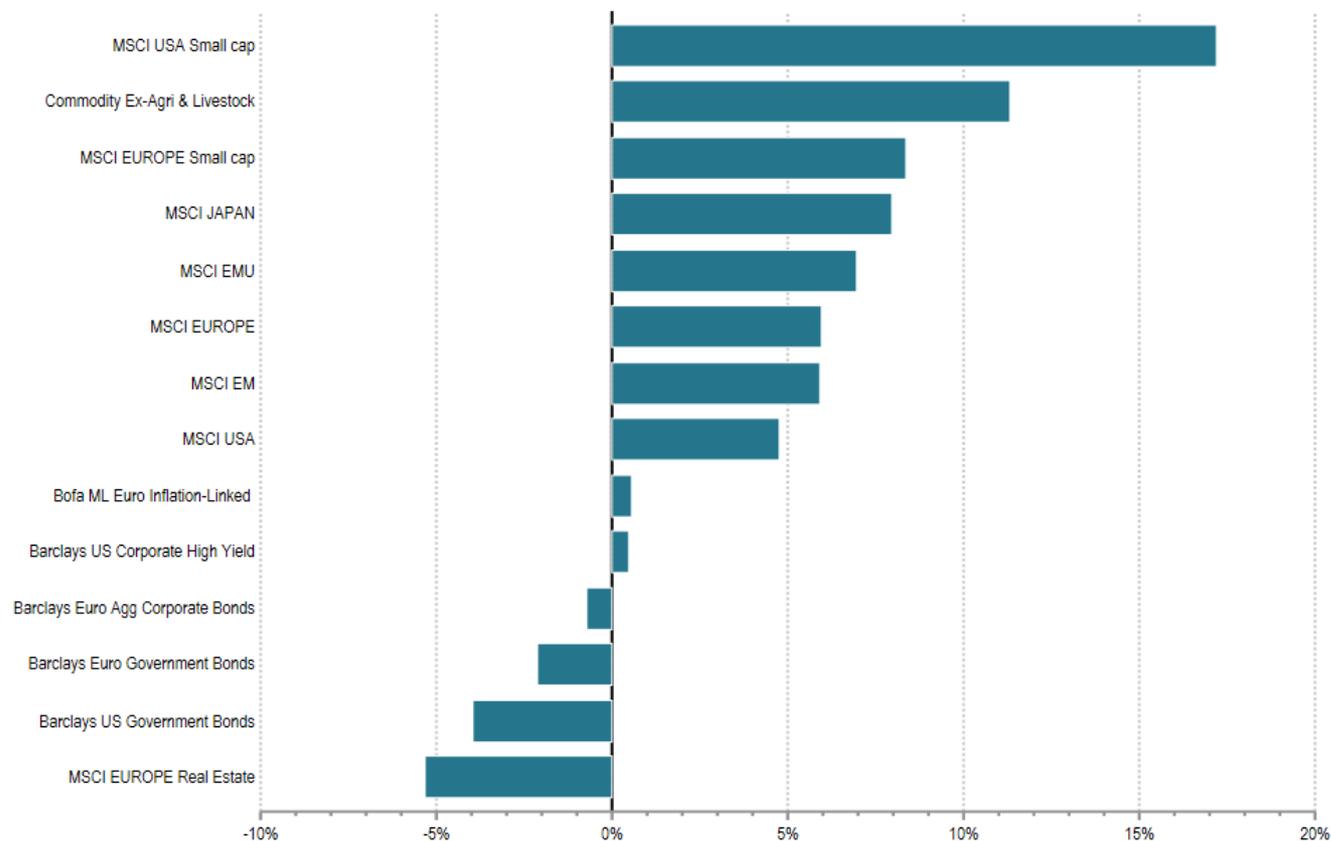
Points morts d'inflation



- Au fil des semaines, le scénario de reflation, qui avait été bien accueilli par les investisseurs, a évolué vers un scénario inflationniste avec la naissance d'un débat sur le risque de « sur-stimuler » l'économie américaine.

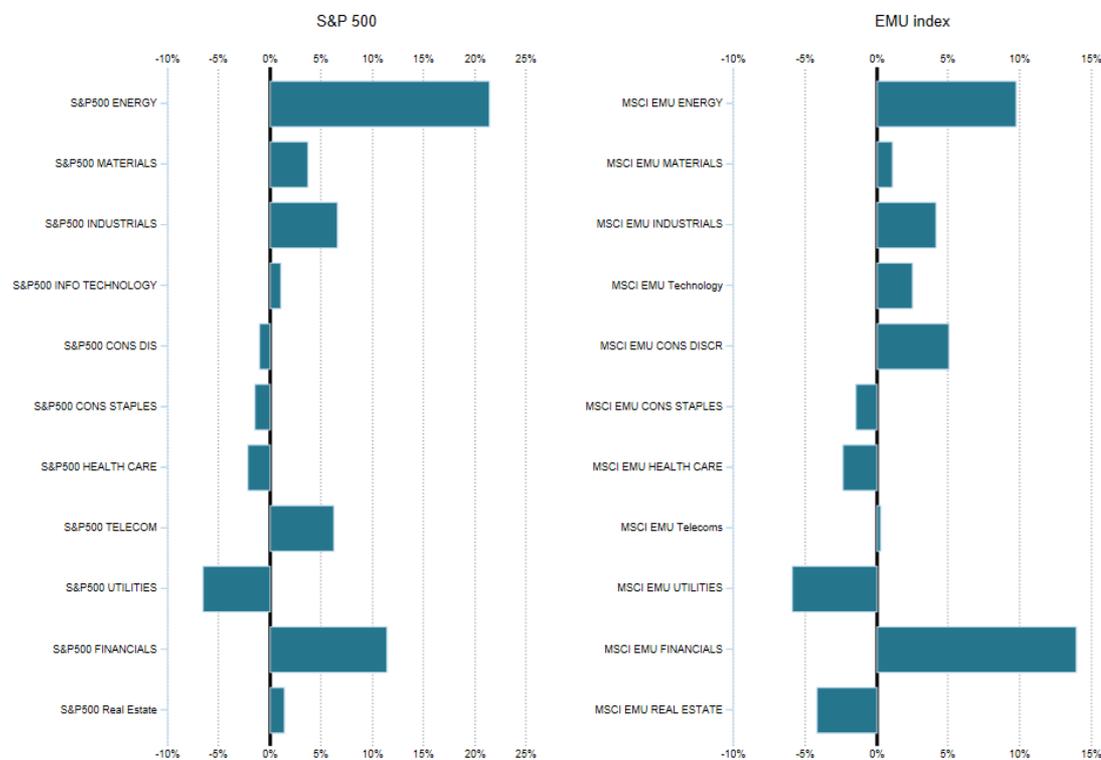
Performances totales en 2021 (au 12/03/2021)

Market Overview (local currency)



Source: Refinitiv Datastream / BNP Paribas Asset Management

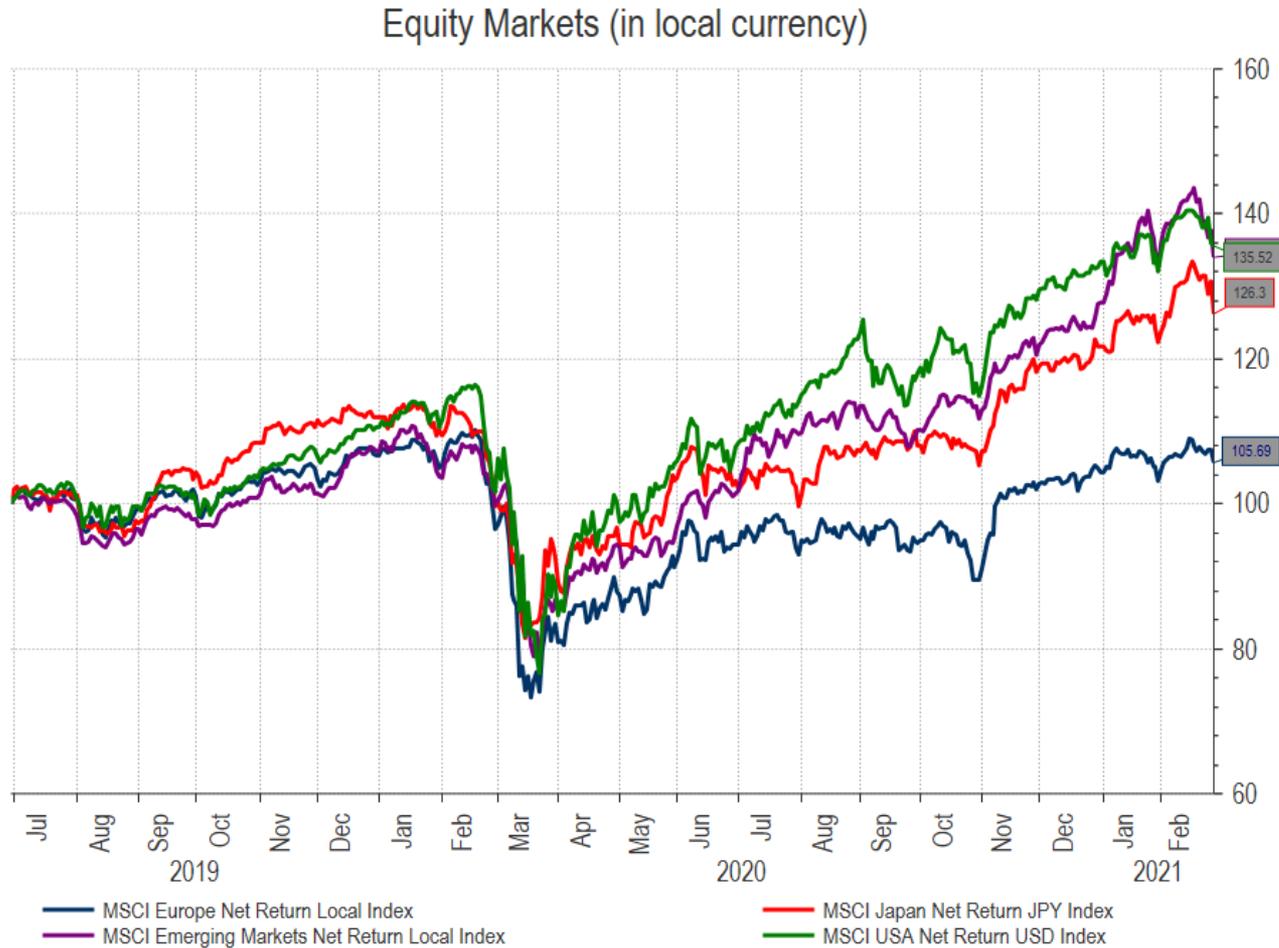
Performances sectorielles en février 2021



Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas Asset Management

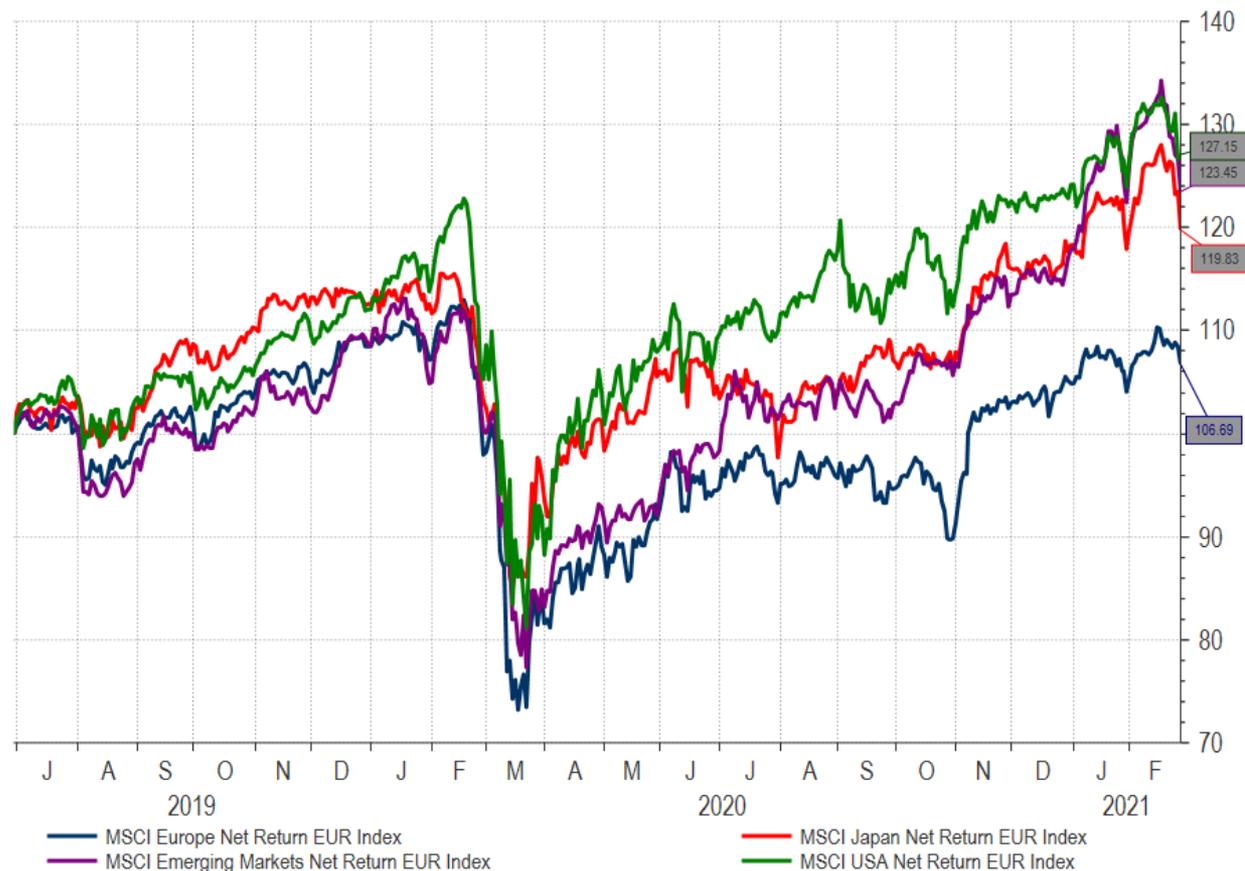
- Au niveau mondial, les plus fortes hausses mensuelles ont été enregistrées par les secteurs que la hausse des taux favorise comme les financières, banques en tête. A contrario, les services aux collectivités ont connu la plus forte baisse et les autres secteurs traditionnellement pénalisés par la hausse des taux (Télécoms, santé) complètent le palmarès des sous-performances.

