

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

# REVUE DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS

NATHALIE BENATIA  
SEPTEMBRE 2021



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

L'investisseur durable d'un monde qui change

# Sommaire

---

Evolution des marchés	3
Thèmes du mois	13
Scénario économique	25
Etats-Unis	31
Zone euro	38
Chine	44
Eléments sur les classes d'actifs	48
Allocation tactique de MAQS*	60

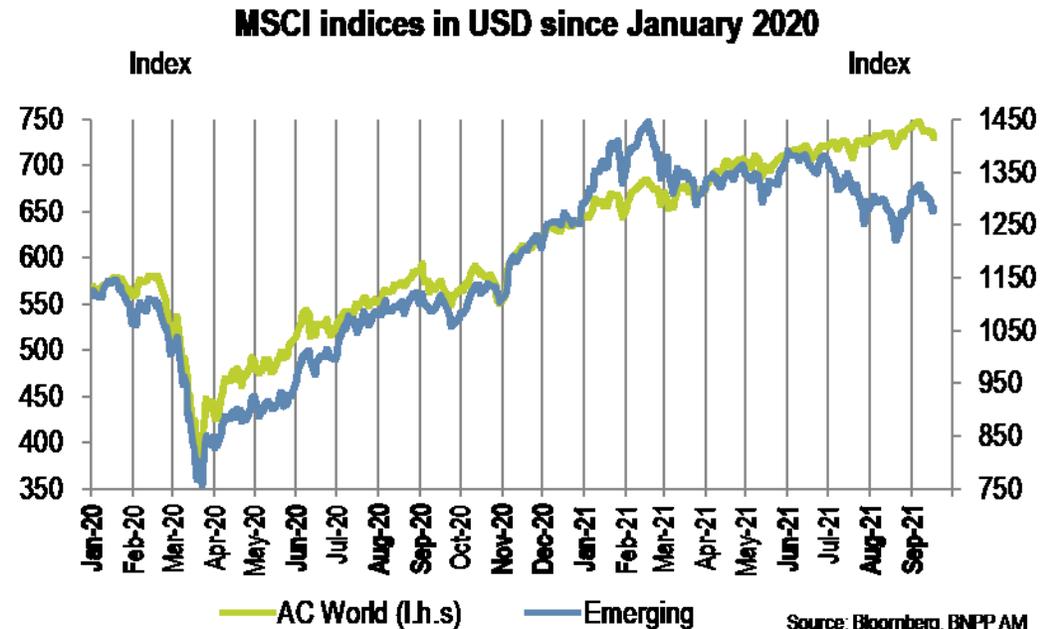
\* Multi-Asset, Quantitative Solutions - Multi-Actifs, Quantitatif et Solutions

---

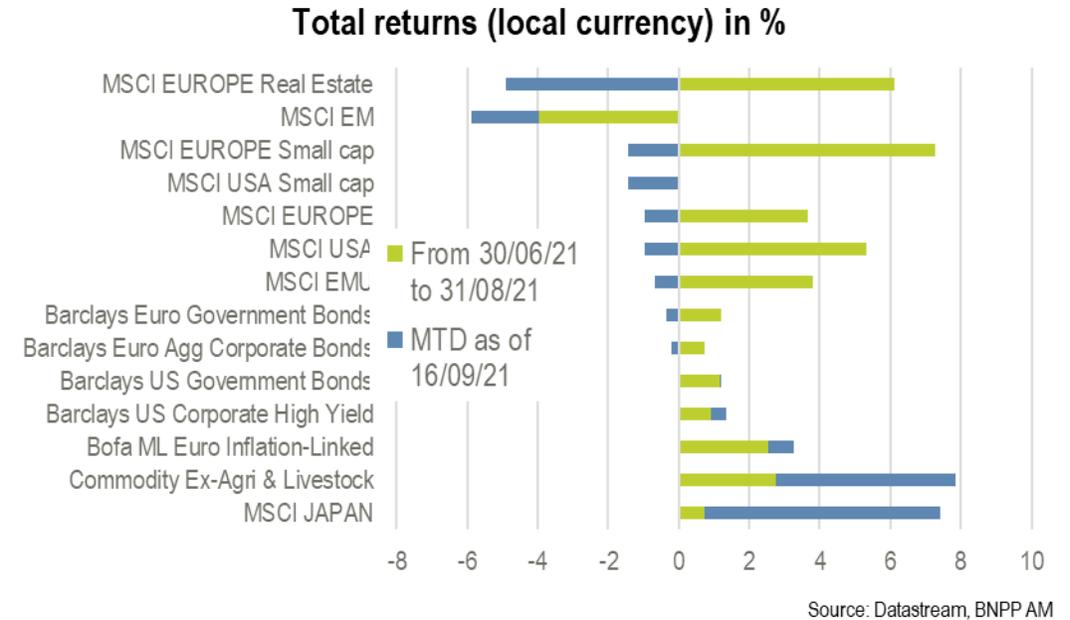
# EVOLUTION DES MARCHÉS

# Actions : de nouvelles sources d'inquiétude en août et septembre

## Les marchés émergents en léger recul depuis le début de l'année



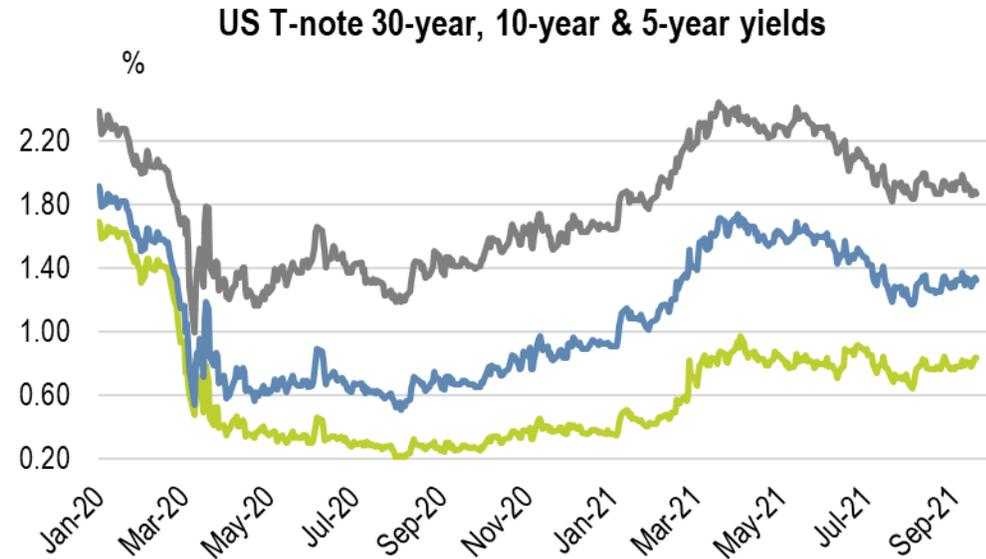
## Hésitations sur toutes les classes d'actifs



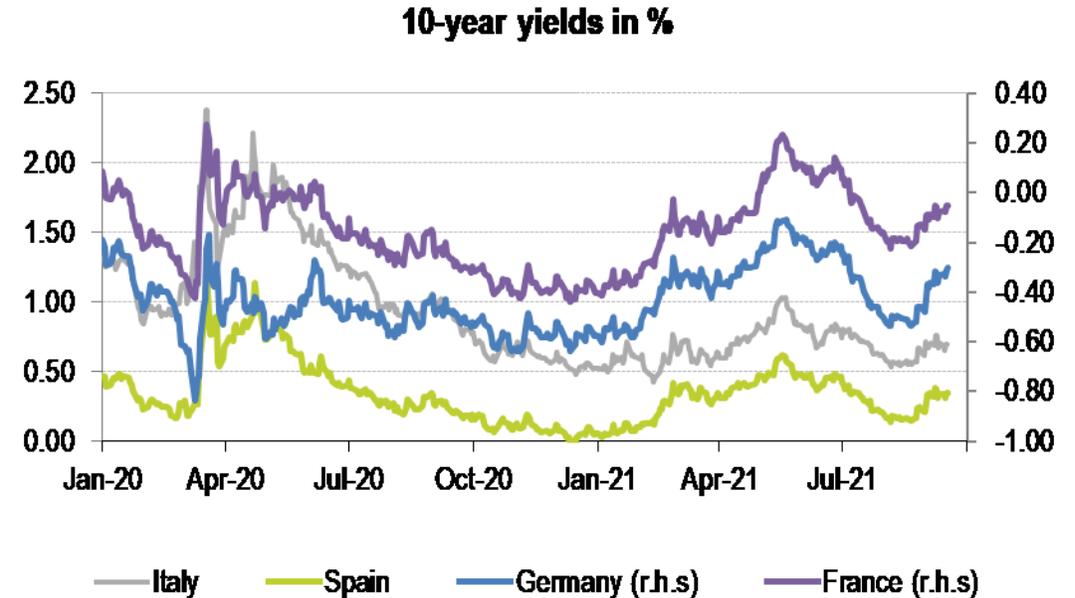
En août, les marchés financiers ont connu des variations erratiques dont témoignent la remontée ponctuelle de la volatilité implicite des indices actions ou la série de quatre baisses quotidiennes consécutives de l'indice MSCI AC World sur fond de recrudescence de l'épidémie. Grâce à un *rally* de fin de mois, les actions mondiales sont parvenues à progresser en août mais les hésitations n'ont pas disparu en septembre. Des facteurs spécifiques en Chine et des doutes sur la croissance mondiale ont entraîné une baisse de 1,5% de l'indice MSCI AC World et de 2,2 % de l'indice MSCI Emerging (en dollars, au 17 septembre) par rapport à fin août.

# Des taux longs un peu moins bas. Début d'une tendance ?

## Fin de la détente des taux longs américains ?



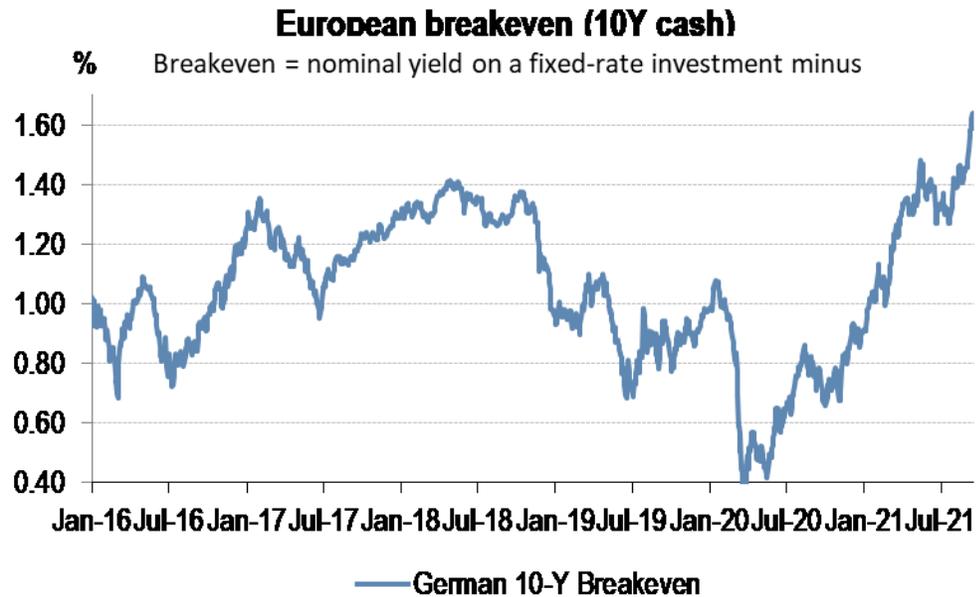
## Remontée des taux longs de la zone euro



Le rendement du Bund à 10 ans s'est éloigné de la partie basse de l'intervalle (proche de -0,50%) pour se diriger vers -0,30 %, diverses déclarations indiquant que la Banque centrale européenne allait réduire à brève échéance ses achats de titres, ce qui fut confirmé le 9 septembre. L'évolution des obligations gouvernementales américains depuis début septembre semble indiquer que les investisseurs privilégient les éléments potentiellement inflationnistes, plutôt que de considérer que les créations d'emploi bien inférieures aux attentes en août traduisent une forte dégradation de l'activité.

# Anticipations d'inflation ...

... en hausse dans la zone euro



Source: Bloomberg, BNPPAM

... stabiées aux Etats-Unis

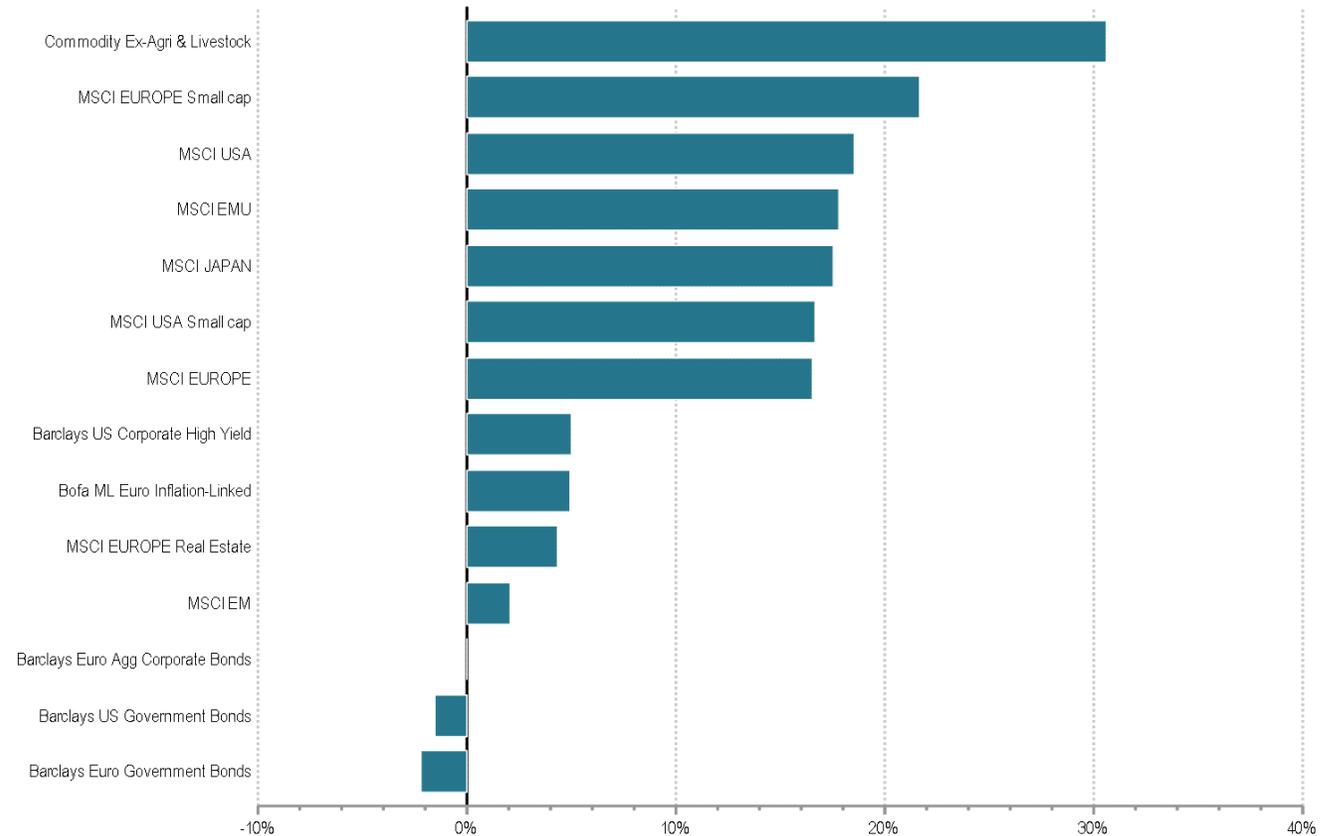


Source: Bloomberg, BNPPAM

Le comportement des obligations indexées traduit une certaine perplexité aux Etats-Unis. L'inflation à 5 ans dans 5 ans (5Y5Y inflation swaps) évolue entre 2,25 % et 2,50 % depuis le début de l'année et s'est stabilisée autour de 2,35% depuis deux mois. L'accélération de l'inflation en Allemagne guide les anticipations pour la zone euro. Le point mort d'inflation allemand à 10 ans a atteint son plus haut niveau depuis octobre 2013.

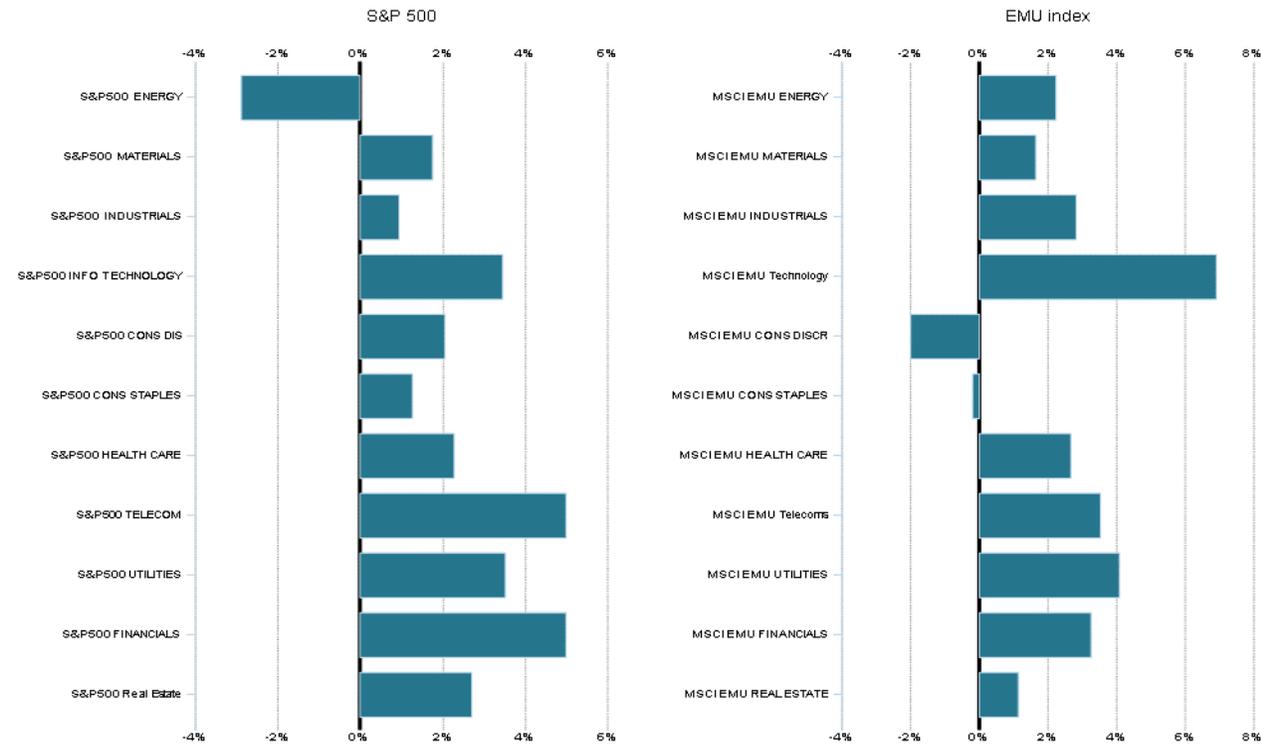
# Performances totales en 2021 (au 17/09/2021)

Market Overview (local currency)



Source: Refinitiv Datastream / BNP Paribas Asset Management

# Performances sectorielles en août 2021

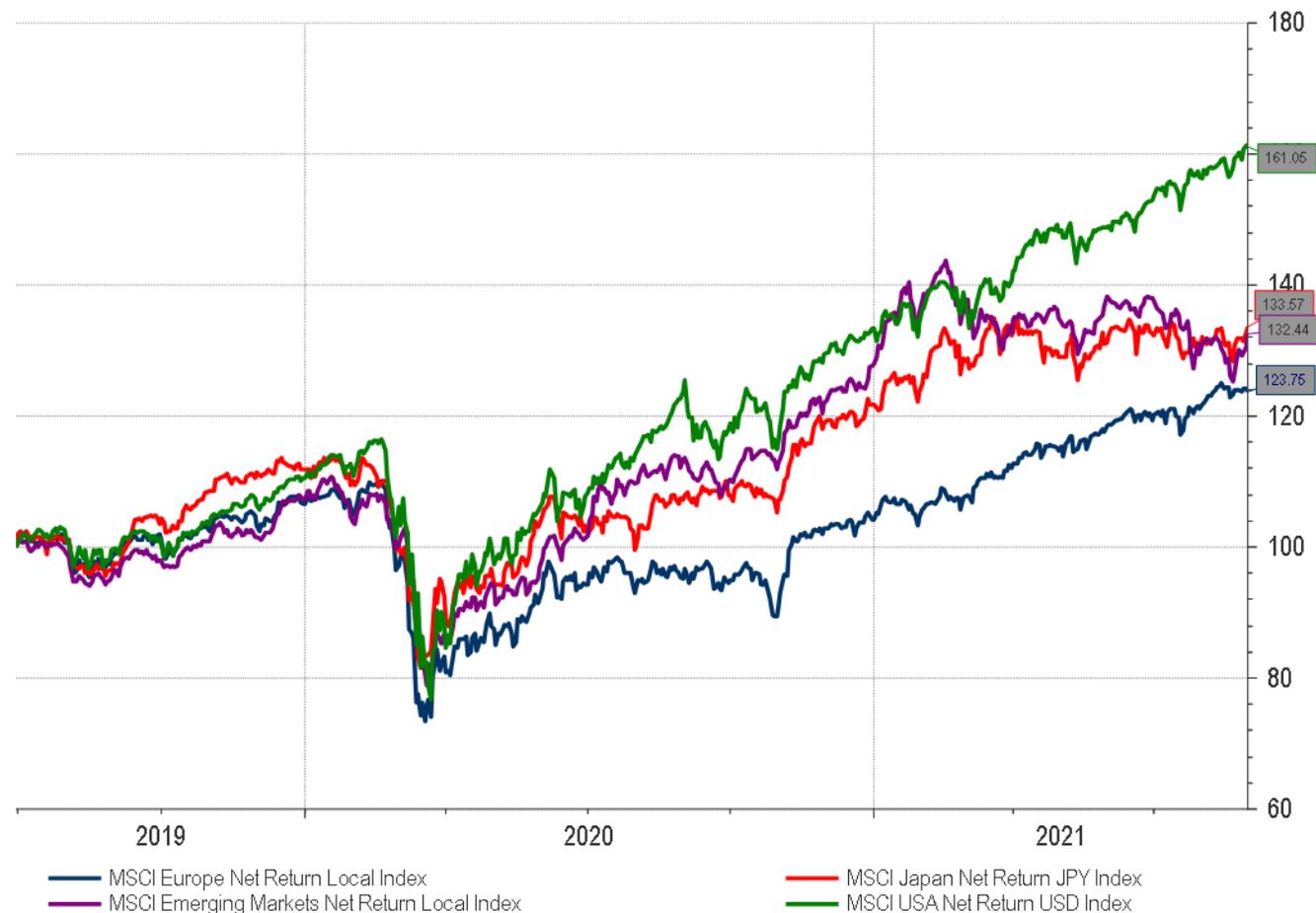


Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas Asset Management

Les performances sectorielles au niveau mondial sont assez peu dispersées en août. La technologie et les financières ont surperformé tandis que l'énergie, les matériaux de base et la consommation cyclique, pénalisés lors de la phase baissière ont sous-performé.

