

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

REVUE DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS

NATHALIE BENATIA

25 MARS 2022



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'investisseur durable d'un monde qui change

Sommaire

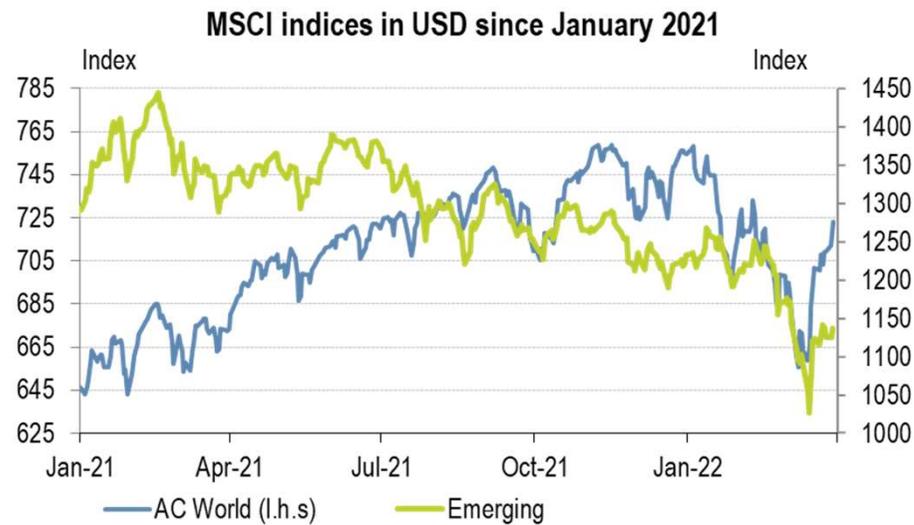
Evolution des marchés	3
Thèmes du mois	10
Scénario économique	20
Etats-Unis	28
Zone euro	33
Chine	39
Eléments sur les classes d'actifs	42
Allocation tactique de MAQS*	52

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

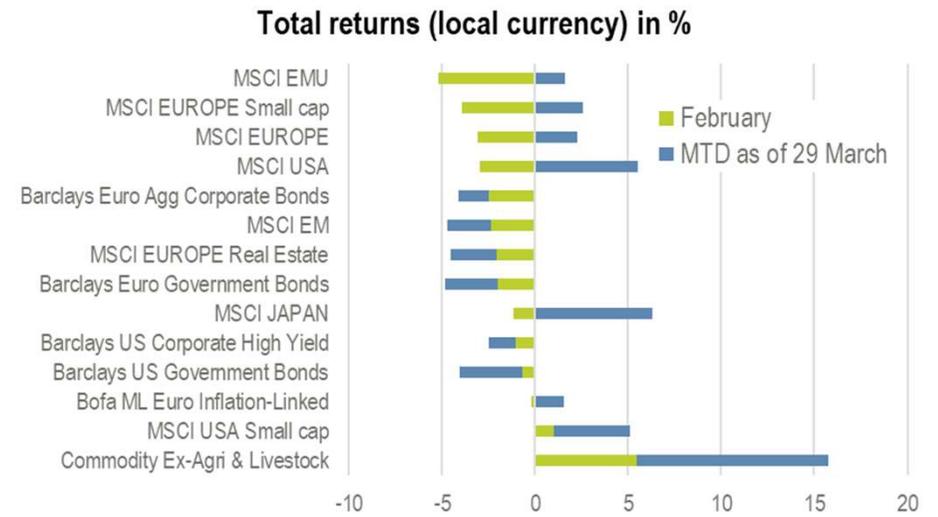
EVOLUTION DES MARCHÉS

Un peu de complaisance sur le risque géopolitique (1)

Actions mondiales : -2,6 % en février ; +5,7 % du 11 au 18 mars



Performances totales en février 2022 et depuis début mars

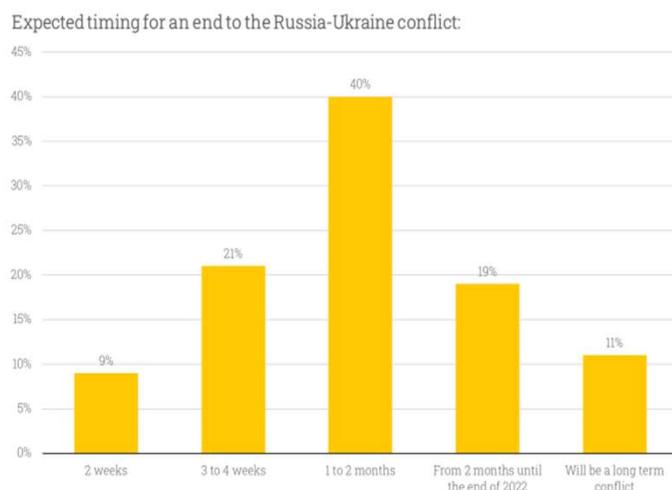


Après l'invasion de l'Ukraine, la volatilité a fortement augmenté sur les marchés financiers, accompagnée d'une brusque remontée du cours des matières premières et, dans un premier temps, de mouvements de fuite vers la sécurité, caractéristiques des périodes de tensions géopolitiques. Rapidement, les investisseurs ont donné l'impression de vouloir privilégier les nouvelles les plus encourageantes sur l'évolution du conflit : chaque annonce de négociations, même embryonnaires, entraîne une hausse des actions.

Un peu de complaisance sur le risque géopolitique (2)

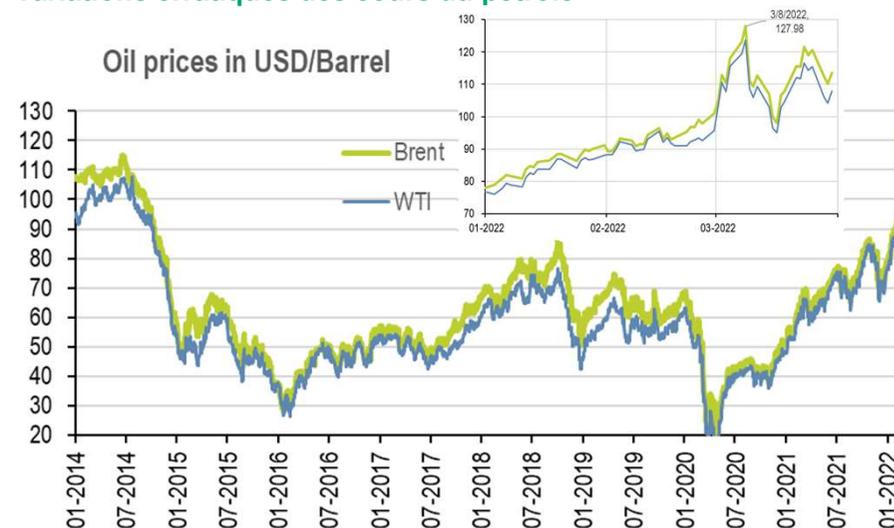
Enquête auprès des investisseurs

Russia-Ukraine



Source: Macro Research Team, BNPP AM as at 15/03/2022

Variations erratiques des cours du pétrole

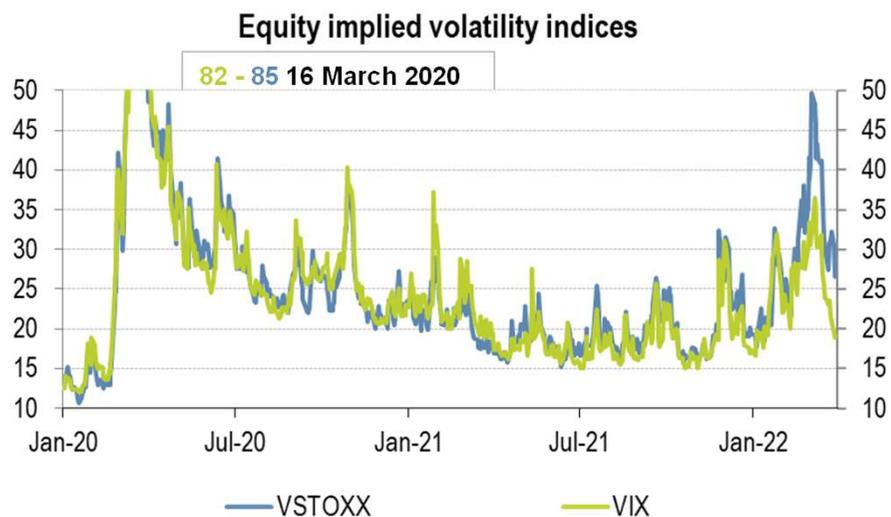


Source: Bloomberg, BNPP AM as at 30/03/2021

Les cours du pétrole ont reflué ces derniers jours. Après avoir clôturé le 8 mars à son plus haut niveau depuis juillet 2008 à 128 dollars, le baril de Brent est repassé sous 100 dollars le 15 avant de repartir à la hausse.

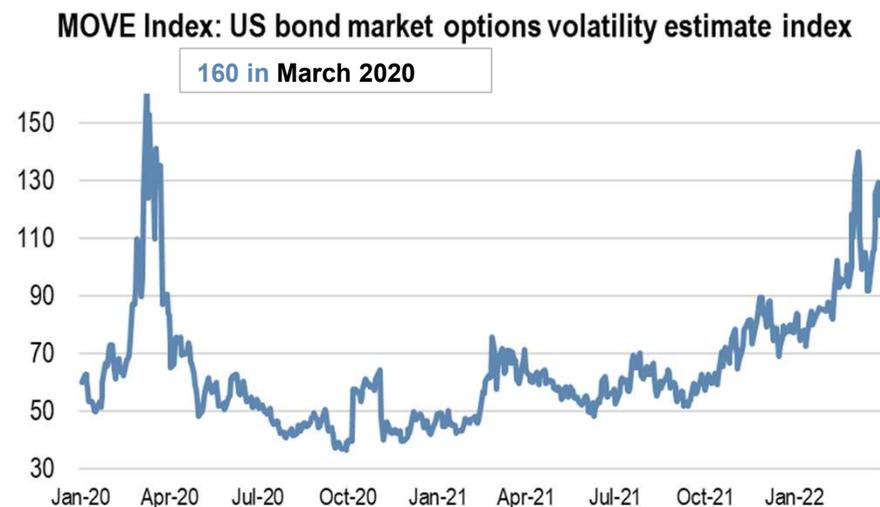
Hausse de la volatilité sur les marchés financiers

Volatilité implicite sur les actions



Source: Bloomberg, BNPP AM

Volatilité implicite des titres du Trésor américain

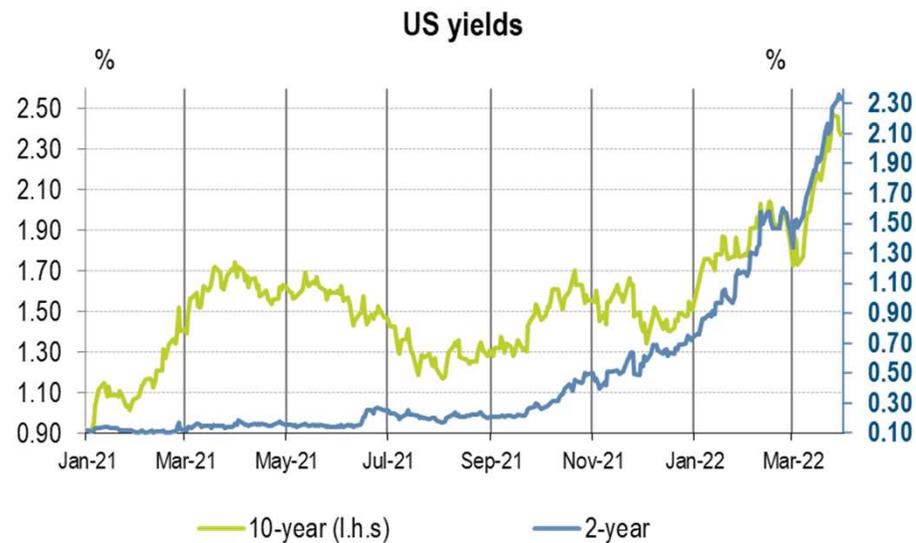


Source: Bloomberg, BNPP AM

Variations des obligations gouvernementales : fuite vers la sécurité d'un côté – politiques monétaires de l'autre. Après quelques hésitations au lendemain de l'offensive en Ukraine, les investisseurs se sont rapidement convaincus que les banques centrales allaient surseoir au resserrement des politiques monétaires, ce qu'elles n'ont absolument pas fait.

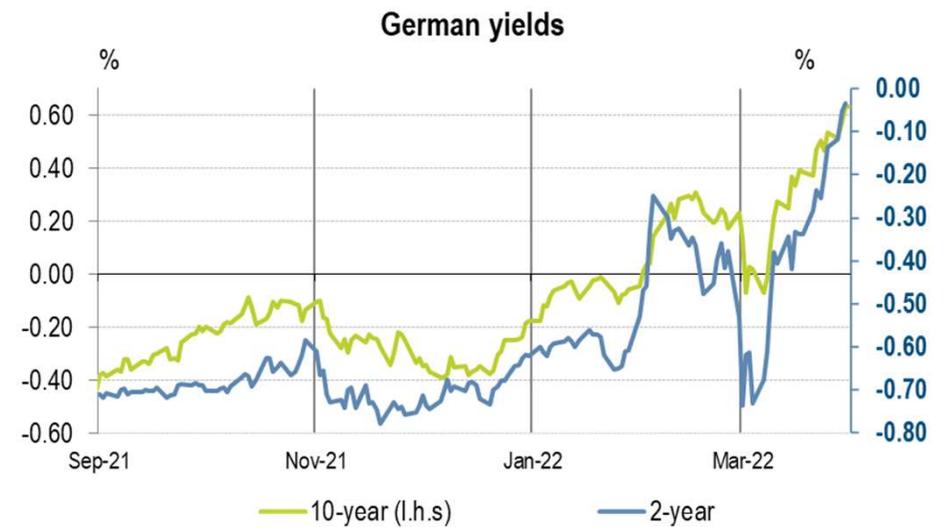
Remontée des taux longs après les discours des banques centrales

Rendements des obligations américaines en %



Source: Bloomberg, BNPP AM

Rendements des obligations allemandes en %

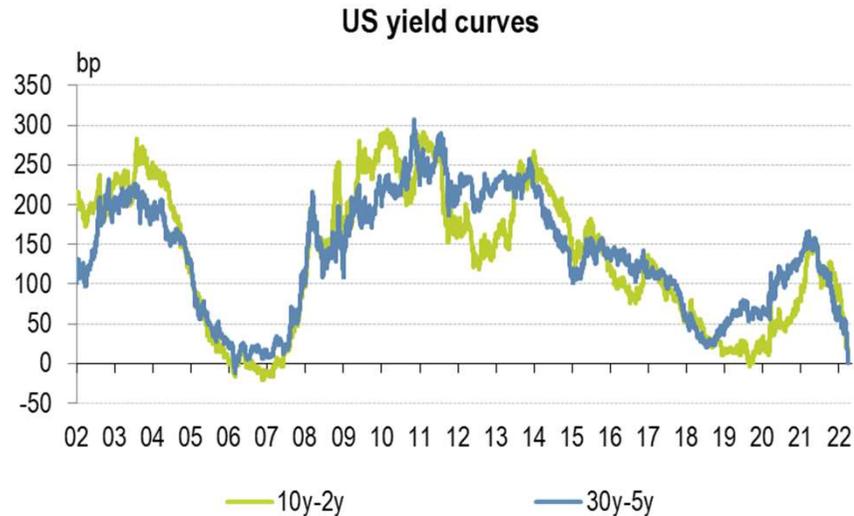


Source: Bloomberg, BNPP AM

Les banques centrales s'occupent de l'inflation! Même la BCE. A la clôture du 16 mars, après l'annonce de la décision de la Fed, le rendement du T-note à 10 ans américain s'est inscrit à 2,18 %, au plus haut depuis juin 2019. Les propos de Jerome Powell le 21 l'ont envoyé au-dessus de 2,30 % et la dégradation s'est poursuivie. Dans la foulée, le rendement du Bund allemand à 10 ans est remonté vers 0,60 %, au plus haut depuis mai 2018.