Actions en devises locales (30/06/2019 - 26/02/2021)



Actions en euros (30/06/2019 - 26/02/2021)

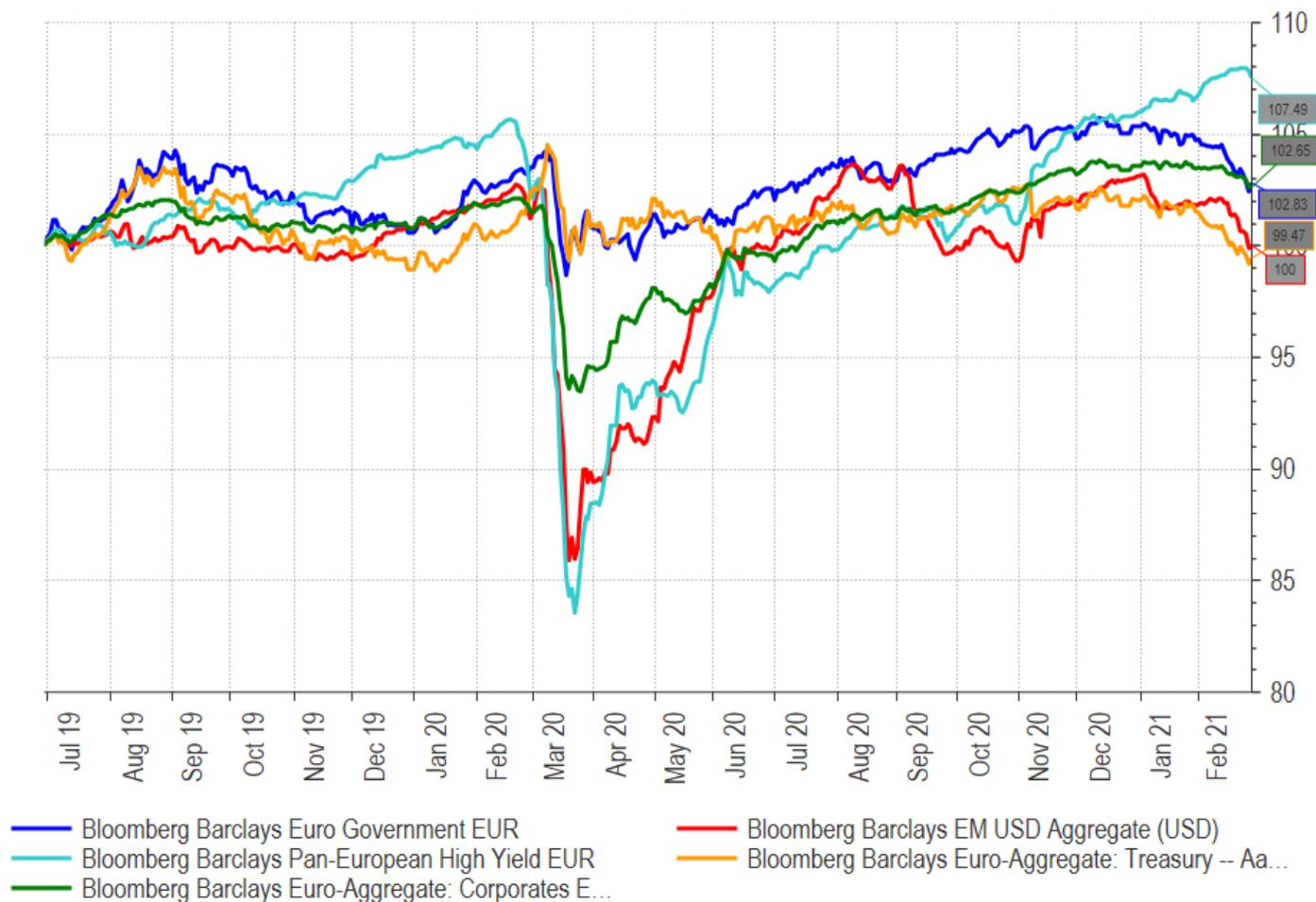
Equity Markets (in EUR)



Source: Refinitiv Datastream

Obligations (30/06/2019 - 26/02/2021)

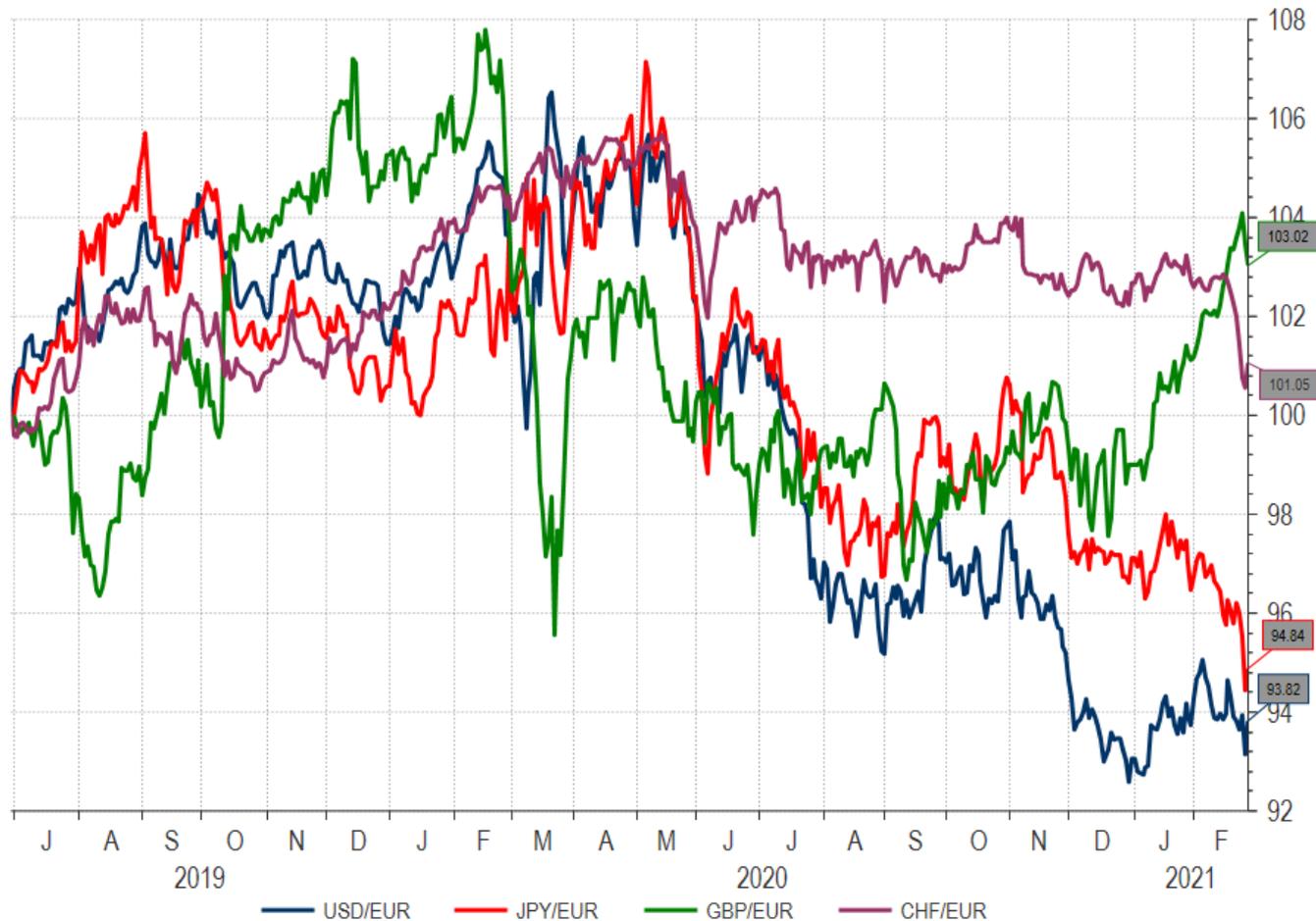
Bond Markets (local)



Source: Refinitiv Datastream

Devises (30/06/2019 - 26/02/2021)

Currencies (base 100 vs EUR)



Source: Refinitiv Datastream



THÈMES DU MOIS

Résumé en 2 dessins

Un risque réel ...



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

... ou surjoué ?



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

- Une surchauffe se traduirait par une accélération de l'inflation qui conduirait la Réserve fédérale américaine (Fed) à adopter une politique monétaire moins accommodante. Les dénégations des banques centrales ne sont pas encore parvenues à rassurer pleinement les investisseurs qui restent très attentifs aux chiffres d'inflation.

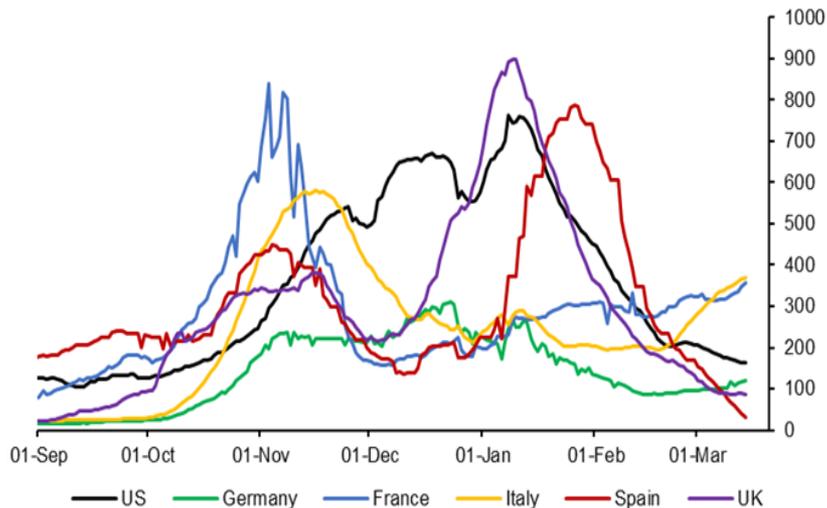
Le plan Biden définitivement approuvé

1 900 milliards de dollars !

- Après le vote par le Sénat du *Covid-19 relief bill*, avec des ajustements limités, la Chambre des Représentants a définitivement adopté le projet de loi le 10 mars. La hausse du salaire minimum à 15 dollars n'a pas été acceptée.
- Qui va recevoir quoi (et combien)
 - Financement de la vaccination, aide financière immédiate aux particuliers touchés par les effets des mesures de confinement, soutien aux Etats et collectivités locales (750 milliards),
 - Aides directes aux ménages (600 milliards) avec des chèques de 1 400 dollars et des allègements d'impôts.
 - Aides aux ménages les plus vulnérables (400 milliards) dont les indemnités chômage fédérales supplémentaires de 400 dollars par semaine
 - Aides aux entreprises (150 milliards) dont des prêts et des subventions aux petites entreprises.
- Le projet de financement des infrastructures reste à venir plus tard dans l'année. Les modalités de son financement (déficit, hausses d'impôts ou les deux) ne sont pas encore tranchées.

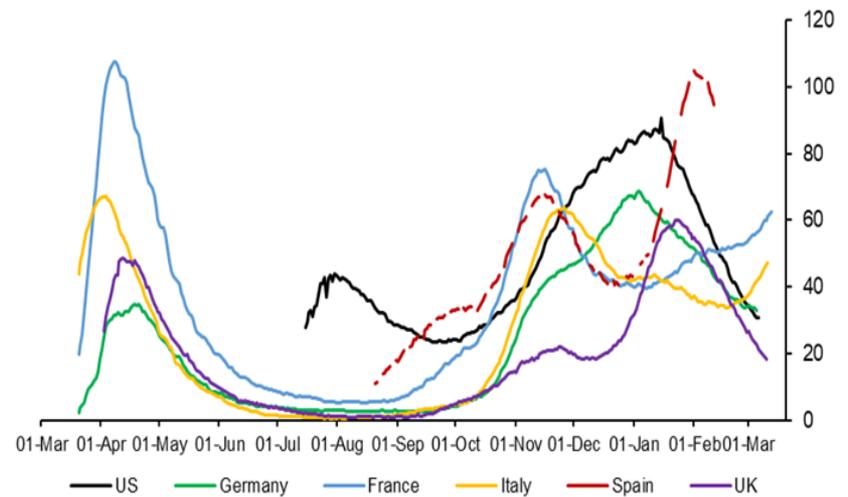
Les variables de l'épidémie à surveiller

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



Source: CDC (*) COVID Data Tracker as of 12/03/2021

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



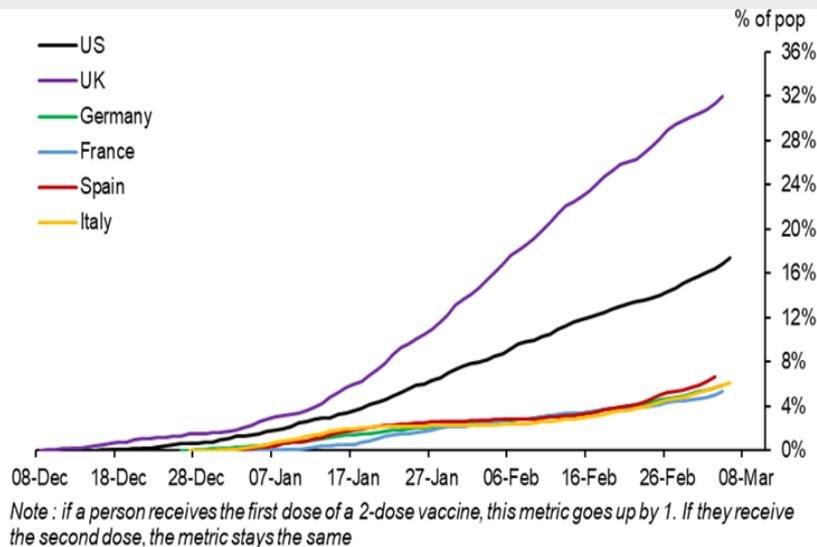
Source: CDC (*) COVID Data Tracker as of 12/03/2021

- Le variant britannique est vraisemblablement à l'origine de la remontée du nombre de contaminations dans plusieurs pays européens. Toutefois, 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

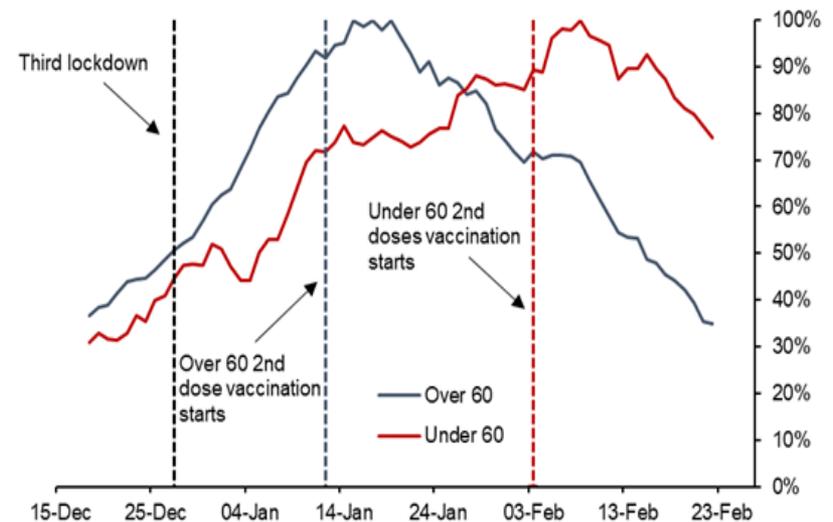
Part de la population ayant reçu au moins 1 dose



Source: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations> as of 08/03/2021

- Israël (non présent sur le graphique de gauche) est largement en tête avec 53 % de la population ayant reçu au moins une dose dont 37% totalement vacciné. Des études israéliennes prouvent que la vaccination limite la transmission du virus. Le rythme s'accélère aux Etats-Unis et devrait faire de même dans l'Union européenne.

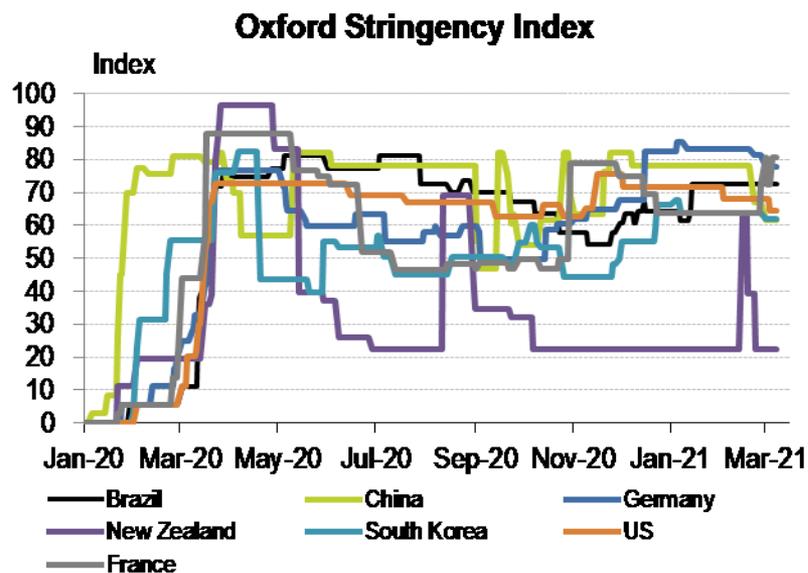
Israël: sensible baisse des hospitalisations pour cas graves (% par rapport au pic)



Source: Our World in Data, 26/02/2021

Relâchement des mesures : diverses stratégies ; une seule direction à moyen terme

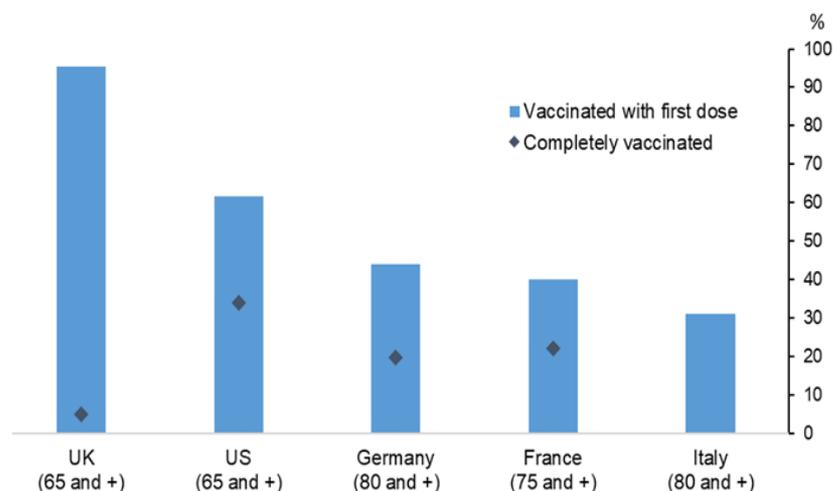
Stringency Index



Source: Datastream, BNPPAM

Source: Oxford COVID-19 Government Response Tracker as of 08/03/2021

Part des populations fragiles vaccinée

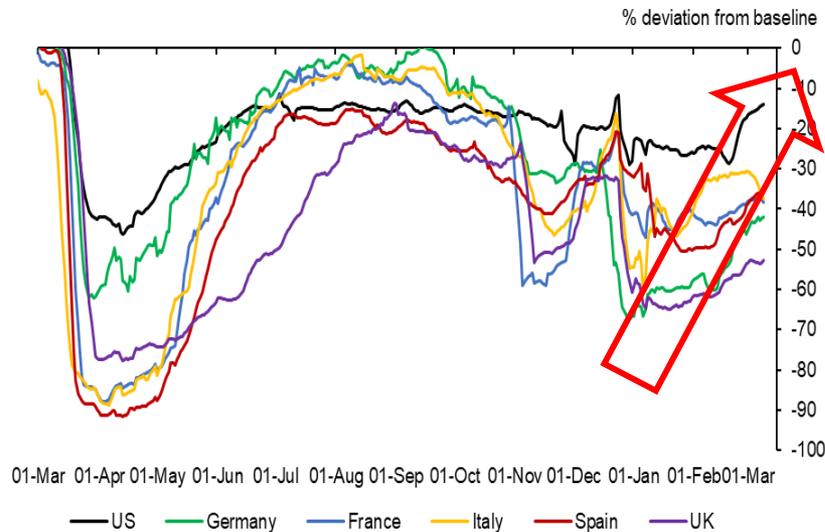


Sources : NHS, CDC, RKI, Santé Publique France, as of 12/03/2021

- Les progrès de la vaccination vont permettre un relâchement des mesures sanitaires dans les prochains mois. Des stratégies de sortie graduelle ont déjà été définies et de premières étapes ont été mises en œuvre. A très court terme, un risque de durcissement des contraintes sanitaires existe en lien avec la remontée du nombre de contaminations dans certains pays.