# Actions en devises locales (30/06/2019 - 31/08/2021)

Equity Markets (in local currency)



Source: Refinitiv Datastream

# Actions en euros (30/06/2019 - 31/08/2021)

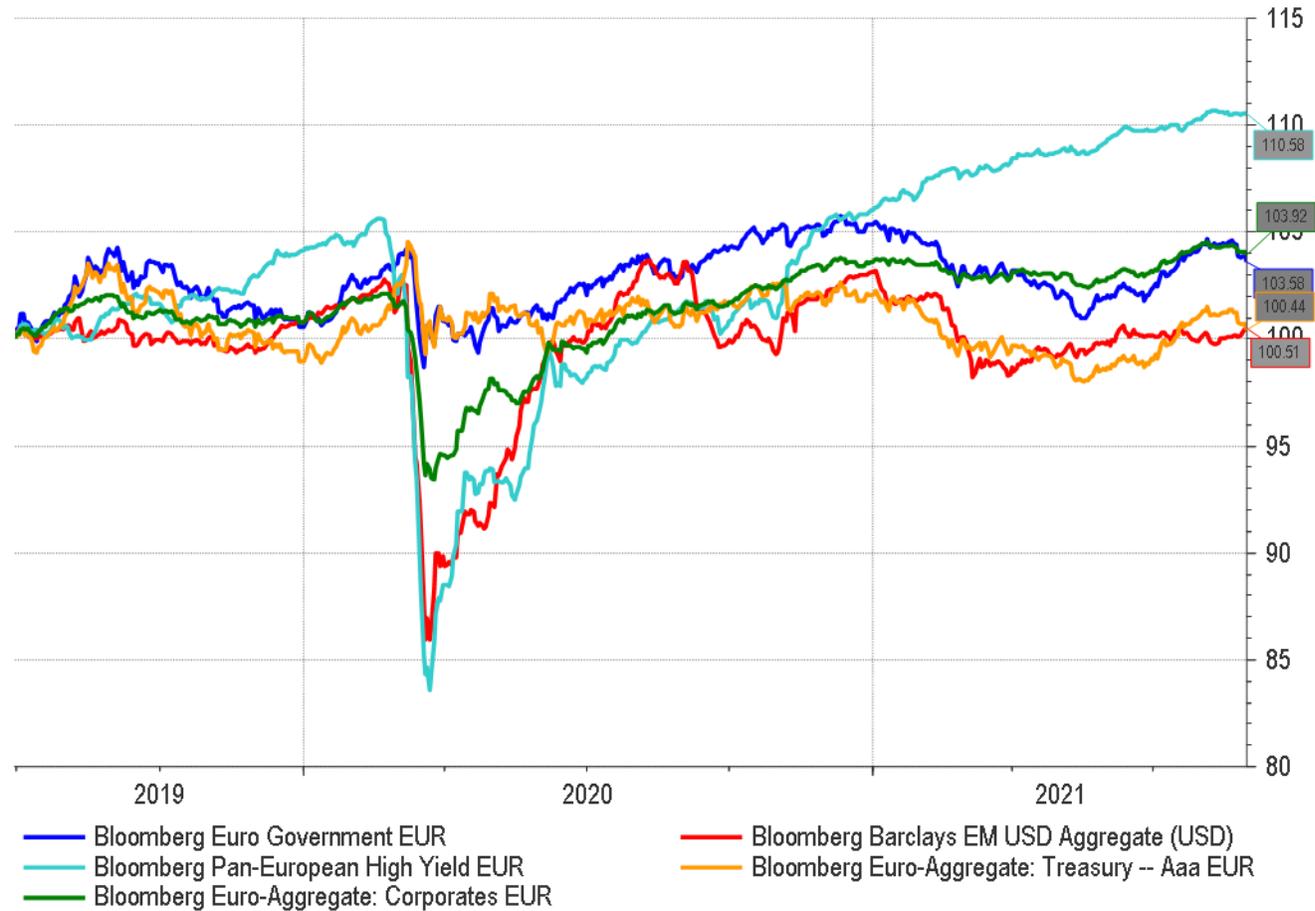
Equity Markets (in EUR)



Source: Refinitiv Datastream

# Obligations (30/06/2019 - 31/08/2021)

Bond Markets (local)



Source: Refinitiv Datastream

# Devises (30/06/2019 - 31/08/2021)

Currencies (base 100 vs EUR)



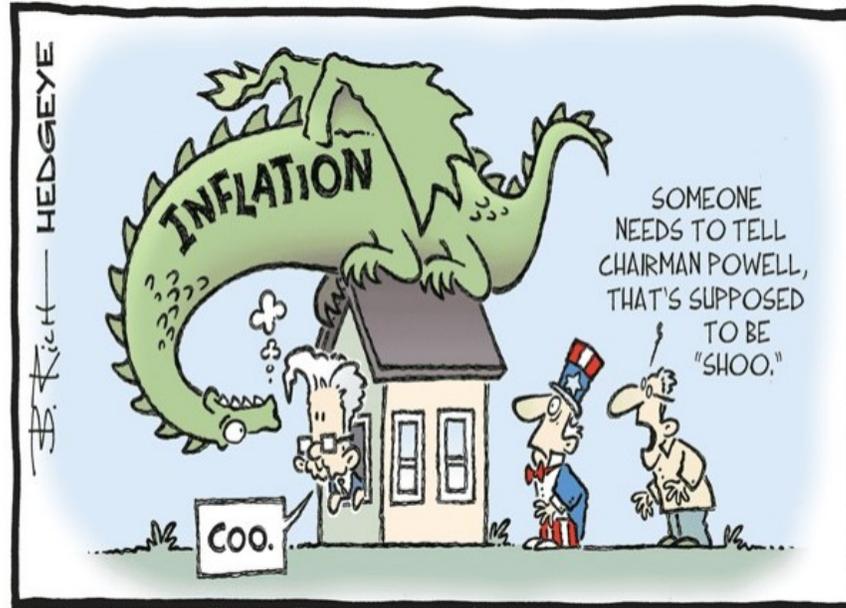
Source: Refinitiv Datastream

---

# THÈMES DU MOIS

# Résumé en 2 dessins

## Derrière la courbe ?



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

## Le Covid est toujours là

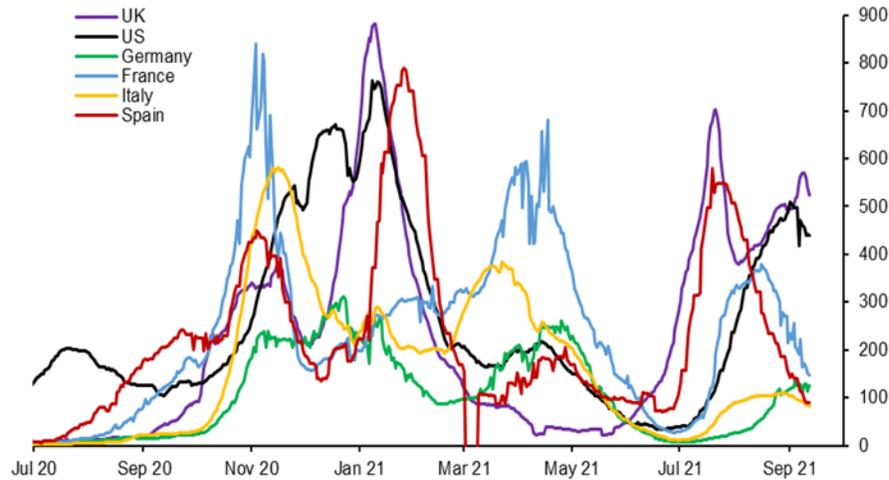


Source: <https://app.hedgeye.com>

La dégradation de la situation sanitaire a renforcé les craintes d'un ralentissement marqué de la croissance mondiale d'autant plus que cette nouvelle vague de l'épidémie a touché des pays jusqu'alors relativement épargnés, notamment en Asie. En retardant le retour au fonctionnement normal des chaînes d'approvisionnement, cette situation va prolonger la période d'inflation plus élevée.

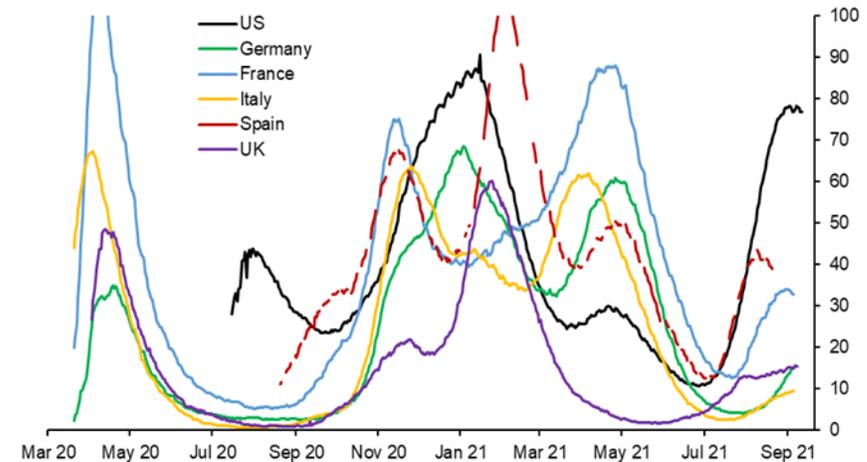
# Situation sanitaire : fin du règne du variant Delta ?

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



Source: Our World in Data, Macro Research Team as of 13/09/2021

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



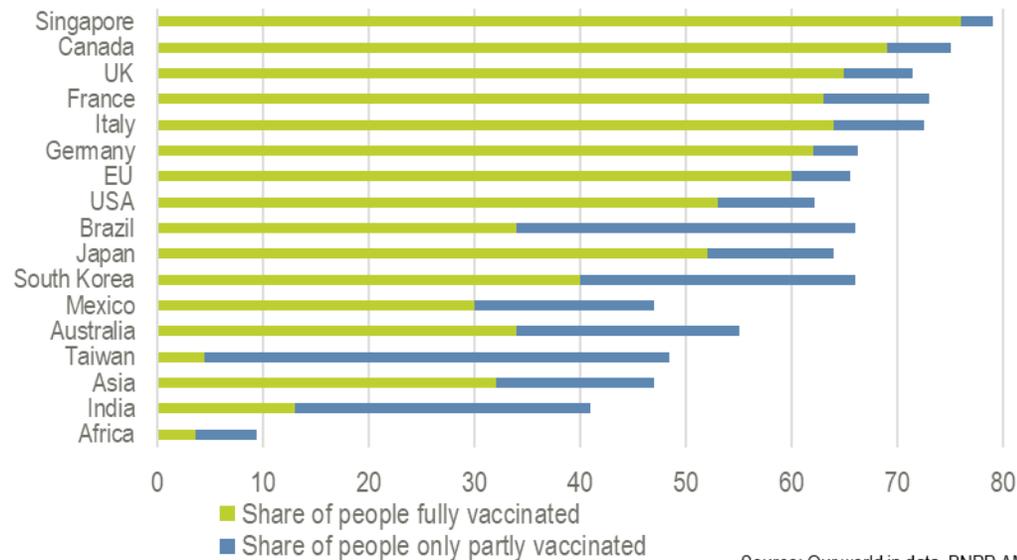
Source: Our World in Data, Macro Research Team as of 13/09/2021

Le variant Delta est désormais responsable de la totalité ou de la quasi-totalité des nouvelles infections dans plusieurs grands pays (Suisse, Royaume-Uni, Allemagne, Inde, Espagne, Etats-Unis). Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où ce variant est très extrêmement contagieux. De nombreuses études confirment que la vaccination reste efficace en protégeant contre les formes graves de la maladie et en limitant ainsi l'occupation des services de réanimation.

# Il sera sans doute plus difficile d'atteindre l'immunité collective

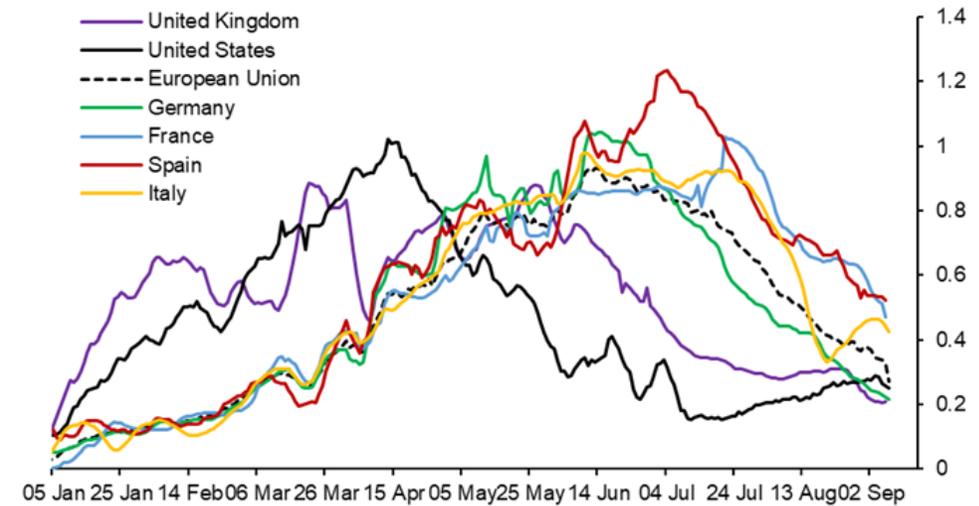
Part de la population vaccinée (%)

Share of people vaccinated against Covid (in %)



Source: Our world in data, BNPP AM  
Source: Our World in Data as of 13/09/2021

Nombre de doses administrées chaque pour 100 personnes (moyenne mobile sur 7 jours)



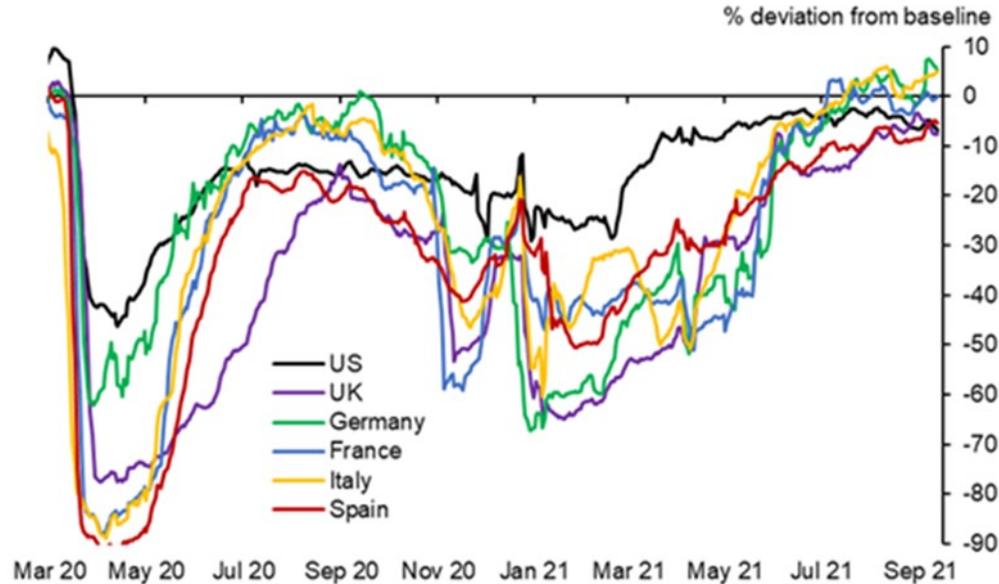
Source: Our World in Data, Macro Research Team as of 13/09/2021

Plus de la moitié de la population est désormais vaccinée aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Europe. Les décisions du gouvernement français ont entraîné une remontée temporaire du rythme de vaccination avant un nouvel essoufflement. Les récentes décisions du Président Biden devraient entraîner un rebond aux Etats-Unis. Le principal risque serait l'apparition de nouvelles mutations (Epsilon ? Lambda ?, autres?) qui se révéleraient résistantes aux vaccins.

# Réouverture des économies et reprise de l'activité

## Retail & recreation mobility trends

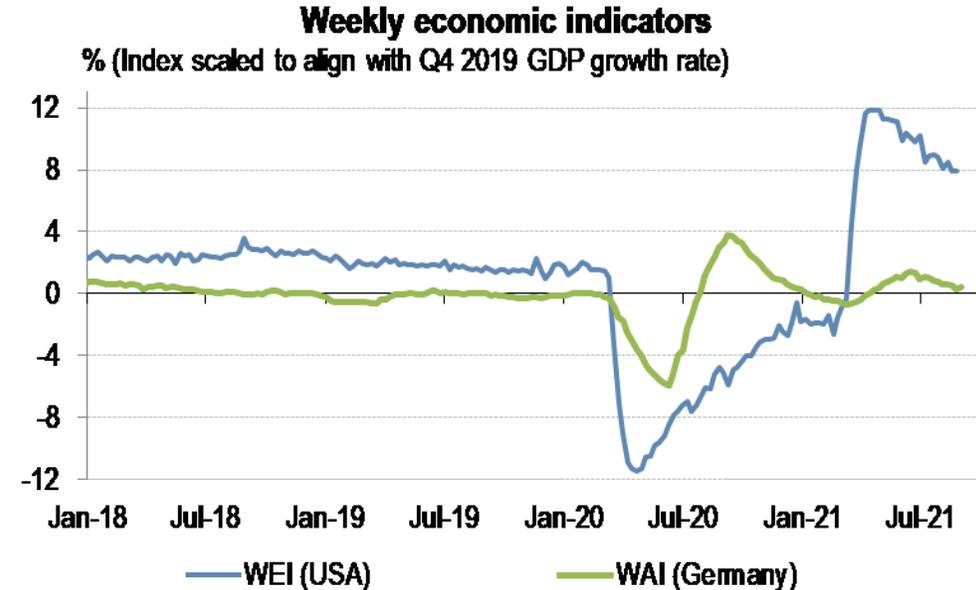
(moyenne mobile sur 7 jours – par rapport à début 2020)



Source: Google mobility trends, Macro Research team, BNPP AM as of 12/09/2021

Dans les pays développés, le risque de voir des mesures très drastiques de limitation de l'activité paraît faible en raison de l'efficacité du vaccin pour protéger contre les formes graves de la maladie. Si la confiance des consommateurs se dégradait, certaines activités (restaurants? bars?) pourraient néanmoins être affectées. Les pays émergents pourraient décider d'abandonner graduellement leur politique de « zéro Covid » (qui pèse sur l'activité) au prix d'un risque sanitaire accru si les campagnes de vaccination n'accélèrent pas.

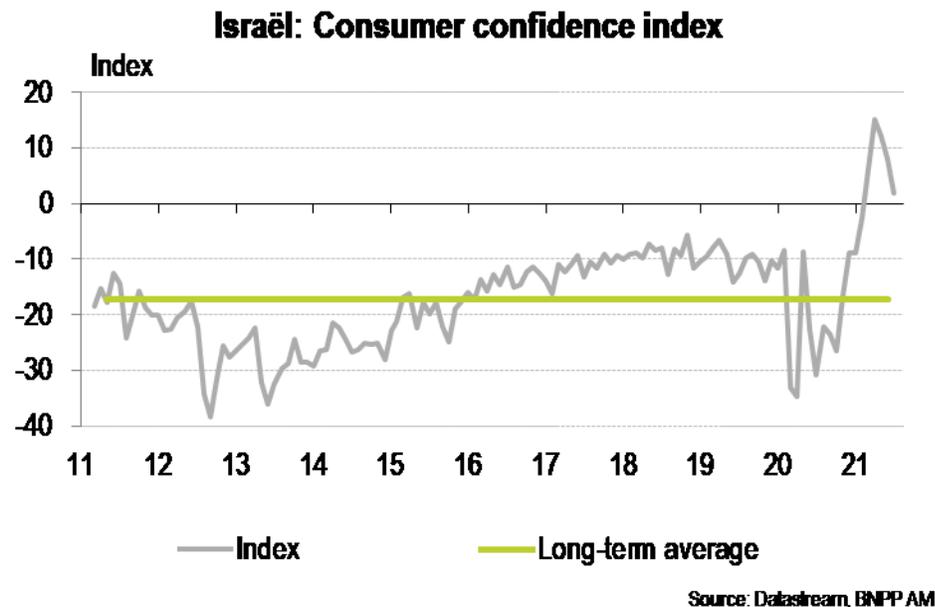
## La « mobilité sociale » n'est pas le seul facteur explicatif



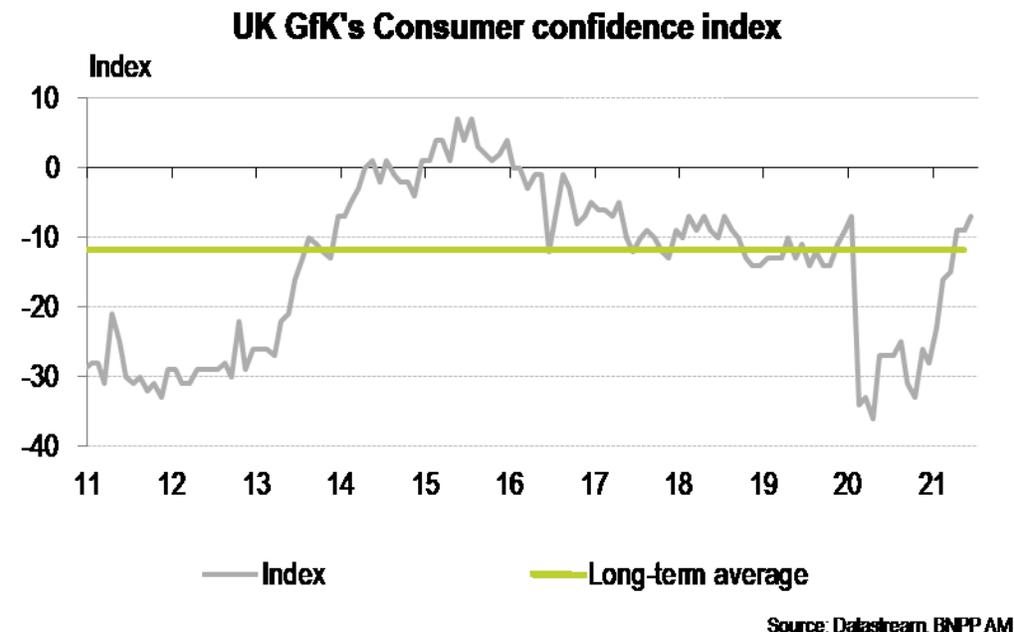
Source: Fed of New York, Bundesbank, BNPP AM

# Effets du variant Delta sur la confiance des ménages difficile à identifier

Israël : léger recul en mai et juin, plus marqué en juillet



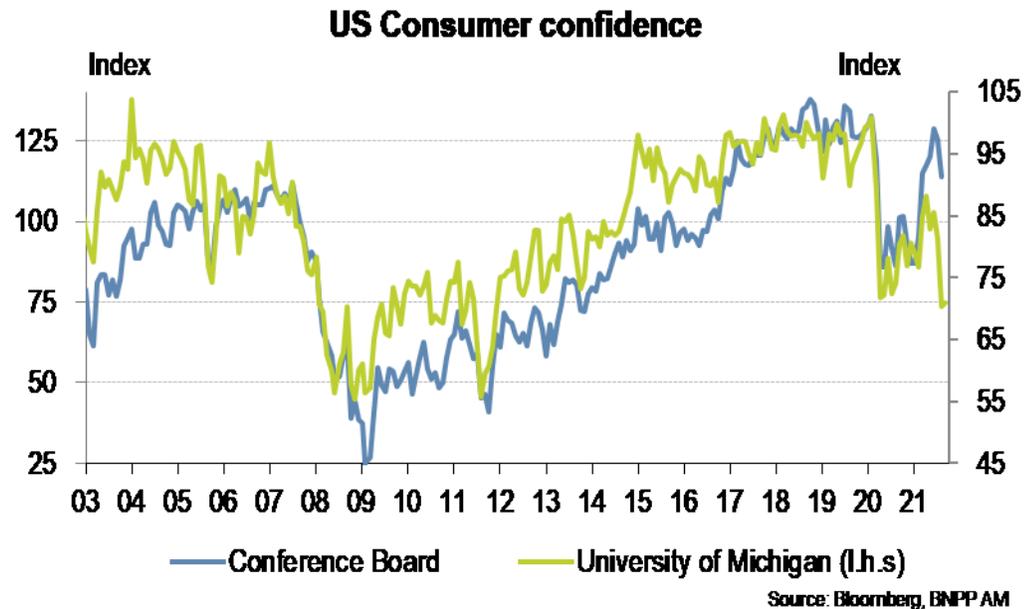
Royaume-Uni : la dernière phase du déconfinement saluée



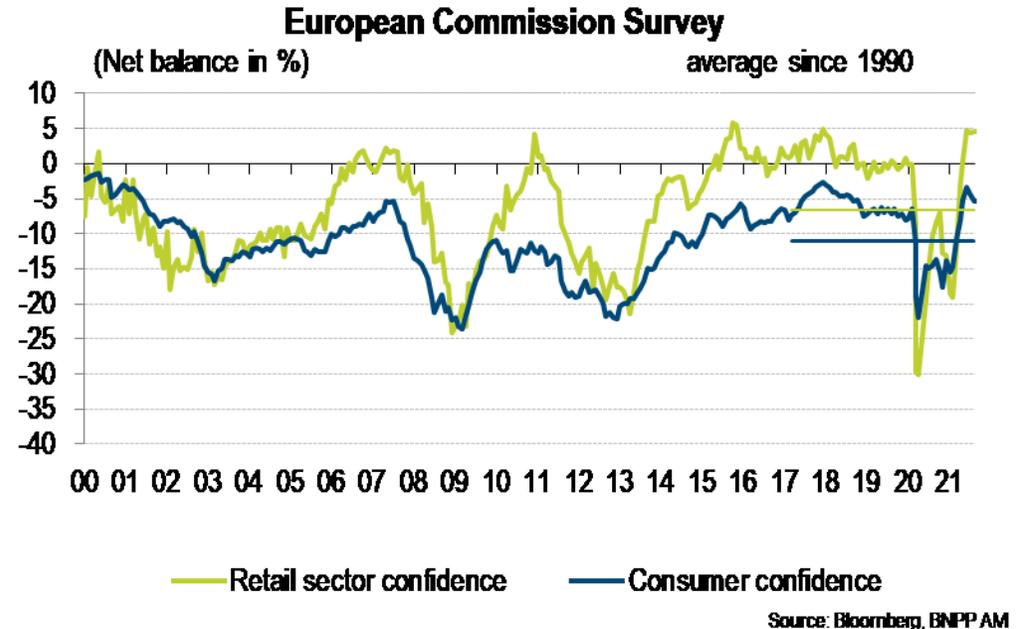
Les effets sur l'activité économique devraient donc rester modestes sauf si les nouvelles contraintes, même limitées, entraînaient, par lassitude ou par crainte, un repli de la confiance des consommateurs.