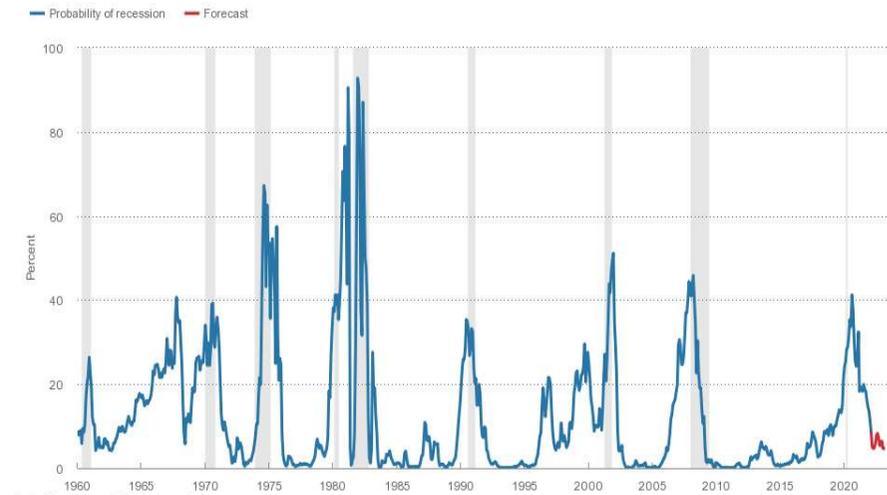
Aplatissement de la courbe des taux aux Etats-Unis

L'écart 30 ans – 5 ans au plus bas depuis mi-2007



Source: Datastream, BNPP AM

Probabilité de récession (sur la base de la courbe des taux)

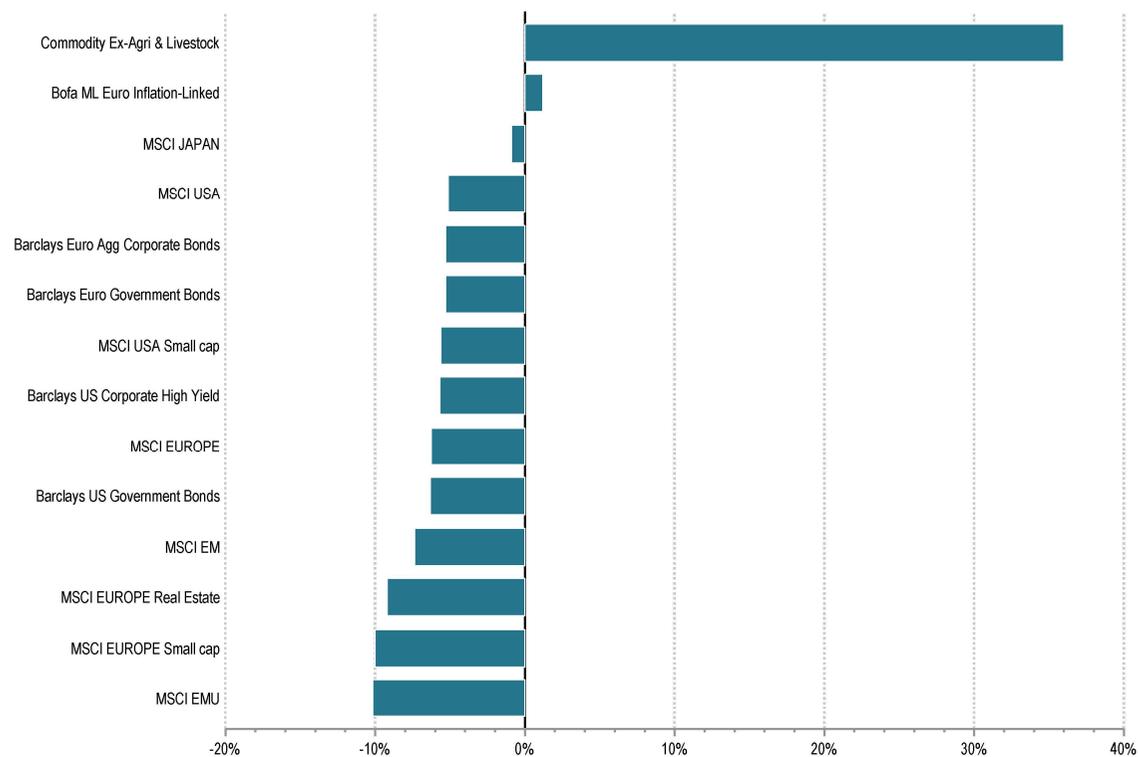


Source: <https://www.clevelandfed.org/en/our-research/indicators-and-data/yield-curve-and-gdp-growth.aspx>

Les commentaires de plusieurs officiels de la Fed laissant envisager une remontée de 50 pb des taux directeurs dès la réunion des 3 et 4 mai ont entraîné une dégradation des obligations gouvernementales avec une nette sous-performance des échéances les plus courtes. Les perspectives d'une inversion de la courbe des taux sont de nature à entretenir les anticipations de l'entrée en récession de l'économie américaine.

Performances totales en 2022 (au 25/03/2022)

Market Overview (local currency)



Source: Refinitiv Datastream / BNP Paribas Asset Management

THÈMES DU MOIS : LES BANQUES CENTRALES ET L'INFLATION

Effets des annonces de la BCE du 10 mars

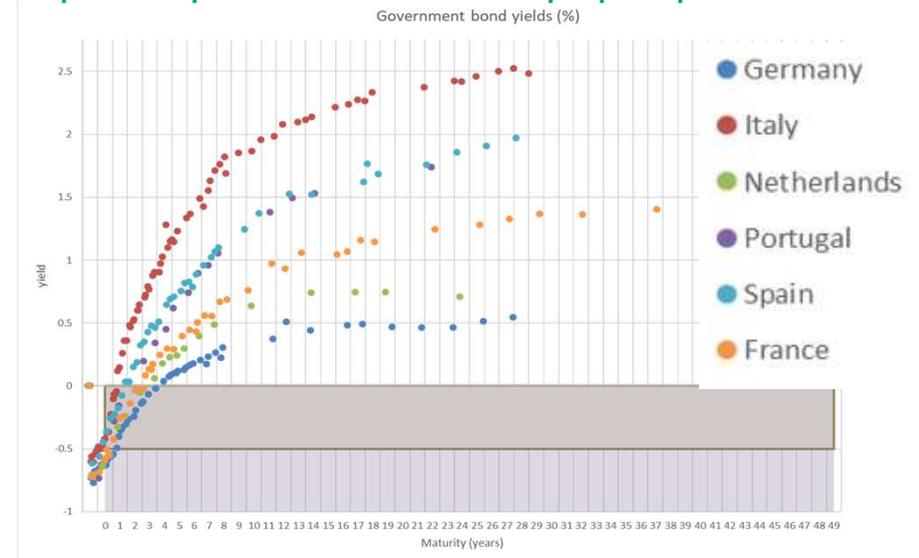
Nouvelles prévisions économiques de la BCE

ECB staff macroeconomic projections

	Q4 2021 (*)	2021	2022	2023	2023
Growth of real GDP	4.6	5.4	3.7	2.8	1.6
<i>December projections **</i>		5.1	4.2	2.9	1.6
Harmonized inflation (HICP)	+5.8 (Feb.)	2.6	5.1	2.1	1.9
<i>December projections **</i>		2.2	3.2	1.8	1.8
HICP ex energy and food	+2.7 (Feb.)	1.5	2.6	1.8	1.9
		1.4	1.9	1.7	1.8

ECB - March 2022, (*) Eurostat actual data (y/y chg), (**) Eurosystem staff macroeconomic projections, BNPP AM

Des pentes importantes sur les marchés périphériques



Source: Global Fixed Income, Bloomberg, BNPP AM as at 16/03/2022

Fin des achats de titres dans le cadre du PEPP (Pandemic emergency purchase programme) fin mars. Elargissement de l'APP (Asset purchase programme) plus limité (+20 milliards d'euros en avril, +10 milliards en mai et retour au rythme actuel de 20 milliards en juin). Fin de l'APP au 3^e trimestre. Première hausse des taux « un peu après » la fin des achats nets de titres. Ces annonces ont conduit les observateurs à anticiper une première hausse des taux directeurs à la fin du 3^e trimestre ou au début du 4^e et à envisager le retour du taux de dépôt à 0 % dès la fin de 2022. Une des conséquences a été la repentification des courbes de taux sur les échéances courtes.

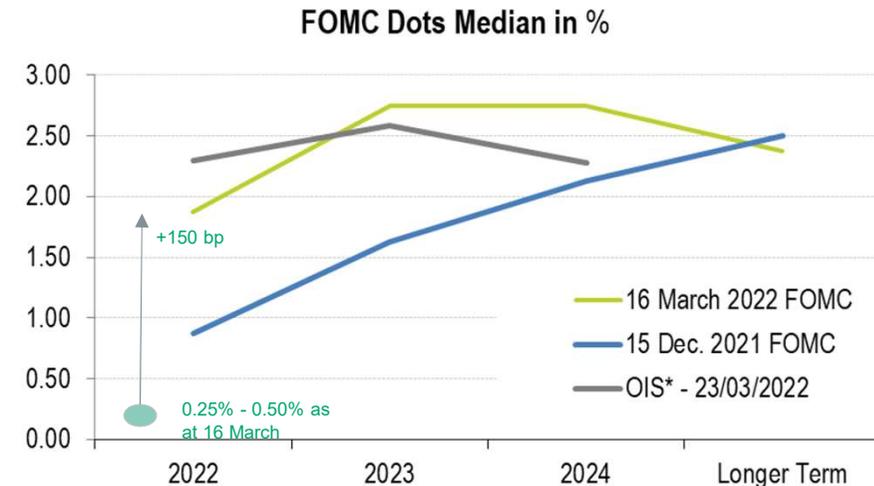
Discours plus 'hawkish' de la Fed

Nouvelles prévisions économiques de la Fed

Variable	Median ¹			
	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.1	2.6	2.3	
December projection	2.7	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5

Source : Federal Reserve, 16 March 2022

La Fed prévoit désormais l'objectif des fonds fédéraux à 1,75 – 2,00 % fin 2022 et ira sans doute au-dessus



*OIS: overnight indexed swap

Source: Bloomberg, BNPP AM as of 23/03/2022

Face aux pressions inflationnistes, qui ne sont pas exclusivement dues à la remontée des coûts de l'énergie, la Fed a décidé d'entamer un cycle de resserrement de la politique monétaire, dont le rythme pourrait être accéléré comme l'a précisé Jerome Powell. Par ailleurs, les propos du Président de la Fed laissent envisager que la réduction « passive » de la taille du bilan, c'est-à-dire l'arrêt du réinvestissement du principal des titres arrivant à échéance, pourrait commencer dès la prochaine réunion de politique monétaire.

Evolution des prévisions

Prévisions des économistes

Median Forecast (%)	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24
Federal Funds Target Range - Upper Limit	0.50	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25	2.25	2.38
US T-note 10-year yield	1.90	2.05	2.20	2.25	2.35	2.40	2.50	2.60	2.67	2.75
Implied Forward Yield	2.4	2.46	2.49	2.52	2.53	2.54	2.54	2.53	2.52	2.52
ECB Deposit rate	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.00	0.13	0.25	0.50	0.75
German Bund 10-year yield	0.10	0.18	0.30	0.40	0.50	0.70	0.68	0.75	1.00	1.03
Implied Forward Yield	0.51	0.54	0.58	0.6	0.63	0.65	0.66	0.67	0.68	0.68

Source: Bloomberg consensus, BNPP AM as at 23/03/2022

Prévisions des marchés



Source: Bloomberg, BNPP AM

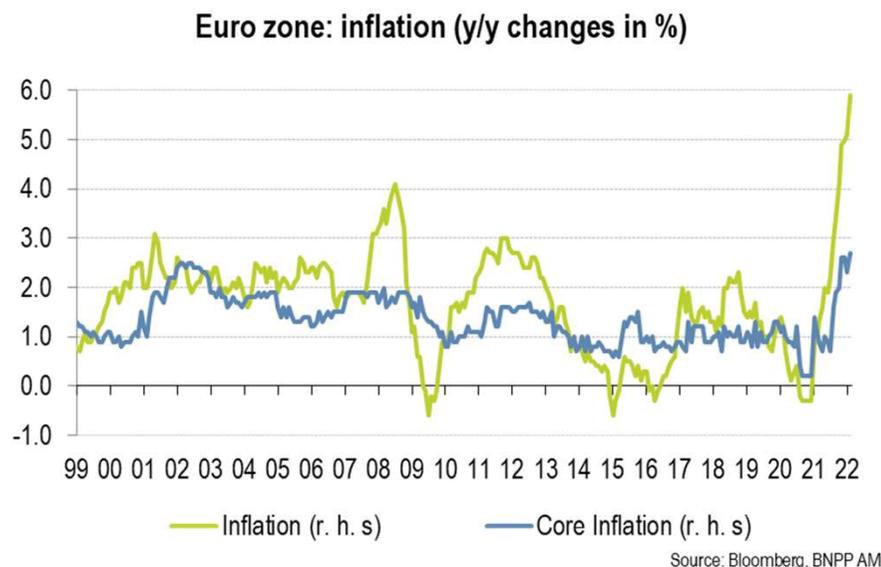
Le discours de la Fed est de plus en plus *hawkish* depuis le 16 mars.