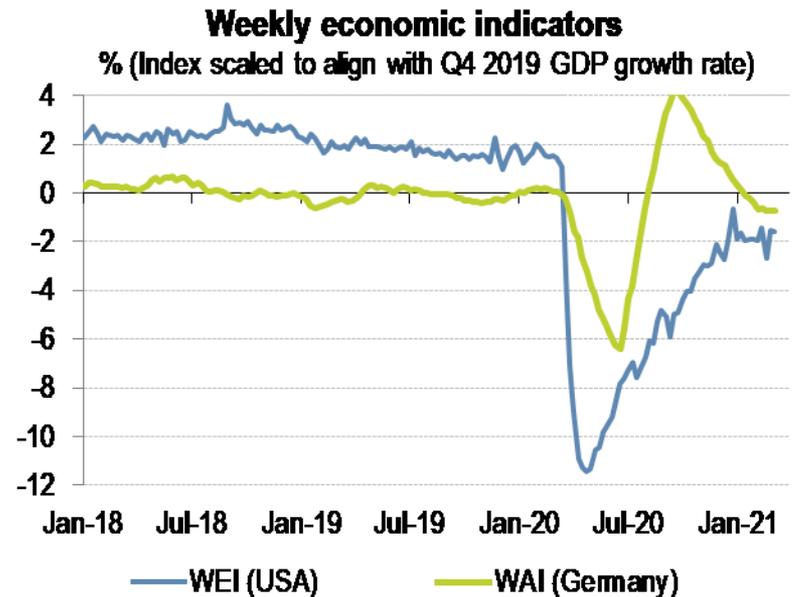
Conséquences sur l'activité économique

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



Source: Google mobility trend as of 09/03/2021

Vers une accélération de l'activité ?



Source: Fed of New York, Bundesbank, BNPP AM

- La réouverture des économies au fur et à mesure des progrès de la vaccination va mettre en évidence les perspectives de reprise cyclique en 2021, y compris dans la zone euro où les reconfinements/couvre-feux ont pesé sur la consommation en début d'année.

Quelques pistes de réflexion

- Les investisseurs regardent au-delà de la situation actuelle et envisagent le retour à la vie normale, du point de vue économique et social. De fait, de premières études montrant que la vaccination réduit la transmission du virus et limite les formes graves de la maladie renforcent le scénario d'une reprise cyclique permise par la réouverture des économies et le redémarrage de l'activité dans les secteurs les plus touchés par l'épidémie.
- Parallèlement, alors que la volonté des pouvoirs publics de soutenir à tout prix les économies avait été louée, elle commence à devenir un risque aux yeux de certains observateurs.
- Les évolutions de l'inflation à court terme vont rester volatiles et contribuer à entretenir ces inquiétudes, en particulier aux Etats-Unis où l'effort budgétaire est considérable. Nous restons convaincus que le scénario d'une inflation basse devrait finir par s'imposer même s'il risque, dans un premier temps, de pouvoir être remis en cause par certains observateurs.
- Dans ce contexte, la remontée des taux réels peut peser sur les actifs risqués à court terme mais, à moyen terme, la perspective d'une reprise cyclique, qui restera accompagnée par des politiques monétaires accommodantes, demeure un élément très favorable pour les actions.
- 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.

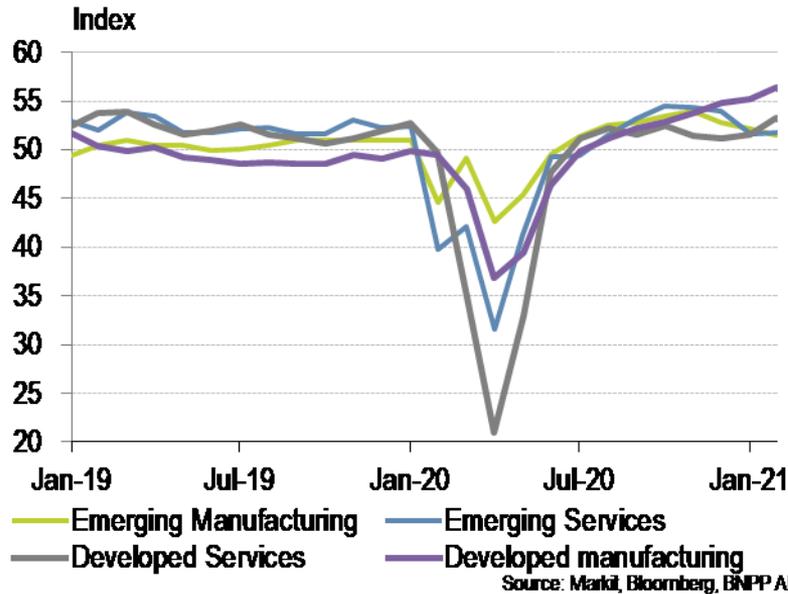


SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Rebond de l'activité en février

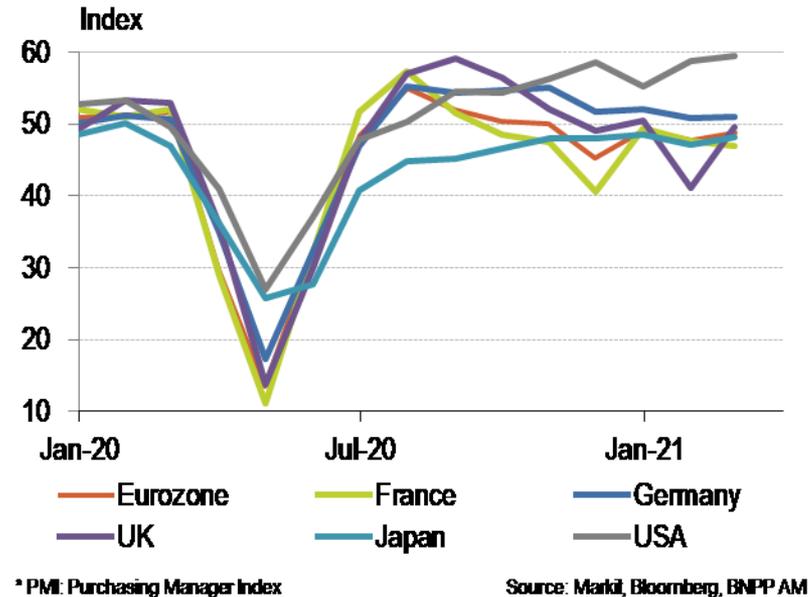
Le rebond du secteur manufacturier s'accélère

Purchasing Manager Indices



Les Etats-Unis largement en tête

Composite PMI*



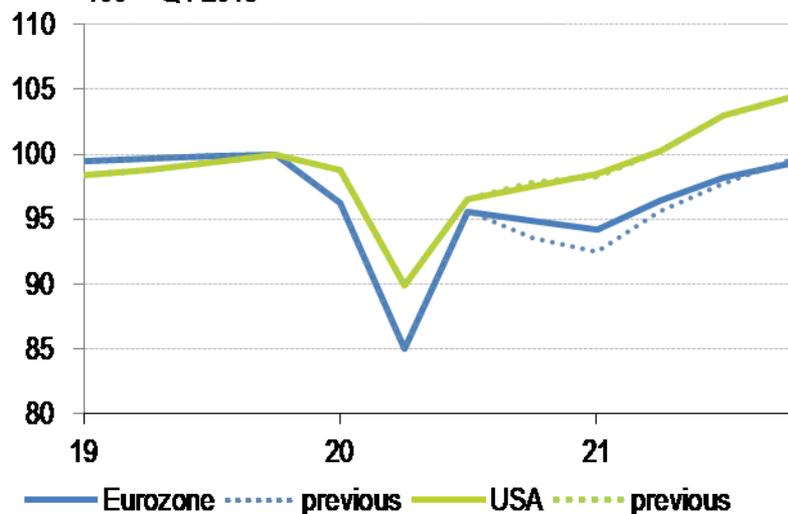
- Les enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI) ont confirmé l'accélération de l'activité mondiale en février. L'indice PMI composite s'est inscrit à un plus haut de 4 mois, à 53,2. Avant la pandémie, en janvier 2020, il s'établissait à 52,2. L'accélération récente est liée à l'amélioration des enquêtes dans les zones développées, en particulier dans le secteur manufacturier.

Nos prévisions de croissance et d'inflation

Etats-Unis : retour rapide au niveau prépandémique

Real GDP: actual and BNPP AM forecasts

100 = Q4 2019

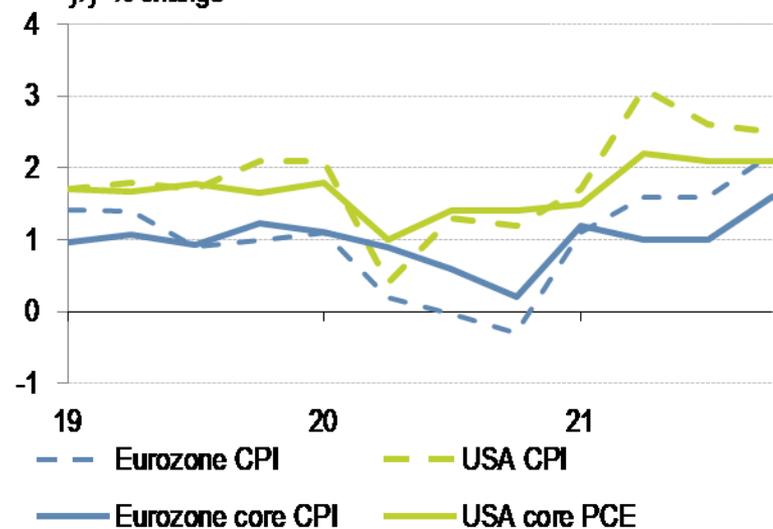


Source: Datastream, BNPP AM as of 22/02/2021

Pas de pressions inflationnistes durables en vue

Inflation: actual and BNPP AM forecasts

y/y % change



Source: Datastream, BNPP AM as of 22/02/2021

- 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.

L'OCDE révisé à la hausse ses prévisions de croissance

Les perspectives s'éclaircissent

Real GDP growth (y/y % change)

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------|------|------|------|
| World | -3,4 | 5,6 | 4,0 |
| G20 | -3,2 | 6,2 | 4,1 |
| United States | -3,5 | 6,5 | 4,0 |
| Euro area | -6,8 | 3,9 | 3,8 |
| Germany | -5,3 | 3,0 | 3,7 |
| France | -8,2 | 5,9 | 3,8 |
| United Kingdom | -9,9 | 5,1 | 4,7 |
| Japan | -4,8 | 2,7 | 1,8 |
| China | 2,3 | 7,8 | 4,9 |
| India* | -7,4 | 12,6 | 5,4 |
| Brazil | -4,4 | 3,7 | 2,7 |
| Russia | -3,6 | 2,7 | 2,6 |

Direction of revisions since the Dec. 2020 Economic Outlook

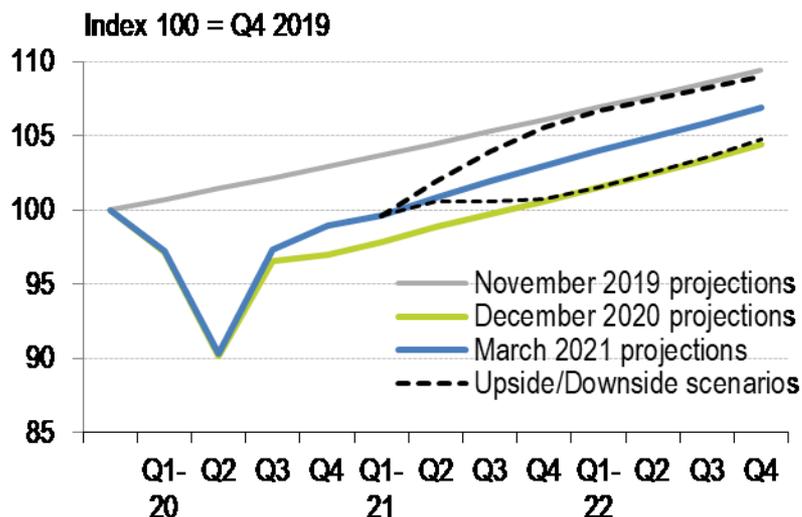
no change or smaller than 0.3pp

upward revision, by 0.3pp or more

Source: OECD, Economic Outlook, Interim Report March 2021, BNPP AM *Fiscal Year

Reprise économique mondiale en vue

World GDP index

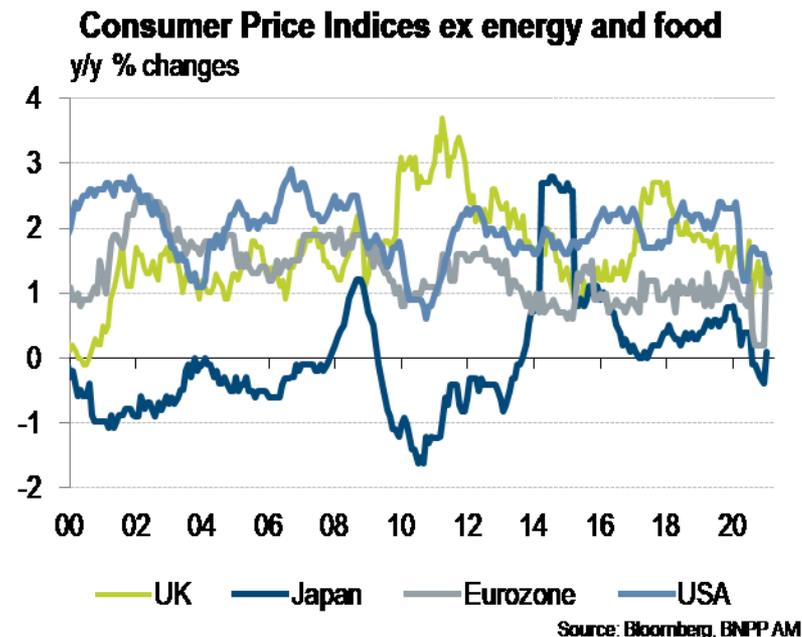
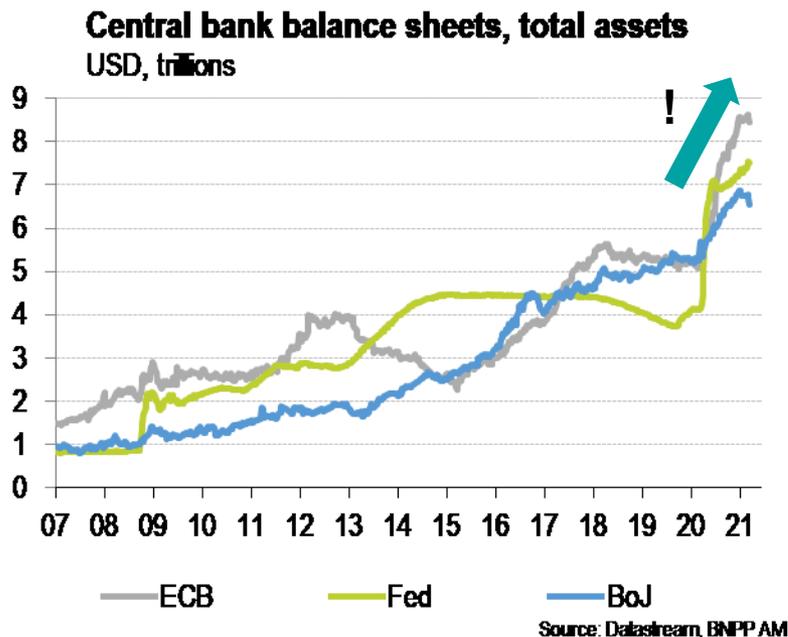


Source: OECD, Economic Outlook, Interim Report March 2021, BNPP AM

- « Les perspectives de croissance s'amélioreraient (scénario favorable) si la production et la distribution de doses s'accélérait, était mieux coordonnée au niveau mondial et précédait les mutations du virus. Au contraire, le scénario défavorable se réaliserait si les campagnes de vaccination n'étaient pas menées assez rapidement ou si de nouveaux variants se propageaient et exigeaient des adaptations des vaccins actuels ».

