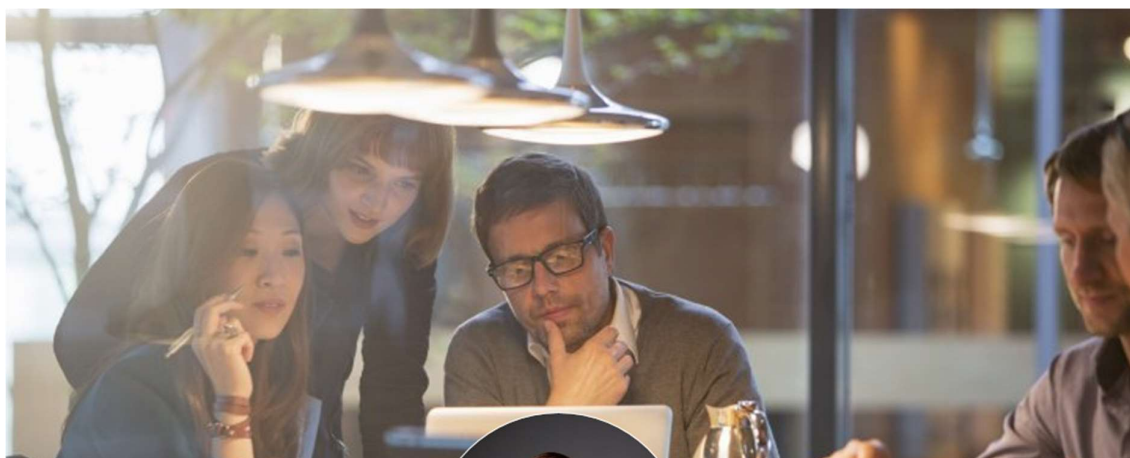


PAS ENCORE APRÈS-DEMAIN, MAIS LE JOUR D'APRÈS...

3 Août 2020



Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

EN UN MOT:

Le moins que l'on puisse dire est que nous vivons une année mouvementée. En ce milieu d'été, le moment est donc venu de marquer une pause pour réfléchir aux marchés et à l'environnement d'investissement particulier que nous connaissons en ce moment.

Personne n'a la science infuse, et celui qui prétend pouvoir prédire où nous en serons dans six mois ou un an n'a clairement aucune idée de la nouvelle réalité. La question qui est sur toutes les lèvres est de savoir si le moment est opportun pour vendre après la vigoureuse ascension à laquelle nous avons assisté depuis le plancher du mois de mars. Nous nous proposons de formuler ici quelques éléments qui permettront de mener cette réflexion en toute connaissance de cause.

Un fossé persistant entre les marchés et l'économie

Durant l'effondrement des marchés et les journées noires de février et mars, nous avons toujours été d'avis de profiter du repli pour procéder à des achats, encore que personne n'était à l'époque en mesure d'établir avec certitude le timing exact du plancher. Finalement, nous ne nous sommes trompés que de quelques jours. Quoi qu'il en soit, nous partions de la réflexion que les crises de cette envergure, après et même pendant la Seconde Guerre mondiale, s'étaient

dans le passé révélées être des opportunités d'achat. Notre idée était qu'à un moment donné, tôt ou tard, les banques centrales interviendraient en injectant des masses de liquidités pour soutenir le système. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé, et dans des quantités que personne n'aurait jugées possibles.

Il en a résulté un rallye qui nous a entretemps menés plus loin que prévu. Néanmoins, il subsiste un fossé entre les marchés financiers et la réalité économique. Cela dit, cette dernière s'est déjà nettement améliorée et la première partie de la remontée arbore bel et bien un profil en "V", ce qui n'a rien d'anormal pour une économie mondiale sortant d'un confinement. De plus, les résultats des entreprises semblent raisonnables, et pas seulement ceux des géants de la technologie. Mais ne nous voilons pas la face: ce que nous venons de vivre était la partie aisée de la reprise. Peu importe que nous en soyons déjà à une économie à 90% – ou même moins. Tout le défi consistera à revenir à 100%, autrement dit à la situation d'avant la crise. Nous pouvons dire que la remontée boursière a à court terme anticipé sur la réalité économique, en particulier compte tenu du fait que le virus est loin d'être sous contrôle aux Etats-Unis. Ailleurs dans le monde également, des résurgences se manifestent et l'on redoute une seconde vague de l'épidémie.

Le monde de l'après-coronavirus

Sans un vaccin, dont le timing reste incertain, nous ne reviendrons jamais à la normale – pour autant que les choses redeviennent un jour comme avant. Cela dit, nous restons intimement convaincus que les ressources humaines et matérielles investies permettront à un moment donné de mettre au point un vaccin – ou plusieurs – et des traitements efficaces. Chaque fois que des progrès sont rapportés sur ce front, la bourse s'envole. Compte tenu de ce phénomène, le pessimisme n'est pas une bonne stratégie.