Jerome Powell (21/03) : « Il est évident qu'il est nécessaire d'agir rapidement pour ramener la stratégie de la politique monétaire à un niveau plus neutre, puis de passer à des niveaux plus restrictifs si nécessaire afin de rétablir la stabilité des prix. La Fed n'hésitera pas à relever ses taux d'intérêt de plus de 25 pb si nécessaire. »

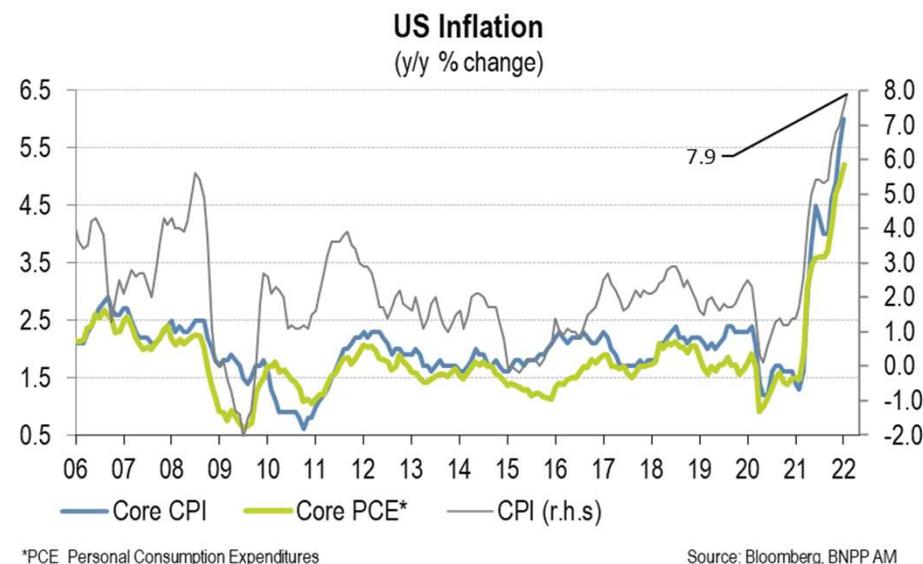
James Bullard (18/03) s'est déclaré favorable à des hausses de 50 pb lors de cinq réunions (sur six) d'ici la fin de l'année.

Une inflation toujours élevée et supérieure aux attentes

Zone euro : Inflation totale à 5,9 % en février



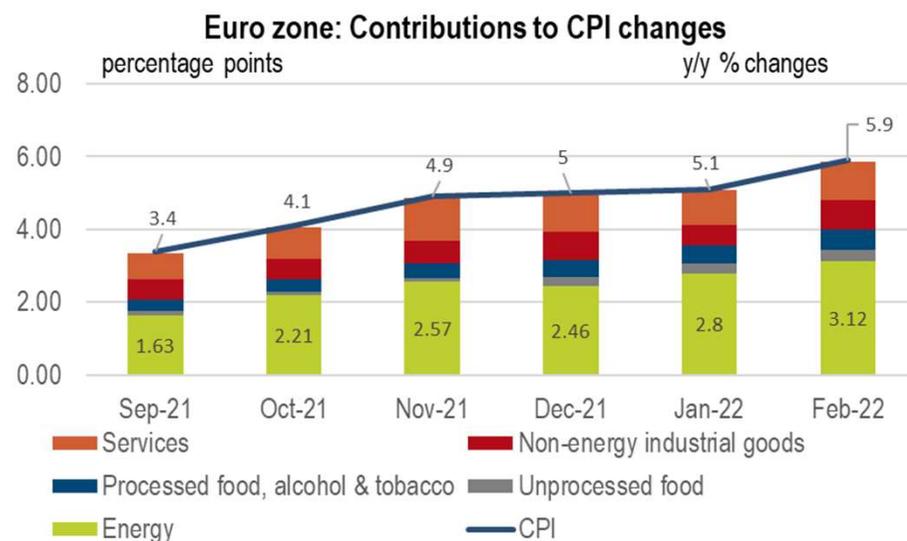
Etats-Unis: 'core PCE' à 5,2 % en janvier



Un des effets économiques de la crise ukrainienne à court terme : une nouvelle hausse de l'inflation en lien avec la remontée des cours de l'énergie. L'inflation dans la zone euro est ressortie à 5,9 % en février en glissement annuel (après 5,1 % en janvier). Pour le deuxième mois consécutif, le scénario, qui a longtemps été central pour la BCE, d'un reflux des pressions inflationnistes début 2022 est battu en brèche. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente, indice hors alimentaire et énergie, a également accéléré en février pour s'inscrire à 2,7 % après 2,3 % en janvier et 2,6 % fin 2021.

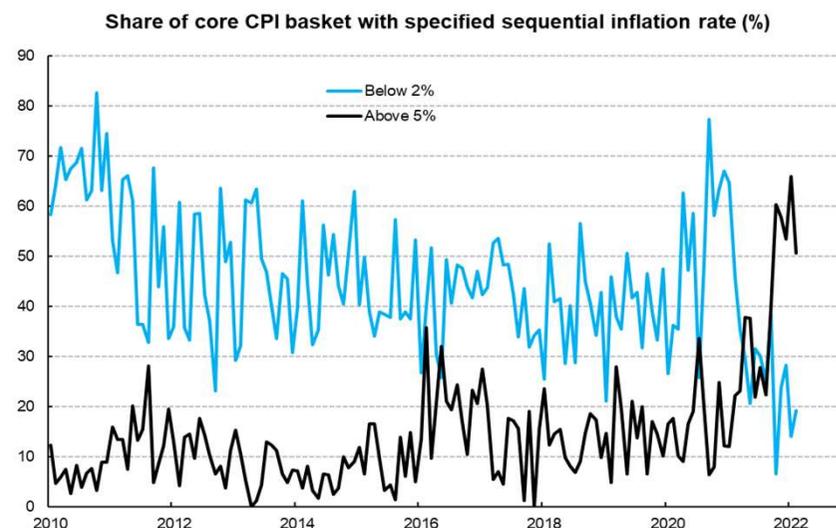
Une inflation plus diffuse

Zone euro : les prix de l'énergie en hausse de 32 % en février



Source: Bloomberg, BNPP AM

Etats-Unis : beaucoup de composantes en hausse de plus de 5 %



Source: Macro Research team, BNPP AM as at 14/03/2022

Même dans la zone euro, la hausse de l'inflation n'est pas uniquement due à l'envolée des coûts de l'énergie. Aux Etats-Unis, de plus en plus de composantes de l'indice des prix, dans tous les secteurs, enregistrent des hausses marquées.

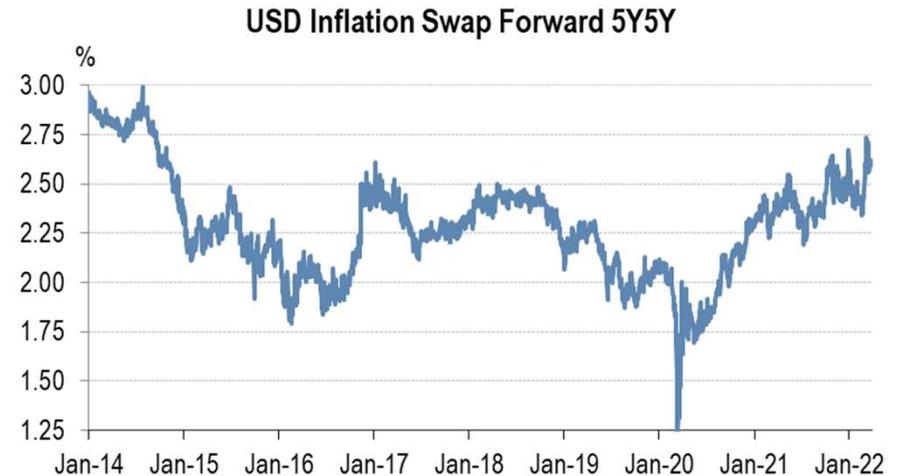
Anticipations inflationnistes dans les marchés

Zone euro



Source: Bloomberg, BNPP AM

Etats-Unis



Source: Bloomberg, BNPP AM

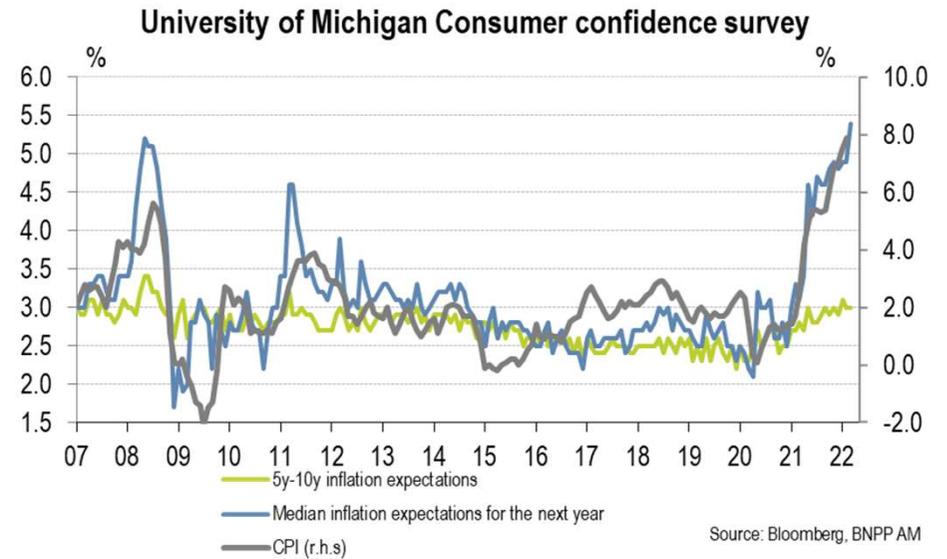
Les officiels de la Banque centrale européenne (BCE) ont eu tendance à rappeler que leur attention se porte désormais sur les éventuelles accélérations salariales et ont souligné l'importance de s'assurer que les anticipations inflationnistes restent ancrées autour de l'objectif de 2 %. Le vice-Président a indiqué dans une interview publiée mi-mars que « les effets de second tour et un éventuel désancrage des anticipations inflationnistes de moyen terme » seraient les facteurs décisifs.

Anticipations inflationnistes dans les enquêtes

Zone euro

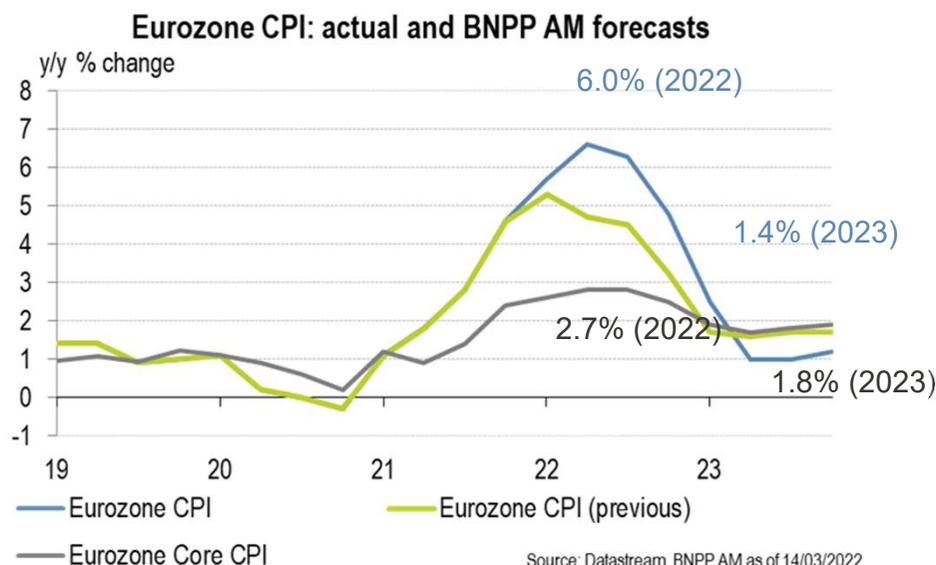


Etats-Unis

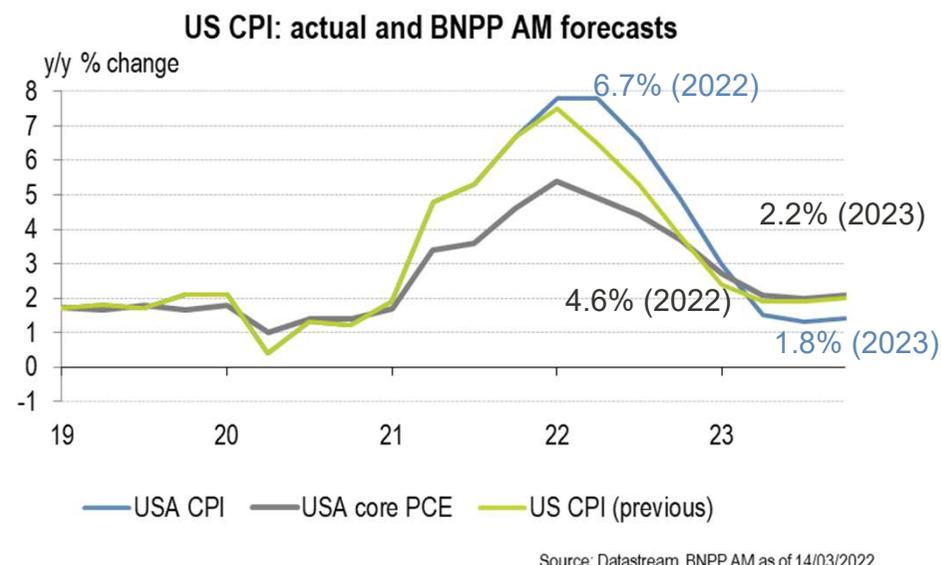


Nos anticipations d'inflation : revues à la hausse

Zone euro



Etats-Unis



Une inflation plus élevée que prévu, et durablement plus élevée. Depuis la réunion du 10 mars, les officiels de la Banque centrale européenne (BCE) ont eu tendance à rappeler que leur attention se porte désormais sur les éventuelles accélérations salariales et ont souligné l'importance de s'assurer que les anticipations inflationnistes restent ancrées autour de l'objectif de 2 %.