Politiques monétaires toujours accommodantes

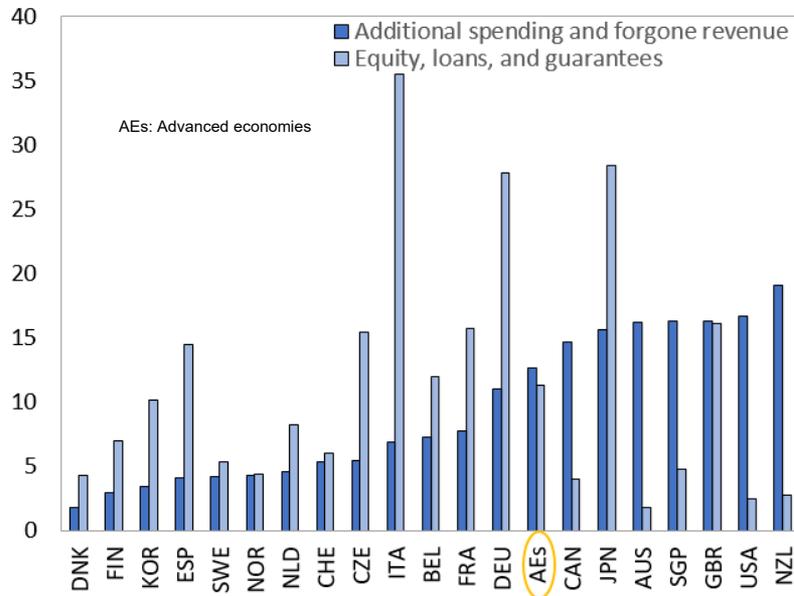
Poursuite des achats de titres



- L'OCDE juge que « l'orientation actuellement très accommodante de la politique monétaire doit être maintenue et autoriser un dépassement temporaire de l'objectif d'inflation globale à condition que les tensions sous-jacentes sur les prix restent bien contenues ». Les banques centrales considèrent que les tensions inflationnistes de début d'année sont temporaires.

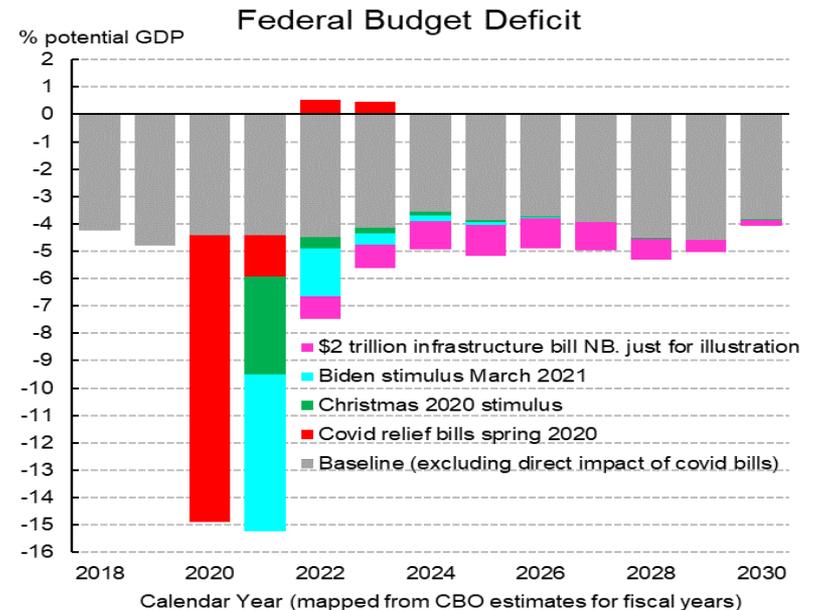
Des mesures exceptionnelles face à la pandémie...

Réponses budgétaires (% du PIB)



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

... et encore davantage aux Etats-Unis



Source: Macro Research Team, BNPP AM as of 08/03/2021

- 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.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

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

Source: Bloomberg Consensus Forecasts as of 10 March 2021, BNPP AM

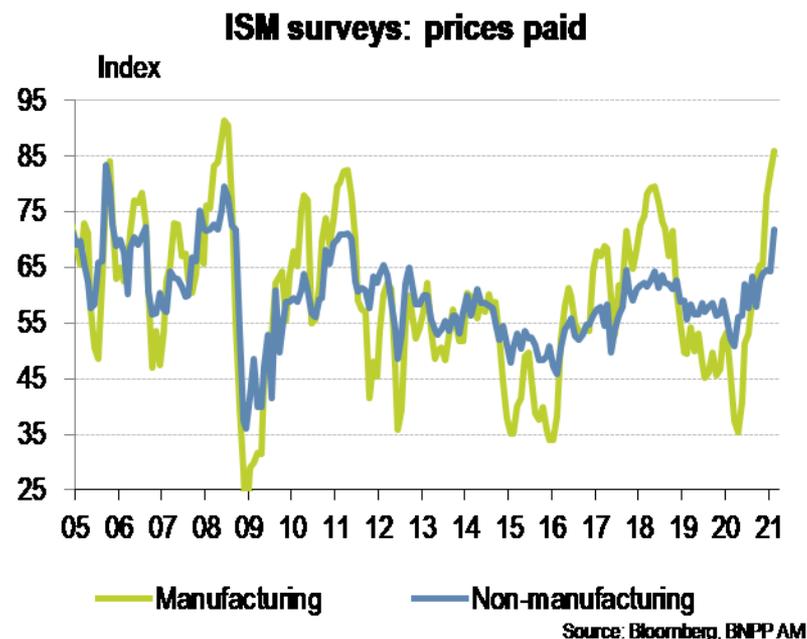
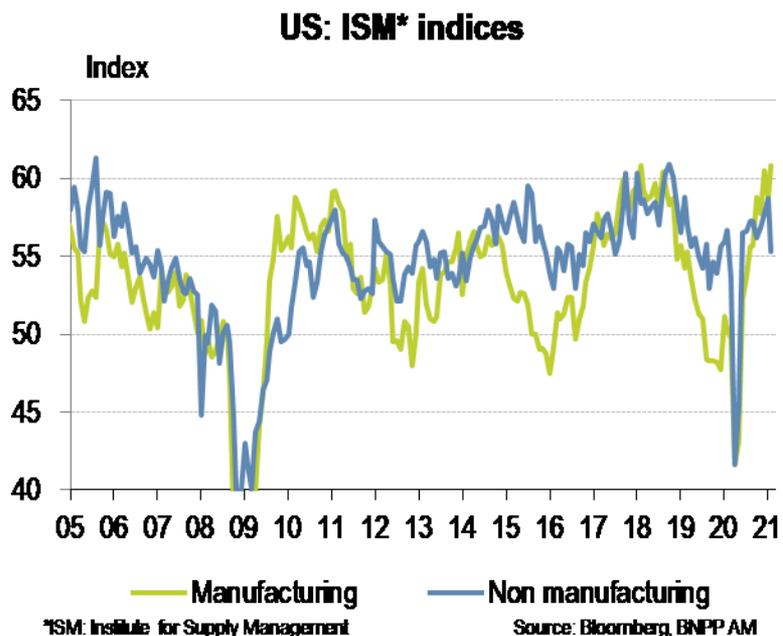


ETATS-UNIS :

LARGEMENT EN TÊTE

Etats-Unis : enquêtes d'activité solides

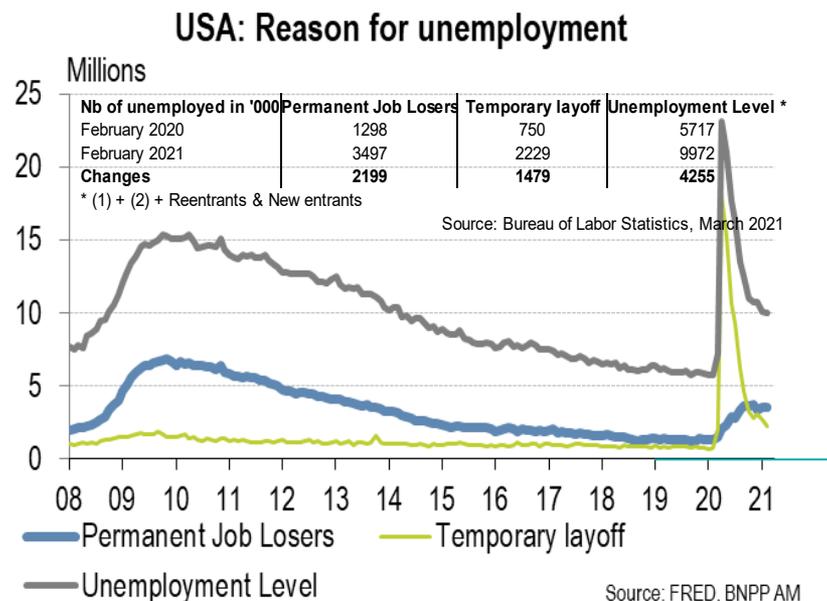
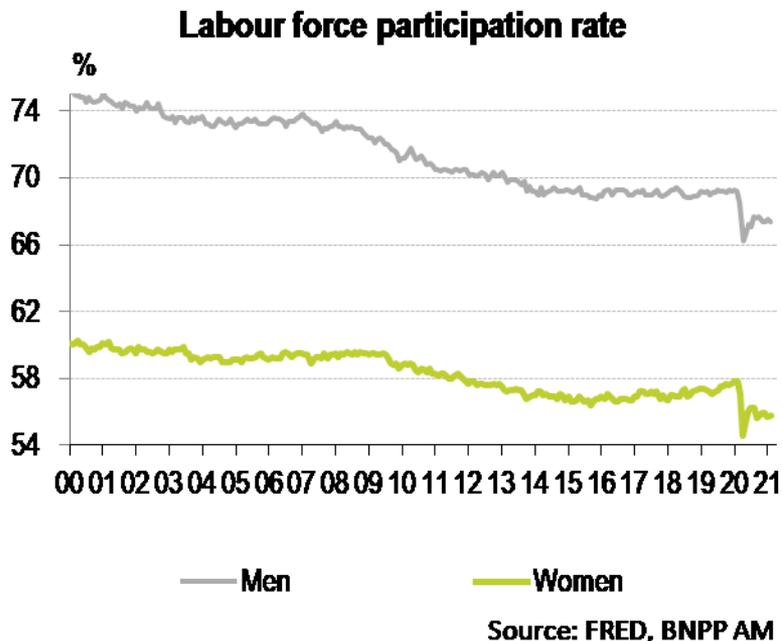
A surveiller : pressions sur les prix ?



- Les enquêtes ISM ont divergé en février mais les niveaux absolus des indices restent très élevés. La composante « prix payés » a connu une vive augmentation en janvier et en février dans le secteur manufacturier ce qui devrait se traduire par une hausse des prix à la production en raison de goulets d'étranglement temporaires.

Etats-Unis : solides créations d'emploi en février

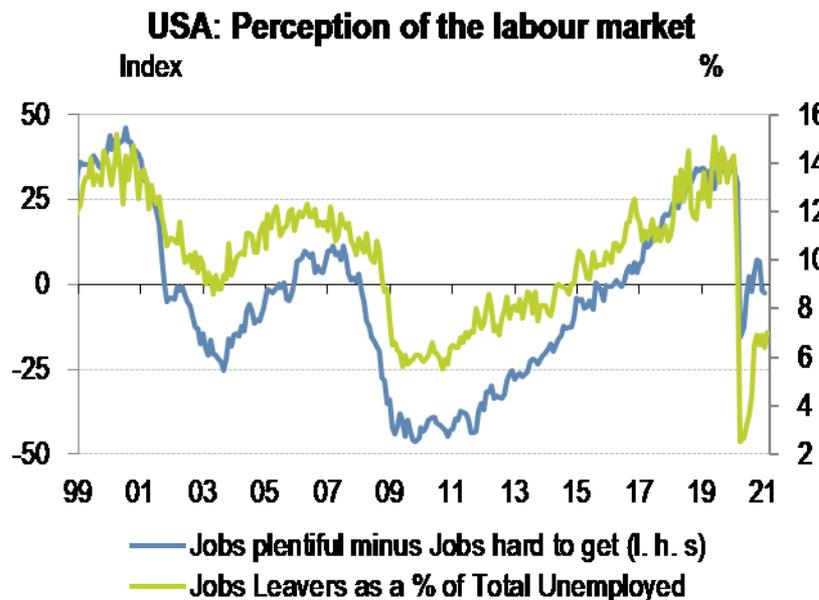
« Le vrai taux de chômage est proche de 10% ». J. Powell



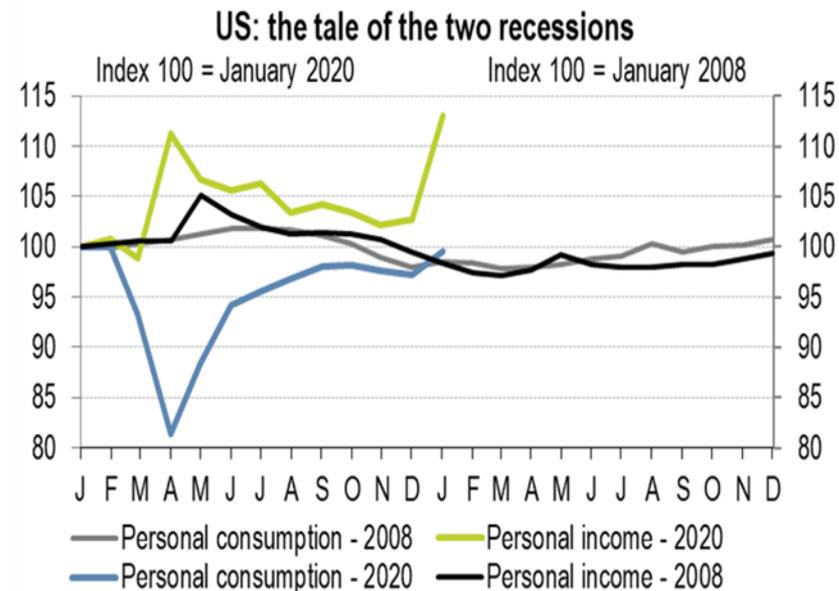
- Les créations d'emploi en février (+465 000 dans le secteur privé) ont largement dépassé les attentes. Cette amélioration résulte de la reprise de l'activité dans les secteurs les plus touchés par les conséquences de l'épidémie (avec 286 000 créations nettes dans les bars et restaurants). L'emploi intérimaire a progressé, ce qui est traditionnellement un signe positif pour l'emploi dans son ensemble. Le marché du travail est toujours très loin du plein-emploi.

Etats-Unis : quid des ménages ?

Confiance et emploi



Source: Bloomberg, BNPP AM



Source: Dalastream, BNPP AM

- 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 : son engagement remis en cause ?

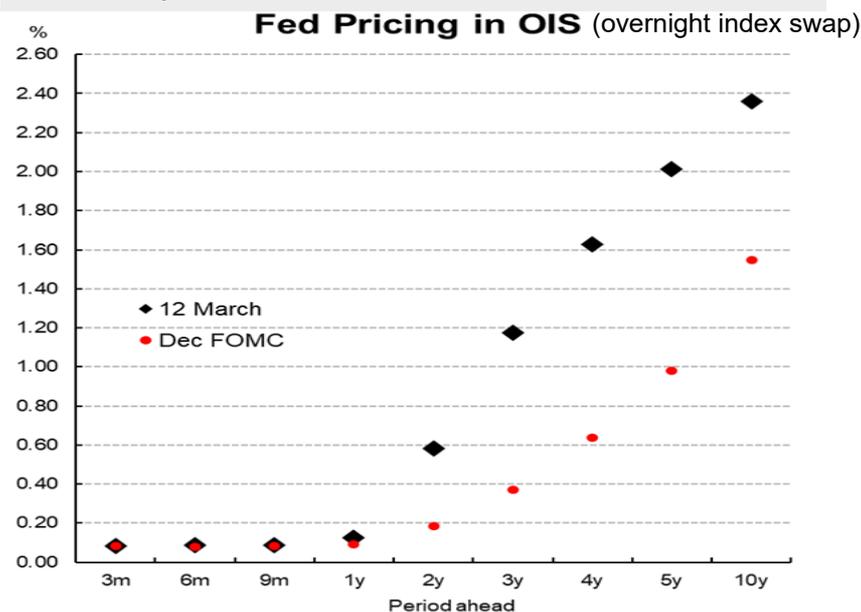
La Fed doit rappeler son nouveau cadre de politique monétaire

Printemps 2013 : un mauvais souvenir



Source: Datastream, BNPPAM

Anticipations de hausse des taux directeurs



Source: Bloomberg, Macro Research Team, BNPP AM as of 12/03/2021

- Jerome Powell a répété que la Fed se montrerait patiente face aux tensions temporaires de l'inflation mais l'absence de feuille de route précise sur l'attitude qui serait adoptée en pratique pour limiter les tensions a déçu les attentes.