# Effets du variant Delta sur la confiance des ménages difficiles à identifier

## Etats-Unis : dégradation



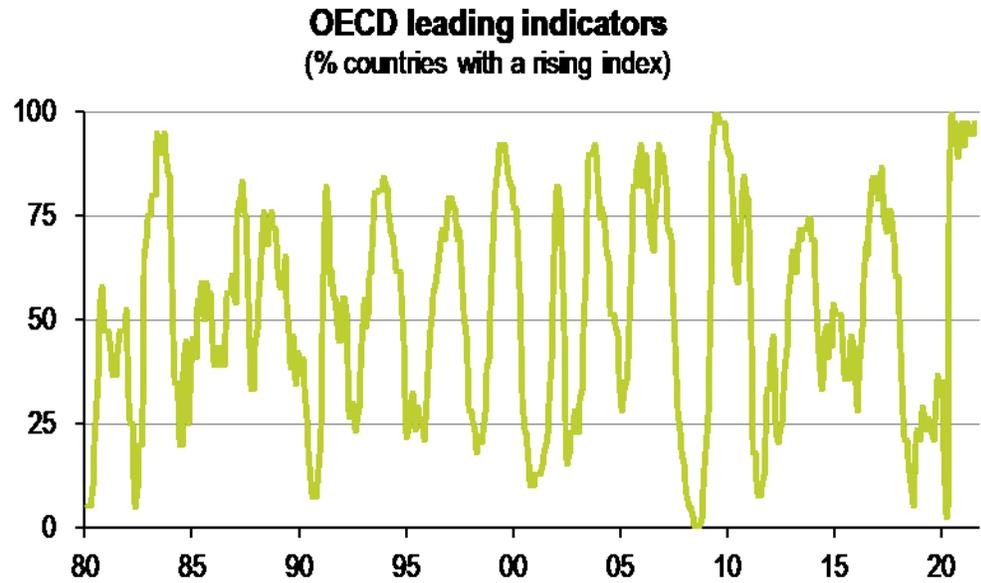
## Zone euro : nettement au-dessus de la moyenne de long terme



Cet élément devra particulièrement être surveillé dans les prochains mois aux Etats-Unis, où la confiance a beaucoup baissé en juillet et en août. La confiance des consommateurs mesurée par l'Université du Michigan est ressortie à 70,3 (après 81,2 en juillet et 85,5 en juin), au plus bas depuis 2011. Elle est légèrement remontée en septembre (à 71). La rapidité de la vaccination jusqu'à présent avait entretenu l'espoir de voir l'épidémie bientôt vaincue mais cet espoir a volé en éclat face au variant Delta.

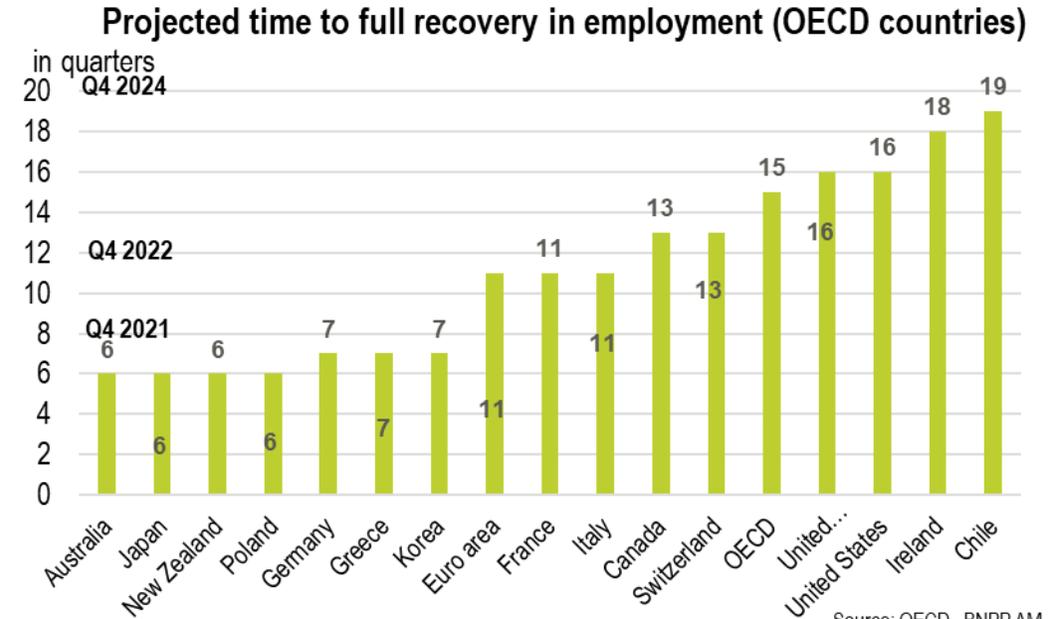
# Une reprise généralisée mais inégale

## Amélioration des indicateurs avancés de l'OCDE



Source: Datastream, BNPPAM

## Une reprise inégale du marché du travail

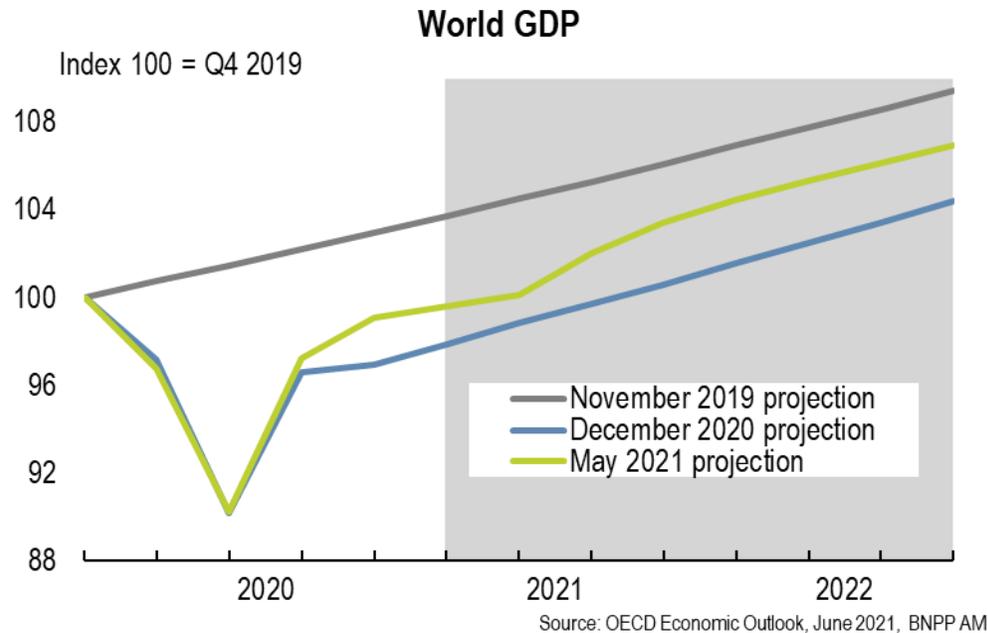


Source: OECD, BNPPAM

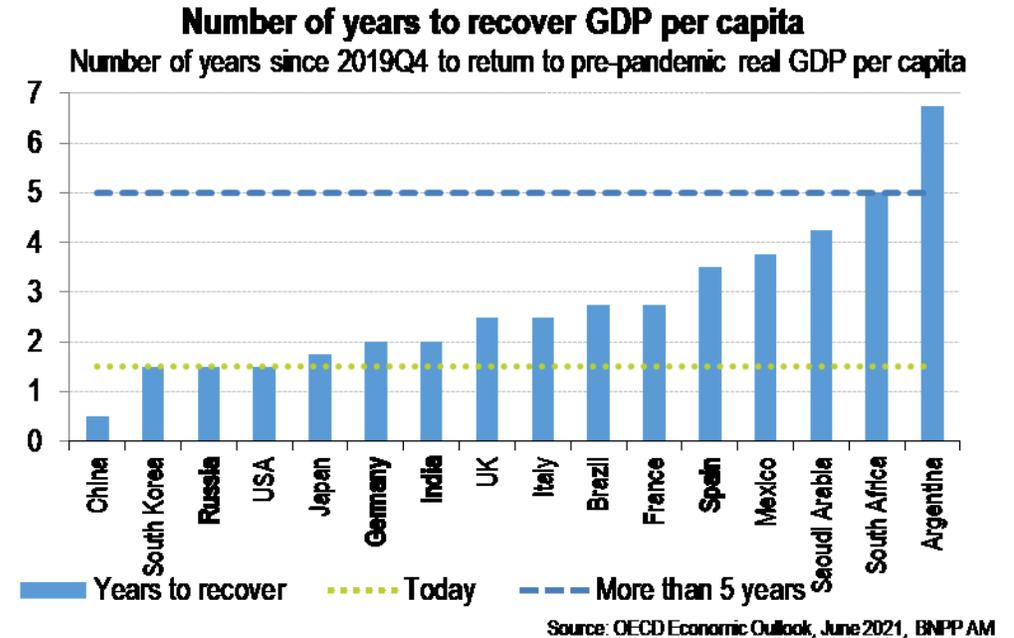
Dans la dernière mise à jour de ses Perspectives économiques mondiales, le Fonds monétaire international (FMI) a indiqué que l'accès aux vaccins est devenu la principale ligne de rupture divisant la reprise mondiale en deux blocs et rappelé que « près de 40 % de la population des économies avancées a été entièrement vaccinée, contre 11 % dans les économies émergentes et une infime partie dans les pays en développement à faible revenu ». L'OCDE indique que la reprise de l'emploi va prendre beaucoup de temps.

# Des cicatrices

## L'économie mondiale va mieux mais l'écart reste important



## Combien de temps avant le retour à un PIB/ habitant pré-pandémie ?

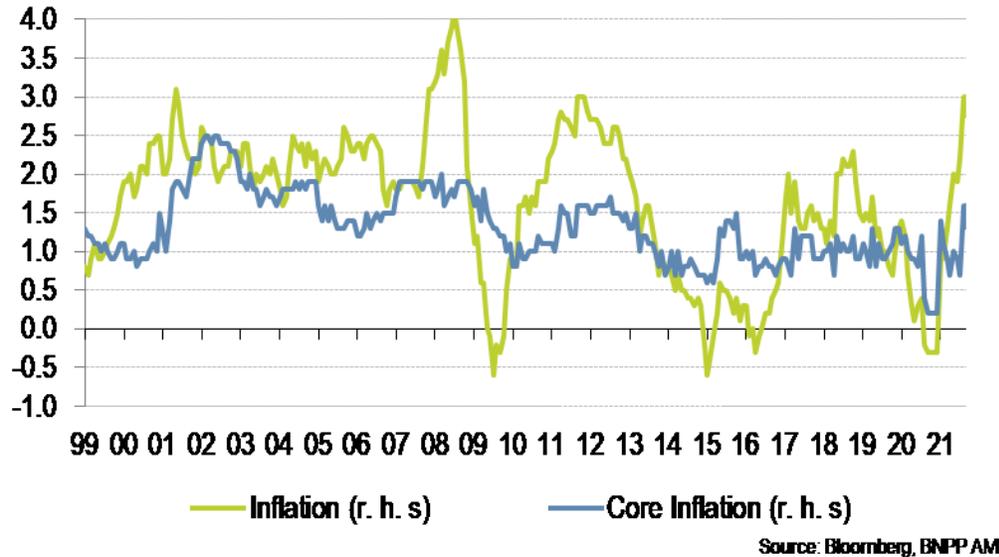


Les estimations de l'OCDE indiquent que de 2019 à 2022, la croissance annuelle moyenne de la production potentielle mondiale pourrait désormais être inférieure de plus de 0,5 point par an aux estimations pré-pandémie. Si cette situation perdure, et en l'absence de mesures de rattrapage, la production réelle mondiale sera inférieure de 3 % aux projections d'avant la pandémie, au bout de cinq ans et d'environ 5,5 % au bout de dix ans avec des pertes conséquentes pour un certain nombre de grandes économies émergentes.

# Evolution récente de l'inflation

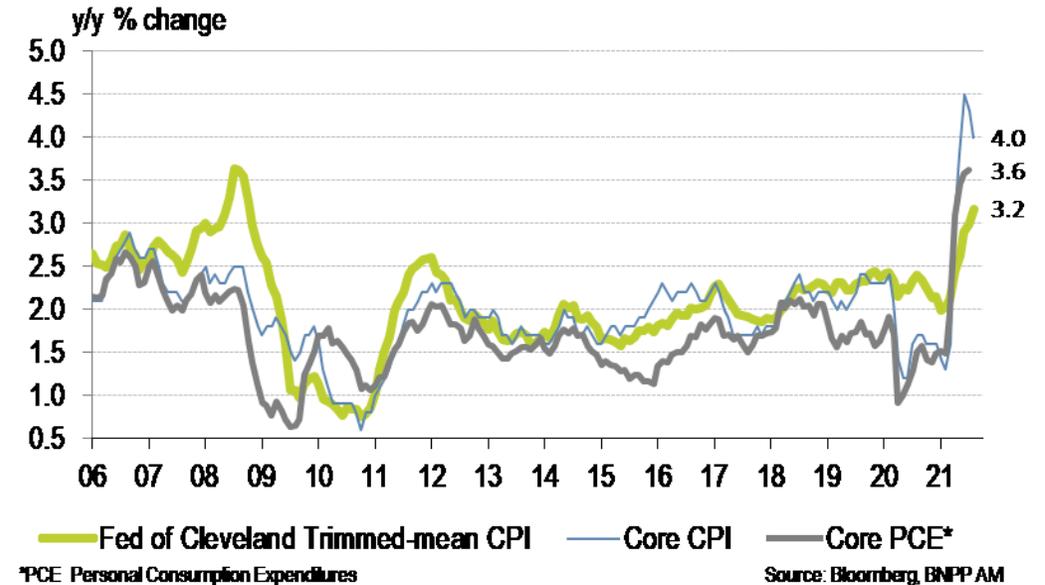
## Zone euro : l'accélération s'est poursuivie en août

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



## Etats-Unis : hausses concentrées sur certaines activités

US: Different measures of core inflation



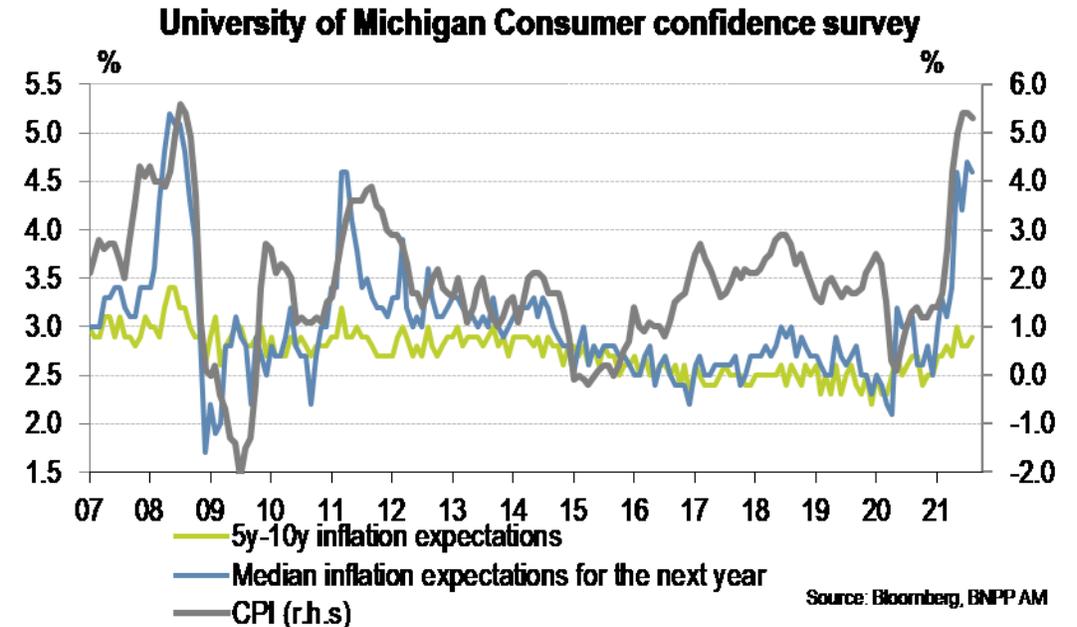
Dans la zone euro, l'inflation s'est établie à 3,0 % en glissement annuel en août, après 2,2 % en juillet, et l'inflation sous-jacente (hors alimentaire et énergie) est passée de 0,7 % à 1,6 %, au plus haut depuis mi-2012. Aux Etats-Unis, l'inflation mesurée par le déflateur des dépenses privées hors alimentaire et énergie est ressortie à 3,6 % en juillet, comme en juin. L'évolution du coût du logement (loyers et loyers imputés aux propriétaires) pourrait devenir une source de préoccupation.

# Anticipations des ménages

## Zone euro



## Etats-Unis



Aux Etats-Unis, les indices de prix à la consommation publiés en août et septembre sont ressortis légèrement sous le consensus après plusieurs mois où ils avaient fortement dépassé les attentes. L'inflation sous-jacente est ainsi passée de 4,3% en juillet à 4,0%. Ce ralentissement reflète une correction partielle sur les prix qui avaient considérablement augmenté au printemps avec la réouverture de l'économie (voitures d'occasion, transports, hôtellerie). Sur certains biens manufacturés, les goulets d'étranglement ne sont pas résorbés.

## Quelques pistes de réflexion: regarder au-delà du tassement conjoncturel

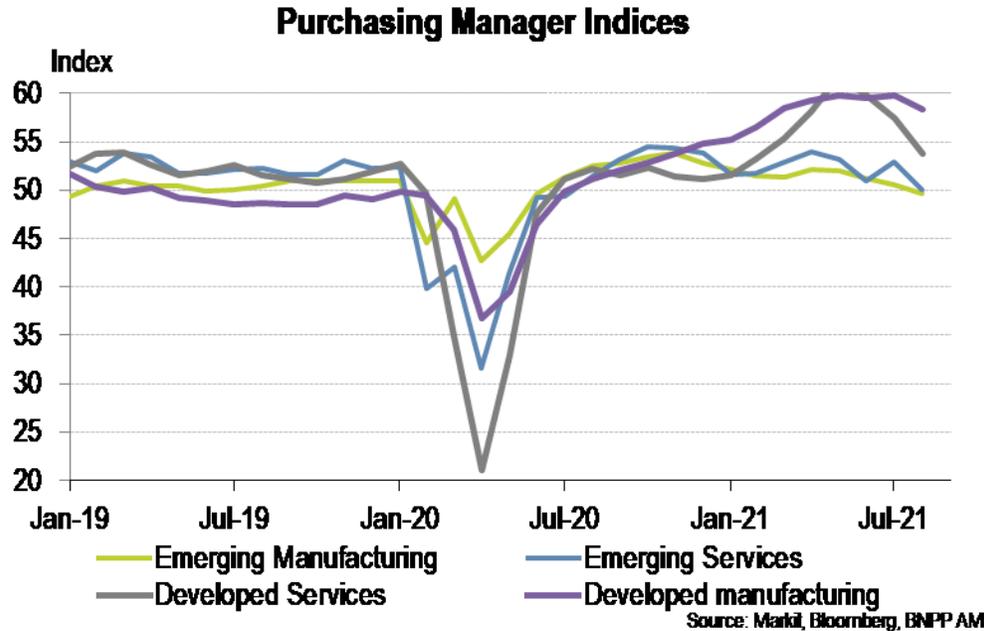
- La course entre l'épidémie et la vaccination n'est pas terminée et le variant Delta retarde le retour à la vie normale.
- Le pic de croissance au niveau mondial est sans doute passé mais l'expansion se poursuit à un rythme soutenu.
- La Réserve fédérale américaine (Fed), tout en indiquant qu'elle restera attentive aux évolutions de l'économie et de l'épidémie, prépare calmement le terrain pour l'annonce prochaine d'une politique monétaire un peu moins accommodante.
- La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé en septembre une première diminution du rythme mensuel de ses achats de titres.
- Face à une demande intérieure poussive et affectée au cours de l'été par la stratégie « zéro-Covid » de lutte contre la nouvelle vague de l'épidémie, le biais sur la politique monétaire chinoise est baissier. Ailleurs dans les émergents, on assiste à un mouvement de remontée des taux directeurs face à l'accélération de l'inflation.
- Du point de vue des marchés financiers, le risque est de voir les investisseurs être de plus en plus obnubilés par les risques baissiers à court terme et ne plus considérer un environnement qui reste favorable à moyen terme.