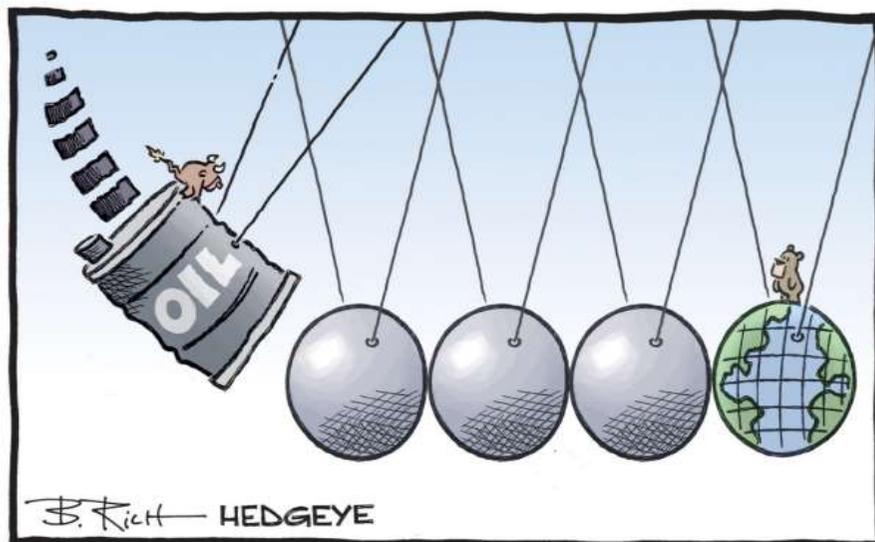
Résumé : manque de visibilité et volatilité

- Un éventuel enlisement du conflit pèserait sur la confiance des ménages et des entreprises et pourrait davantage limiter la croissance mais la progression de l'activité mondiale devrait rester largement supérieure à son rythme moyen observé avant le Grand confinement.
- La situation conjoncturelle ne paraît pas avoir radicalement changé. Un élément vient toutefois accentuer une tendance présente avant cette crise : l'envolée des cours des matières premières (énergie mais aussi produits agricoles) va irrémédiablement entraîner une nouvelle hausse des prix à la production et à la consommation.
- Les banques centrales ont indiqué qu'elles allaient prendre en compte la situation en Ukraine et nuancé leurs discours mais n'abandonnent pas leurs projets de normalisation des politiques monétaires exposés en détail en janvier et février. Bien au contraire, elles ont durci leur discours.
- Les marchés obligataires ont réagi très vivement à ces changements d'anticipation de politique monétaire.

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

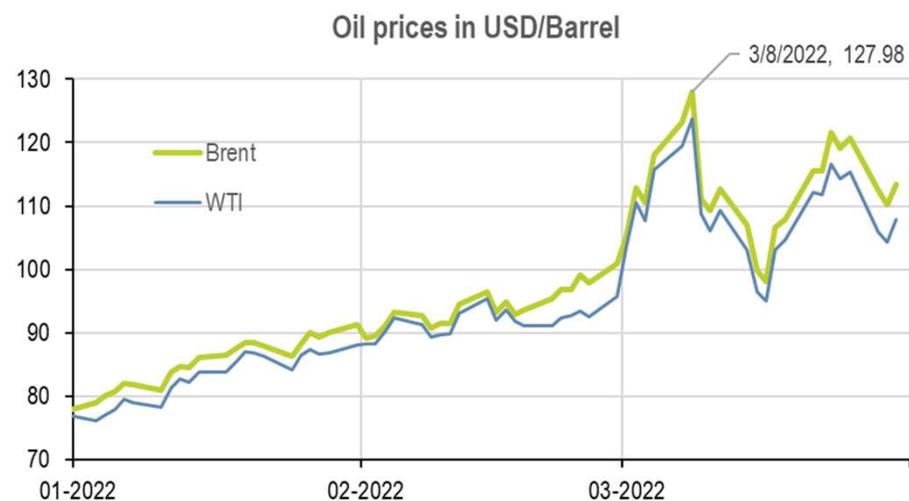
Un choc pétrolier ?

Un choc pétrolier? Entre crise géopolitique et crise sanitaire



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

Une source supplémentaire de volatilité

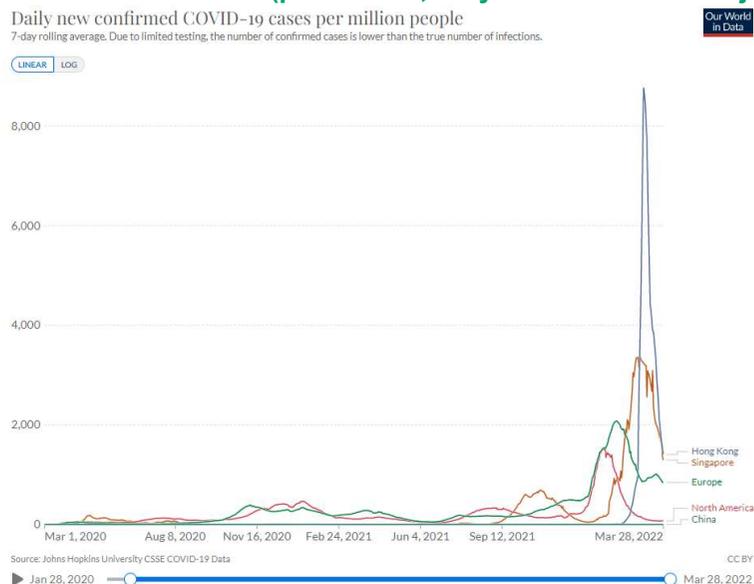


Source: Bloomberg, BNPP AM as at 30/03/2022

La crise russo-ukrainienne accroît sensiblement l'incertitude sur les marchés financiers et l'environnement économique au moment où le monde sortait de la pandémie. Bien sûr, la situation géopolitique reste fluctuante à l'heure actuelle et hautement imprévisible.

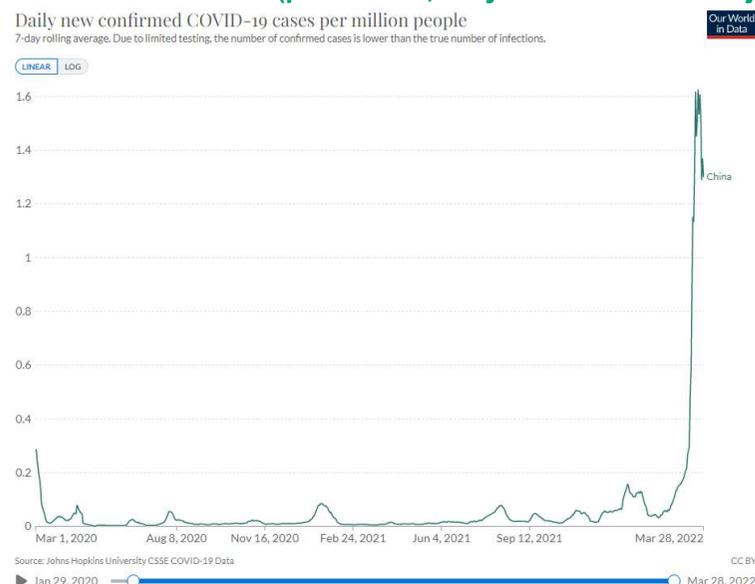
Et si l'épidémie n'était pas finie ? Retour aux confinements en Chine

Nombre de nouveaux cas (par million, moyenne mobile sur 7 jours)



Source: Our World in data as at 28/03/2022

Nombre de nouveaux cas (par million, moyenne mobile sur 7 jours)

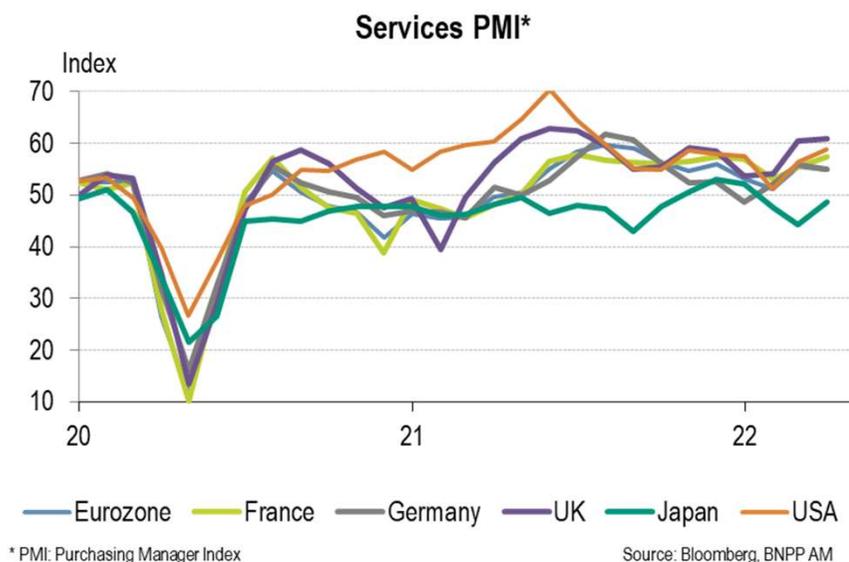


Source: Our World in data as at 28/03/2022

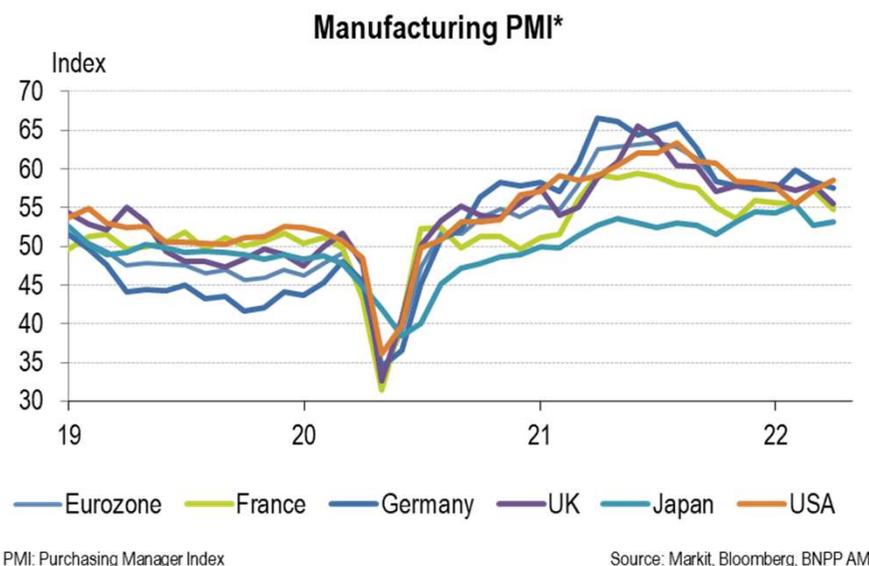
La remontée du nombre de nouveaux cas de contaminations en Chine a entraîné la mise en place de confinements stricts à Shenzhen, ville limitrophe d'Hong Kong, et à Changchun dans le nord-est du pays conformément à la stratégie zéro Covid. Les écoles primaires, les collèges, les lycées et les crèches et les écoles maternelles sont fermées depuis le 12 mars à Shanghai. *Selon le dernier bilan livré par la Commission nationale de la santé (CNS) chinoise, 5154 cas symptomatiques de contamination locale par le coronavirus SARS-CoV-2 ont été recensés mardi 15 mars dans plus d'une dizaine de provinces et de villes chinoises, contre 3507 la veille.*

Dynamique de croissance mondiale : résistance des enquêtes d'activité en mars

Les services se reprennent après le creux Omicron



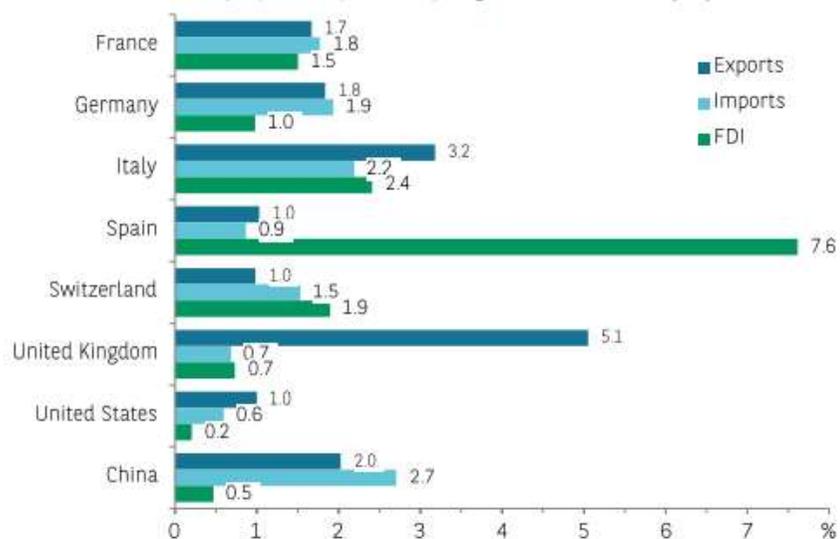
Activité manufacturière affectée par la situation géopolitique



Les premiers résultats des enquêtes auprès des directeurs des achats (PMI) ont révélé une bonne résistance de l'activité en mars grâce à la reprise dans les services après l'assouplissement des mesures sanitaires. Le secteur manufacturier croît à un rythme un peu moins élevé qu'en février en raison des problèmes d'approvisionnement déjà existants et, dans certains cas, aggravés par le conflit en Ukraine. Les prix payés et les prix facturés par les entreprises ont augmenté à des rythmes sans précédents en mars et l'indice des retards de livraisons est au plus haut depuis novembre 2021 dans la zone euro.