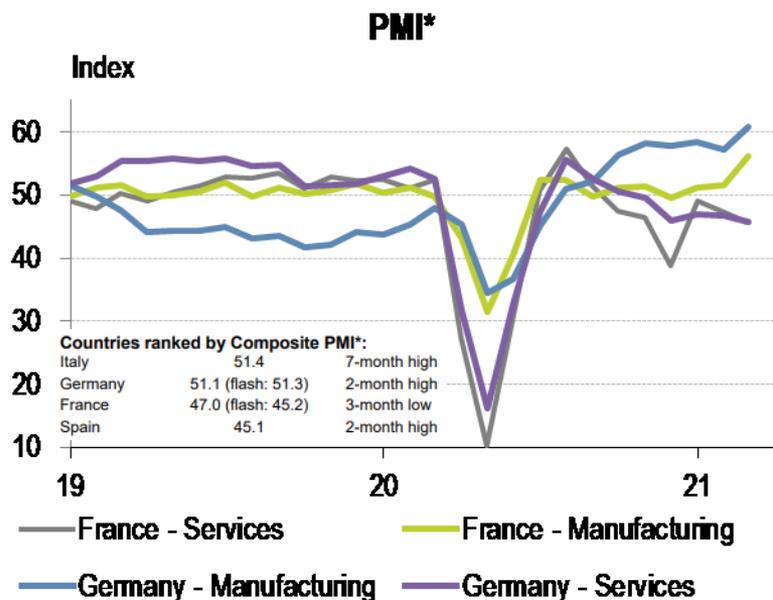


ZONE EURO :

C'EST BIENTÔT LE PRINTEMPS

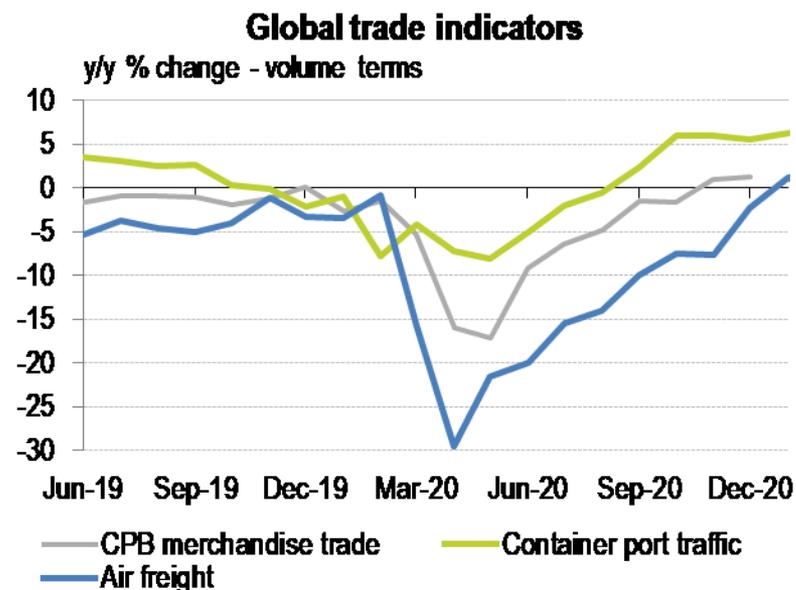
Zone euro : des enquêtes solides...

... avec des divergences



* PMI: Purchasing Manager Index

Source: Markit, Bloomberg, BNPP AM



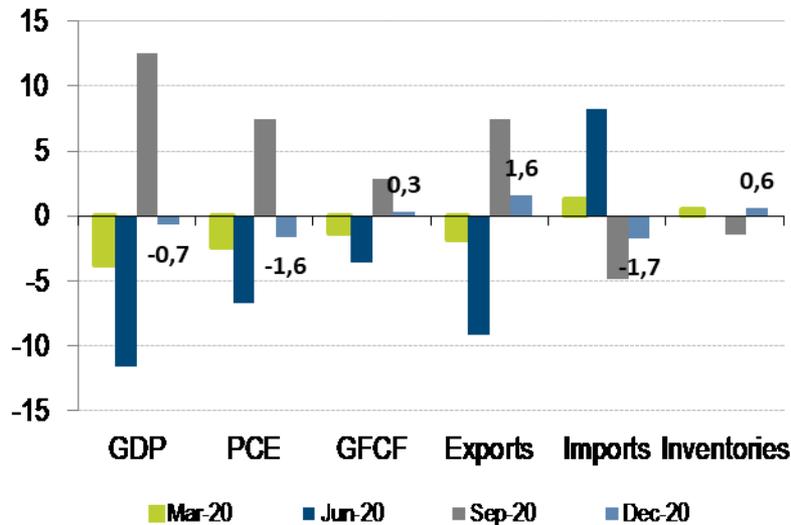
Source: OECD, Economic Outlook, Interim Report March 2021, BNPP AM

- En décembre 2020, le commerce mondial en volume a dépassé son niveau de début 2020, ce qui traduit l'amélioration de la demande et devrait soutenir les exportations de la zone euro. Dans les prochains mois, les données effectives pourraient dépasser les attentes.

Zone euro : une croissance encourageante au 4^e trimestre

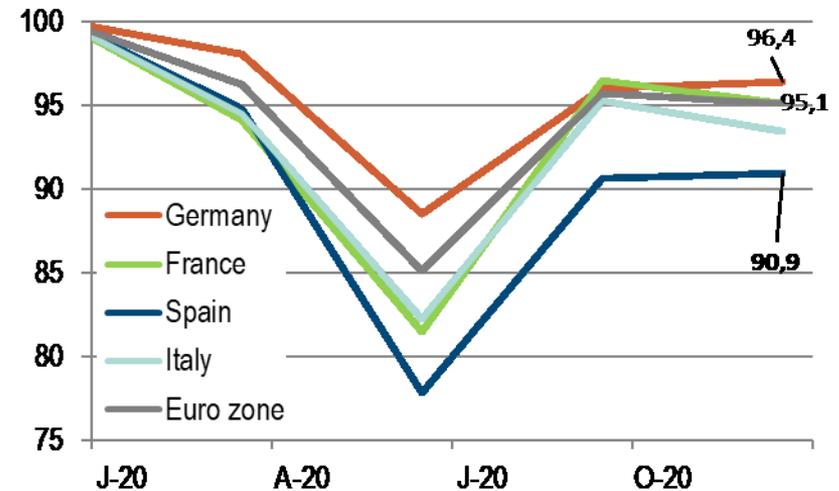
Investissement productif en hausse de 1,6% (après 13,9%)

Eurozone: Contributions to QoQ GDP growth (in pp)



Source: Eurostat, BNPP AM

Real GDP (Index 100 = Q4 2019)



Source: Datastream, BNPP AM

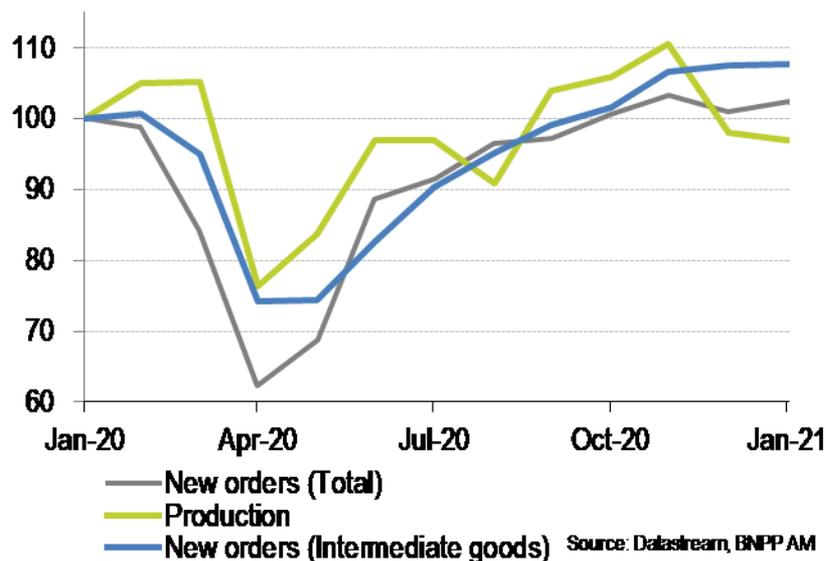
- La contribution de la formation brute de capital fixe (+0,3 pp) et les variations des stocks (+0,6 pp) étaient positives au 4^e trimestre où le PIB a reculé de 0,7%. La contribution du commerce extérieur a été légèrement négative en raison d'une hausse un peu plus importante des importations.

Zone euro : une croissance encourageante au 4^e trimestre

Bonnes nouvelles pour l'industrie allemande

Germany: Manufacturing industry (Volume)

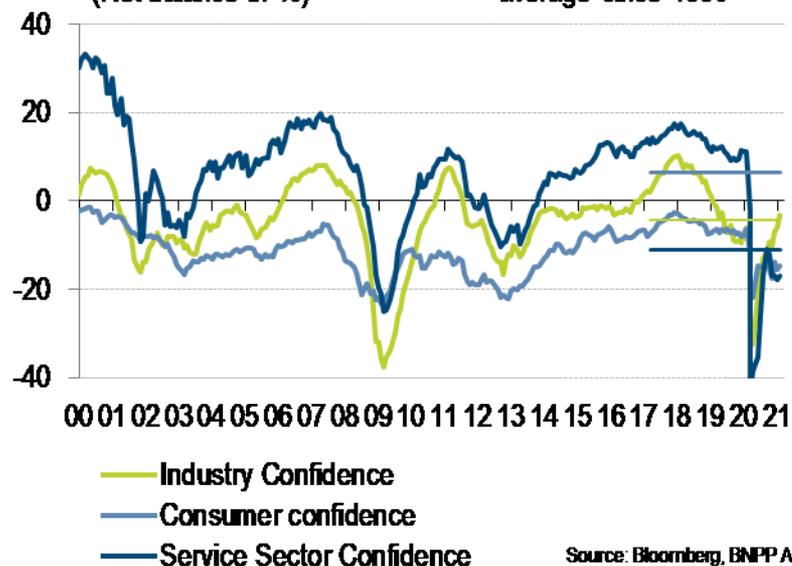
Index 100 = January 2020



European Commission Survey

(Net balance in %)

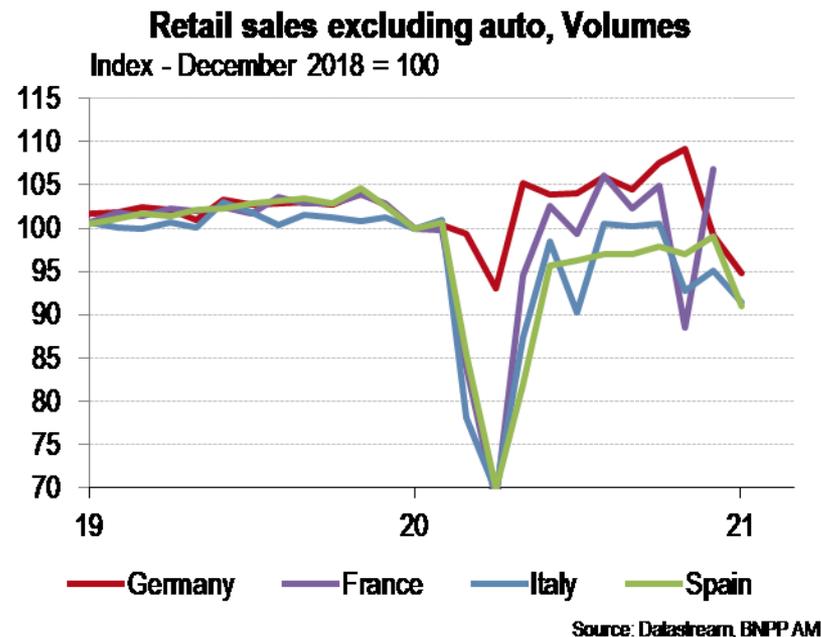
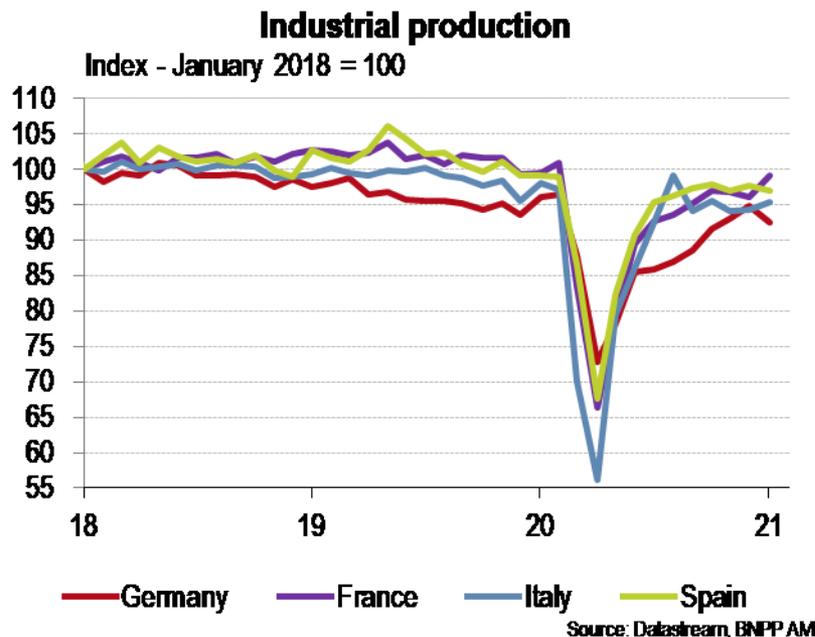
average since 1990



- La hausse du sentiment économique mesuré par la Commission européenne en février résulte de la progression de la confiance dans l'industrie avec des perspectives favorables pour les exportations. Les indices dans les services et la confiance des consommateurs ont augmenté plus modestement. La confiance a baissé dans le commerce de détail.

Zone euro : vers une amélioration des données objectives

Consommation toujours soumise aux conditions sanitaires



- De bonnes nouvelles sur les commandes à l'industrie en Allemagne en début d'année. La consommation demeure très volatile. Les ventes au détail sont en baisse de 10 % par rapport au niveau observé en octobre, avant le durcissement des conditions sanitaires. Les ventes en ligne sont en nette hausse.