---

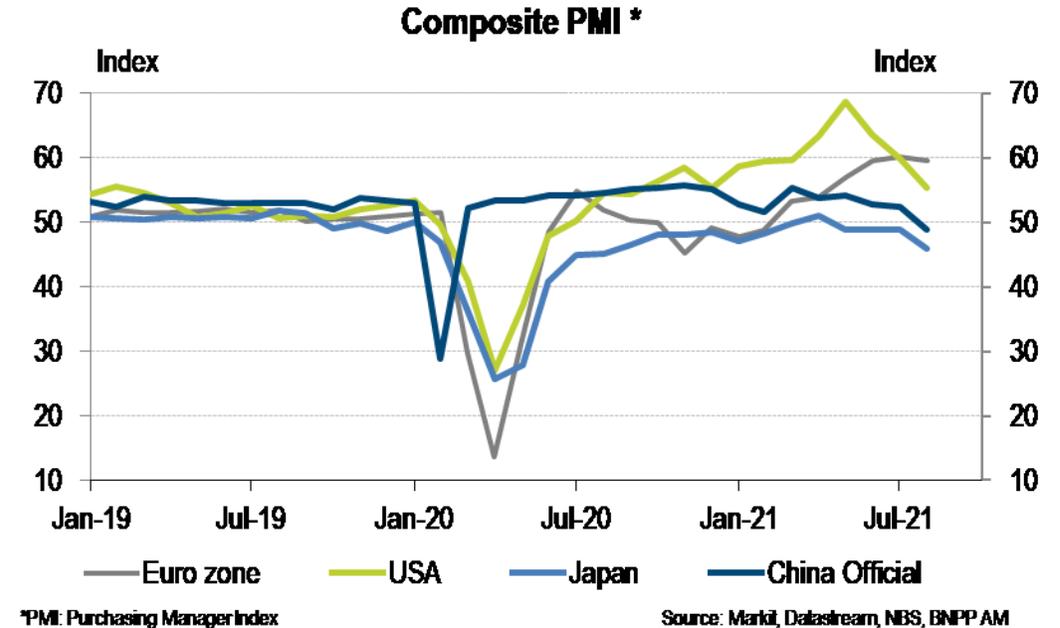
# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

# Légère inflexion du rythme de croissance cet été

## L'indice mondial au plus bas depuis x mois en août



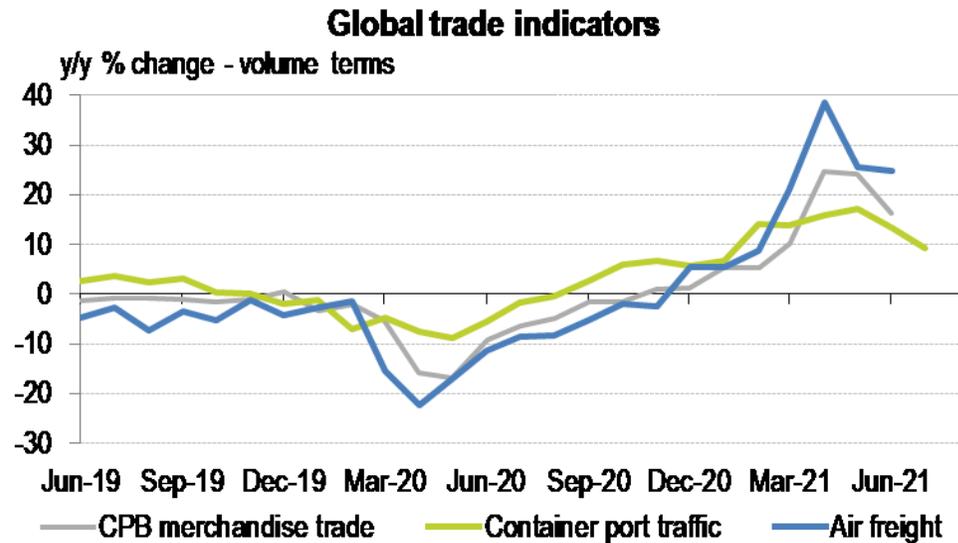
## La zone euro résiste



Les enquêtes reflètent les conséquences de la vague épidémique due au variant Delta qui a déferlé sur le monde cet été. La croissance mondiale se poursuit mais à un rythme un peu moins soutenu. L'indice PMI mondial est passé de 55,8 en juillet à 52,6 en août, au plus bas depuis janvier. Il reste toutefois supérieur à 50, ce qui signifie que l'activité continue à progresser. La baisse de l'indice PMI mondial dans les services a été conséquente (de 56,3 à 52,9) et son niveau au Japon et en Chine, où des mesures sanitaires drastiques ont été mises en œuvre, signale une contraction de l'activité.

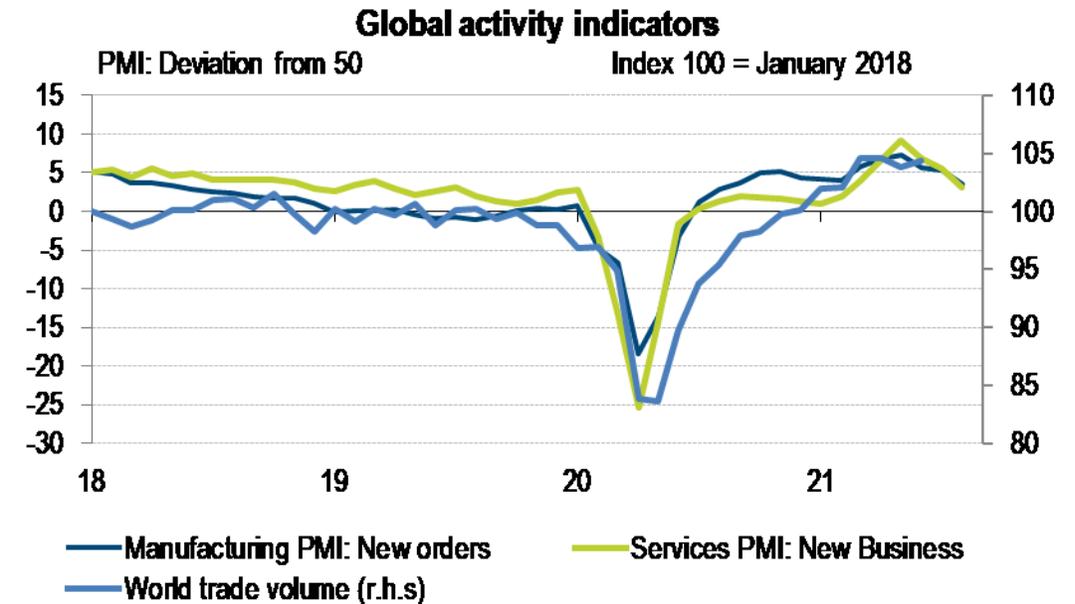
# Le pic est derrière nous mais le rythme reste élevé

## Les goulets d'étranglement ralentissent le commerce international



Source: Bloomberg, BNPPAM

## Pic en mai ?

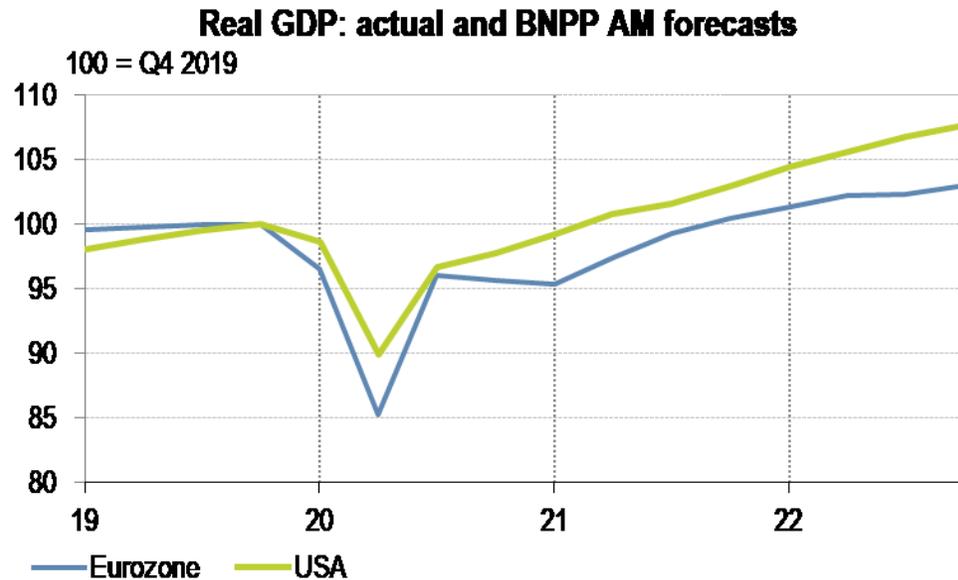


Source: Markit, CPB, BNPPAM

La croissance a probablement atteint un pic en mai et les deux forces qui sont désormais à l'œuvre risquent de peser un peu plus longtemps qu'initialement espéré. Les goulets d'étranglement limitent la production industrielle tandis que les services pâtissent de la situation sanitaire. La demande, dans les services comme dans le secteur manufacturier, reste élevée.

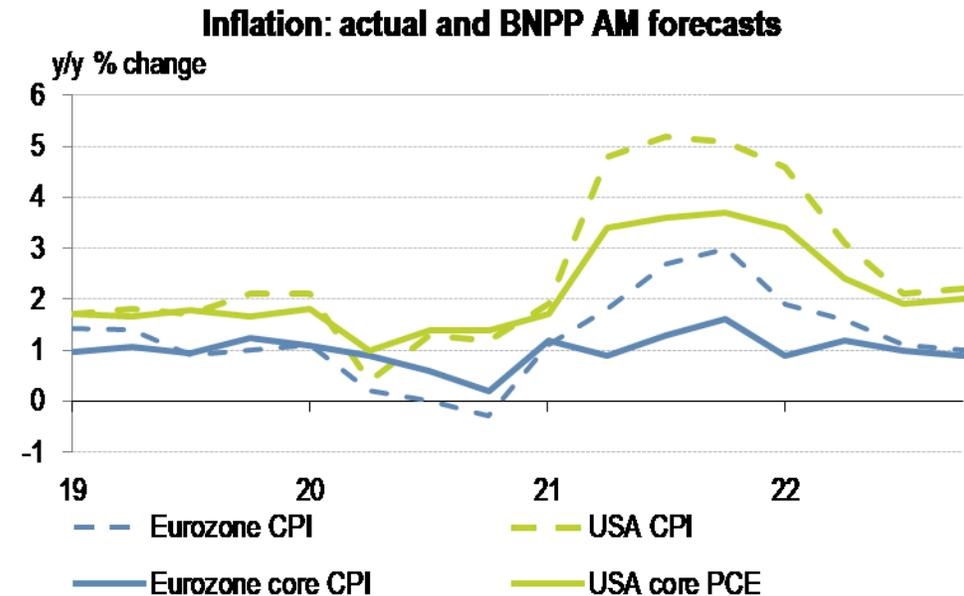
# Nos prévisions de croissance et d'inflation

Etats-Unis au-dessus du niveau prépandémique ; zone euro proche



Source: Dalasstream, BNPP AM as of 06/09/2021

Inflation : le « temporaire » dure un peu plus longtemps que prévu



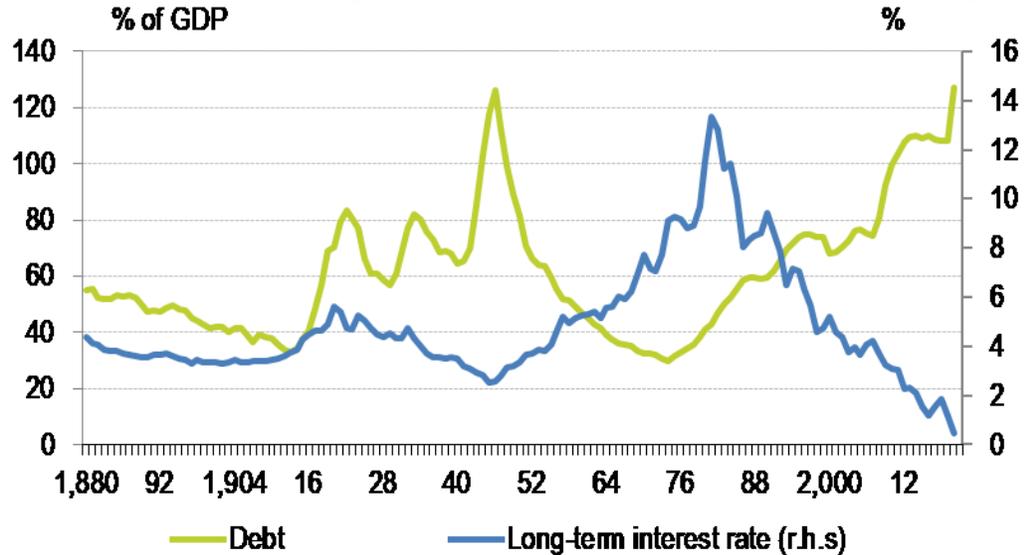
Source: Dalasstream, BNPP AM as of 06/09/2021

Aux Etats-Unis, la forte reprise de l'épidémie due au variant Delta pourrait temporairement peser sur la consommation avant que la croissance n'accélère à nouveau.

# Politiques budgétaires et monétaires : travail d'équipe

## Les achats de titres ont été cruciaux

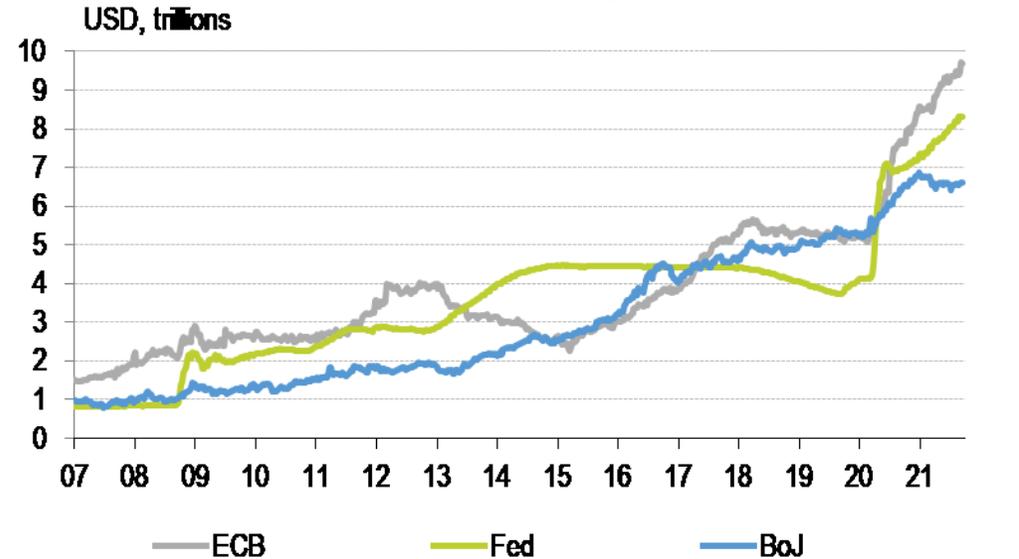
### Public debt and bond yields in advanced economies (1880 - 2020)



Source: IMF, Fiscal Monitor, April 2021, BNPP AM

## L'expansion du bilan des banques centrales va ralentir doucement

### Central bank balance sheets, total assets



Source: Datastream, BNPP AM

Au fil des semaines, les investisseurs ont été de plus en plus convaincus que la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine allait prendre un tournant moins accommodant plus tôt que ce qu'ils anticipaient il y a encore quelques mois. Le terrain paraît toutefois suffisamment bien balisé pour éviter un « taper tantrum » (selon l'expression qui qualifie la violente remontée des taux longs au printemps 2013).

# Consensus

## Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %			Inflation YoY %		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>Developed Economies</b>	<b>-4.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.0</b>	<b>1.0</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>
USA	-3.4	5.9	4.2	1.2	4.3	3.0
Canada	-5.3	5.5	4.0	0.7	3.0	2.4
Eurozone	-6.3	4.9	4.3	0.3	2.2	1.6
Germany	-4.6	3.2	4.5	0.4	2.8	1.8
France	-7.9	6.1	4.0	0.5	1.7	1.4
Italy	-8.9	5.9	4.2	-0.2	1.5	1.2
Spain	-10.8	6.1	5.7	-0.3	2.2	1.4
UK	-10.1	6.8	5.4	0.9	2.1	2.5
Switzerland	-2.5	3.5	3.0	-0.7	0.5	0.6
Japan	-4.7	2.4	2.5	0.0	-0.1	0.6
Australia	-2.3	4.2	3.5	0.9	2.4	2.0
<b>Developing Economies</b>	<b>-0.6</b>	<b>6.6</b>	<b>5.2</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.7</b>
China	2.3	8.4	5.6	2.5	1.3	2.3
India (FY)	4.0	-7.5	9.2	6.6	6.2	5.5
South Korea	-0.9	4.0	3.0	0.7	2.0	1.6
Taiwan	3.1	6.0	3.0	-0.2	1.7	1.4
Argentina	-9.9	6.8	2.5	42.0	48.0	42.0
Brazil	-4.1	5.2	2.1	3.2	7.2	4.5
Mexico	-8.2	6.0	3.0	3.4	5.4	4.0
Russia	-3.0	3.9	2.5	3.4	5.9	4.3
Turkey	1.6	7.3	3.7	12.3	17.1	13.5

Source: Bloomberg Consensus Forecasts as of 16 September 2021, BNPP AM

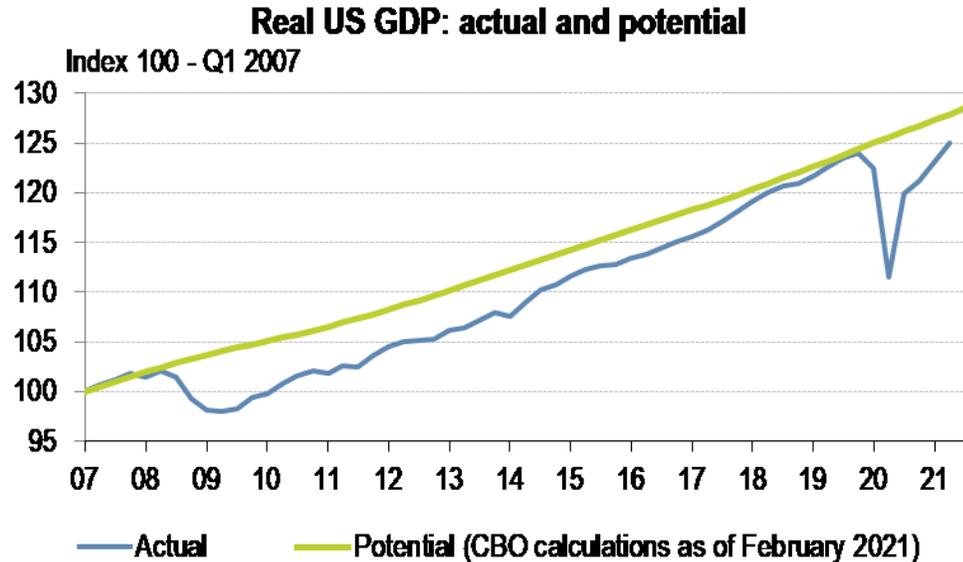
---

**ETATS-UNIS :**

**LÉGÈRES TURBULENCES AU 3<sup>E</sup> TRIMESTRE**

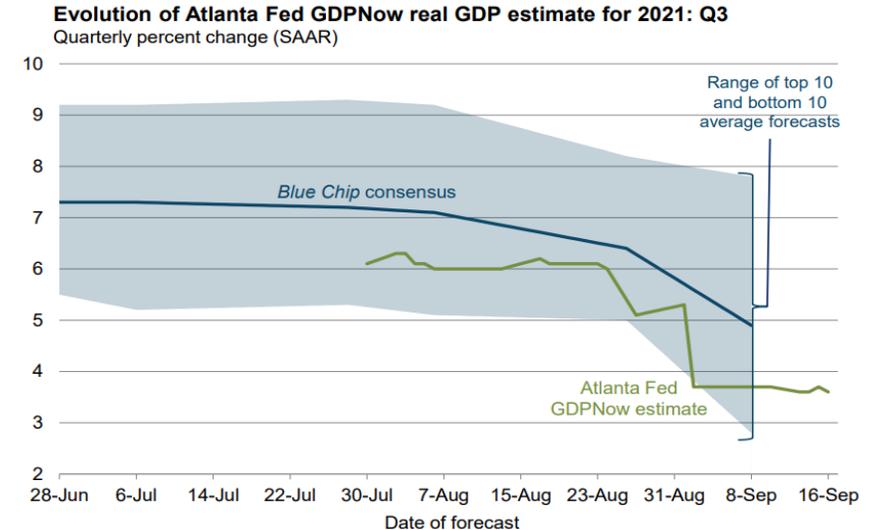
# Etats-Unis : le 3<sup>e</sup> trimestre perturbé par le variant Delta

## L'hypothèse du retour à la tendance reste valide



Source: FRED, BNPP AM

## Essoufflement mais pas effondrement



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

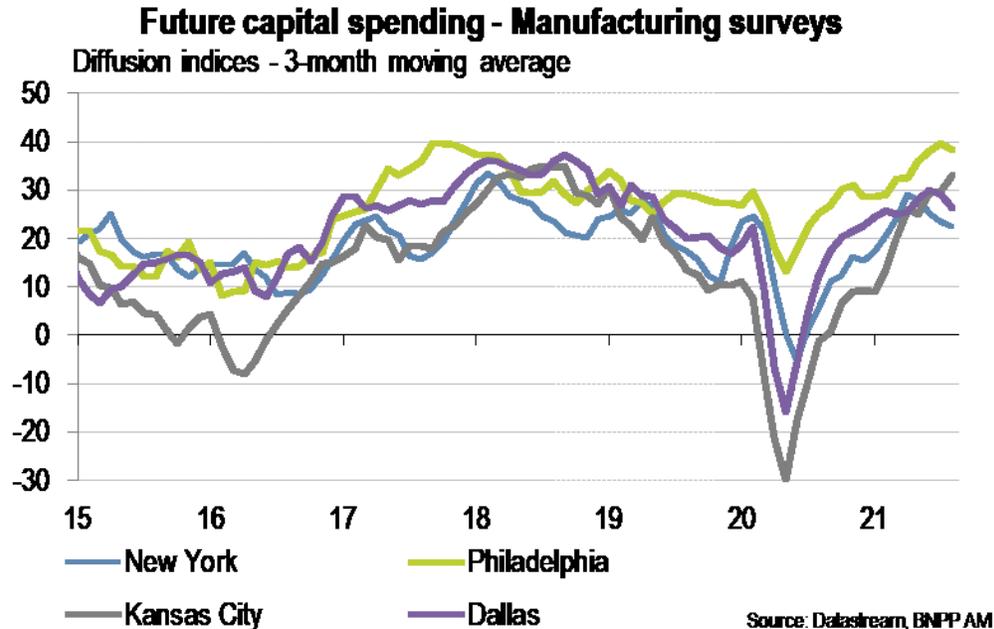
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

Source: Federal Reserve Bank of Atlanta as of 16/09/2021

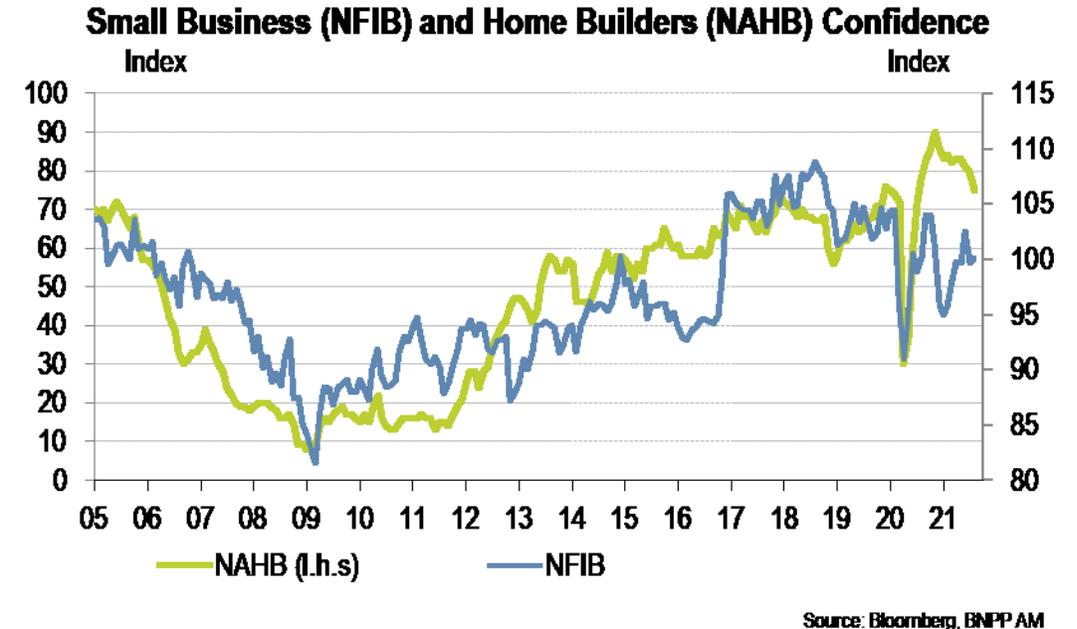
Après une croissance (en rythme annualisé) de plus de 6,0% au 1<sup>er</sup> semestre, le PIB devrait connaître une progression moindre au 3<sup>e</sup> trimestre avant de renouer avec son rythme antérieur. La recrudescence de l'épidémie a retardé le retour à la normale, sur la production comme sur la consommation, mais ne remet pas en cause la solidité de la reprise.