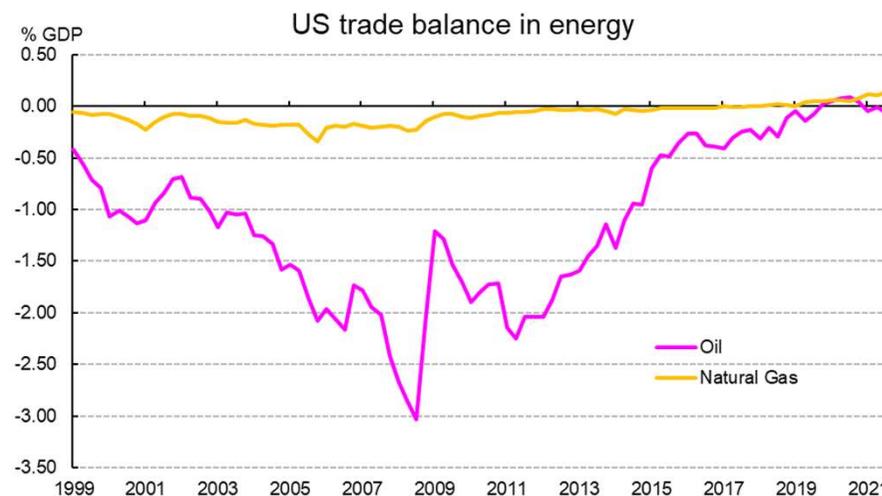
Canaux de transmission de la crise ukrainienne sur la croissance mondiale

Part de la Russie dans les exportations, les importations et les IDE*



*IDE: Investissement directs à l'étranger Source: Haver, BNPP AM as at 08/03/2022

La question de l'énergie ne se pose pas de la même façon partout



Source: Macro Research team, BNPP AM as at 07/03/2022

Même si l'exposition directe (mesurée par les exportations) de la zone euro à la Russie et à l'Ukraine) est limitée, elle est très inégale selon les pays, de même que leur dépendance à l'égard des importations de produits énergétiques. De plus, la confiance des agents économiques, qui pensaient enfin retrouver une vie normale après deux ans de pandémie, pourrait être affectée, peut-être durablement.

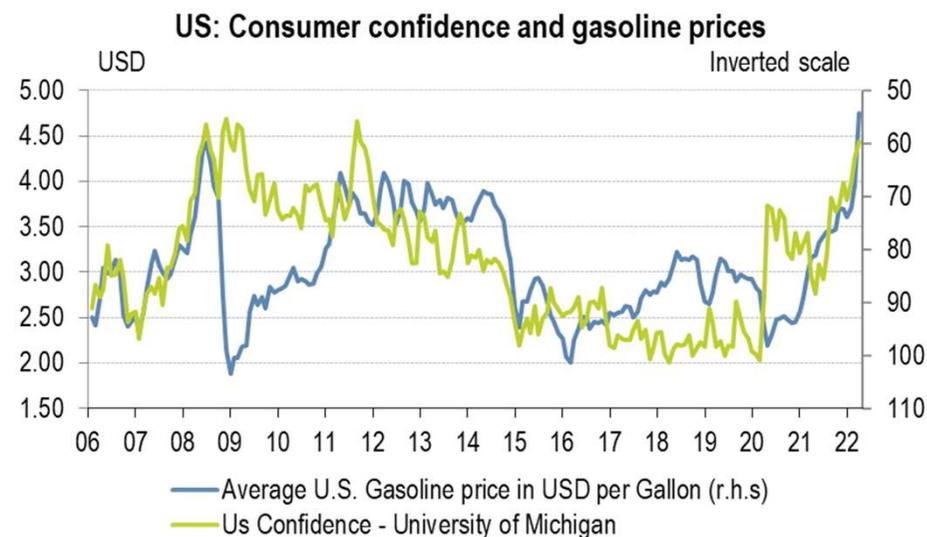
Dégradation de la confiance des consommateurs

Zone euro : brutal recul de la confiance des consommateurs



Source: Bloomberg, BNPP AM

Etats-Unis : un indice sensible au prix de l'essence à la pompe

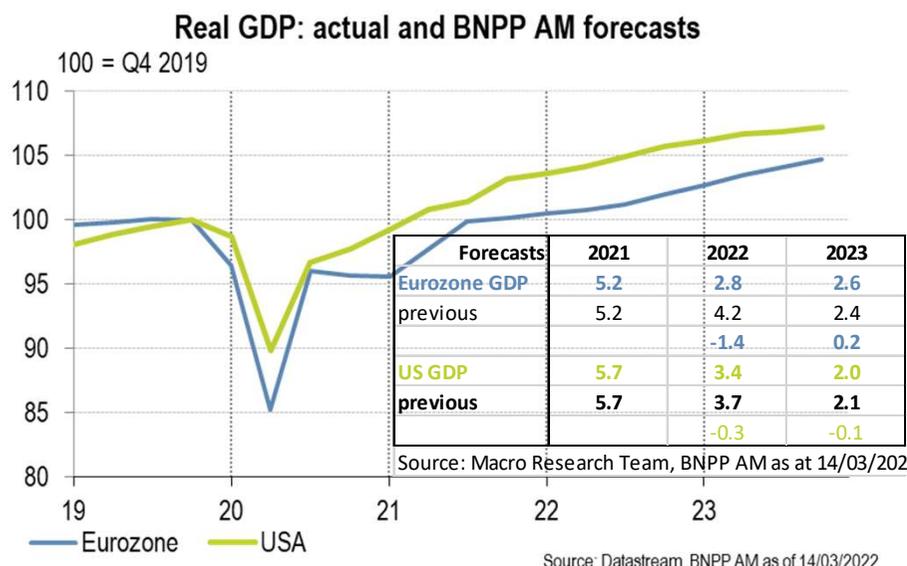


Source: Bloomberg, Markit, BNPP AM

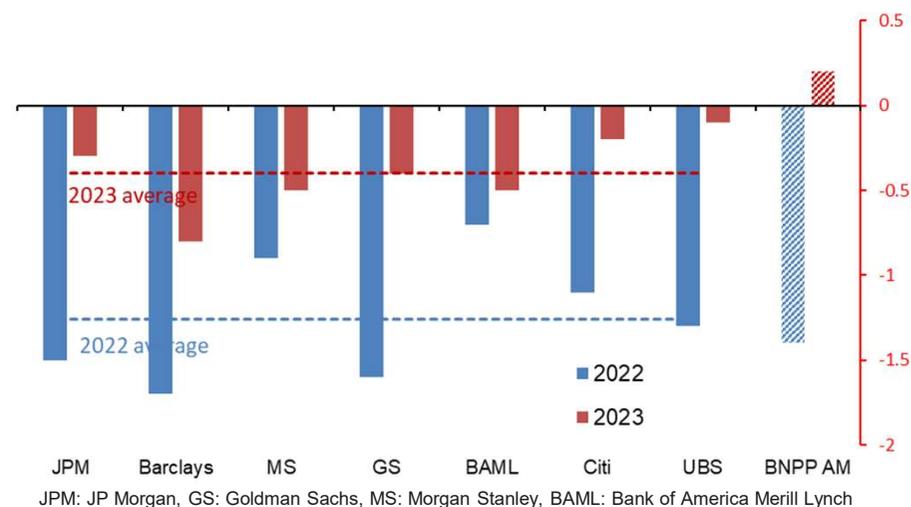
Aux Etats-Unis, la hausse des prix de l'essence commence à peser très nettement sur la confiance des ménages mesurée par l'enquête de l'Université du Michigan. L'indice est tombé à 59,4 en mars, au plus bas depuis septembre 2011. Dans la zone euro, l'indice de confiance a connu un de ses plus forts reculs en mars provoqué par les inquiétudes sur la situation en Ukraine et la flambée des prix.

Nos anticipations de croissance : revues à la baisse

La zone euro est davantage impactée



Révisions à la baisse de la croissance (Impact sur le PIB en pp)



Source: Macro Research team, BNPP AM as at 13/03/2022

Les premières estimations fournies par les grandes banques anglo-saxonnes sont défavorables en matière de croissance et d'inflation dans la zone euro. Nous avons revu à la baisse notre prévision de croissance pour 2022 (désormais à 2,8 % contre 4,2 % auparavant) et considérons que les risques restent baissiers alors que ceux sur l'inflation sont haussiers.

Consensus

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %			Inflation YoY %		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Developed Economies	5.1	3.4	2.4	3.6	5.5	2.5
USA	5.7	3.5	2.3	4.7	6.2	2.6
Canada	4.8	3.9	3.0	3.4	4.5	2.3
Eurozone	5.3	3.3	2.5	2.6	5.3	2.0
Germany	2.9	2.9	2.7	3.2	5.1	2.1
France	7.0	3.5	2.2	2.1	3.8	1.8
Italy	6.6	3.3	2.1	2.0	5.8	1.7
Spain	5.0	5.3	3.5	3.0	5.4	1.9
UK	7.5	4.0	1.8	2.6	6.5	3.0
Switzerland	3.8	2.8	1.8	0.6	1.3	0.7
Japan	1.8	2.4	1.7	-0.3	1.3	0.8
Australia	4.8	4.4	2.9	2.9	3.3	2.5
Developing Economies	6.5	4.6	4.7	2.9	4.7	3.7
China	8.1	5.1	5.2	0.9	2.2	2.2
India (FY)	-6.6	9.1	7.8	5.1	5.4	5.0
South Korea	4.0	3.0	2.6	2.4	3.0	1.7
Taiwan	6.5	3.5	3.0	2.0	2.4	1.5
Argentina	9.7	2.5	2.0	48.5	52.0	45.0
Brazil	4.8	0.5	1.8	8.3	7.6	4.1
Mexico	4.8	2.1	2.1	5.7	5.3	3.8
Russia	4.7	-3.6	1.4	6.7	13.0	6.4
Turkey	11.0	3.3	3.5	19.4	44.8	18.9

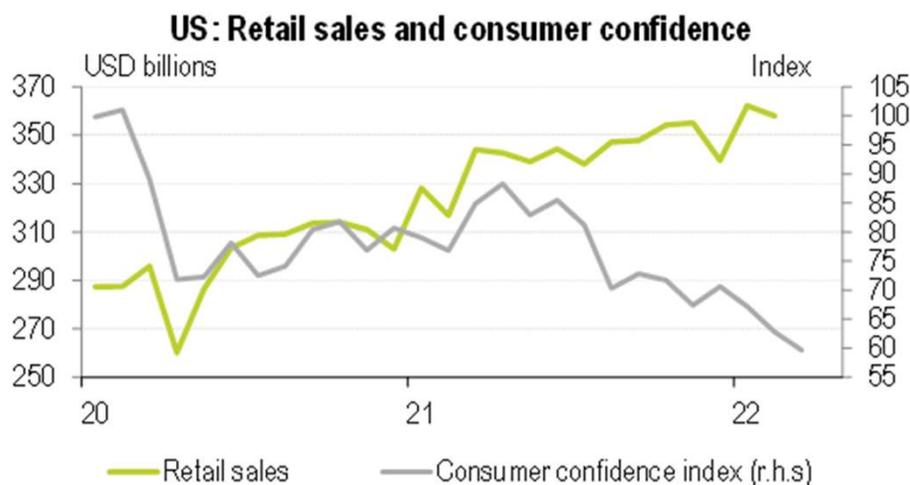
Source: Bloomberg Consensus Forecasts as of 22 March 2022, BNPP AM

ETATS-UNIS :

**CROISSANCE AU-DESSUS DE SON
POTENTIEL**

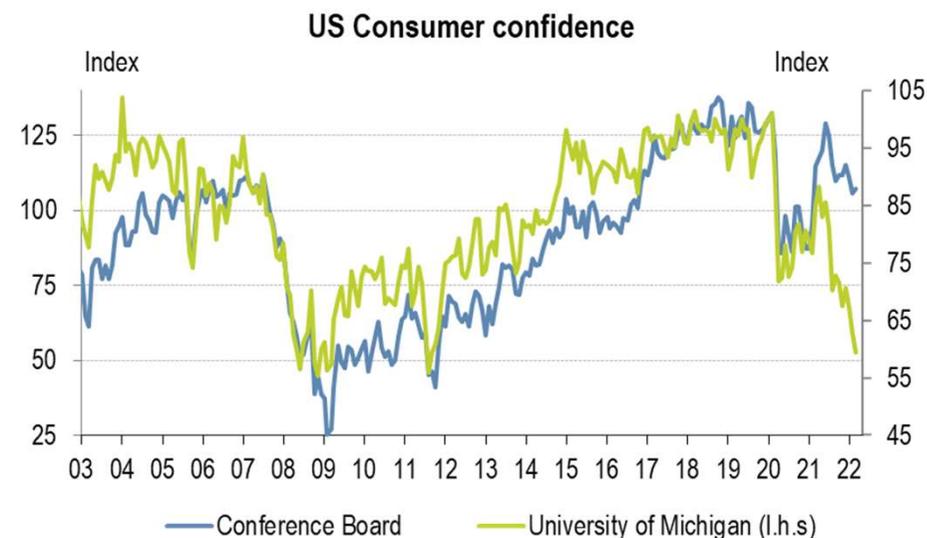
Etats-Unis : solide demande intérieure jusqu'à présent

Rebond des ventes au détail début 2022



Source: Bloomberg, BNPP AM

Enquêtes de confiance des ménages



Source: Bloomberg, BNPP AM

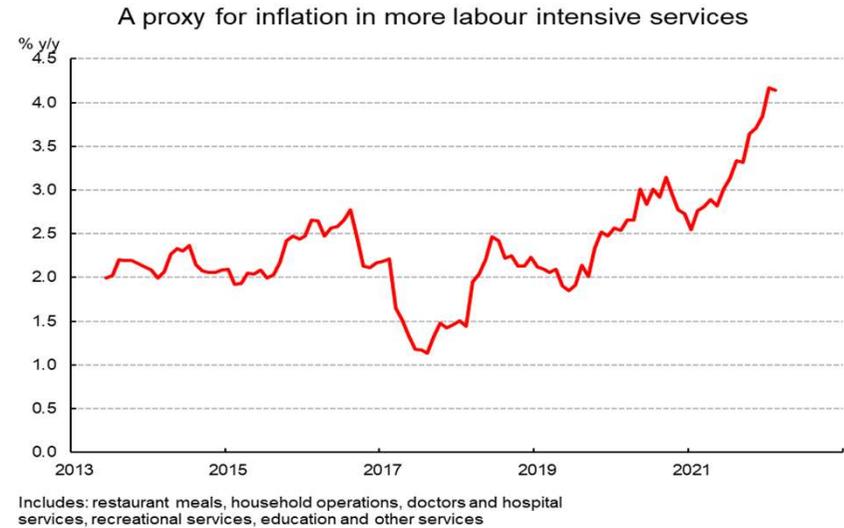
Les ventes au détail en février (+0,3 % se sont révélées conformes aux attentes et, compte tenu de la révision en très nette hausse des chiffres de janvier (+4,9 %), traduisent une solide consommation en ce début d'année. La hausse du coût des carburants a entraîné une augmentation mécanique des achats d'essence en valeur (+5,3 %) mais n'a pas limité les achats dans d'autres catégories. Les dépenses de services (restaurants) ont augmenté de 2,5 % en février.