Zone euro : des artefacts statistiques

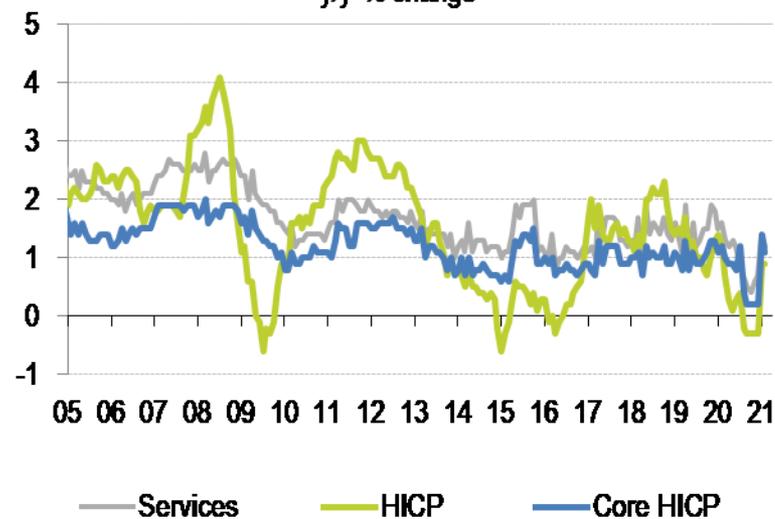
Des données difficiles à lire dans les prochains mois

Eurozone Harmonised Index of Consumer Prices

| Weights - HICP Index | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|
| Processed food, alcohol & tobacco | 145.4 | 146.3 | 167.1 |
| Unprocessed food | 44.7 | 44.5 | 50.5 |
| Energy | 101.3 | 98.5 | 95 |
| Non-energy industrial goods | 263.8 | 262.1 | 269.1 |
| Services | 444.7 | 448.7 | 418.3 |
| Total | 1000 | 1000 | 1000 |

Source: Eurostat, BNPP AM

Eurozone Harmonised Index of Consumer Prices
y/y % change

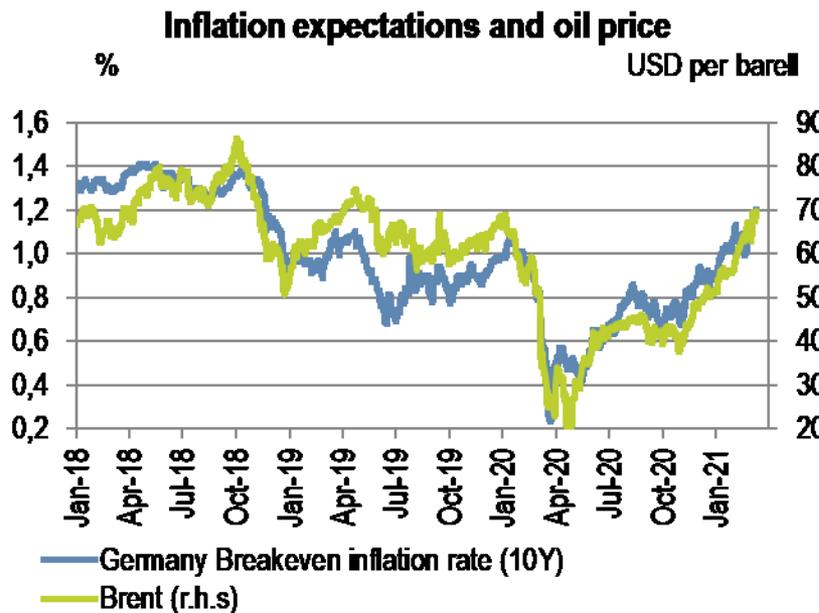


Source: Bloomberg, BNPP AM

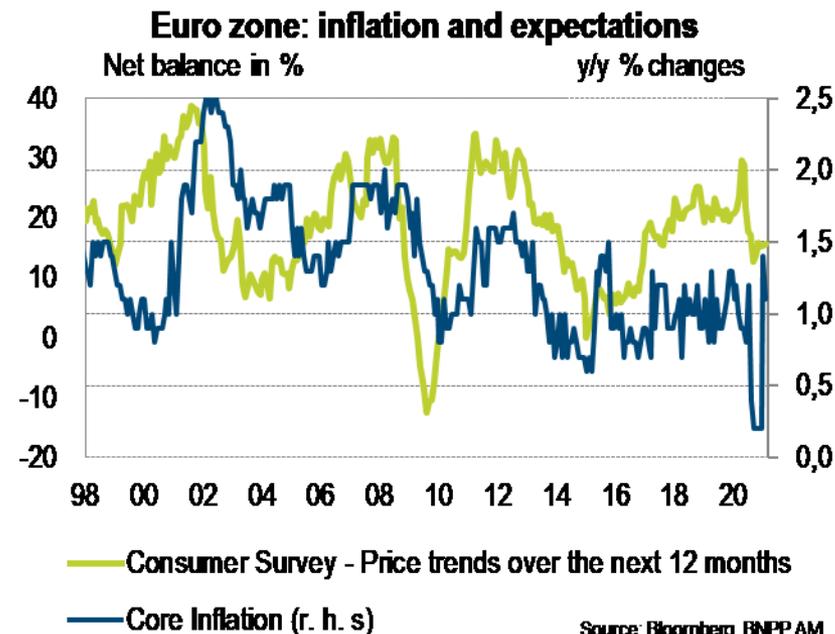
- Les changements intervenus dans la composition des paniers de biens et services expliquent une partie de l'accélération de l'inflation en janvier. Ces mêmes effets devraient se traduire par une baisse à l'été. Le décalage des dates des soldes d'hiver a également joué un rôle. Les effets de base sur le coût de l'énergie devraient entraîner des pressions haussières sur les prix dans les prochains mois.

Zone euro : d'étranges effets sur l'inflation

Attention aux anticipations inflationnistes



Source: Bloomberg, BNPP AM



Source: Bloomberg, BNPP AM

- L'interprétation des données sur l'inflation risque de rester très difficile pendant encore quelques mois. Ces éléments peuvent être importants si des anticipations inflationnistes continuent à perturber les marchés obligataires et à contrecarrer les projets des banques centrales.

BCE : contrôle un peu trop informel ? C'est fait exprès !

Préserver des conditions financières favorables mais lesquelles ?

Quel niveau de référence ?

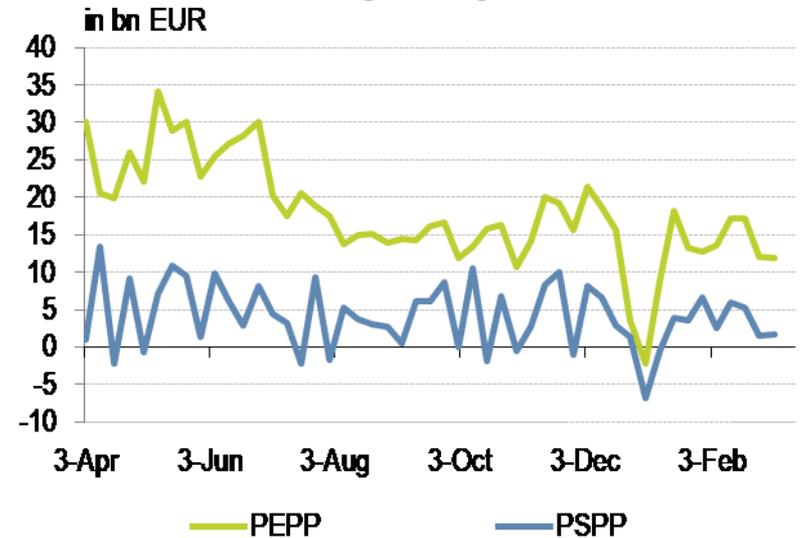
Euro GDP-weighted 10-year yield %



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

Achats hebdomadaires de la BCE

ECB weekly asset purchases



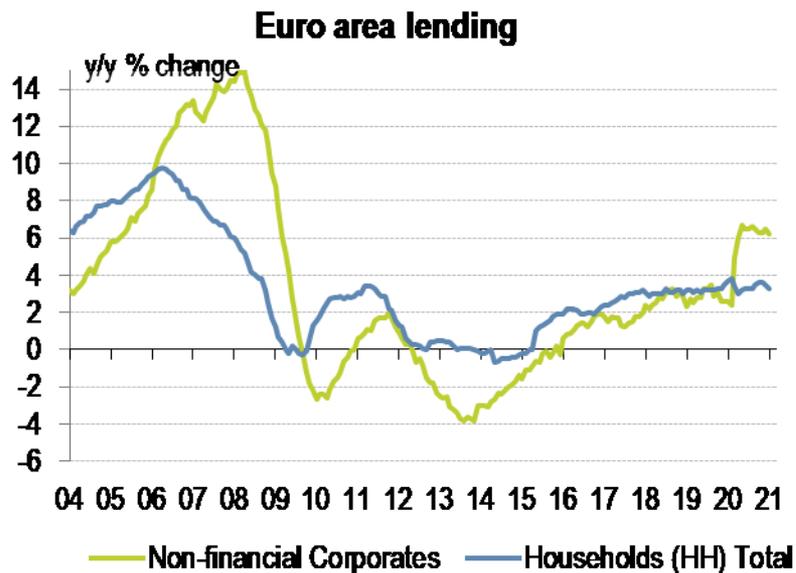
Source: Bloomberg, BNPP AM

- Malgré les récentes tensions sur les taux longs, la BCE n'a pas augmenté ses achats hebdomadaires de titres dans le cadre du PEPP. Selon les intervenants (Isabel Schnabel, Philip Lane), le niveau retenu comme assurant des « conditions financières favorables » varie.

BCE : Plus accommodante sans changer grand chose

Le rythme des achats du PEPP sera nettement augmenté

Transmission de la politique monétaire



Source: Bloomberg, BNPP AM

Projections économiques de la BCE

ECB staff macroeconomic projections

| | Q4 2020 (*) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------------------|-------------|------|------|------|------|
| Growth of real GDP | -4,9 | -6,9 | 4,0 | 4,1 | 2,1 |
| <i>Dec projections **</i> | | -7,3 | 3,9 | 4,2 | 2,1 |
| Harmonized inflation (HICP) | +0.9 (Feb.) | 0,3 | 1,5 | 1,2 | 1,4 |
| <i>Dec projections **</i> | | 0,2 | 1,0 | 1,1 | 1,4 |
| HICP ex energy and food | +1.1 (Feb.) | 0,7 | 1,0 | 1,1 | 1,3 |
| | | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,2 |

ECB - March 2021, (*) Eurostat actual data (y/y chg), (**) Eurosystem staff macroeconomic

- Christine Lagarde a précisé que la BCE ne fait pas de contrôle de la courbe des taux. La question du niveau de référence pris pour définir à quel moment les conditions financières sont favorables n'aura pas de réponse dans l'immédiat. La BCE a répété qu'il s'agit d'assurer la bonne transmission de sa politique monétaire à l'économie réelle.



CHINE

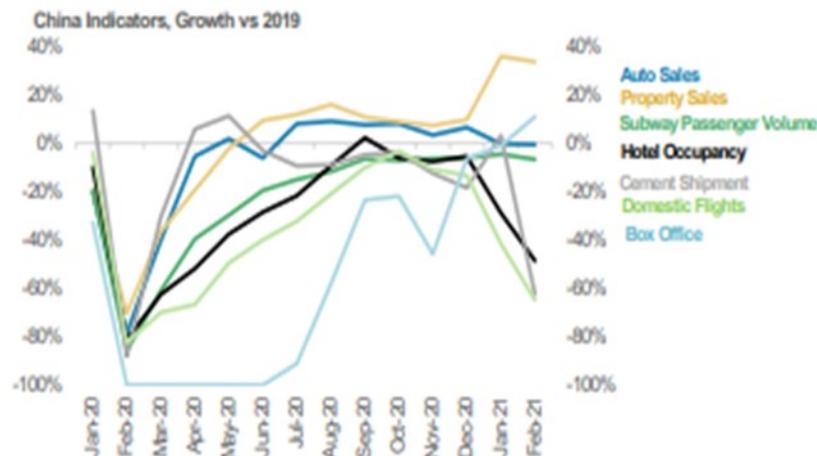
6% DE CROISSANCE, VOIRE UN PEU PLUS

Chine : le Nouvel An perturbe l'activité...

... mais la tendance reste bonne

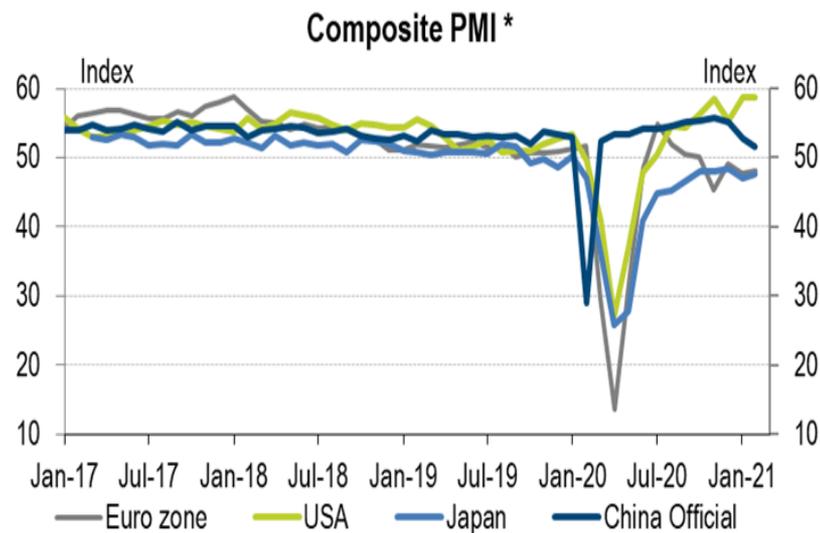
Inflexion des indicateurs à haute fréquence en février ...

... et des enquêtes d'activité



Source: CEIC, Wind, STR, CPCA, Company Data, TravelSky, Morgan Stanley Research

Source: Morgan Stanley as of 05/03/2021



*PMI: Purchasing Manager Index

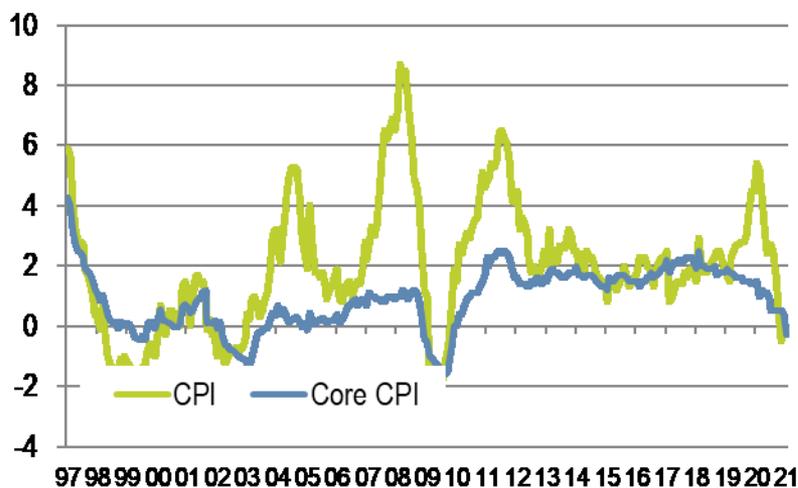
Source: Markit, Datastream, NBS, BNPP AM

- Les indices PMI officiels ont baissé dans le secteur manufacturier (de 51,3 à 50,6) et dans le non-manufacturier (à 51,4 après 52,4). Les premières indications sur la consommation à l'occasion des fêtes du Nouvel An sont très encourageantes.
- La demande pour les exportations devrait rester solide. Les pressions désinflationnistes dominant.

Chine : importantes marges de manœuvre

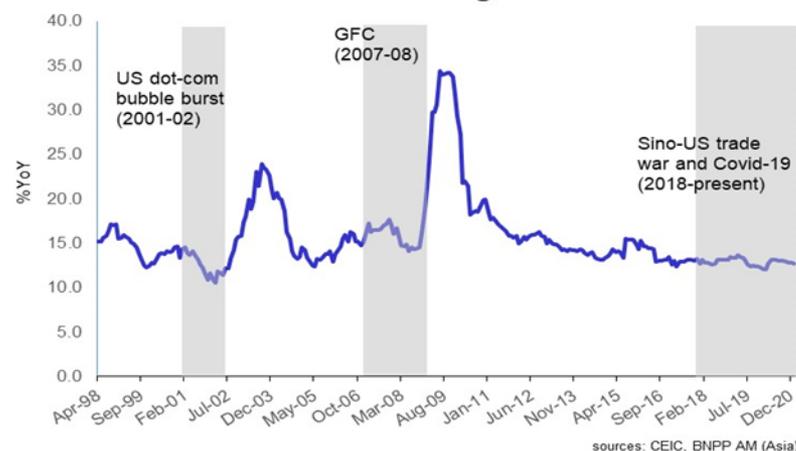
Croissance au-dessus de 6 % mais plus « à tout prix »

China: Consumer Price Index (CPI)
y/y % change



Source: Datastream, BNPPAM

China total loan growth



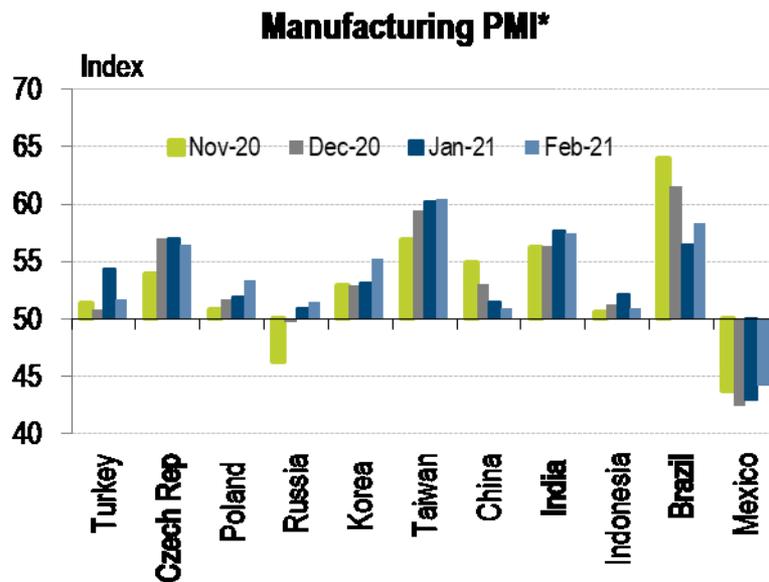
sources: CEIC, BNPP AM (Asia)

Source: CEIC, BNPP AM Macro Research Team as of 08/03/2021

- Lors de sa réunion annuelle, l'Assemblée nationale populaire a annoncé un objectif de croissance du PIB de « plus de 6 % » cette année avec un déficit budgétaire en baisse (3,2 % contre 3,6 % en 2020). Ces chiffres laissent d'importantes marges de manœuvre budgétaires et monétaires pour faire face à d'éventuels chocs, sanitaires ou économiques. La banque centrale va continuer à assurer assez de liquidités tout en favorisant le désendettement.