Mais ce n'est pas tout. Si nous envisageons le monde de l'après-coronavirus, une tendance se dessine d'ores et déjà clairement. Nous vivrons pendant tout un temps encore dans un monde fait de taux d'intérêt très bas, voire négatifs. Le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt nominal moins l'inflation. Et ce taux d'intérêt réel est en ce moment très bas, au grand dam des banques centrales qui aspirent à la stabilité des prix. Ces dernières années, ni les taux d'intérêt bas, ni l'assouplissement quantitatif, ni les masses de liquidités injectées par les banques centrales n'ont suffi à faire grimper dans des proportions significatives l'inflation dans l'économie réelle. Néanmoins, toutes ces interventions ont eu pour effet de soutenir les marchés-actions, des obligations, de l'immobilier, de l'art et des métaux précieux. Autrement dit, pour ainsi dire tous les actifs.

Mais cette fois, la situation est différente. En marge des interventions des banquiers centraux, les autorités ouvrent elles aussi tous les registres en lançant des programmes incitatifs fiscaux d'envergure. Nous observons ce phénomène dans le monde entier, et aux Etats-Unis à concurrence même de milliers de milliards de dollars. Cela dit, peut-être que le fonds européen de la relance revêt dans ce contexte le plus de signification. Pour la première fois, des dettes communes sont contractées, ce qui profitera probablement à la cohésion au sein de la zone euro. Cela dit, le plus important pour notre scénario réside dans le fait que ces capitaux alimentent non seulement le monde financier, mais aussi l'économie réelle. Cet élément pourrait en effet créer progressivement un peu d'inflation, pour la première fois depuis de nombreuses années. Et si nous tenons compte qu'en plus de cela, les banques centrales maintiendront les taux d'intérêt à des niveaux particulièrement bas pendant encore très

longtemps, nous en concluons à des taux d'intérêt réels faibles, voire négatifs jusqu'au bout de notre horizon de prévisions, peu importe jusqu'où il aille.

Investir dans un monde fait de taux d'intérêt réels négatifs

Un monde fait de taux d'intérêt réels négatifs est un monde régi par d'autres règles que celles qui sont expliquées dans les manuels, d'autres règles que celles dont nous avons l'habitude. Pour commencer, certaines formes de placements s'assortissent d'un rendement négatif. A partir du moment où le taux d'intérêt d'un livret d'épargne est inférieur à l'inflation, son titulaire perd chaque année une partie du pouvoir d'achat de son capital. Le graphique ci-dessous montre bien qu'au bout de quelques années, l'impact cumulé peut être énorme.

Peut-être faudrait-il penser à remplacer l'avertissement "Attention, emprunter de l'argent coûte aussi de l'argent" par "Attention, épargner de l'argent coûte aussi de l'argent". Car le revers de la médaille est que si l'on peut emprunter à un niveau inférieur à l'inflation, on est en termes réels payé pour contracter un emprunt. De ce fait, l'immobilier reste un investissement très intéressant en dépit des hausses vertigineuses des dernières années et même dans l'hypothèse où les prix viendraient à ne plus augmenter. Et ce qui est vrai pour l'immobilier l'est pour presque tous les actifs réels. Tous les placements qui génèrent un flux de revenus positif deviennent particulièrement précieux.

Et donc aussi les actions, à travers lesquelles l'investisseur achète une partie d'une entreprise. Les résultats pourraient encore rester sous pression dans les trimestres à venir, et les dividendes être réduits voire carrément différés. Mais le fait est que la faiblesse des taux d'intérêt persistera bien plus longtemps que celle des résultats. Un relèvement des taux n'interviendra que le jour où l'économie tournera à nouveau à plein régime. Autrement dit, l'effet positif est plus durable que les retombées à court terme. Pour résumer, on pourrait dire que dans un monde fait de taux d'intérêt réels négatifs, les règles sont différentes. Avec comme règle de base que les actifs réels peuvent se montrer particulièrement performants...

A propos de la gestion active et du "market timing"

Si les perspectives sont positives à long terme et incertaines à court terme, nous pourrions essayer de prendre quelques bénéfices pour procéder à de nouveaux achats à des niveaux inférieurs. Il y a assurément des arguments qui le justifient. Prendre quelques bénéfices après une ascension comme celle qui s'est amorcée depuis le plancher du mois de mars n'est certainement pas une mauvaise idée. Mais dans la pratique, c'est plus facile à dire qu'à faire. Pour que la tactique rapporte, le timing doit être parfait les deux fois: non seulement pour la vente, mais aussi lors de l'achat. Tout particulièrement à plus court terme, les bourses peuvent se montrer particulièrement irrationnelles. Peut-être n'y aura-t-il pas de repli. Lorsque les marchés recommencent à grimper, même après une baisse, il est fréquent que l'hésitation l'emporte sur la raison. C'est ce qui explique que tant d'investisseurs qui ont manqué la remontée disposent encore d'importantes quantités de liquidités. Des études scientifiques ont en outre permis d'établir que le fait de manquer ne serait-ce que quelques-unes des journées les plus fastes en termes de hausse a d'énormes retombées sur le rendement.