Etats-Unis : Pressions salariales

Accélération des hausses de salaires



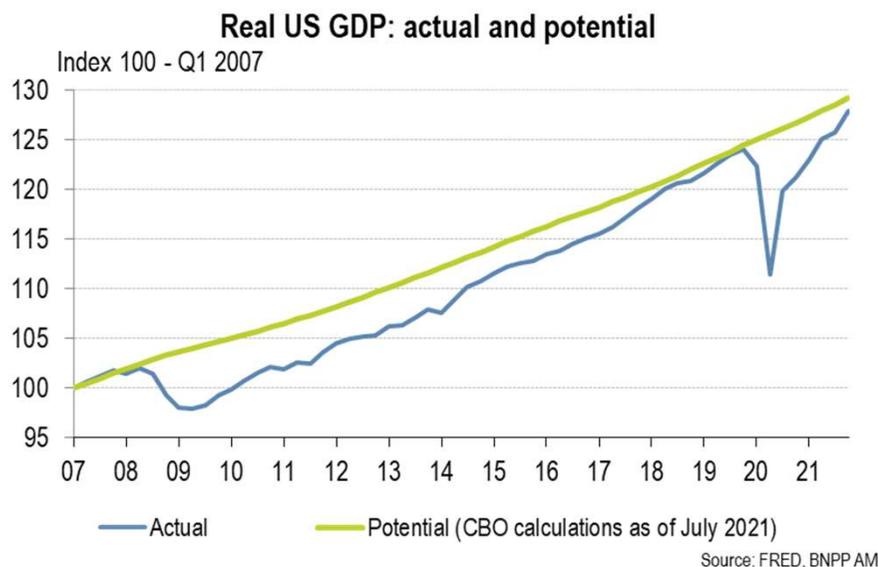
Etats-Unis : les salaires tirent l'inflation à la hausse



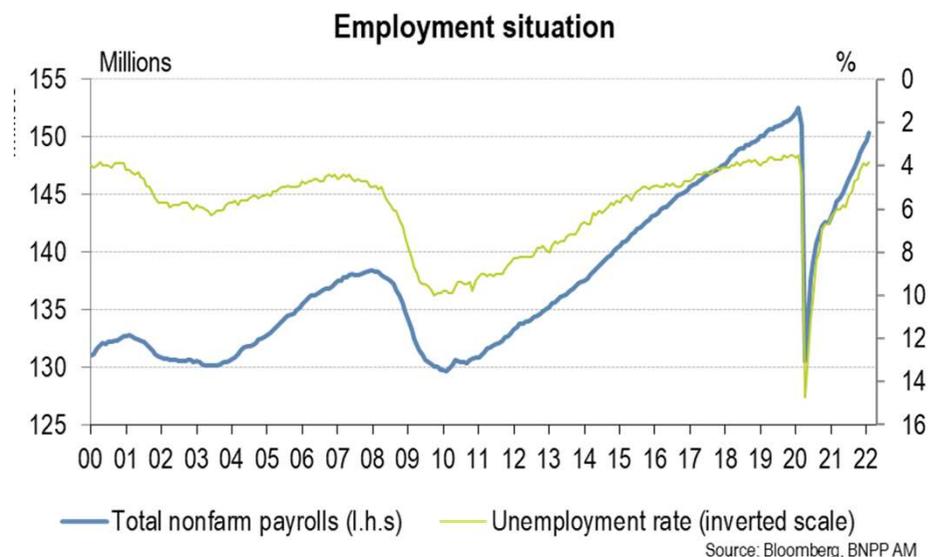
Le coût du travail est orienté à la hausse aux Etats-Unis et semble contribuer à l'accélération de l'inflation, en particulier dans les services.

Etats-Unis : fondamentaux solides

Le PIB est pratiquement revenu à son potentiel fin 2021



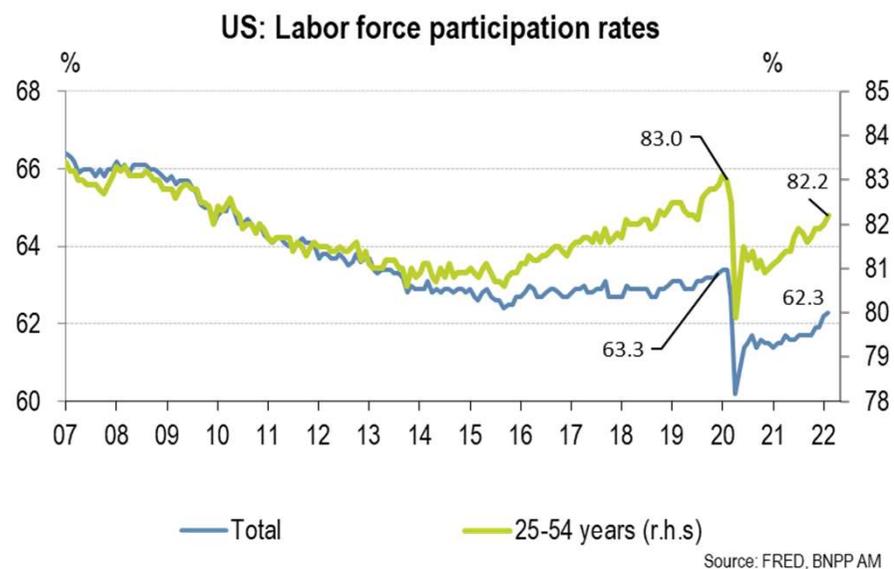
Encore 2 millions d'emplois manquants



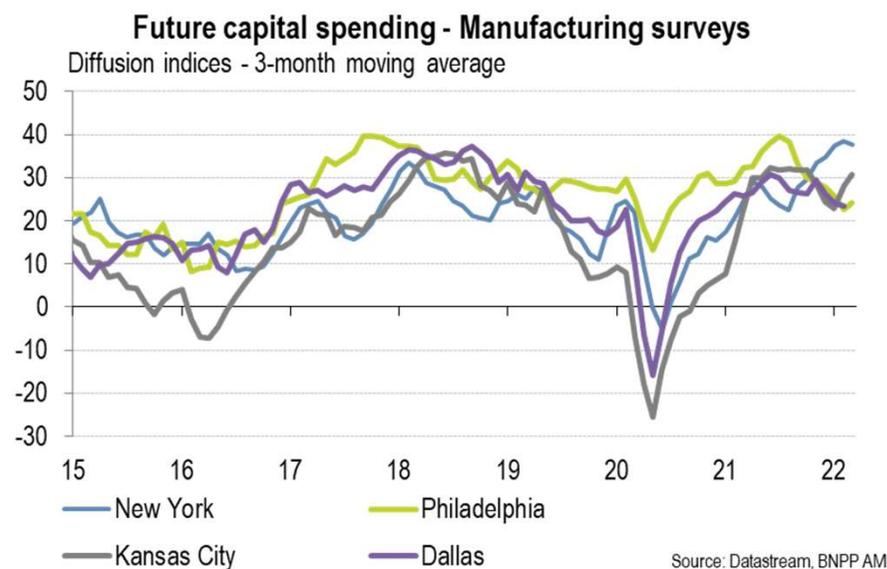
Au cours des six derniers mois, l'économie américaine a créé 580 000 emplois par mois en moyenne. A ce rythme, le niveau d'emploi qui prévalait avant la pandémie pourrait être retrouvé en juin.

Etats-Unis : des facteurs de résistance de la demande interne

Le taux de participation peut encore monter



Les intentions d'investissement restent élevées



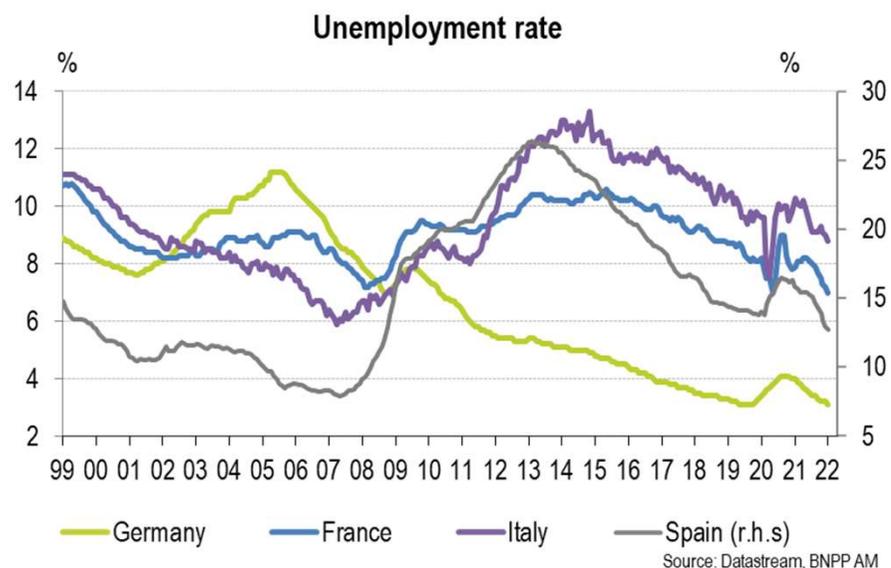
Selon les enquêtes menées en mars auprès des entreprises du secteur manufacturier, les intentions d'investissement sont élevées. Le taux de chômage est passé sous 4 % fin 2021 et la Fed prévoit qu'il s'établira à 3,5 % d'ici la fin de l'année.

ZONE EURO :

LE PREMIER SEMESTRE VA ÊTRE DIFFICILE

Zone euro : un point de départ solide...

Baisse régulière du taux de chômage



Allemagne : l'offre largement inférieure à la demande



Source: Macro Research team, BNPP AM as at 21/03/2022

Le taux de chômage dans la zone euro a continué à baisser pour tomber à 6,8 % en janvier, soit un point bas historique. Au 4^e trimestre 2021, le taux d'emplois vacants s'est établi à 2,8 % dans la zone euro, dépassant largement les récents points hauts établis à la mi-2019.

Zone euro : mais la fébrilité va augmenter à court terme

Allemagne: violente dégradation du climat des affaires



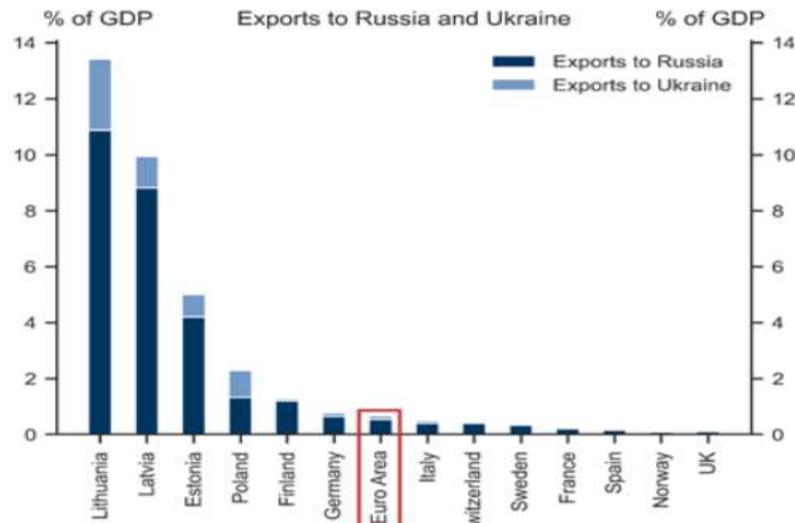
France : les industriels sont un peu moins inquiets



L'enquête IFO sur le climat des affaires en Allemagne s'est nettement dégradée en mars: le recul de la composante reflétant les anticipations a été plus important qu'en mars 2020. Le secteur manufacturier semble devoir être le plus impacté et ces résultats (plus mauvais qu'attendu) font craindre un ralentissement de l'économie allemande. En France, le climat des affaires s'est dégradé mais l'indice reste au-dessus de sa moyenne de long terme (100).

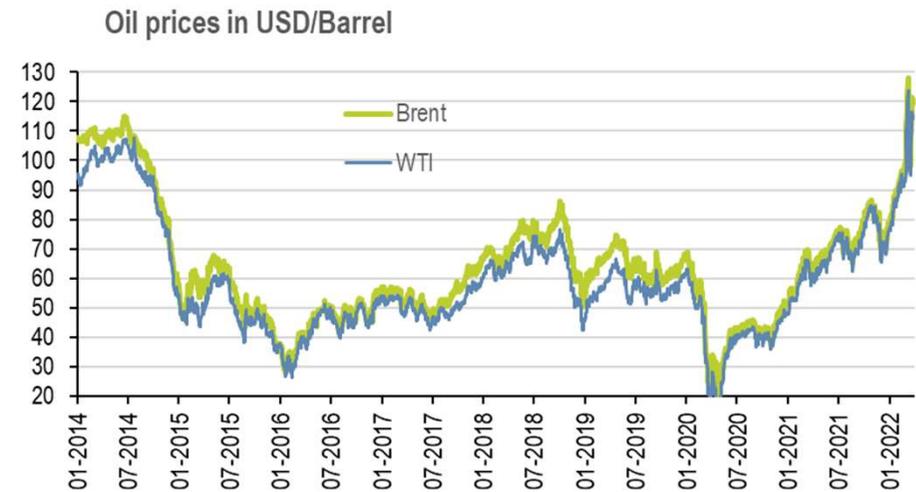
Zone euro : effets possibles sur la croissance de la zone euro

L'exposition directe est limitée



Source: Macro Research team, BNPP AM as at 28/02/2022

Prix de l'énergie

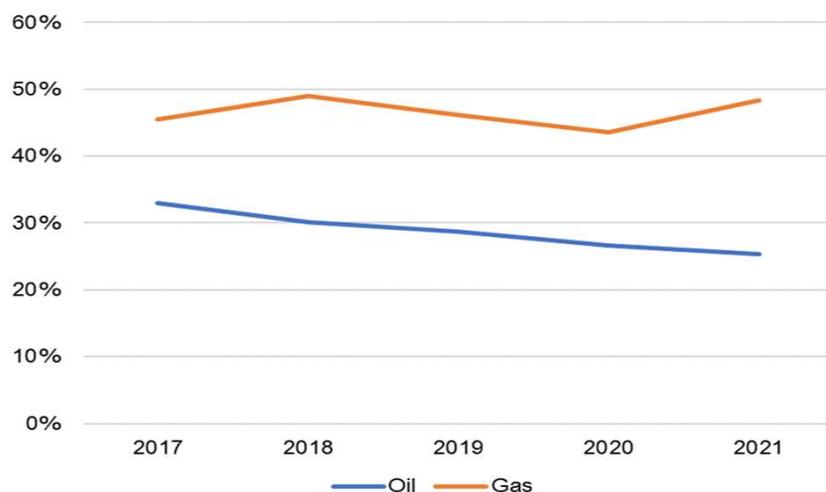


Source: Bloomberg, BNPP AM as at 25/03/2021

Vers une réponse budgétaire commune en Europe pour limiter les effets économiques du conflit sur les économies de l'Union européenne? Poursuite de la suspension des règles budgétaires ?