Zones émergentes : l'Asie profite de la reprise mondiale

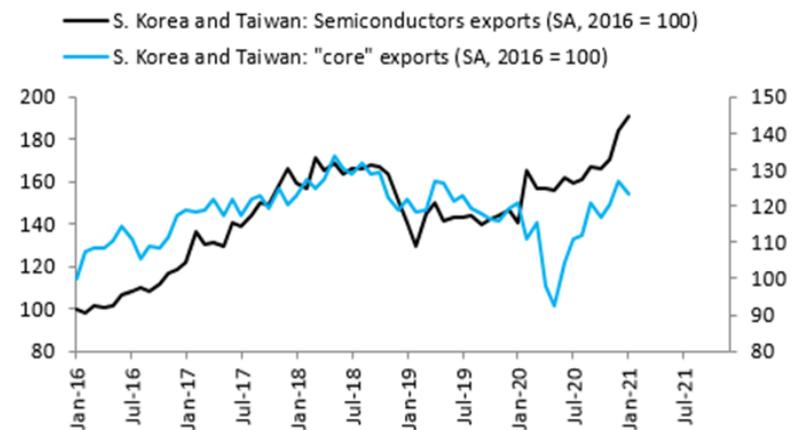
Les exportations sont dynamiques



*PMI: Purchasing Manager Index

Source: Markit, BNPP AM

Les exportations de semiconducteurs en forte hausse



Source : Haver, actual data through January 2021
"Core" exports = excluding ships exports in South Korea

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

- Au sein des zones émergentes, l'Asie du Nord, qui profite de la reprise de la demande mondiale (notamment en semi-conducteurs), est la mieux positionnée.
- A surveiller : l'émergence de pressions inflationnistes dans certains pays (Argentine, Turquie).

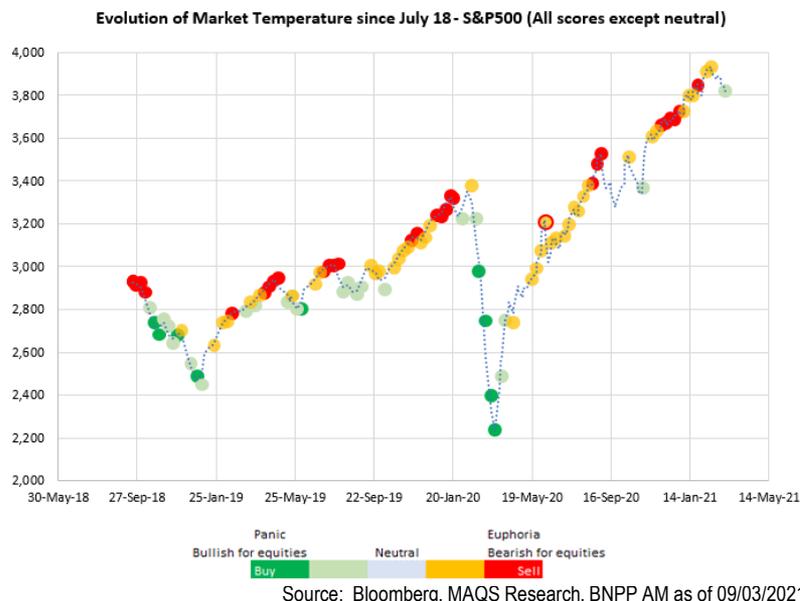


ÉLÉMENTS SUR LES CLASSES D'ACTIFS

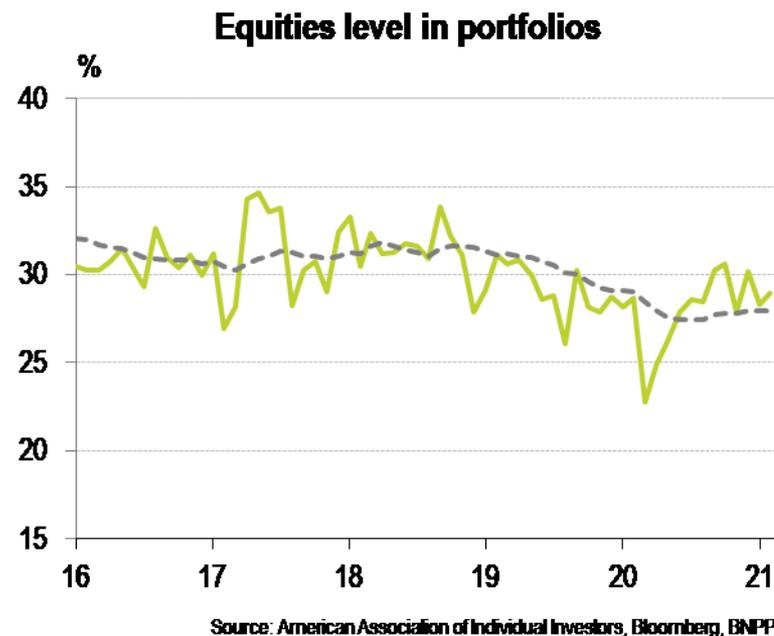
Des signaux techniques et de sentiment favorables

Les corrections offrent des opportunités d'achats à court terme

Indicateur de température de marché : signal modérément acheteur



Positionnement sur les actions proche de la neutralité

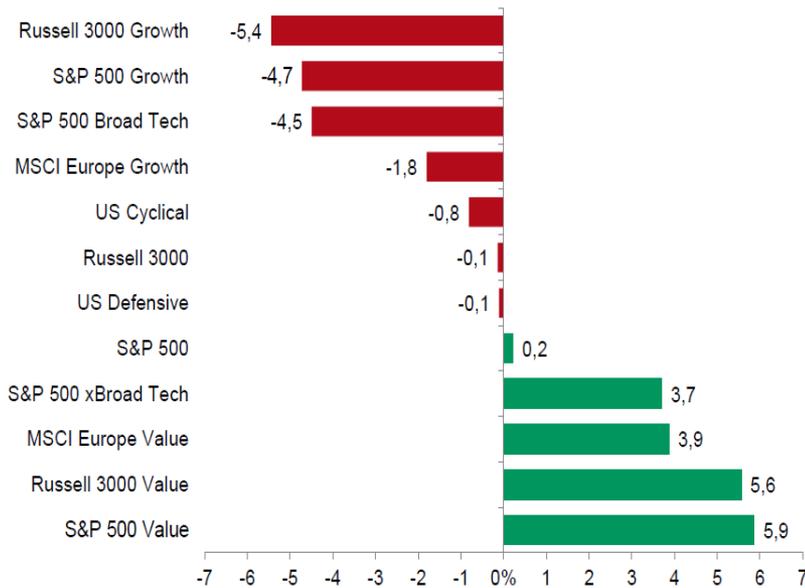


- Après les mouvements qui ont agité les actions depuis le début de l'année sur fond de tensions des taux longs, l'analyse de la structure interne des marchés (notamment le positionnement et le sentiment des investisseurs) plaide pour une reprise de la tendance haussière sur les actions dans les semaines à venir.

Actions : le recul n'a pas été généralisé

Bonne tenue du style « value » dans la baisse des actions

Index returns in % - Levels indexed to 12 February 2021

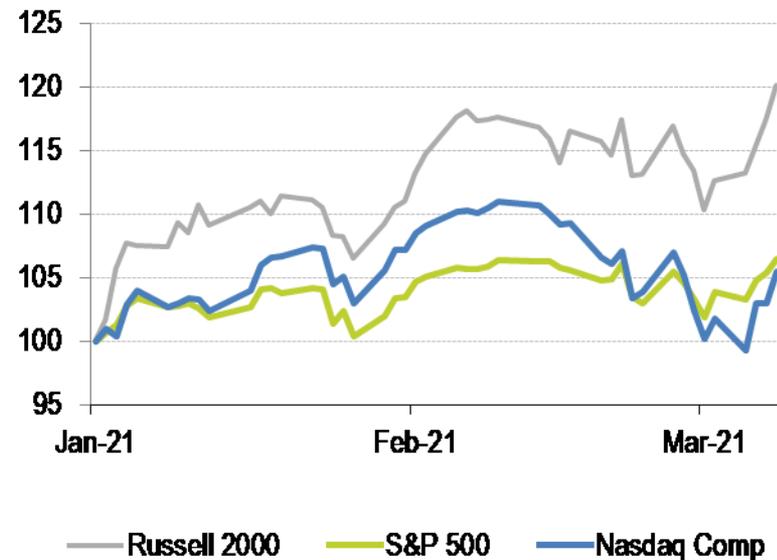


Source: Factset, BNPP AM as of 12/03/2021

Surperformance des petites capitalisations

US Equity Indices

Index 100 = 04/01/2021

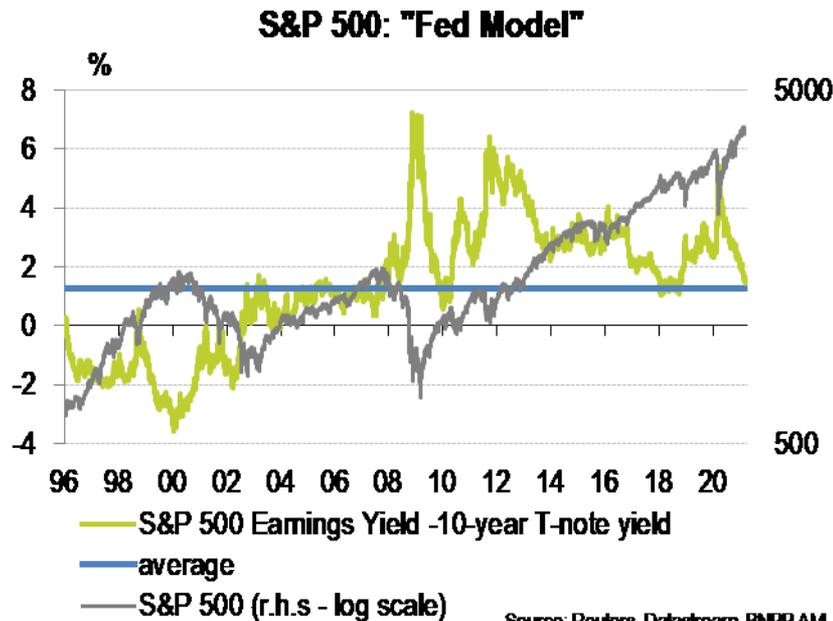


Source: Bloomberg BNPP AM as of 11/03/2021

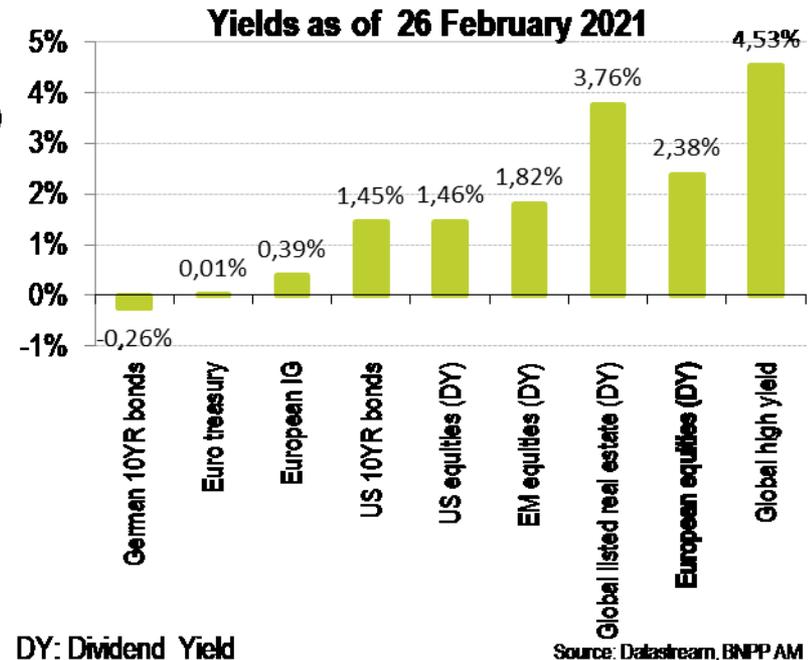
- Les actions « Growth » ont beaucoup plus souffert de la hausse des taux longs depuis le début de l'année.

Actions : les valorisations relatives restent attractives

Retour vers la moyenne sous l'effet de la hausse des taux



Rendements en %



- 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/B | P/S | EV/S | P/CE | PEG | DY |
|------------------|-----|------|------|------|------|------|------|
| US vs Europe* | 0.5 | 2.3 | 0.9 | 0.6 | 1.5 | -2.0 | -0.5 |
| Japan | 2.4 | -1.5 | -0.3 | 0.1 | -0.2 | 0.0 | 0.5 |
| United States | 1.9 | 2.0 | 2.6 | 2.8 | 3.0 | 0.7 | 1.2 |
| US broad tech | 1.7 | 1.9 | 3.0 | 2.7 | 1.6 | 0.6 | 0.4 |
| US ex-broad tech | 1.6 | 1.2 | 2.0 | 2.6 | 2.5 | 0.1 | 0.8 |
| DM | 1.4 | 1.4 | 2.9 | 3.1 | 2.7 | 0.5 | 1.2 |
| EM | 1.1 | 1.1 | 2.1 | 2.4 | 4.6 | -0.2 | 1.4 |
| Europe | 0.9 | 0.3 | 1.6 | 2.7 | 1.4 | 2.4 | 1.4 |

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 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 1.6 | 1.5 | 1.2 | 0.2 | 1.0 | 3.3 | 3.4 | 0.9 | -0.1 | 0.8 | 1.3 | 0.8 | 1.5 | 2.1 |

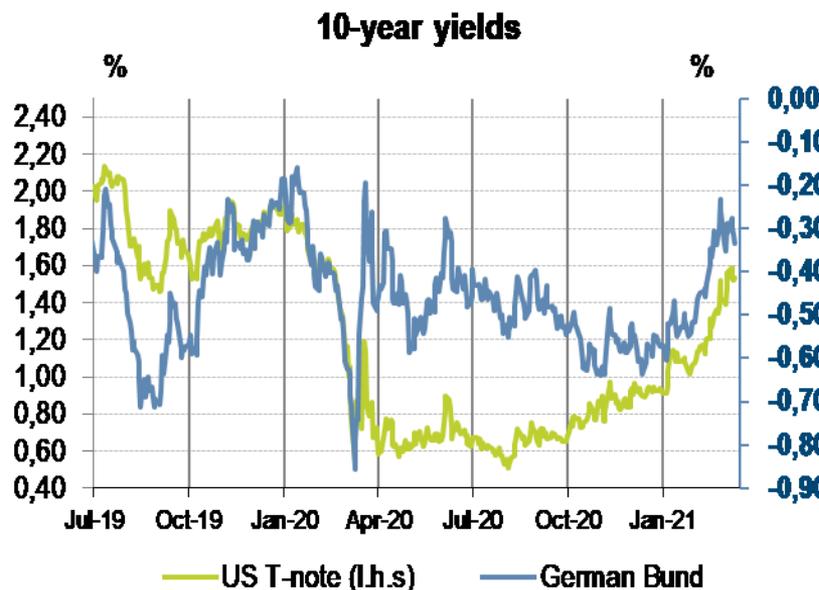
Data as at 15 March 2021. *US ex-broad tech. Note: Energy is on FY3 earnings. Broad tech (BT) includes information technology sector, internet & direct marketing retail, movies & entertainment, and interactive media services. STM = second twelve months, P = Price, E = Earnings (next-twelve-month), B = 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

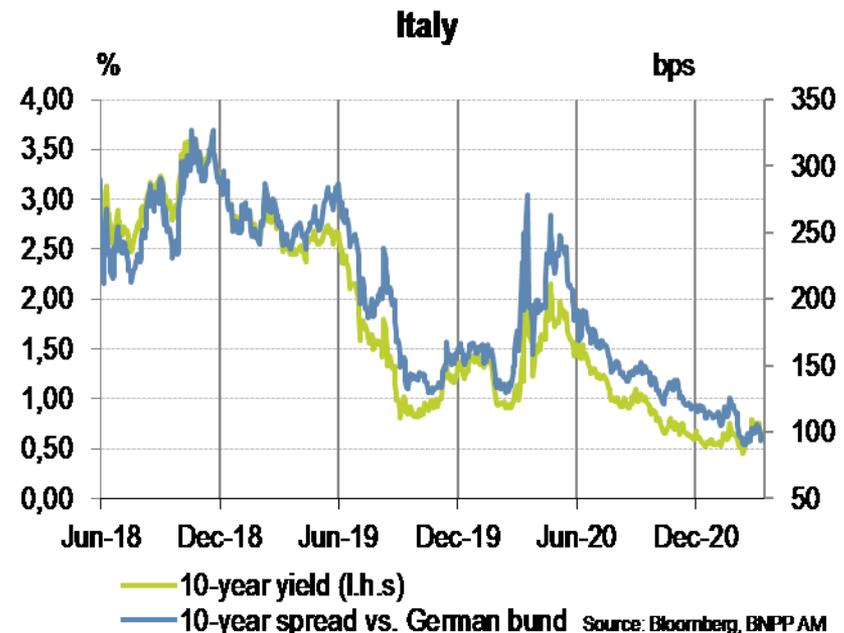
Tensions sur les taux longs : jusqu'où ?