# Etats-Unis : un éventuel tassement de l'activité devrait rester modéré

## Enquêtes régionales dans le secteur manufacturier



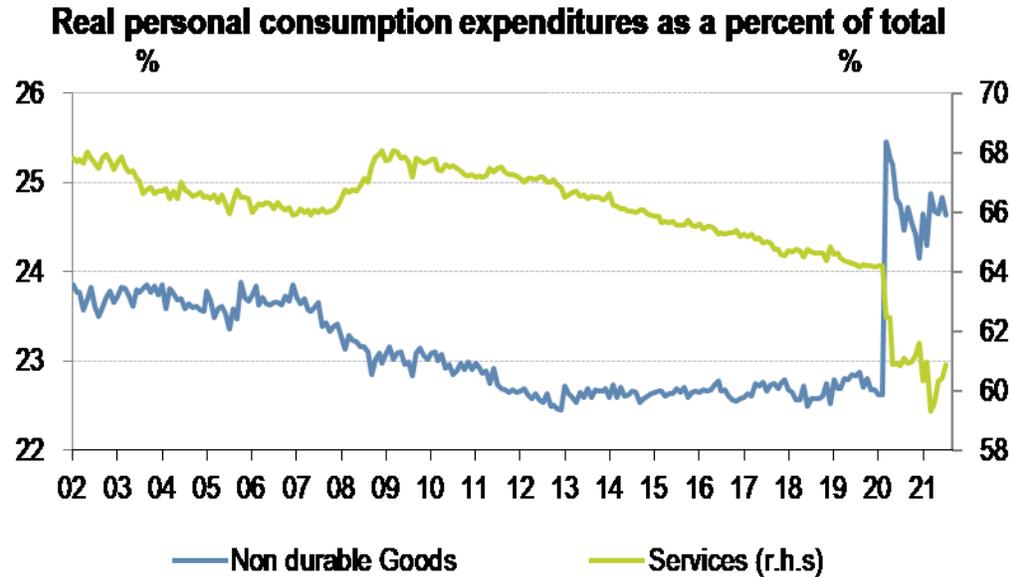
## Petites entreprises et secteur de la construction



Les intentions d'investissement et d'embauche des entreprises restent élevées. Comme pour le secteur manufacturier, l'activité dans la construction est perturbée par des pénuries sur certains matériaux.

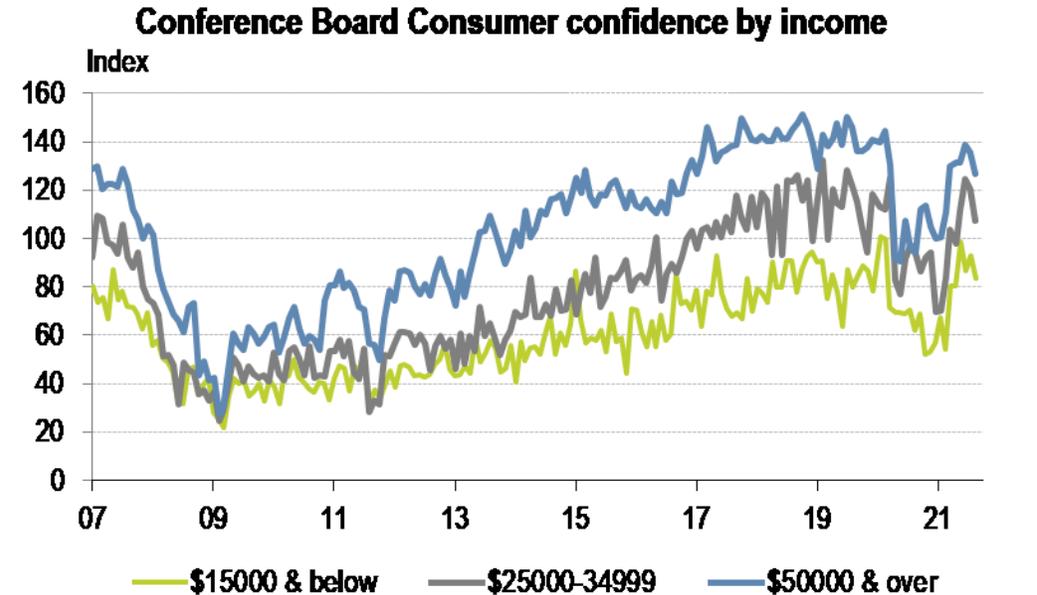
# Etats-Unis : surveiller la confiance des ménages

## La reprise de l'épidémie retarde le rattrapage des services



Source: FRED, BNPP AM

## Recul de la confiance des ménages à revenus faibles et moyens

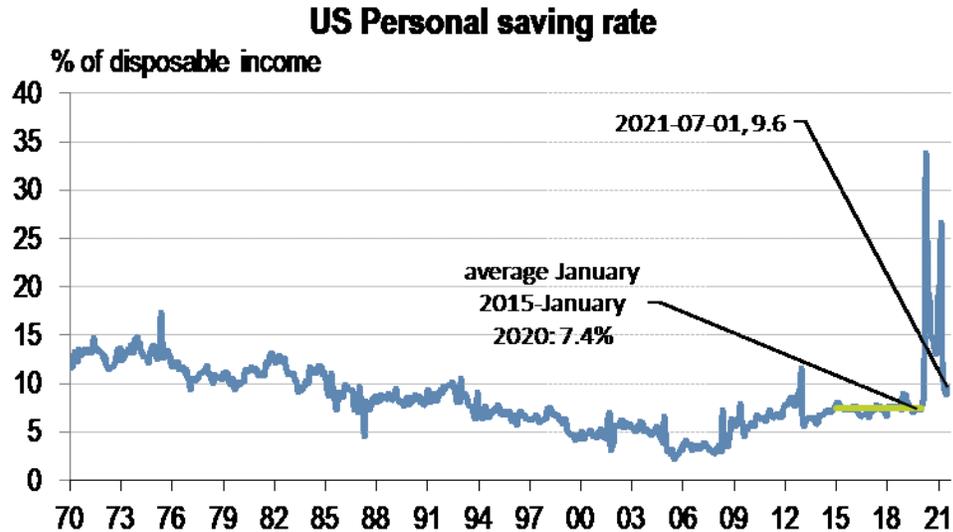


Source: Datastream, BNPP AM

Malgré le recul de la confiance des ménages cet été, les éléments qui plaident pour une hausse de la consommation de services nous paraissent toujours en place. Une masse salariale plus élevée, du fait de l'amélioration de l'emploi, devrait soutenir les dépenses de consommation. Un rattrapage des services (actuellement 60 % de la consommation privée contre 65 % en temps normal) reste envisageable à la condition que l'épidémie ne pèse pas trop longtemps sur la confiance des ménages.

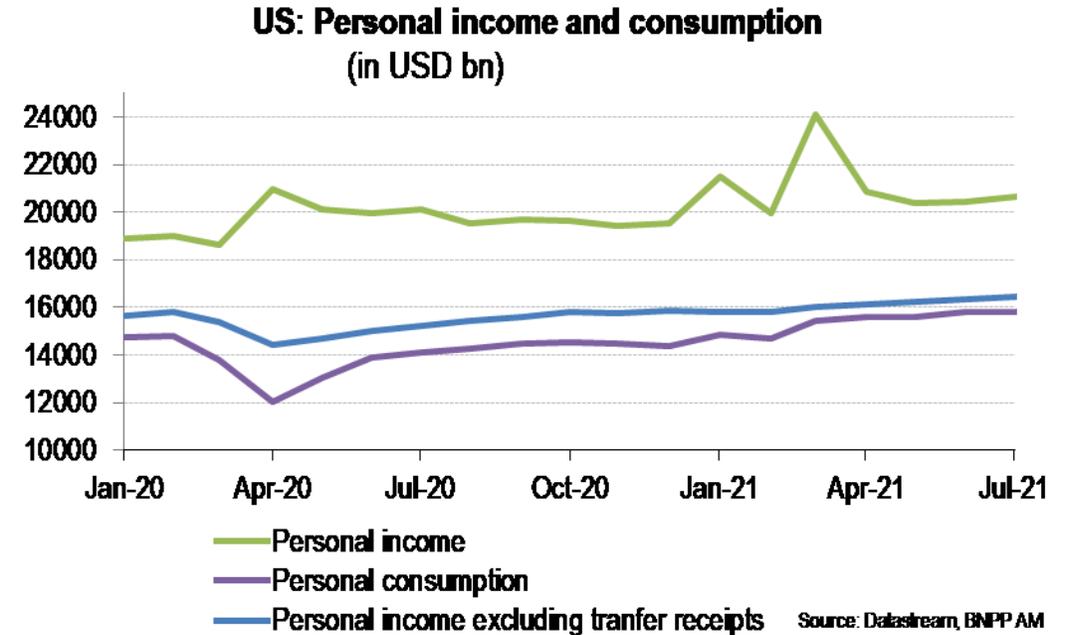
# Etats-Unis : les ménages devraient continuer à consommer

## Toujours un excès d'épargne



Source: FRED, BNPP AM

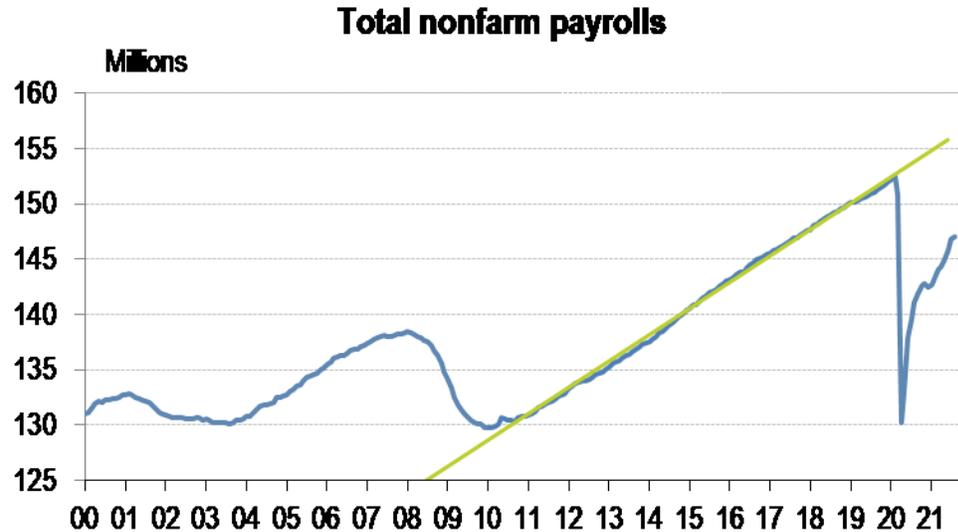
## Les soutiens exceptionnels aux ménages sont derrière nous



Le taux d'épargne reste élevé. Il est bien sûr très inégalement réparti selon les tranches de revenus mais ce surplomb d'épargne est de nature à soutenir la consommation. Le rebond des ventes au détail en août malgré le recul de la confiance des ménages est encourageant.

# Etats-Unis : le marché du travail réserve toujours des surprises

## Encore du chemin pour retrouver la tendance



Source: Dalastream, BNPP AM

## Au-delà des créations nettes décevantes, des améliorations en août

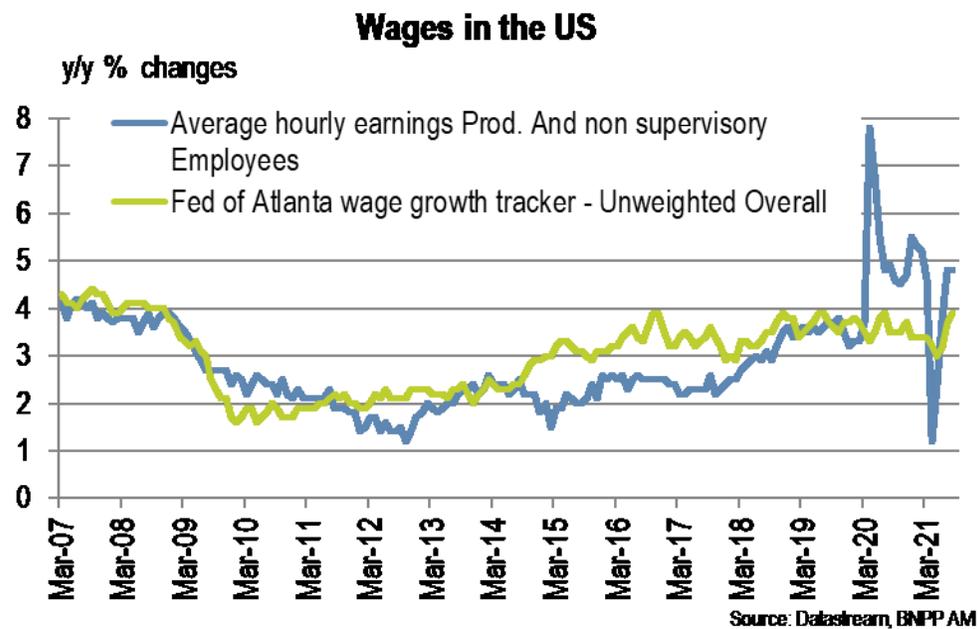


Source: FRED, BNPP AM

Les créations nettes d'emploi en août sont ressorties à 235 000 alors que le consensus était de 733 000. Cette déception suit deux mois où les créations ont atteint un million en moyenne (chiffre revu à la hausse). Le ralentissement en août s'explique essentiellement par la quasi-stabilité de l'emploi dans le secteur des loisirs, hôtels, bars et restaurants alors qu'il augmentait de 350 000 par mois depuis six mois. Le nombre de chômeurs « permanents » commence lui aussi à baisser ce qui est un signe encourageant.

# L'emploi, les salaires et la Réserve fédérale américaine (Fed)

## Un œil sur les salaires



## Les prévisions d'inflation seront-elles revues à la hausse ?

Variable	Median <sup>1</sup>			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	7.0	3.3	2.4	1.8
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8
Unemployment rate	4.5	3.8	3.5	4.0
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE inflation	3.4	2.1	2.2	2.0
March projection	2.4	2.0	2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.0	2.1	2.1	
March projection	2.2	2.0	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.6	2.5
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5

Source: Federal Reserve, Summary of Economic Projections as of 16/06/2021

En août, les salaires horaires ont augmenté plus fortement que prévu (+4,3 % en glissement annuel) et les informations montrant que certaines entreprises envisagent d'augmenter les salaires se multiplient. Est-ce suffisant pour réveiller les faucons de la Fed ? Même sans ces conjectures sur les salaires, la prévision d'une inflation sous-jacente à 3% fin 2021 paraît faible compte tenu de la dynamiques des prix depuis le début de l'année.

---

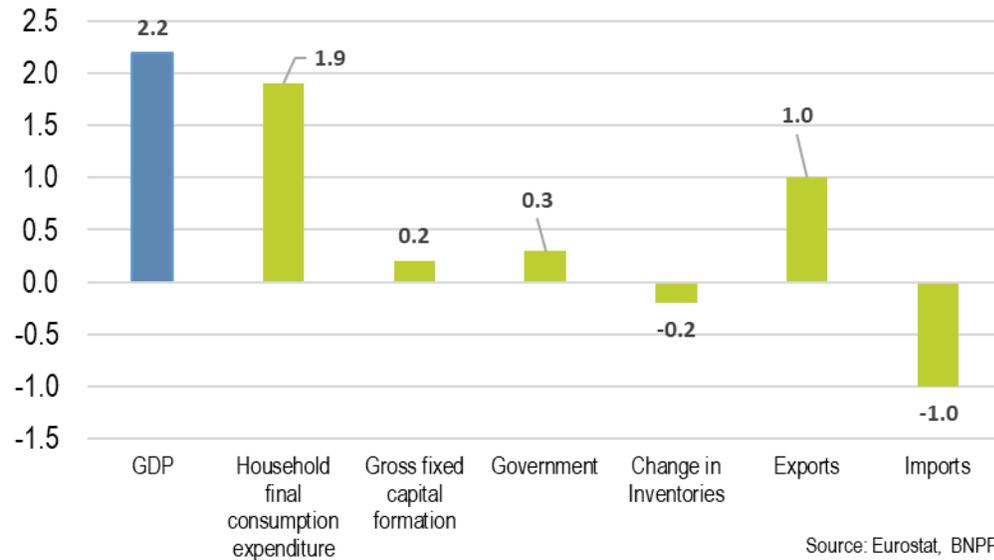
**ZONE EURO :**

**UN SOLIDE TROISIÈME TRIMESTRE**

# Zone euro : la croissance revue à la hausse au 2<sup>e</sup> trimestre

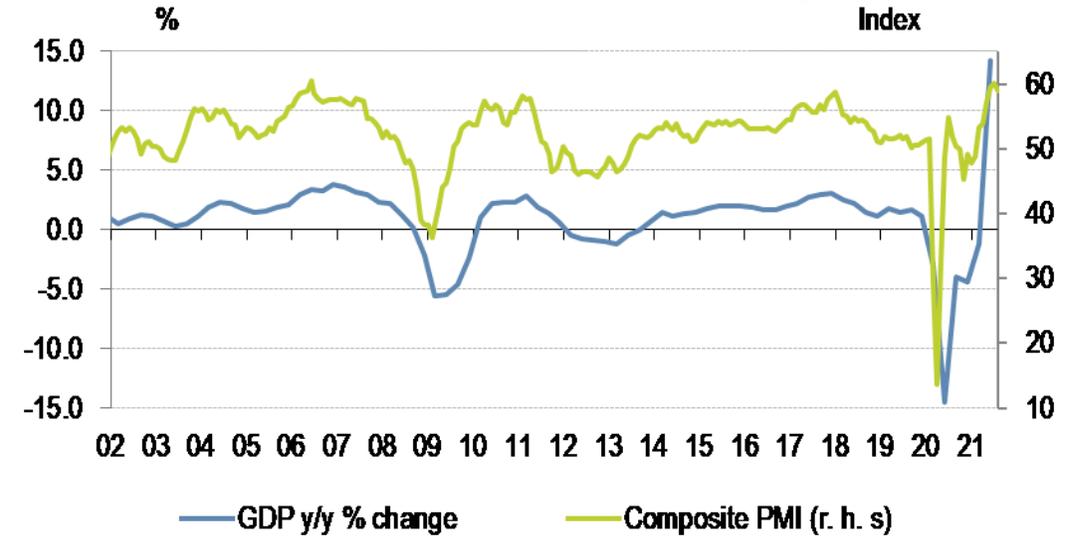
## Composition favorable

Eurozone: Q2 GDP Q/Q growth (%) and contributions (pp)



## Perspectives solides pour le 3<sup>e</sup> trimestre

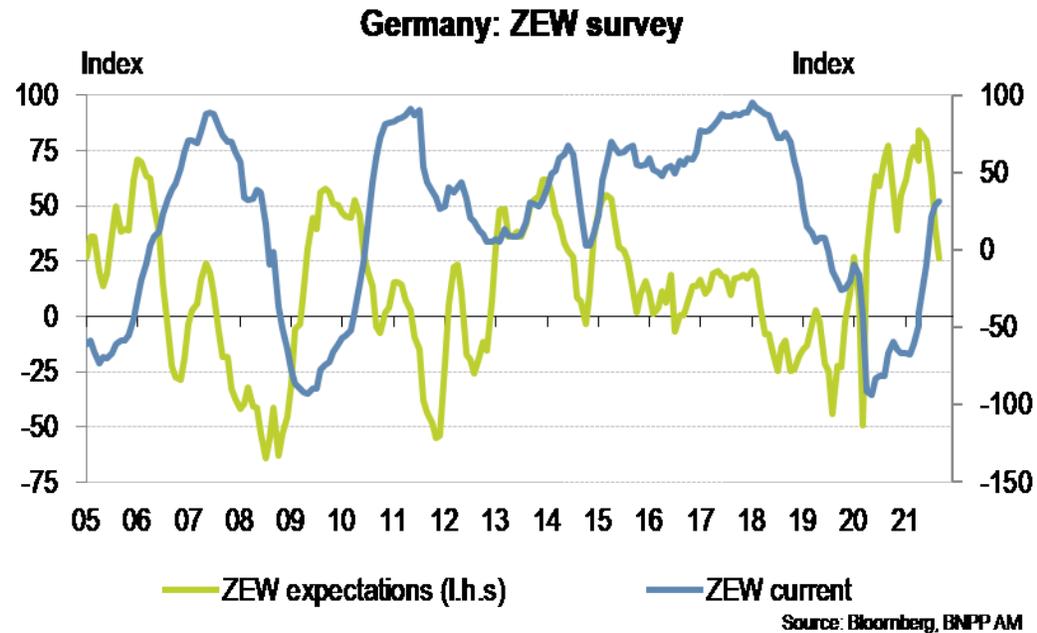
Euro zone: GDP Growth and PMI surveys



La croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre a été revue à la hausse (de 2,0 % à 2,2 %) et sa composition est favorable avec un net rebond de la consommation (+3,7 %) et de l'investissement (+1,1 %) et une contribution légèrement négative des stocks. Par ailleurs, les enquêtes d'activité au 3<sup>e</sup> trimestre sont restées très solides, les indices ne connaissant qu'une légère inflexion en août par rapport à des niveaux records.