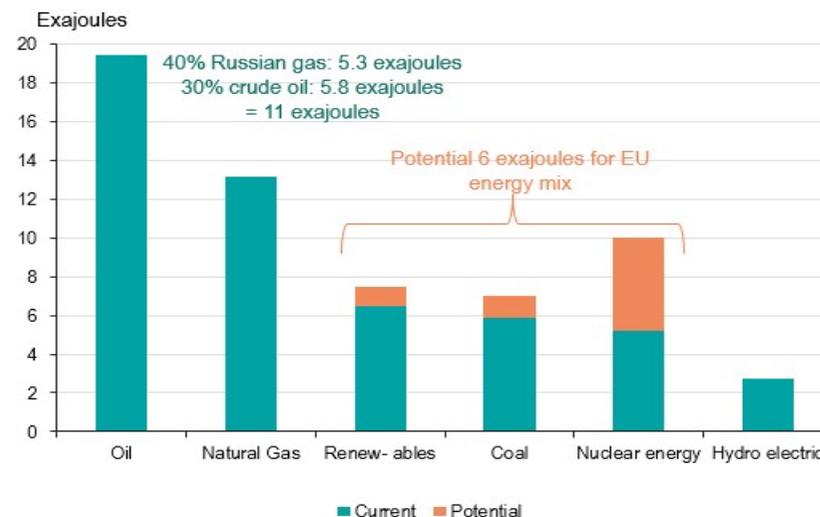
Zone euro : dépendance aux importations de gaz et de pétrole en provenance de Russie

Part des importations de gaz et de pétrole de l'UE en provenance de Russie



*UE: Union Européenne Source: Macro Research team, BNPP AM as at 14/03/2022

Solutions de remplacement (sur la base du mix énergétique de 2020)



Source: Macro Research team, BNPP AM as at 21/03/2022

Les solutions de remplacement envisageables sont des réponses à long terme et ne couvrent pas l'ensemble des besoins qu'entraînerait le gel complet des importations de produits énergétiques en provenance de Russie. Le président du Conseil européen a rappelé que « le 11 mars, nous avons convenu de sortir progressivement, dès que possible, de notre dépendance à l'égard des importations de gaz, de pétrole et de charbon russes » et appelé, avant d'accueillir Joe Biden à Bruxelles le 24 mars, à « prendre des mesures immédiates pour sécuriser notre approvisionnement énergétique pour l'hiver prochain ».

Protection des consommateurs : Whatever it takes? – Quoi qu'il en coûte !

Déclaration de la Présidente von der Leyen lors de la conférence de presse conjointe avec le Premier ministre italien Draghi (7 mars 2022)

AUJOURD'HUI, LES PRIX DE L'ÉNERGIE PÈSENT LOURDEMENT SUR LES CONSOMMATEURS ET SUR LES ENTREPRISES. NOUS EXAMINERONS COMMENT PRÉSERVER L'EFFICACITÉ DE NOTRE MARCHÉ DE L'ÉLECTRICITÉ MALGRÉ LES PRIX ÉLEVÉS DU GAZ, EXACERBÉS PAR LA GUERRE DE POUTINE. IL Y A DEUX ASPECTS À TRAITER DANS CE CONTEXTE: DANS L'IMMÉDIAT, **IL S'AGIT DE PROTÉGER LES CONSOMMATEURS ET LES ENTREPRISES LES PLUS VULNÉRABLES.**

Source: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/statement_22_1602

NOTRE BOUQUET ÉNERGÉTIQUE EST EN PLEINE ÉVOLUTION. AUJOURD'HUI, IL SE COMPOSE D'UNE PART CERTAINE D'ÉNERGIES RENOUVELABLES MAIS LE GAZ, LE PÉTROLE ET LE CHARBON Y OCCUPENT ENCORE UNE PLACE PRÉDOMINANTE.

CELA VA CHANGER. GRÂCE À DES **INVESTISSEMENTS MASSIFS DANS LES ÉNERGIES RENOUVELABLES**, LA PART DE CES ÉNERGIES SERA PLUS IMPORTANTE ET IRA CROISSANT. NOUS ALLONS AUGMENTER MASSIVEMENT LEUR VOLUME DANS LE BOUQUET ÉNERGÉTIQUE ET CELA VA NÉCESSAIREMENT MODIFIER LA STRUCTURE DE NOTRE MARCHÉ.

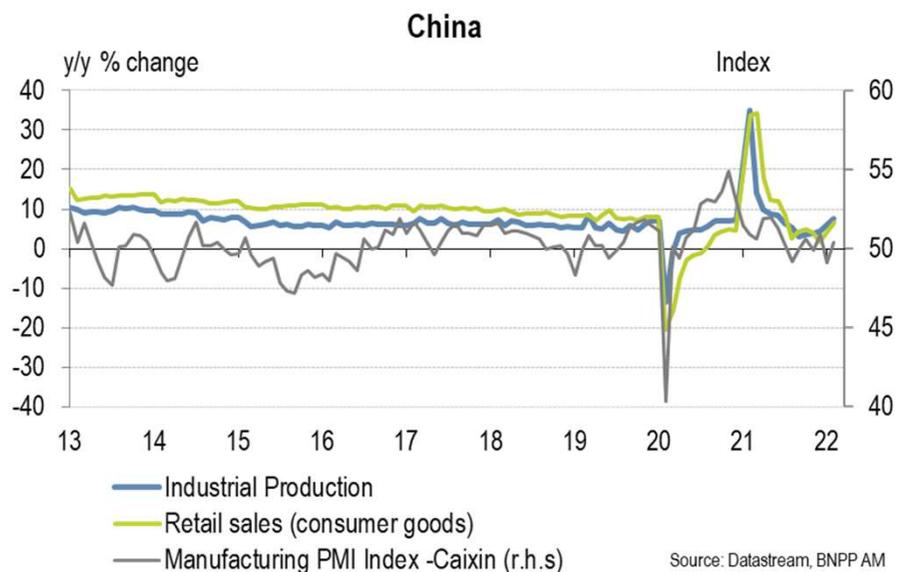
Source: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/statement_22_1602

CHINE :

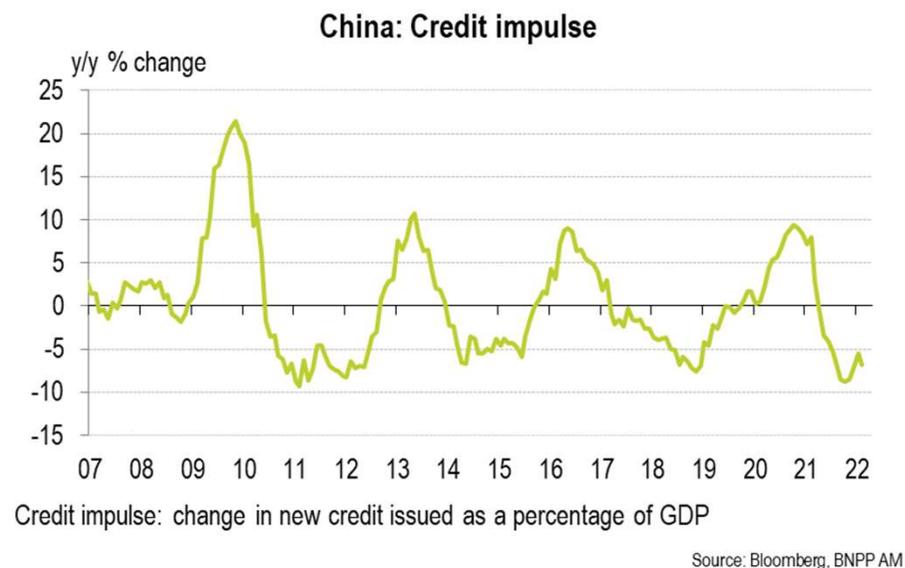
**POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE
« STABILISATION » DE LA CROISSANCE**

Chine : les données objectives ont dépassé les attentes en février

Les premières indications pour 2022 sont favorables



Marges de manœuvre pour des mesures supplémentaires



L'Assemblée nationale populaire a réaffirmé l'objectif de croissance du PIB de 5,5 % en 2022, ce qui implique le recours à des soutiens monétaires et budgétaires pour respecter cet objectif alors que plusieurs défis vont se poser, en premier lieu les conséquences de la stratégie zéro-Covid. L'existence de marges de manœuvre pour un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire et la volonté des pouvoirs publics devraient se traduire par une politique économique volontariste. Le vice-Premier ministre a évoqué le 16 mars le déploiement de politiques favorables au marché.

Chine : nos prévisions de croissance et d'inflation

Retour de la croissance au-dessus de 5 % au second semestre



Source: Bloomberg, Macro Team Research as of 21/03/2022, BNPP AM

L'inflation devrait rester contenue – Risque haussier sur cette prévision



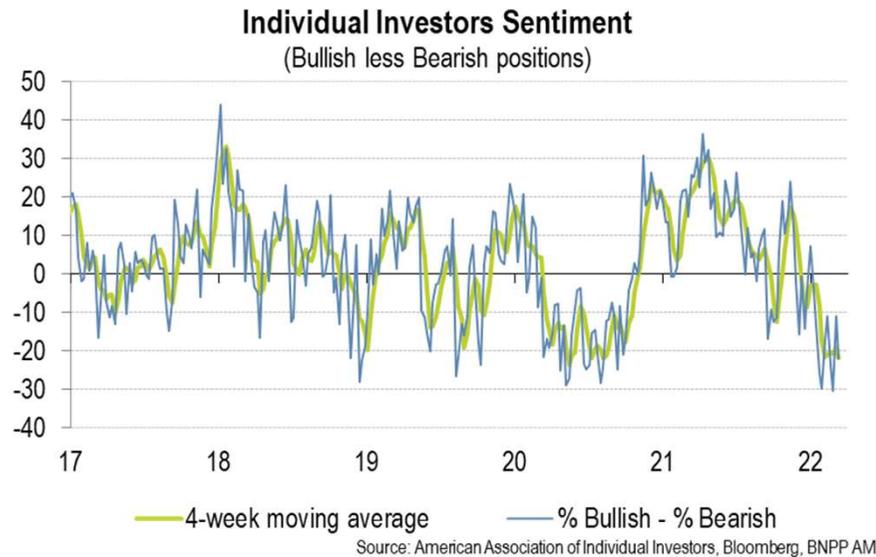
Source: Bloomberg, BNPP AM

Les pressions haussières sur le prix de l'énergie et de certains produits agricoles devraient se traduire par une remontée de l'inflation totale vers 3 % au second semestre. Toutefois, cette évolution ne devrait pas constituer un obstacle à la mise en place d'une politique monétaire plus accommodante dans la mesure où l'inflation sous-jacente restera contenue.

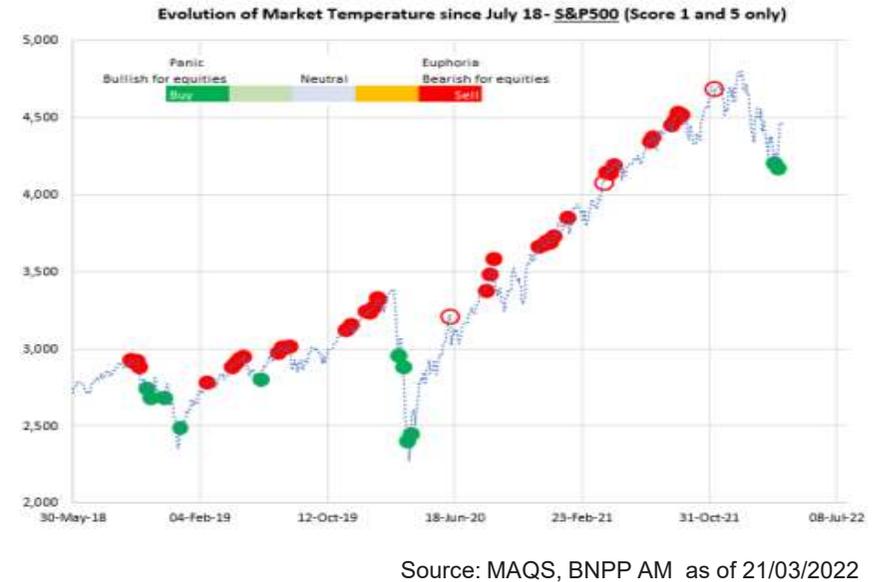
ÉLÉMENTS SUR LES CLASSES D'ACTIFS

Actions : des réactions violentes sur les marchés

Brutale dégradation du sentiment des investisseurs



Notre indicateur de température des marchés



Les configurations observées sur les marchés actions, en particulier en Europe, sont extrêmes. Le positionnement des investisseurs traduit une grande prudence avec des déséquilibres importants qui compliquent l'analyse. La normalisation de certains de ces facteurs est en cours.