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

Recherche de rendement + effet Draghi



Source: Bloomberg, BNPPAM



Source: Bloomberg, BNPPAM

- La dégradation des obligations gouvernementales américaines s'est accentuée en février. Le rendement du T-note à 10 ans s'est dirigé vers 1,60 %, au plus haut depuis un an. Le marché des BTPs italiens est parvenu à surperformer en février à l'occasion de la nomination de Mario Draghi à la tête d'un gouvernement qualifié de « technique et politique ».

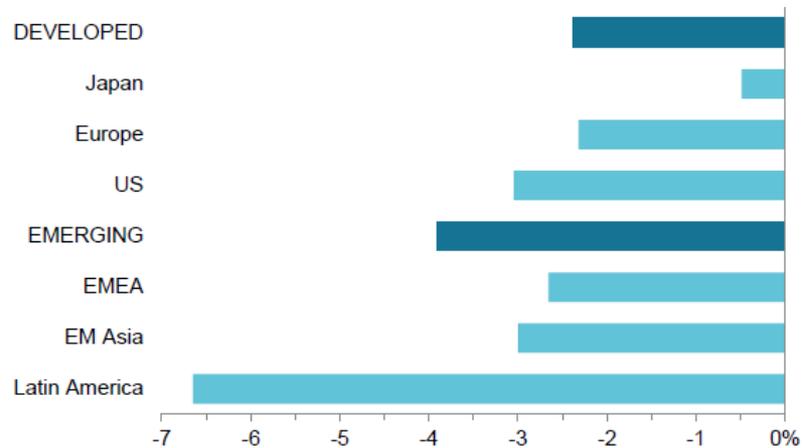
Marchés obligataires

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.

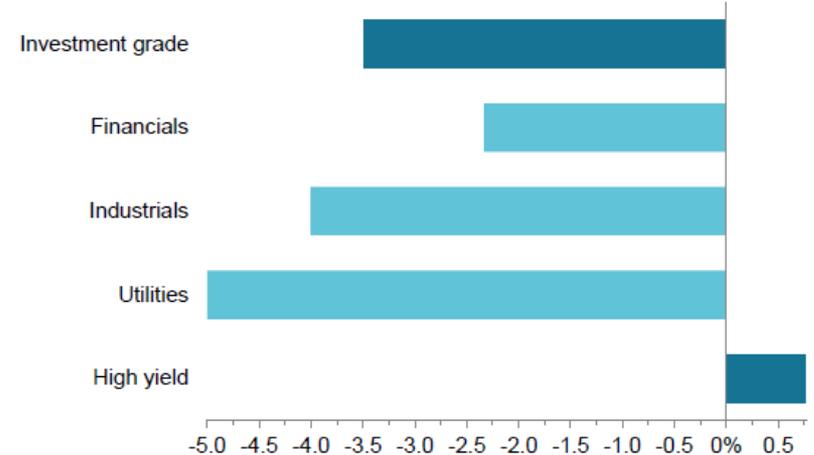
GEOGRAPHY



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 12/03/2020

Obligations d'entreprise

CORPORATES

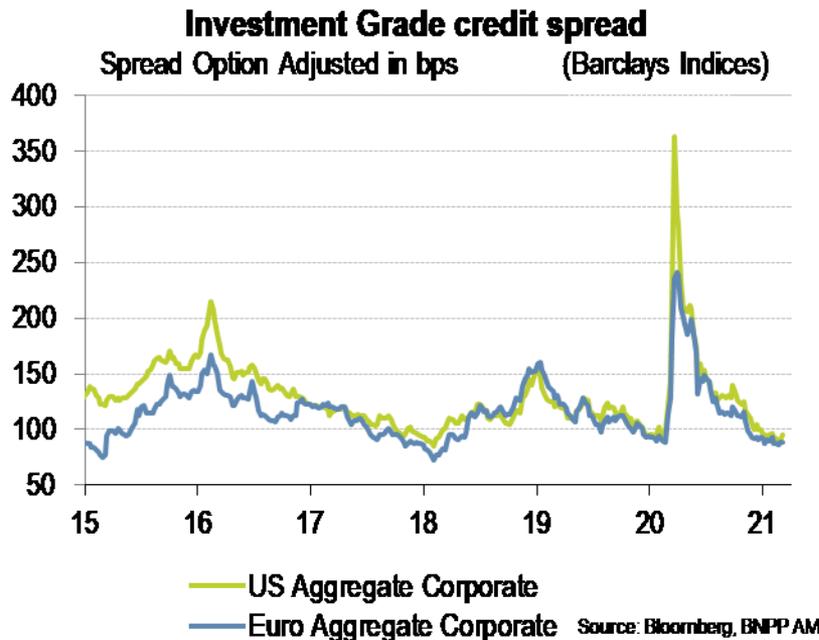


Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 12/03/2020

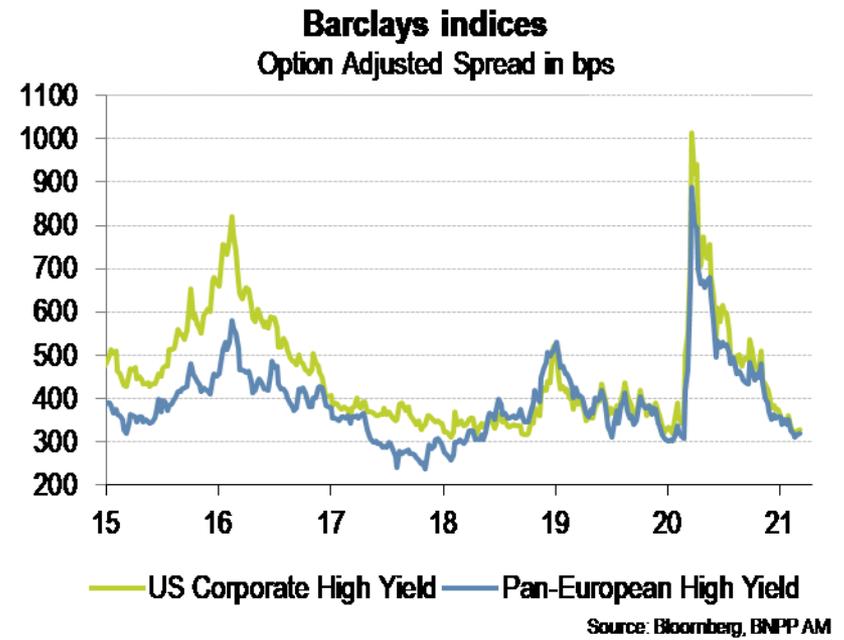
Marchés obligataires

Crédit

Crédit de qualité (IG)



Crédit à haut rendement (HY)



- Dans le contexte de tensions sur les rendements des obligations gouvernementales, les écarts de taux sur le marché du crédit se sont réduits par rapport à fin janvier. Les performances absolues sont négatives sur les segments de qualité (IG) tandis que les titres à haut rendement (HY) ont enregistré une progression en février, avec une surperformance de l'Europe.

Devises

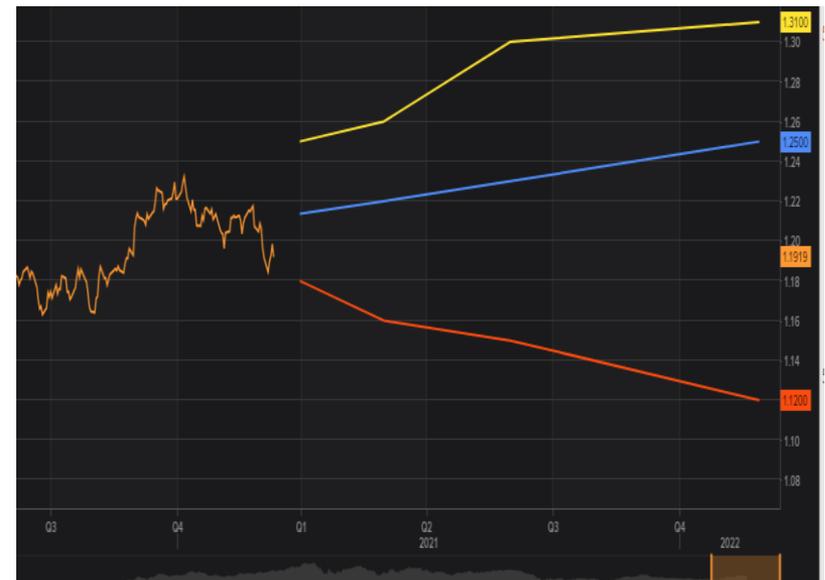
Une position tactique acheteuse sur le dollar contre l'euro

Le dollar repart à la hausse



Source: Bloomberg, BNPPAM

Consensus : un large éventail de prévisions



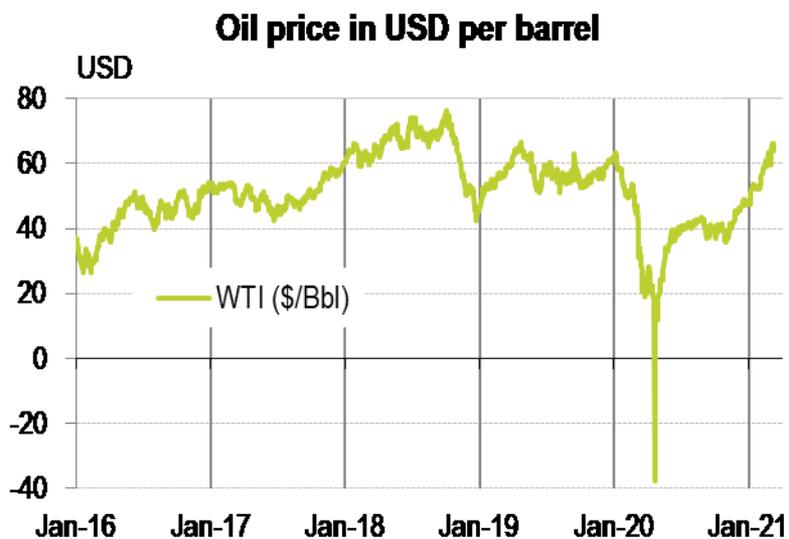
Source: Reuters as of 12/02/2021; Poll date: 03/03/2021

- Le différentiel de croissance entre les Etats-Unis et la zone euro devrait s'accroître en 2021 sous l'effet de la relance budgétaire massive orchestrée par Joe Biden. Nous sommes tactiquement acheteurs de USD contre EUR même si, à moyen terme, le dollar risque de pâtir de déficits budgétaires et de sa survalorisation.

Pétrole

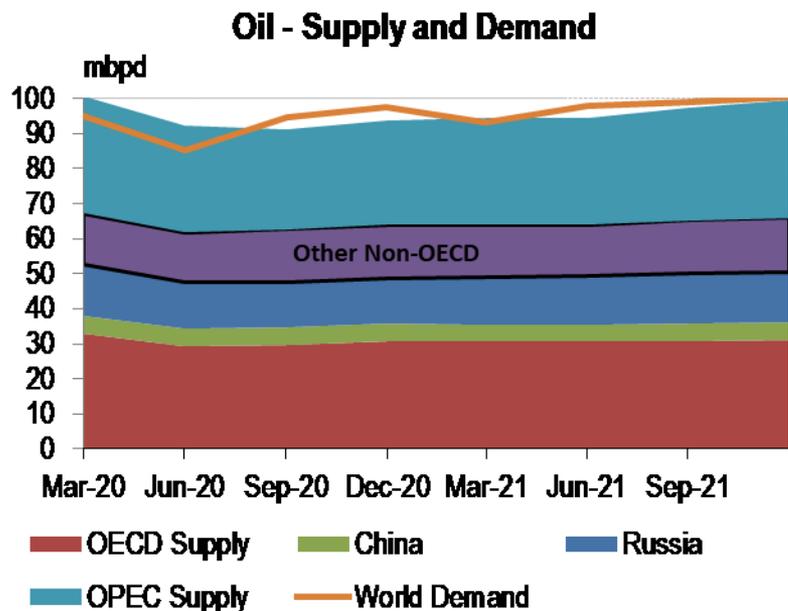
Meilleur contrôle de la production

Au-dessus de 60 dollars/baril



Source: Bloomberg, BNPP AM

La reprise soutient la demande



Source: Reuters, EIA, BNPP AM

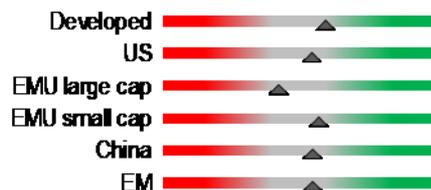
- Les espoirs de reprise cyclique et le respect des quotas de production ont envoyé le cours du baril de WTI au-dessus de 60 dollars, un niveau qui n'avait plus été observé depuis début 2020. Nous avons pris nos bénéfices sur notre position acheteuse de matières premières en février mais notre vue de moyen terme reste positive.

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. La reprise cyclique en 2021, même si elle risque d'être retardée, notamment dans la zone euro, s'impose comme scénario central. L'environnement de moyen terme (croissance et politiques économiques de soutien) est favorable pour les actifs risqués, en particulier les actions.
- Depuis début février, nos décisions d'allocation d'actifs sont en ligne avec notre scénario de moyen terme. Nous avons graduellement augmenté notre exposition aux actions en profitant des faiblesses passagères pour nous repositionner. La première étape a consisté à passer acheteur sur les actions émergentes : l'Asie est bien positionnée d'un point de vue économique et les autres zones devraient profiter de valorisations attractives et de la reprise mondiale cyclique.
- Dans les semaines qui ont suivi, nous avons **renforcé notre exposition** sur les actions américaines (le 1^{er} mars), chinoises (5 mars) et japonaises (10 mars). Au sein des actions de la zone euro, nous avons une position relative sur les petites capitalisations contre les grandes et nous privilégions les actions italiennes.
- Nous sommes sous-exposés sur les **marchés obligataires** « cœur » de la zone euro mais avons réduit l'ampleur de notre sous-sensibilité début mars après les tensions sur les taux allemands.
- Nous restons acheteurs des **obligations européennes indexées sur l'inflation** et conservons une position sur la **dette émergente en devises locales**, le thème de la recherche de rendement restant d'actualité.
- L'exposition sur l'immobilier coté européen apporte de la diversification à nos portefeuilles.

*MAQS : Multi Asset, Quantitative and Solutions

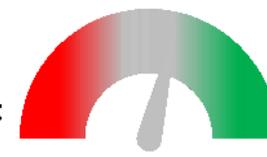
Positionnement (Active Asset Allocation) - MAQS



Rates & Duration

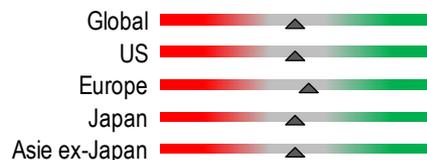
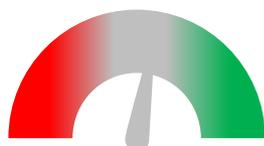


Credit

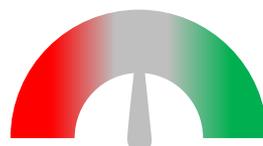


IG: Investment Grade; HY: High Yield; EM: Emerging

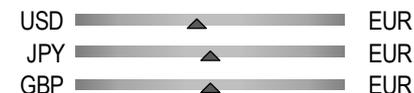
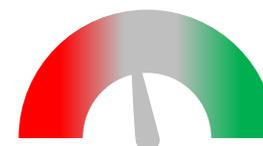
Real estate



Commodities



FX (EUR vs.)



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 9 mars 2021

Mention légale

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en mars 2021, sauf indication contraire. BNPP AM est la source au 12 mars 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