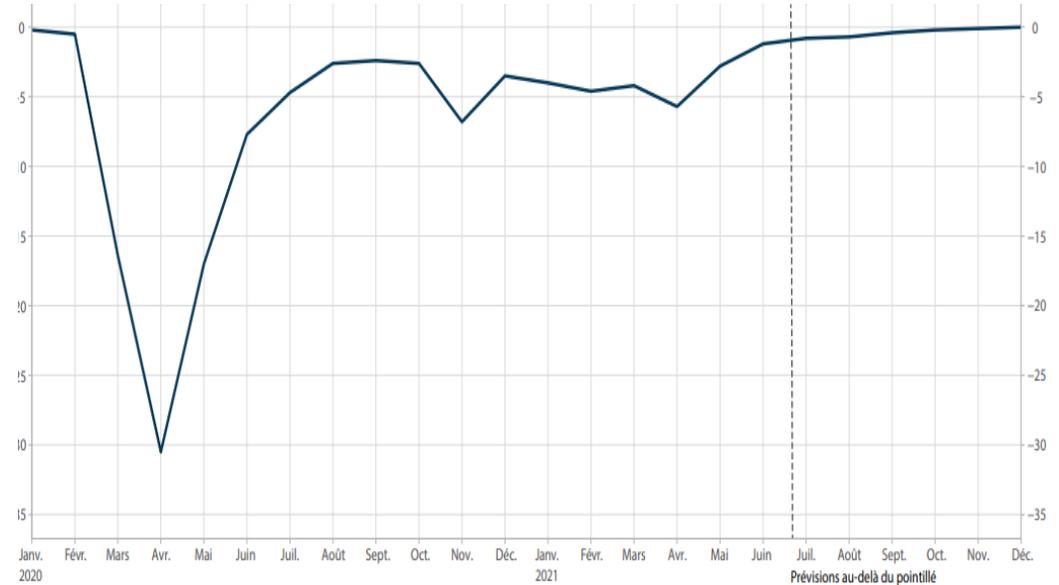
# Zone euro : premières inquiétudes ou difficultés d'approvisionnement ponctuelles ?

## La situation future un peu moins porteuse



## France: pertes d'activité mensuelles estimées puis prévues

Ecart d'activité économique par rapport au 4<sup>e</sup> trimestre 2019 en %



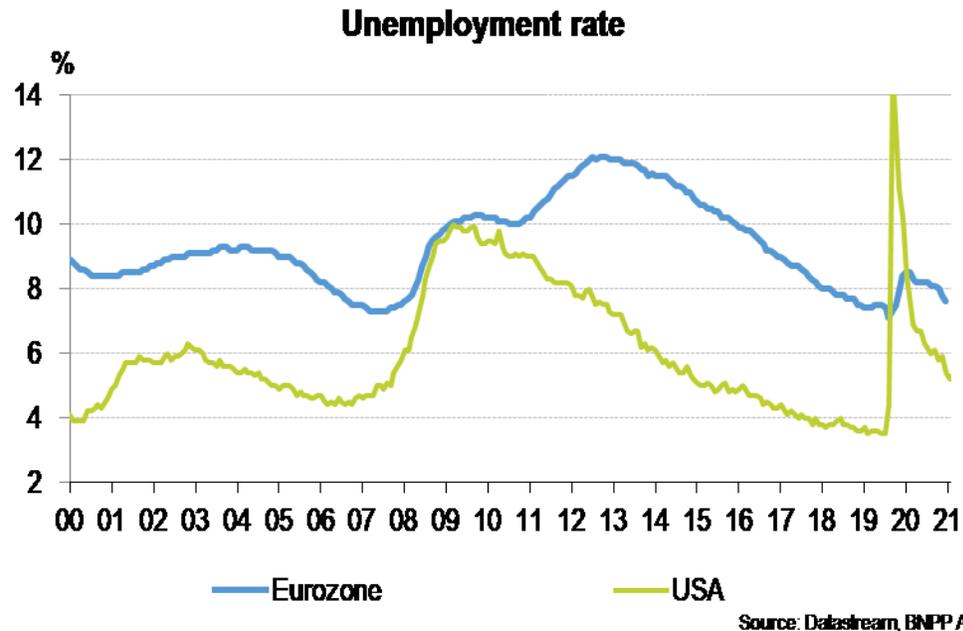
Source: INSEE, 07/09/2021

En Allemagne, l'enquête ZEW (perception du sentiment économique par les analystes financiers) a continué à se dégrader en septembre, sous l'effet d'une baisse de la composante future. Il pourrait être tentant de rapprocher cette évolution de la nouvelle vague de la pandémie. En France, l'INSEE\* commence pourtant sa dernière note de conjoncture par : « Pour la première fois depuis le début de la crise sanitaire, l'intensification de la circulation du virus n'a pas provoqué de recul marqué de l'activité économique ».

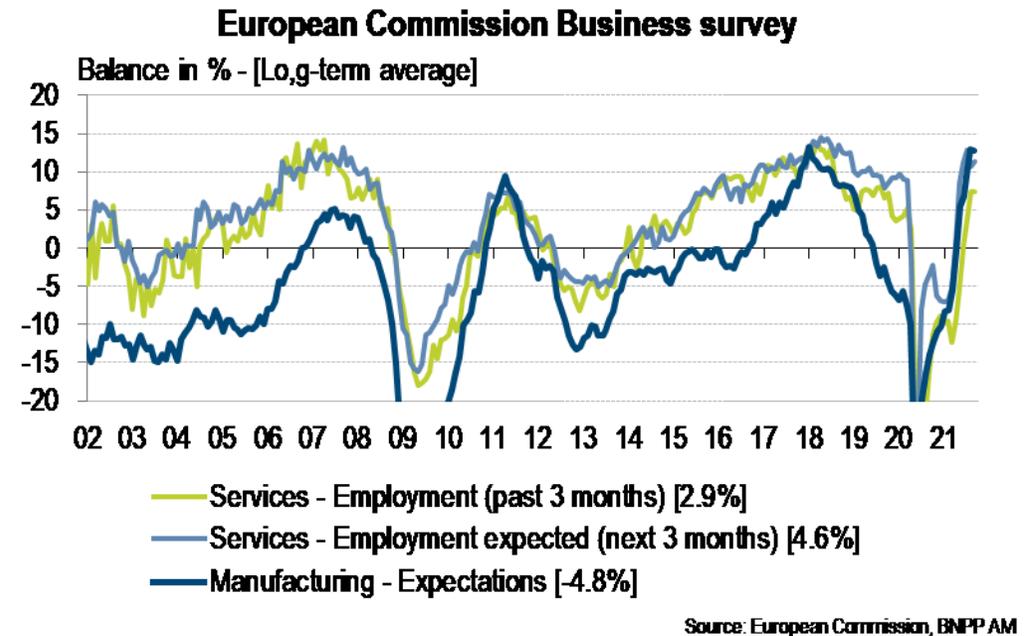
\*Institut national de la statistique et des études économiques

# Zone euro : l'emploi continue à s'améliorer

## Baisse régulière du taux de chômage



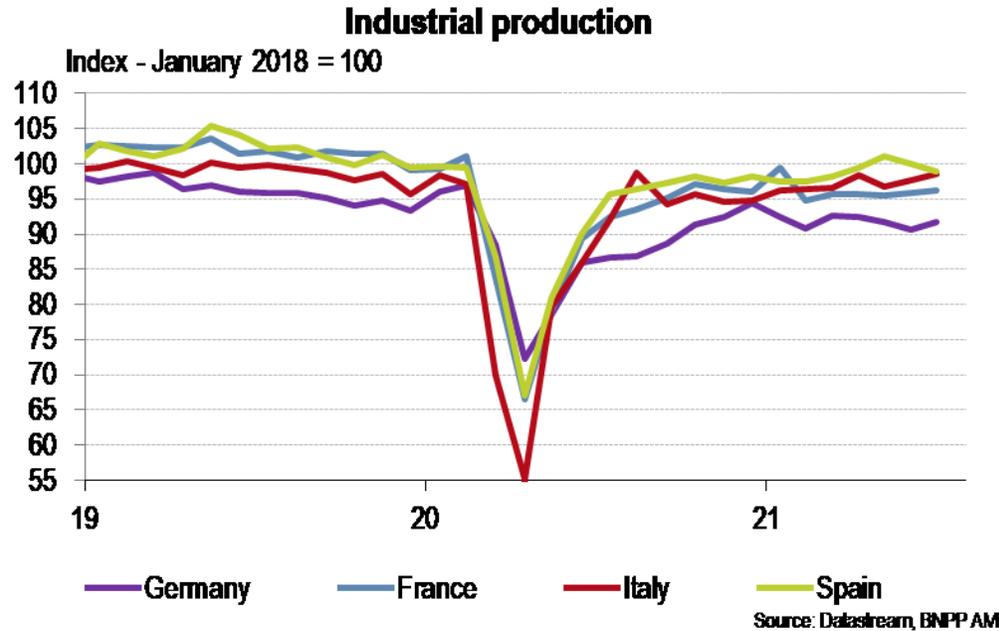
## Perspectives favorables sur l'emploi



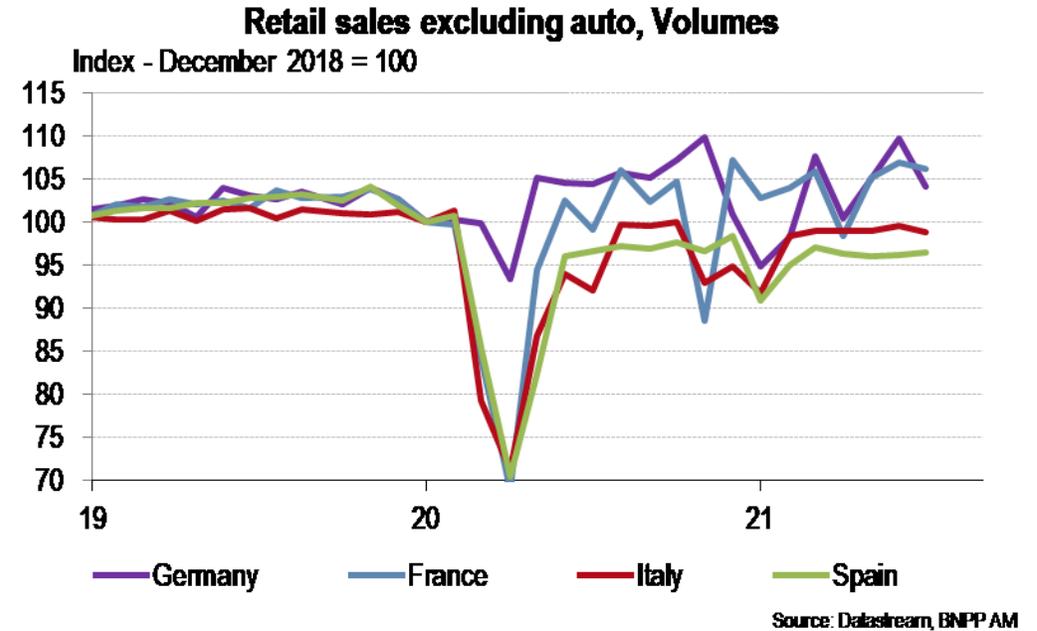
La baisse du taux de chômage s'est poursuivie : il s'est inscrit à 7,6 % en juillet contre 7,8 % en juin 2021 et 8,4 % en juillet 2020. Il est désormais proche du niveau qui prévalait avant la pandémie (7.4 % en février 2020). Les entreprises dressent des perspectives favorables sur l'emploi

# Zone euro : début de 3<sup>e</sup> trimestre mitigé pour les données objectives

## La production industrielle perturbée par les goulets d'étranglement



## Pas d'effondrement des ventes au détail en juillet



En Allemagne, les données pour juillet ont dépassé les attentes avec une hausse de la production manufacturière (+1,3 %) et des commandes à l'industrie. Toutefois, la production automobile reste largement inférieure à son niveau pré-pandémique. En France, la production industrielle a augmenté de 0,3 % seulement en juillet, grâce à un fort rebond dans les matériels de transport qui restent, comme en Allemagne, largement inférieurs au niveau de production observés avant la pandémie (-25,5 %).

# La BCE ajuste le rythme de ses achats – Tapering ou ajustement ?

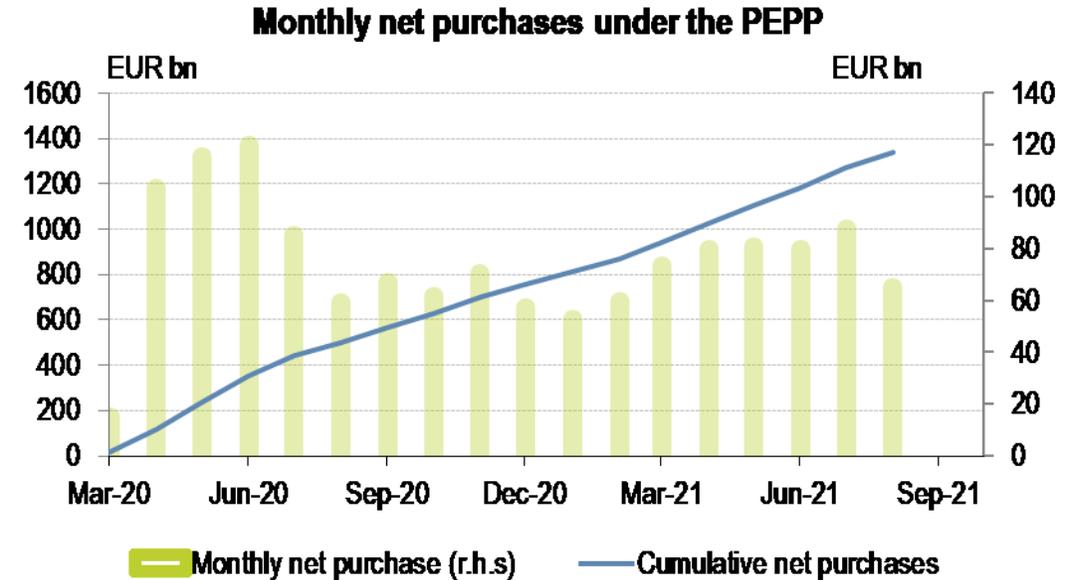
## Des prévisions de croissance et d'inflation revues à la hausse

ECB staff macroeconomic projections

	Q2 2021 (*)	2020	2021	2022	2023
Growth of real GDP	14.3	-6.5	5.0	4.6	2.1
<i>June projections **</i>		-6.8	4.6	4.7	2.1
Harmonized inflation (HICP)	+3.0 (August)	0.3	2.2	1.7	1.5
<i>June projections **</i>		0.3	1.9	1.5	1.4
HICP ex energy and food	+1.6 (August)	0.7	1.3	1.4	1.5
		0.7	1.1	1.3	1.4

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

## Achats mensuels de 60 à 70 milliards à partir de septembre



Source: European Central Bank, BNPP AM

Jeudi 9 septembre, Christine Lagarde a annoncé un rythme « légèrement plus faible d’achats nets d’actifs au titre du programme d’achats d’urgence face à la pandémie (Pandemic emergency purchase programme, PEPP) par rapport aux deux derniers trimestres ». L’enveloppe du PEPP reste de 1 850 milliards d’euros (1337 milliards utilisés à fin août) et le programme doit s’achever en mars 2022. La BCE n’a pas communiqué sur l’évolution à venir de ces deux éléments et rendez-vous a été fixé, du moins dans l’esprit des investisseurs, à décembre prochain.

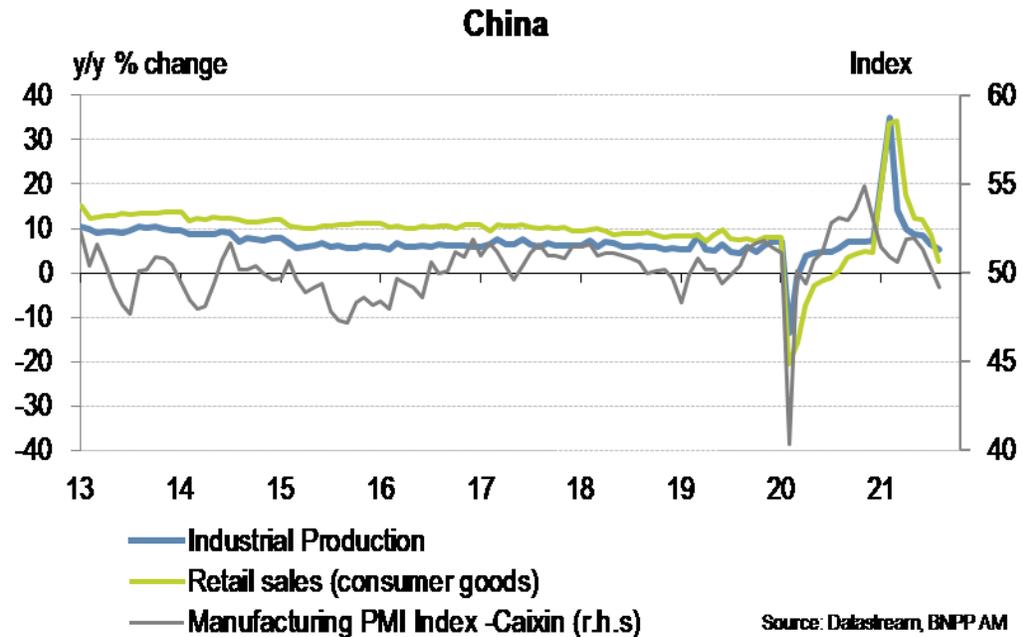
---

**CHINE :**

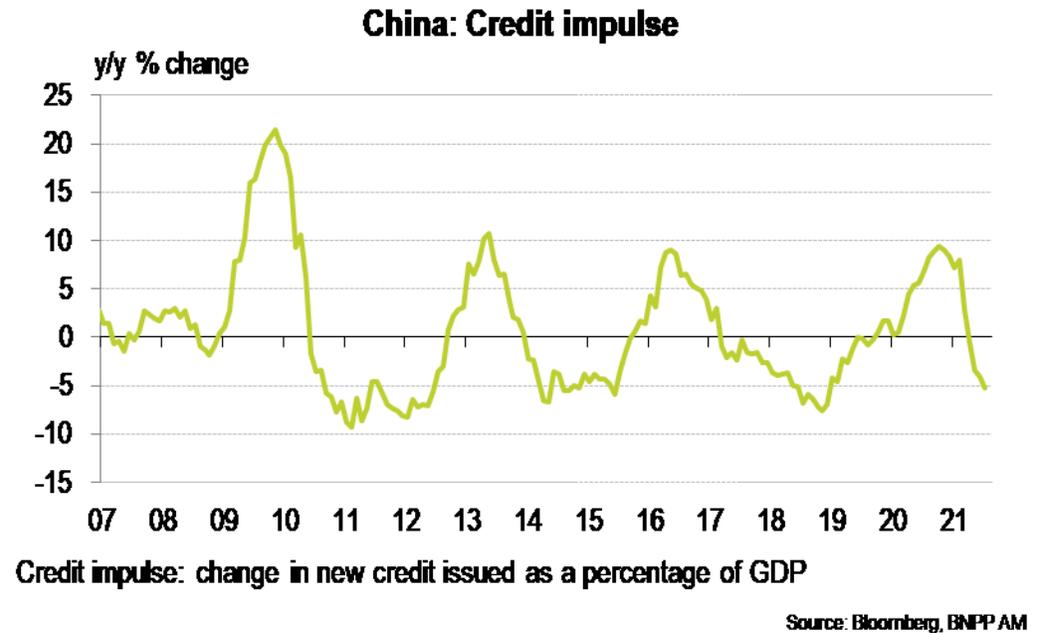
**DÉCEPTIONS SUR LA CROISSANCE**

# Chine : la dynamique de croissance fléchit ; vers

## La stratégie « zéro Covid » a pesé sur la consommation



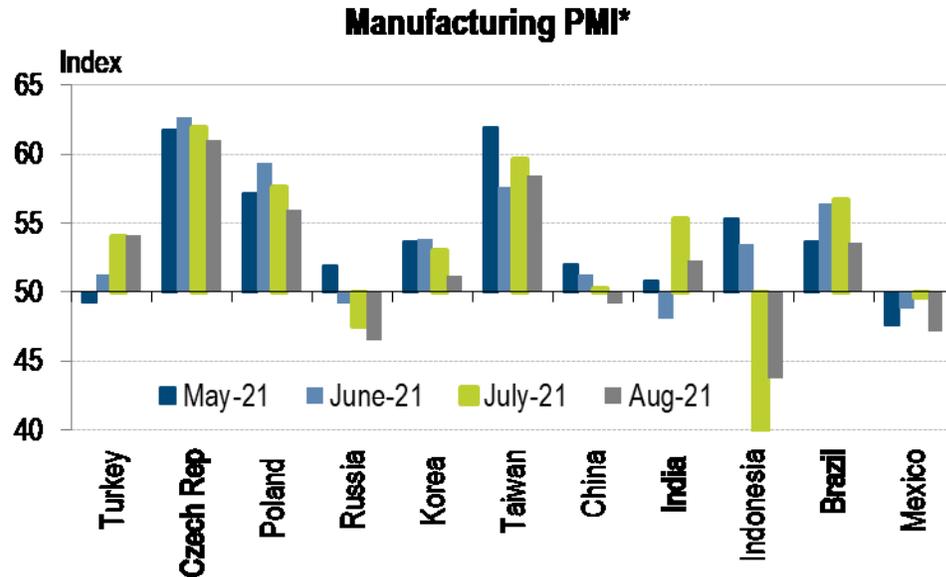
## La politique de désendettement: une menace sur la croissance ?



L'évolution des enquêtes d'activité et des données objectives laisse envisager un ralentissement de la croissance au 3<sup>e</sup> trimestre. Le passage de l'indice PMI (enquête auprès des directeurs d'achats) dans le secteur manufacturier sous 50 en septembre reflète les goulots d'étranglement qui mettent du temps à se résorber. Le tassement des ventes au détail en août (+2,5 % en glissement annuel, soit le rythme le plus faible depuis août 2020), résulte des mesures sanitaires qui retardent le retour à la normale. La politique monétaire pourrait prendre une orientation plus accommodante pour pallier ce tassement.