Cela ne signifie pas que nous devons pour autant baisser la garde et renoncer à repenser en permanence les portefeuilles. Car somme toute, c'est surtout l'allocation des actifs, la

détermination d'une pondération pour chacune des différentes classes d'actifs, qui est susceptible de profiter de manière significative au rendement. Comme on peut le voir dans le tableau qui suit, le classement (selon le rendement en baisse) n'est jamais le même d'une année à l'autre.

Un second semestre captivant en perspective

Après l'été, nous connaissons sans nul doute encore des mois volatils et passionnants. Et il en ira probablement de même en 2021. L'important est de continuer à évaluer la situation en permanence et surtout d'essayer de déterminer la répartition idéale entre les différentes classes d'actifs. Indépendamment du "market timing", nous évoluons de plus en plus vers un monde fait de taux d'intérêt réels négatifs persistants, un monde régi par de nouvelles règles. Un monde dans lequel à plus long terme, les actifs réels se montreront plus performants que les liquidités.

Cet été sera pour le moins étrange et mémorable, un été placé sous le signe de la sécurité – la vôtre et celle de tous ceux qui vous sont chers. Mais peut-être aussi un été que nous devrions mettre à profit pour réfléchir au monde de l'après-coronavirus, que nous espérons être pour bientôt...



THE INVESTMENT STRATEGY TEAM

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asia

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgium

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Pol TANSENS
Head of Real Estate Strategy

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Switzerland

Roger KELLER
Chief Investment Officer

DISCLAIMER

This marketing document is provided by the Wealth Management business of BNP Paribas, a French public limited company with a capital of € 2,499,597,122, registered office 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, registered at RCS Paris under number 662,042,449, authorised in France, under the number 662,042,449, approved in France by the Autorité des Marchés Financiers (AMF). As a marketing document, it has not been produced in accordance with regulatory constraints to ensure the independence of investment research and is not subject to the prior transaction ban. It has not been submitted to the AMF or other market authority. This document is confidential and intended solely for use by BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA and companies of their Group ("BNP Paribas") and the persons to whom this document is issued. It may not be distributed, published, reproduced or revealed by recipients to other persons or reference to another document without the prior consent of BNP Paribas.

This document is for informational purposes only and does not constitute an offer or solicitation in any State or jurisdiction in which such offer or solicitation is not authorised, or with persons in respect of whom such offer, solicitation or sale is unlawful. It is not, and should under no circumstances be considered as a prospectus. The information provided has been obtained from public or non-public sources that can be considered to be reliable, and although all reasonable precautions have been taken to prepare this document, and, in the event of any reasonable precautions, the accuracy or omission of the document shall not be recognised. BNP Paribas does not certify and guarantees any planned or expected success, profit, return, performance, effect, effect or profit (whether from a legal, regulatory, tax, financial, accounting or other point of view) or the product or investment. Investors should not give excessive confidence in theoretical historical information relating to theoretical historical performance. This document may refer to historical performance; Past performance is not a guide to future performance.

The information contained in this document has been drafted without taking into account your personal situation, including your financial situation, risk profile and investment objectives. Before investing in a product, the investor must fully understand the risks, including any market risk associated with the issuer, the financial merits and the suitability of such products and consult its own legal, tax, financial and accounting advisers before making an investment decision. Any investor must fully understand the characteristics of the transaction and, if not otherwise provided, be financially able to bear the loss of his investment and want to accept such risk. The investor should remember that the value of an investment as well as the income from them may fall as well as rise and that past performance is not a guide to future performance. Any investment in a product described is subject to prior reading and to an understanding of the product documentation, in particular that which describes in detail the rights and duties of the investors and the risks inherent in an investment in that product. In the absence of any written provision, BNP Paribas does not act as an investor's financial adviser for its transactions.

The information, opinions or estimates contained in this document reflect the author's judgement on the day of his drafting; they must not be considered as authority or be substituted by anyone in the exercise of his or her own judgement and subject to change without notice. Neither BNP Paribas nor any BNP Paribas Group entity will be liable for any consequences that may arise from the use of the information, opinions or estimates contained in this document.

As a distributor of the products presented in this document, BNP Paribas may receive distribution fees on which you can obtain further information on specific request. BNP Paribas, its employees or Directors may hold positions in or relationship with their issuers.

By receiving this document you agree to be bound by the above limitations.

© BNP Paribas (2020). All rights reserved