# Economies émergentes : divergences dues à la situation sanitaire

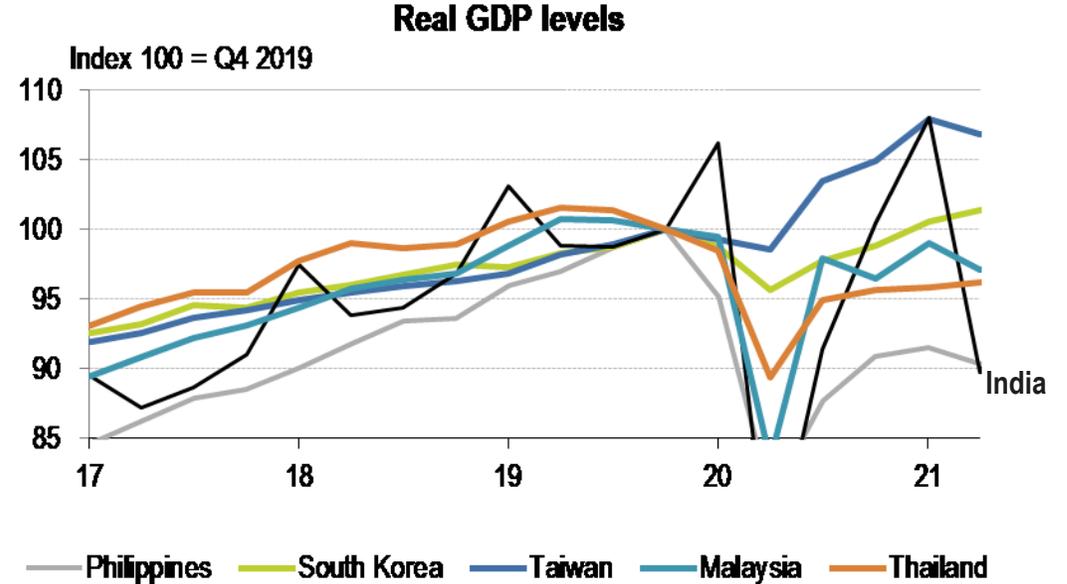
## La stratégie « zéro Covid » pénalise l'activité manufacturière



\*PMI: Purchasing Manager Index

Source: Markit, BNPPAM

## Les freins à la mobilité expliquent les divergences au 2<sup>e</sup> trimestre en Asie

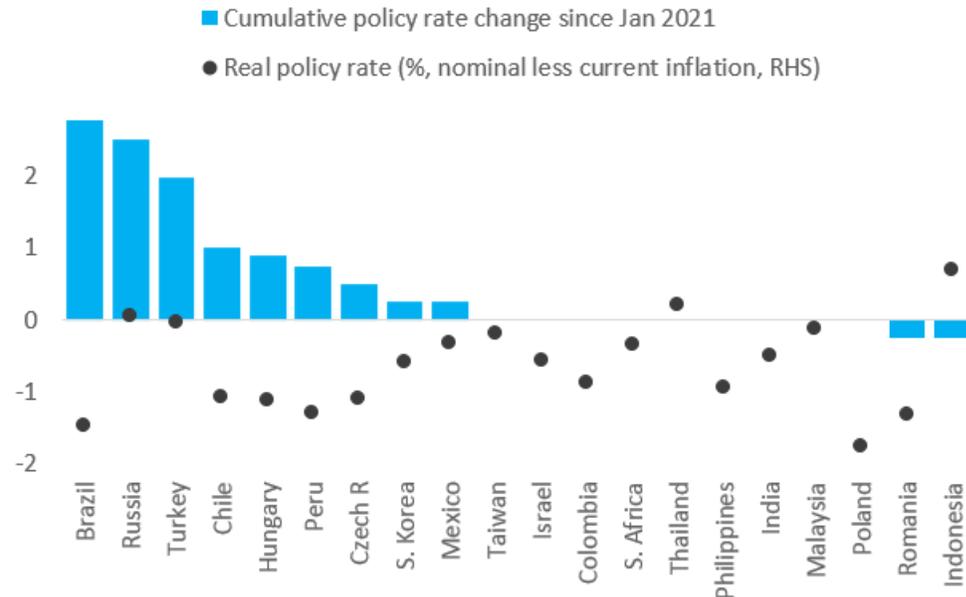


Source: Datastream, BNPPAM

Les faibles taux de vaccination (34 % de personnes totalement vaccinées en Asie, 5,9 % à Taiwan, 15 % en Inde, 19 % en Thaïlande, 42 % en Corée du Sud à la mi-Septembre) et les confinements stricts qui ont touché les pays où l'activité manufacturière est importante ont pesé sur l'activité. Des retards supplémentaires des campagnes de vaccination ou le prolongement des mesures restrictives pourraient perturber les chaînes mondiales de production.

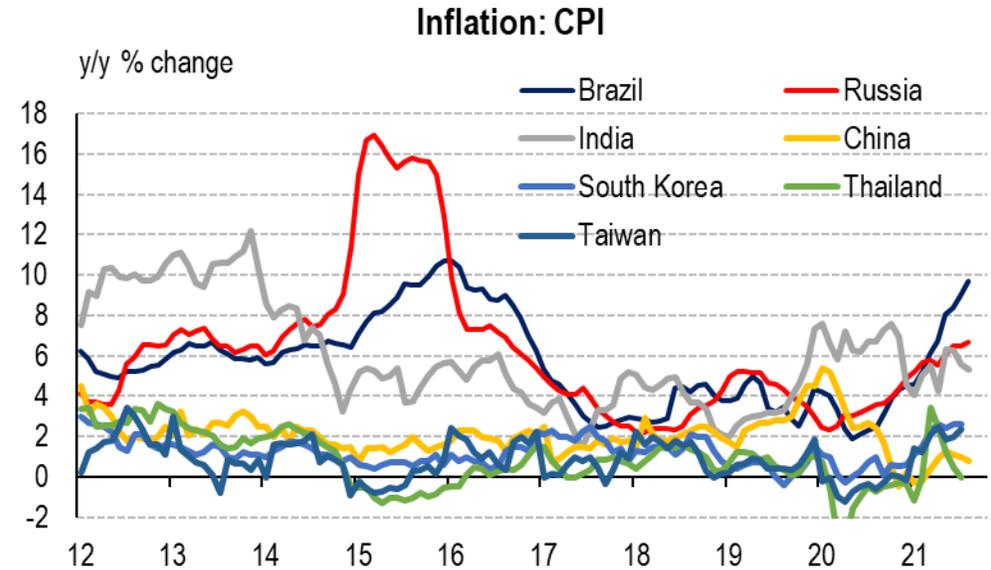
# Economies émergentes : resserrements monétaires sur fond d'inflation

## Neuf banques centrales ont déjà remonté leurs taux directeurs



Source: Haver, Bloomberg, Macro Research Team, BNPP AM as of 13/09/2021

## Pressions inflationnistes plus modestes en Asie



Source: Datastream, BNPP AM

Face à l'accélération de l'inflation (9 % en juillet contre 4,5 % fin 2020) la Banque centrale du Brésil a remonté son taux directeur de 100 pb (à 5,25 % contre 2 % avant le début du cycle de resserrement à la mi-mars). Des hausses de taux ont été annoncées au Chili et au Mexique. La Banque centrale de Corée (BoK) a remonté son taux directeur de 25 pb le 26 août (à 0,75 %) en réaction à une forte croissance de l'endettement et aux tensions sur les prix de l'immobilier.

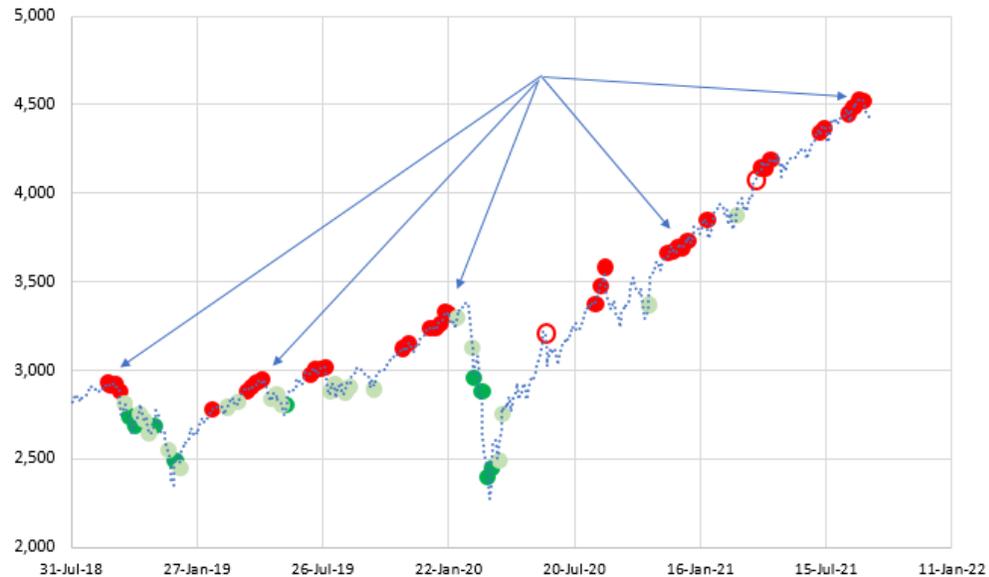
---

# ÉLÉMENTS SUR LES CLASSES D'ACTIFS

# Actions : correction à la mi-septembre ?

## Température des marchés : dans le rouge pendant 4 semaines

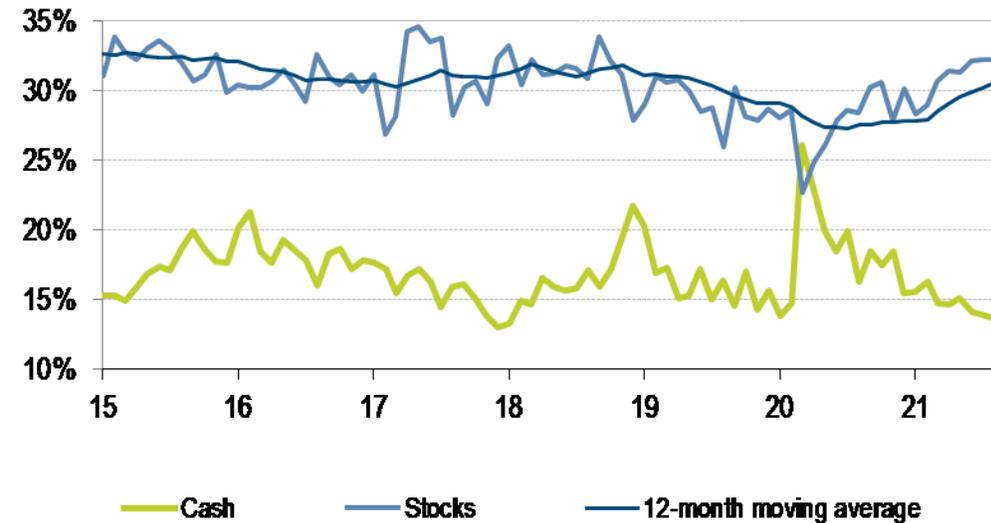
Evolution of Market Temperature since July 18- S&P500 Daily (All scores except neutral and yellow)



Source: Bloomberg, MAQS Research, BNPP AM as of 14/09/2021

## Des investisseurs toujours optimistes

### Individual Investor Asset Allocation Survey



Source: American Association of Individual Investors, BNPP AM

Notre indicateur de température des marchés s'est un peu amélioré à la mi-septembre avec le retour à « neutre » de certaines de ses composantes. Toutefois des fragilités demeurent (faible participation à la hausse, pas de signe de capitulation à la baisse). Les indicateurs purement techniques sont entrés dans des configurations plutôt porteuses pour les actions. Dans ce contexte, toute correction pourrait être temporaire.

# Panorama des valorisations actions

Z-score

Market	P/E	P/B	P/S	EV/S	P/CE	PEG	DY	EV/EBITDA
US vs Europe	2.2	3.5	2.1	1.5	2.1	1.2	-0.1	2.3
Russell Growth	2.0	4.1	3.3	3.6	1.9	-3.6	3.2	3.1
United States	1.4	2.2	2.6	2.6	2.5	-1.6	1.3	2.4
Japan	1.3	2.0	2.1	2.3	2.3	-0.6	0.3	2.0
Russell Value	1.2	1.3	2.6	1.1	2.1	-1.1	1.8	1.8
Developed Markets	0.9	1.7	2.9	2.9	2.3	-2.1	1.2	2.4
Europe	0.3	0.4	1.7	2.7	1.3	-1.5	1.1	1.6
Emerging Markets	0.1	0.5	1.2	1.2	1.6	-0.2	0.7	1.5

	IDX	B-T	xBT	EGY	MAT	IND	C-D	C-S	HLT	FIN	I-T	COM	UTY	RST
Kokusai	1.1	1.3	0.5	-0.5	-0.5	1.9	2.0	1.0	0.1	0.0	1.3	0.5	1.1	2.5

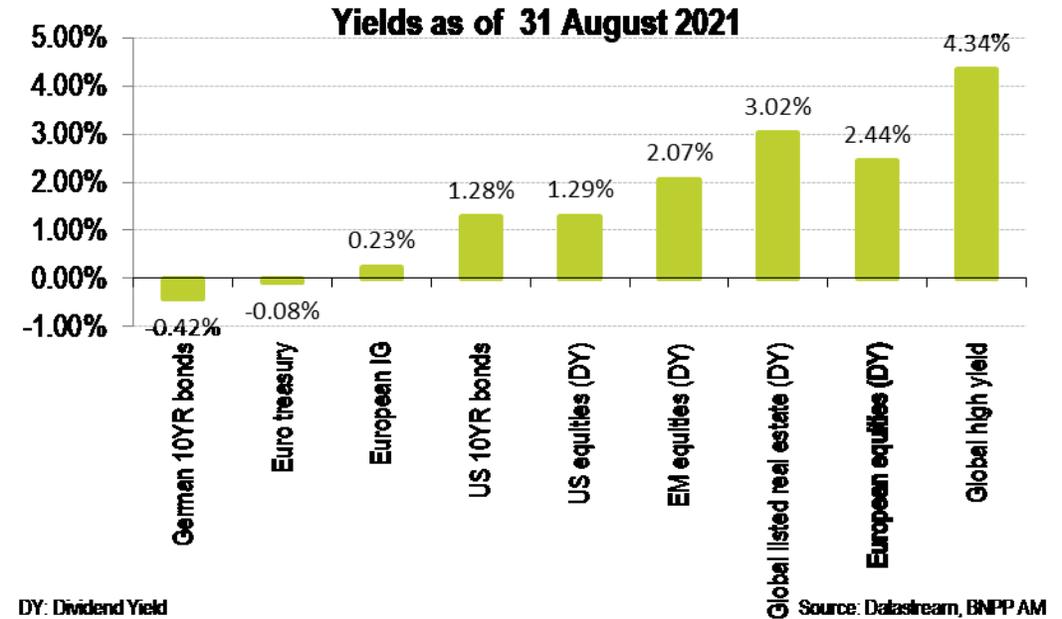
Data as at 21 Septembre 2021. \*US ex-broad tech. Note: Energy is on FY3 earnings. Broad tech (BT) includes information technology sector, internet & direct marketing retail, movies & entertainment, and interactive media services. STM = second twelve months, P = Price, E = Earnings (next-twelve-month), 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.

# Actions : les valorisations relatives par rapport aux obligations restent attractives

## Les actions ne sont pas surévaluées par rapport aux obligations



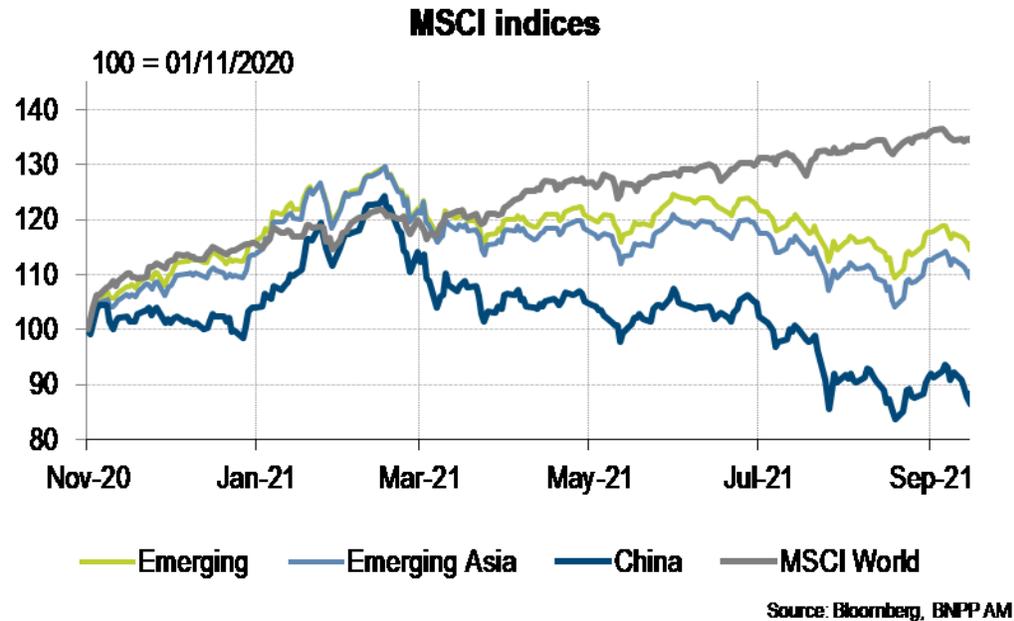
## Rendements en %



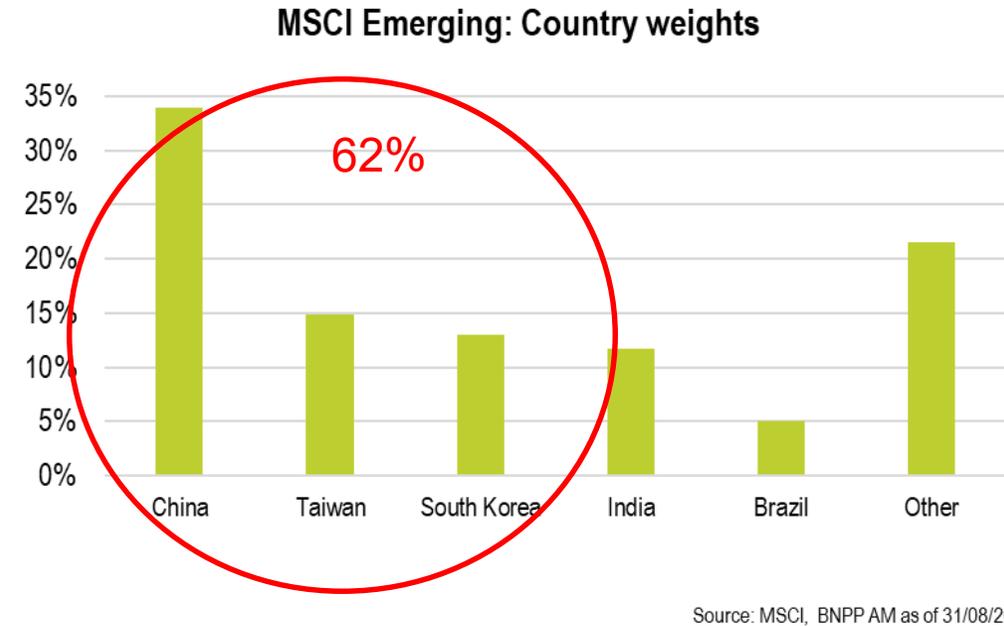
Les indices boursiers sont élevés et les multiples de valorisations absolues sont tendus dans leur ensemble. Toutefois, les actions américaines restent attractives par rapport aux rendements des obligations gouvernementales. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans se situe autour de 1,30 % tandis que le « rendement combiné » des actions (en prenant en compte le versement des dividendes et les rachats d'actions) ressort à 2,50 % (à fin août).

# Actions : exposition tactique aux marchés émergents

## Les actions émergentes pénalisées par le marché chinois



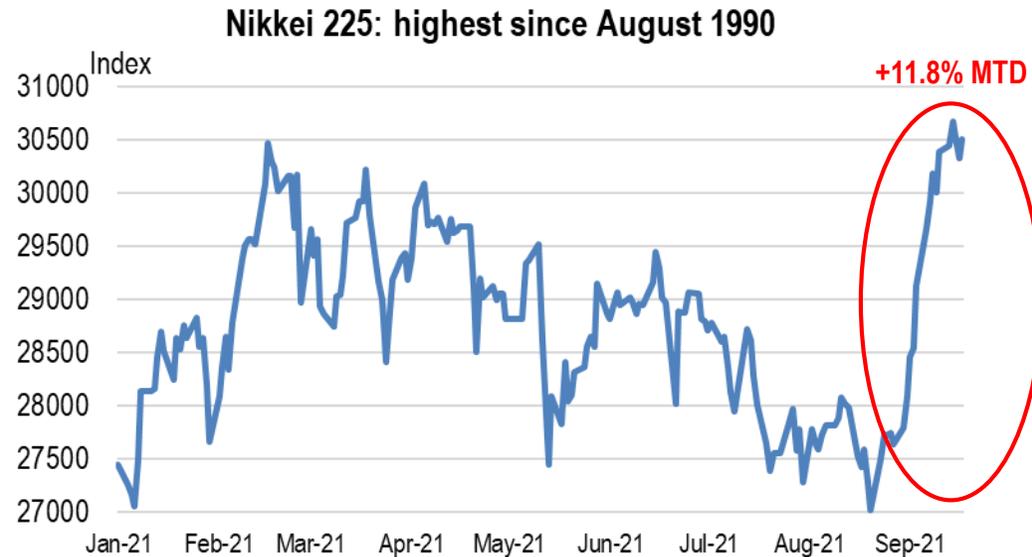
## Indice MSCI Emerging : une large exposition à l'Asie émergente



Depuis fin août, nous avons repris la position acheteuse sur les actions émergentes, que nous avons neutralisée au cours de l'été. Même si les fondamentaux ne sont pas tous favorables, les marchés nous paraissent survendus, ce qui justifie cette position tactique alors que la demande mondiale reste solide et que le pic des nouvelles contaminations semble en vue pour l'Asie émergente. Les actions émergentes ne sont plus particulièrement attractives par rapport aux actions développées mais le poids du secteur technologique dans les indices émergents devrait leur permettre de profiter de la reprise de l'activité après le creux de l'été.

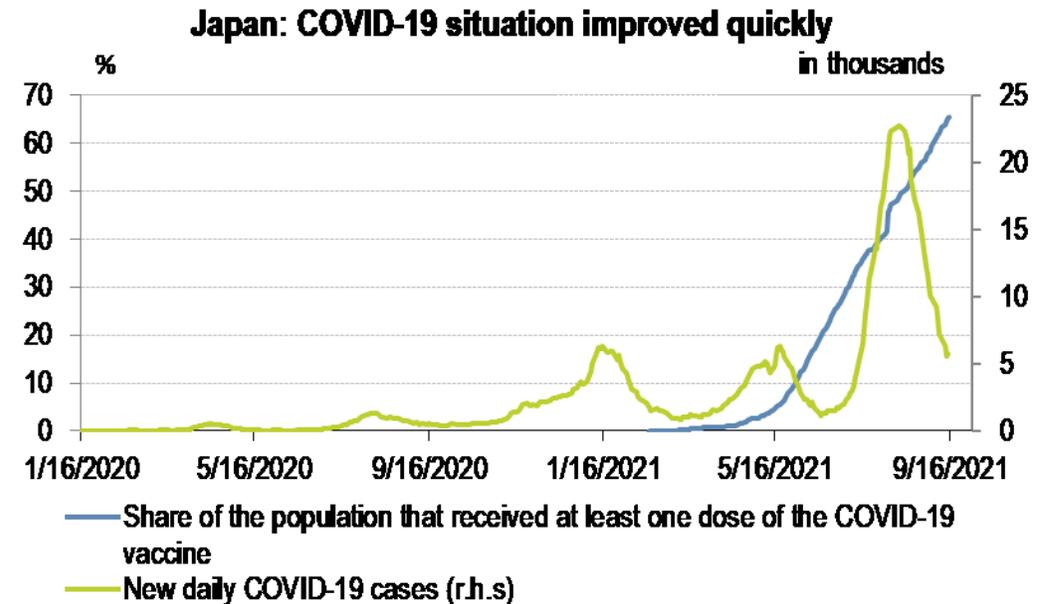
# Actions : vue positive sur le marché japonais

## Une pause après le rally, mais pas une correction



Source: Bloomberg, BNPP AM

## La 4<sup>e</sup> vague a été violente mais les progrès vaccinaux rapides

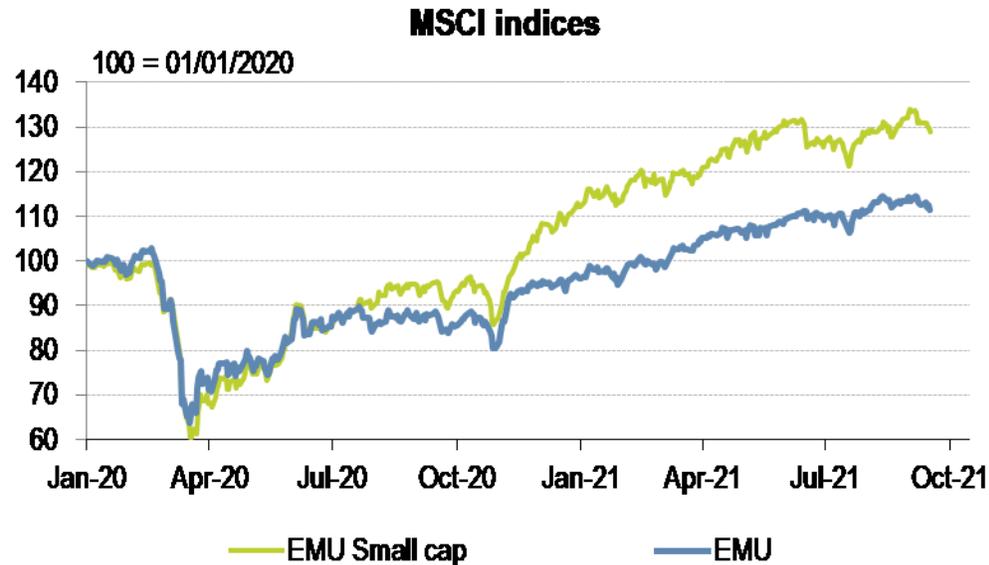


Source: Datsream, Ourworld in data, BNPP AM

En annonçant qu'il ne serait pas candidat à l'élection à la tête du Parti libéral démocrate, Yoshihide Suga a renoncé, de fait, à son poste de Premier ministre. Pour les investisseurs, cette décision ouvre la voie à plus de stabilité et à la mise en place de mesures de soutien supplémentaires. Les élections parlementaires, qui doivent se tenir d'ici fin novembre, apportent historiquement, un soutien aux actions japonaises. Par ailleurs, après une très bonne saison de résultats, les perspectives bénéficiaires sont nettement révisées à la hausse. Enfin, la configuration technique et le positionnement des investisseurs restent favorables, même après le récent rebond des actions.

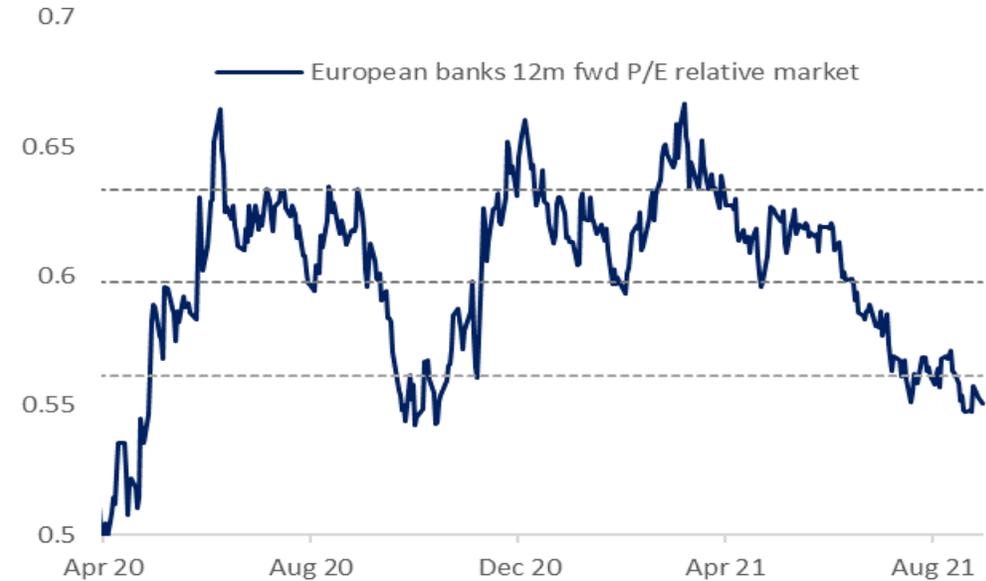
# Actions européennes : neutralité ; positifs sur les petites capitalisations et les banques

## Performance relative des petites et grandes capitalisations



Source: Bloomberg, BNPPAM

## Banques européennes : valorisations relatives plus attractives



Source: Macro Research Team as of 13/08/2021

Dans le contexte de solide croissance économique, les petites capitalisations devraient bénéficier de leur bêta élevé et de valorisations plus attractives que celles des grandes capitalisations. Le plan européen de soutien budgétaire et la politique monétaire sont également favorables pour les petites capitalisations. Les valeurs bancaires sont, bien sûr, très sensibles à l'environnement de taux et devraient profiter de la remontée des taux longs. Par ailleurs, les perspectives bénéficiaires et les valorisations relatives sont favorables.

# Obligations gouvernementales : les taux longs sont trop bas

Taux longs américains : pas de tendance claire après la détente



Source: Bloomberg, BNPP AM

Zone euro : des conditions financières favorables



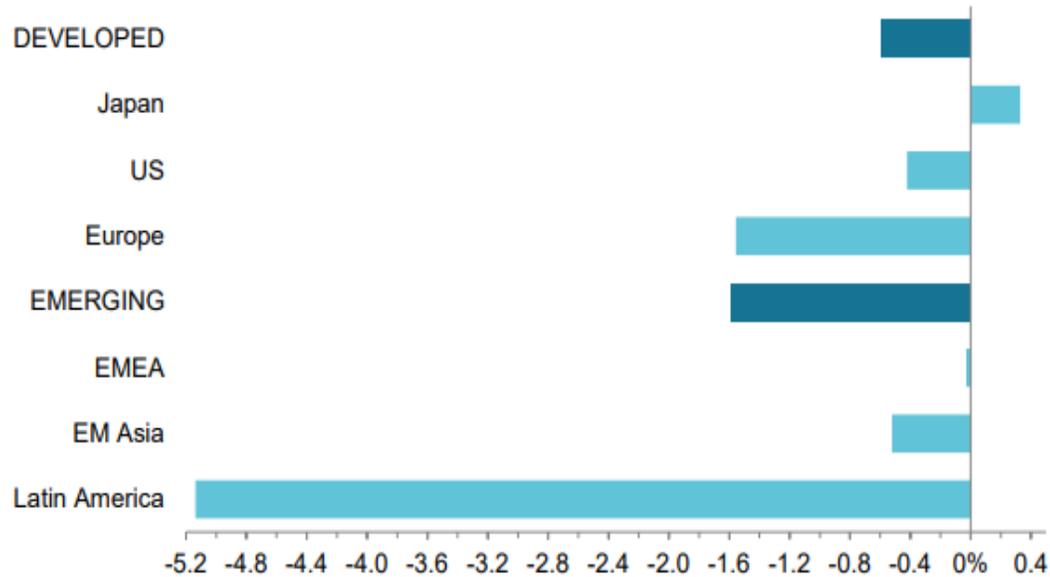
Source: Bloomberg, Global multi-strategy fixed income Team, BNPP AM

La prudence sur les obligations gouvernementales est une vue stratégique de notre équipe de gestion diversifiée, justifiée par les perspectives économiques encourageantes, les niveaux de taux longs très bas, et la possibilité d'une normalisation, qui devrait rester très prudente et graduelle, des politiques monétaires. Mi-septembre, nous avons toutefois réduit l'ampleur de la sous-sensibilité de nos portefeuilles aux obligations américaines face aux doutes qui ont saisi les investisseurs sur la croissance et aux inquiétudes moindres sur l'inflation.

# Marchés obligataires

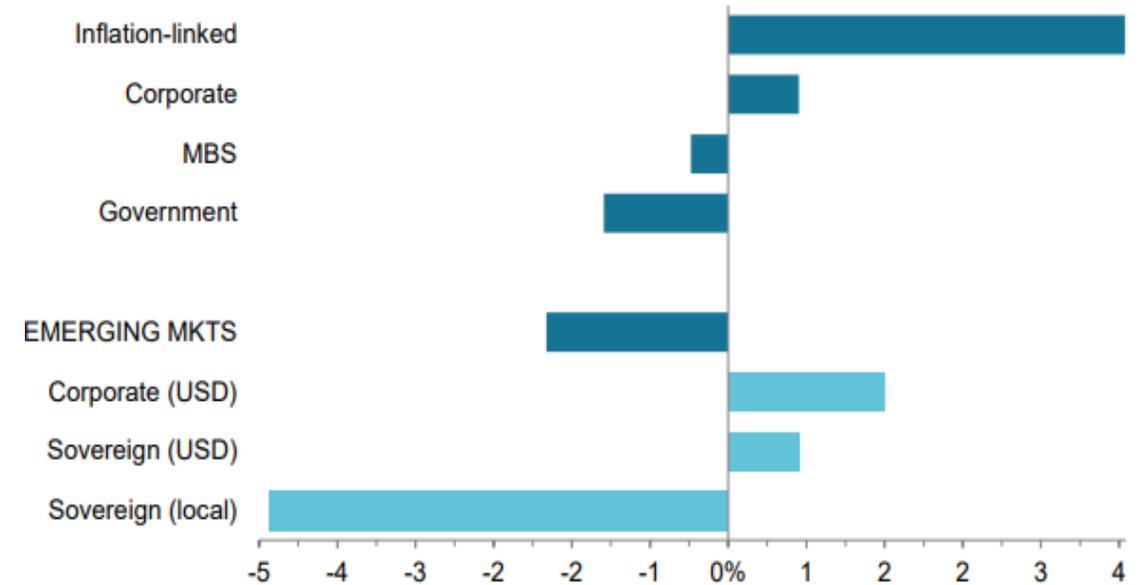
## PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE

### GEOGRAPHY



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 17/09/2021

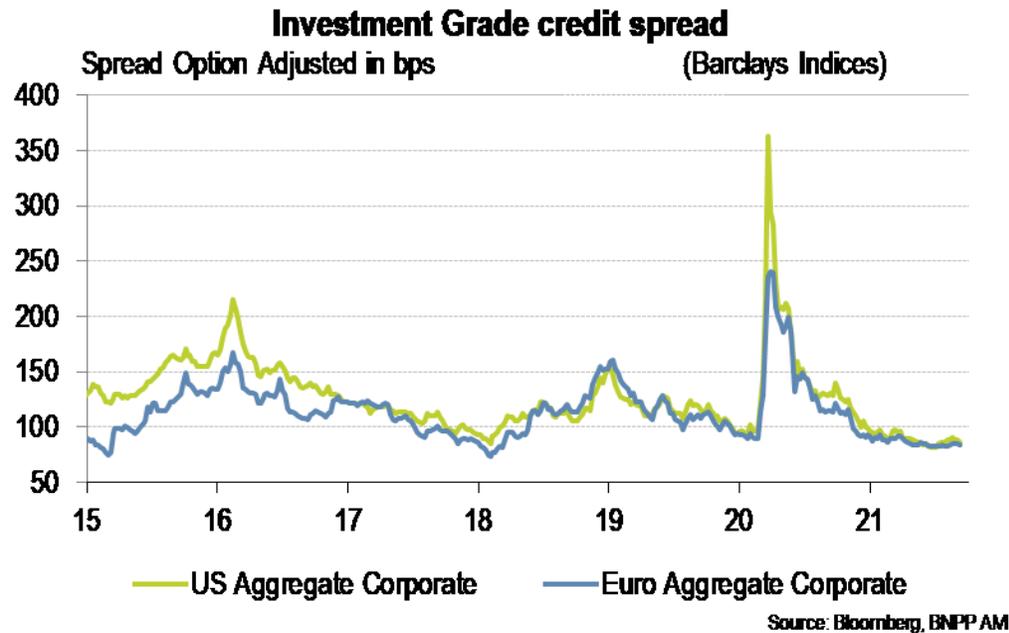
### SECTOR



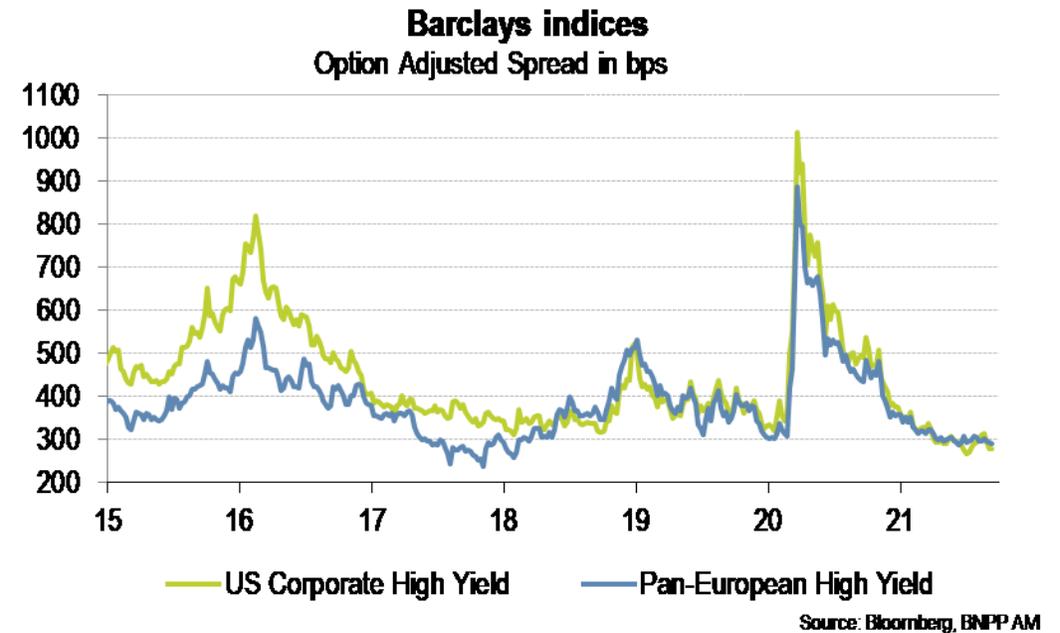
Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 17/09/2021

# Marchés obligataires – Spread de crédit

## Investment Grade (IG) – Crédit de qualité



## High Yield (HY) – Crédit à haut rendement



Sur le marché du crédit, le retour de l'appétit pour le risque fin août a permis la poursuite de la surperformance des titres à haut rendement (HY – High Yield) alors que les autres segments affichent des performances totales légèrement négatives. Jusqu'à la mi-septembre, les écarts de taux sont restés relativement stables.

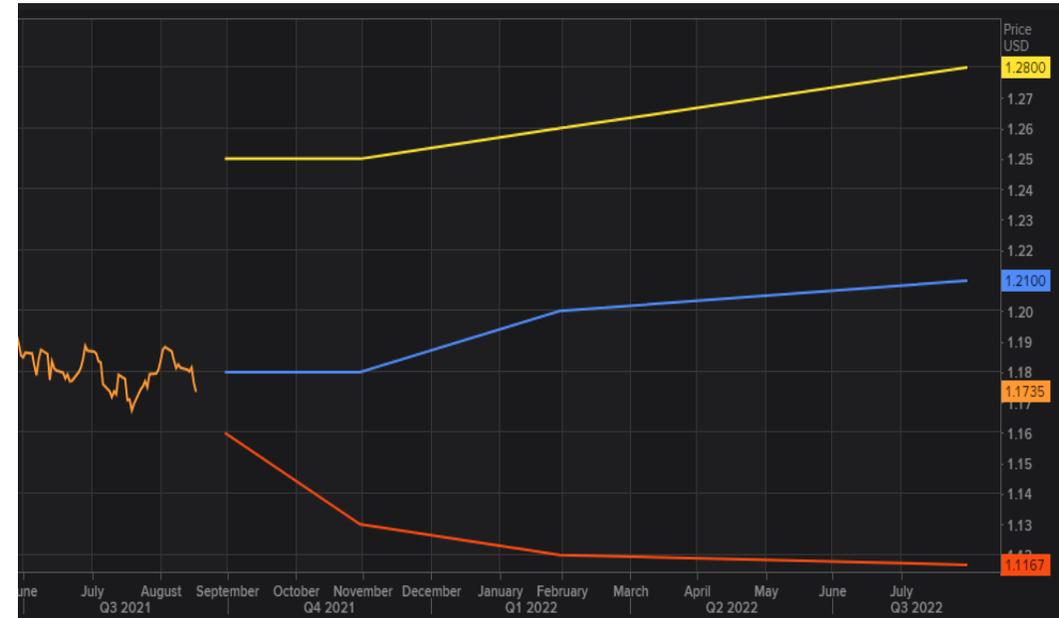
# Devises : quel sera le prochain thème ?

## Parité EUR/USD : un été plutôt calme



Source: Bloomberg, BNPP AM

## Consensus haussier sur l'EUR/USD



Source: Reuters as of 17/09/2021; Poll date: 02/09/2021

En août, le dollar a commencé par s'apprécier lorsque les propos de plusieurs membres du FOMC\* ont alimenté les anticipations de relèvement des taux directeurs. La parité s'est brusquement dirigée vers 1,17 pour passer dessous le 19 août, au plus bas depuis début novembre 2020. Elle est ensuite revenue vers 1,18 pour évoluer autour de ce niveau. Les changements d'anticipations sur la politique monétaire de la Fed et celle de la BCE devraient rester les principaux facteurs explicatifs des évolutions du marché des changes.

# Matières premières : faire confiance au cycle économique

Une pause des cours du pétrole après leur hausse en août

oil price in USD per barrel



Source: Bloomberg, BNPP AM

Face aux incertitudes, le prix de l'or reste élevé

Gold price



Source: Bloomberg, BNPP AM

Fin août, nous avons **renforcé notre surexposition aux matières premières** en raison de notre scénario économique favorable à moyen terme. L'énergie et les métaux de base se situent désormais sur une tendance nettement haussière mais les cours du pétrole doit encore confirmer cette orientation d'un point de vue technique. Nous avons une position stratégique sur l'or qui, à moyen terme, représente une protection contre l'inflation et la monétisation des économies par les Banques centrales, mais avons clôturé la position tactique qui s'ajoutait.

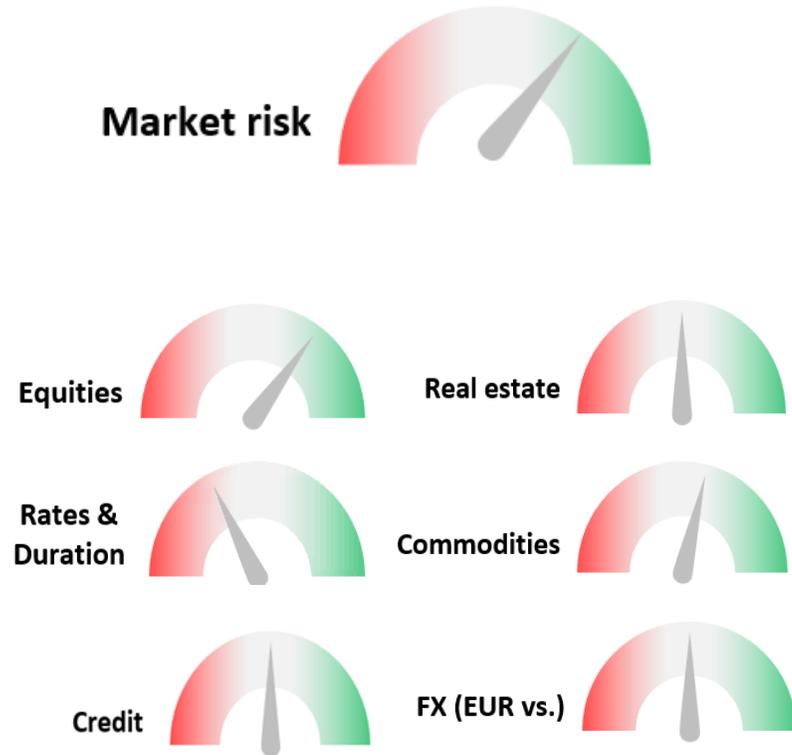
# Allocation tactique de MAQS\* au 15 septembre 2021

EXPOSITION AUX ACTIFS RISQUÉS ET SOUS-SENSIBILITÉ OBLIGATAIRE ; APPROCHE PLUS PRUDENTE A COURT TERME

- L'environnement économique à moyen terme est favorable à la poursuite de la hausse des actions, qui devraient bénéficier des bonnes perspectives bénéficiaires et d'une valorisation attractive vis-à-vis des obligations gouvernementales malgré les hauts niveaux atteints par les indices boursiers en août.
- A court terme, les investisseurs pourraient ne retenir que les risques baissiers (doutes sur la croissance mondiale, inquiétudes sur la Chine, politique monétaire américaine) plutôt que l'environnement porteur à moyen terme.
- Les grandes lignes de notre allocation reflètent ces convictions : surexposition aux actions développées, sous-sensibilité aux obligations gouvernementales. Compte tenu des conditions de marché des dernières semaines, nous avons procédé à des ajustements si bien que nous abordons la dernière partie de 2021 avec assez peu de positions actives. Nous restons attentifs à toute opportunité permettant d'accroître la diversification de nos portefeuilles dans de bonnes conditions mais avons préféré réduire notre exposition au risque en septembre.
- Fin août, nous avons augmenté notre surexposition aux matières premières cycliques, puis introduit début septembre une surexposition aux valeurs bancaires européennes. Nous sous-pondérons les grandes capitalisations de la zone euro par rapport aux grandes capitalisations. Nous sommes **neutres sur les actions de la zone euro** dans leur ensemble.
- **Nous sommes sous-exposés en sensibilité sur les Etats-Unis et la zone euro**, une remontée des taux longs étant probable à moyen terme. L'ampleur de notre sous-pondération sur les obligations gouvernementales américaines a toutefois été réduite à la mi-septembre. **Nous avons clôturé notre position sur la dette émergente** en juillet.

\*MAQS: Multi-Asset, Quantitative & Solutions

# Positionnement (Active Asset Allocation) - MAQS



	IC views (Current)
Bond EMD HC Sov Global	
Bond EMD LC Sov Global	
Bond EUR Inflation Linked	
Bond EUR Sovereign	-
Bond USD Sovereign 10yr	-
Diversification Commodity Global	+
Funding (neg.)/Lending (pos.)	
Currency EUR	
Currency GBP	
Currency AUD	
Currency JPY	
Currency NOK	
Currency USD	
Diversification Real Estate EMU	
Equity Emerging Global	+
Equity Emerging China	
Equity Europe EMU	-
Equity Europe EMU SC	+
Equity Europe Italy	
Equity North America USA	+
Equity Pacific Japan	+

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).

EMD HC: Emerging market debt – Hard currency;  
 EMD LC: Emerging market debt – Local currency  
 SC: Small caps

Source: MAQS, BNPP AM au 10/09/2021

# Avertissement

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en septembre 2021, sauf indication contraire. BNPP AM est la source au 20 septembre 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](http://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](http://www.bnpparibas-am.com).

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT  
14, RUE BERGÈRE  
75009 PARIS  
BNPPARIBAS-AM.COM



INVESTORS' 「corner」



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

L'investisseur durable d'un monde qui change