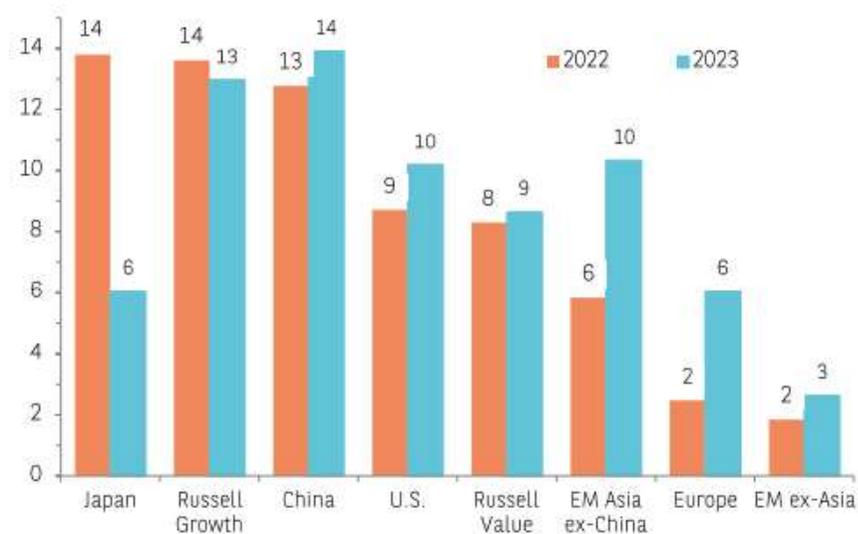
Actions : perspectives bénéficiaires revues... à la hausse (sur l'énergie !)

Variations du consensus sur la croissance des BPA depuis le 18/02

	ACWI	Developed			Emerging		
		US	Europe	Japan	Asia	LatAm	EMEA*
Index	1.1	0.9	0.9	1.7	1.1	4.8	0.9
Ex-Energy & Materials	-0.3	-0.3	-1.0	1.6	1.1	0.5	0.8
Energy	15.1	19.2	11.7	11.0	3.4	13.7	7.9
Materials	3.8	3.2	4.8	1.9	-0.0	7.7	3.8
Industrials	1.3	-0.2	-0.6	7.5	4.1	0.7	4.2
Consumer Discretionary	-1.4	-1.4	-0.3	-1.8	-3.7	-0.7	3.8
Consumer Staples	-0.4	-0.0	-1.1	-3.2	-0.4	0.7	-0.3
Health Care	-0.2	-0.2	-0.3	0.7	-1.0	-1.5	-0.7
Financials	-0.5	-0.4	-1.7	0.2	-0.6	1.2	0.9
Information Technology	0.4	0.3	-0.3	1.3	0.8	0.4	
Communication Services	-1.1	-1.1	-1.7	-0.0	0.2	-0.0	-0.0
Utilities	-0.6	-0.3	-0.7	0.0	-1.3	-2.7	2.3
Real Estate	-1.6	-0.5	-1.0	0.3	-3.9		0.9

Source: Factset, BNPP AM as at 18/03/2022

Les croissances bénéficiaires restent solides



Source: Factset, BNPP AM as at 08/03/2022

Comme pour les révisions de la croissance du PIB, la dégradation à venir des perspectives bénéficiaires les laissera malgré tout sur des rythmes de croissance appréciables, notamment au Japon, aux Etats-Unis et dans les pays émergents, avec bien sûr des divergences importantes entre ces zones. Par ailleurs, les analystes financiers vont continuer à prendre en compte les conséquences de la crise ukrainienne. Il faudra du temps pour avoir une bonne visibilité sur les résultats des entreprises.

Panorama des valorisations actions

Valuation metric z-scores

Market	P/E	P/B	P/S	EV/S	P/CE	PEG	DY	EV/EBITDA
US vs Europe	2.6	3.2	2.0	1.3	1.9	2.2	0.4	1.9
Russell Growth	0.8	2.5	2.0	2.1	1.3	-0.5	1.7	1.6
United States	0.8	1.6	1.8	1.4	1.5	-1.3	1.1	0.6
Russell Value	0.3	1.0	1.9	0.5	0.9	0.2	1.2	0.6
Developed Markets	0.1	1.2	1.9	1.9	1.4	-2.0	0.9	1.3
US Small Cap	-0.3	1.3	1.1	1.7	1.4	-1.6	-0.6	0.4
Europe	-0.3	0.1	0.8	0.4	0.7	-1.6	0.7	-0.5
Japan	-0.9	0.0	0.9	0.8	0.0	-1.1	-1.5	-0.2
Emerging Markets	-1.2	-0.3	0.5	-0.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1

Data as at 13 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.

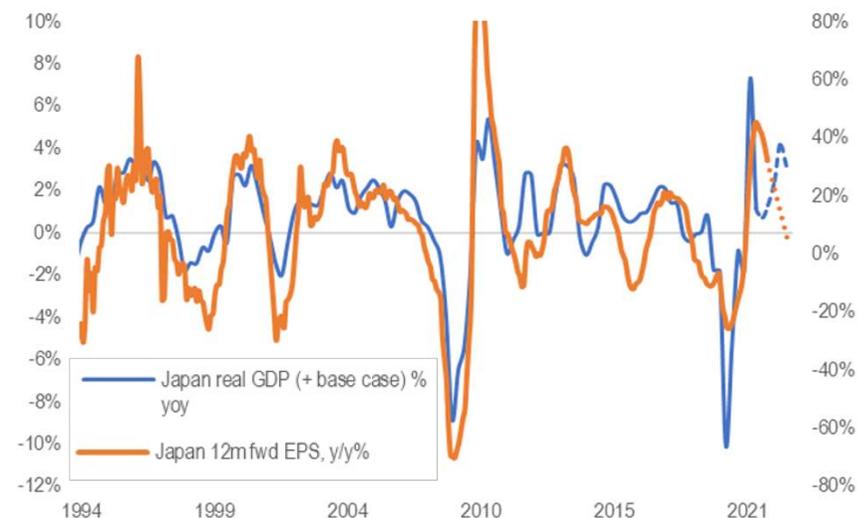
Actions japonaises : un environnement favorable

Le yen est sous-évalué



Source: Datastream, JP Morgan, BNPP AM

Croissance économique et croissance des BPA



Source: Macro Research Team, BNPP AM as of 14/03/2022

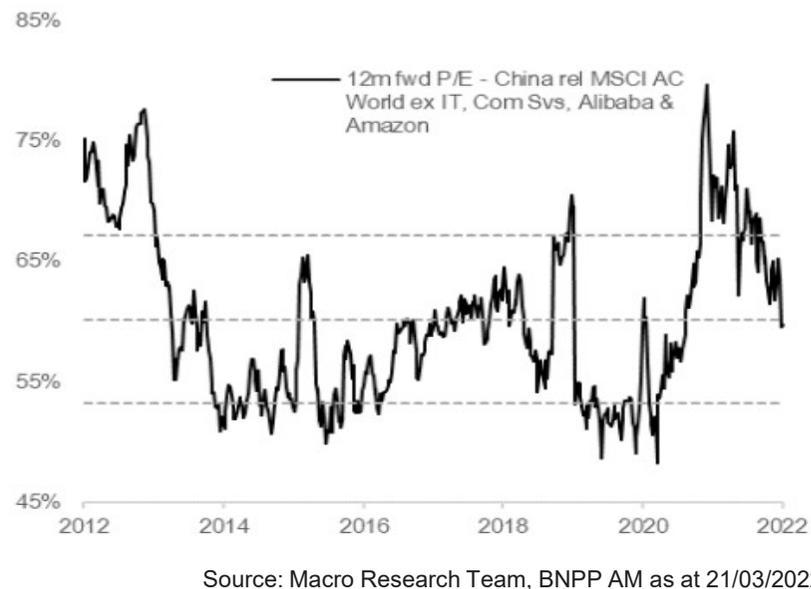
La croissance des bénéfices devrait augmenter malgré la révision à la baisse de la croissance du PIB. L'amélioration des enquêtes auprès des directeurs d'achats en mars a montré que la fin de la vague Omicron et la levée des restrictions devraient profiter à l'activité, en particulier dans les services. Les actions japonaises sont sous-valorisées et les investisseurs non résidents sont très peu exposés au yen.

Actions : opportunité tactique sur le marché chinois

Un marché attractif par rapport aux actions mondiales...



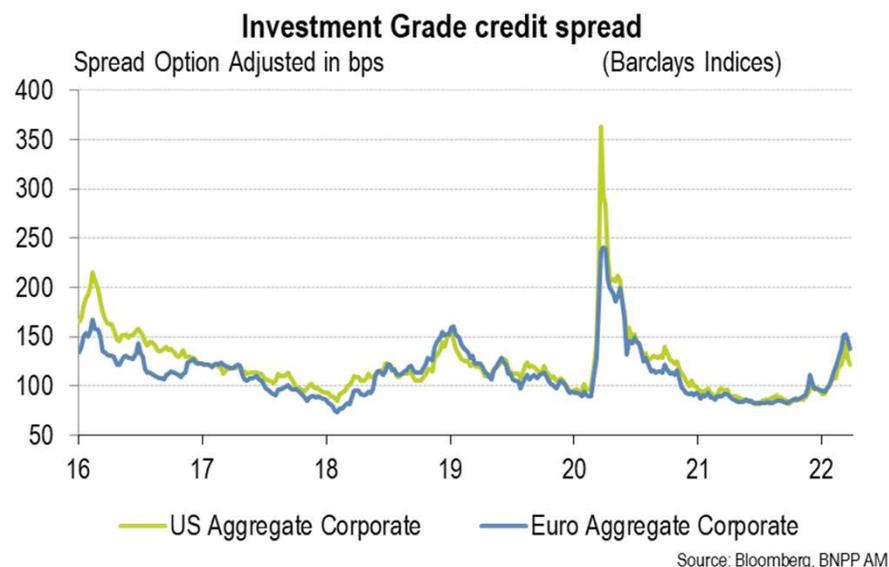
... surtout en raison de la décote des valeurs technologiques



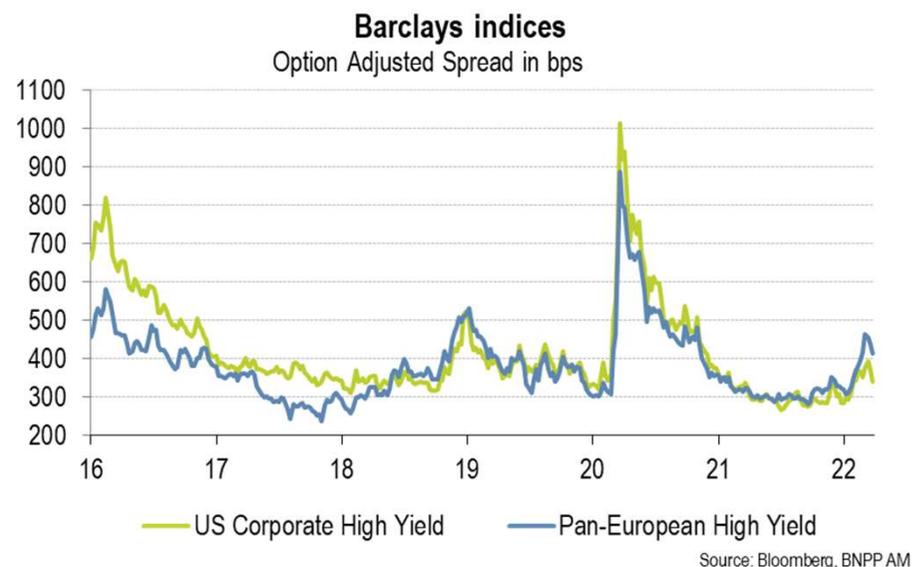
Depuis janvier 2021, les valeurs technologiques chinoises ont fortement baissé, entraînant les indices chinois et expliquant la sous-performance de l'indice MSCI Emerging en 2021. Le 16 mars, les déclarations du vice-Premier ministre Liu He ont rassuré et provoqué un net rebond des indices boursiers : les investisseurs ont décelé la volonté de mettre en place des politiques favorables au marché d'actions et de limiter les réglementations, notamment dans le secteur technologique.

Le marché du crédit a été touché – Ecartement des spreads

Investment Grade (IG) – Crédit de qualité



High Yield (HY) – Crédit à haut rendement

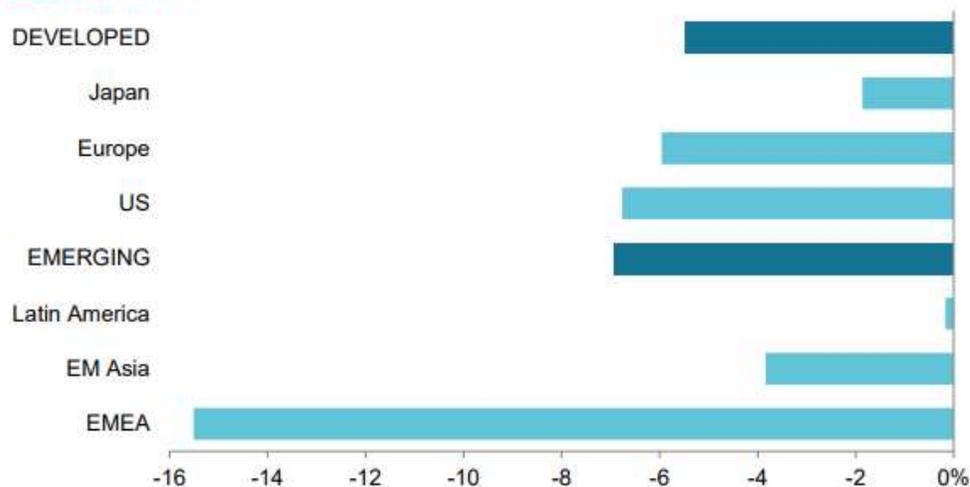


Le marché du crédit, en particulier en Europe, a pâti de la désaffection pour les actifs risqués. Sur le segment des titres de qualité en euros (EU IG), l'écart de taux est remonté à son plus haut niveau depuis la mi-2020. Le marché du crédit en GBP a été pénalisé par les annonces de la Banque d'Angleterre qui a indiqué qu'elle envisage des ventes d'obligations d'entreprise pour réduire la taille de son bilan. Les performances totales en février sont négatives sur tous les segments du crédit pour le deuxième mois consécutif, avec une relative surperformance du marché américain.

Marchés obligataires : Performances négatives depuis le début de l'année

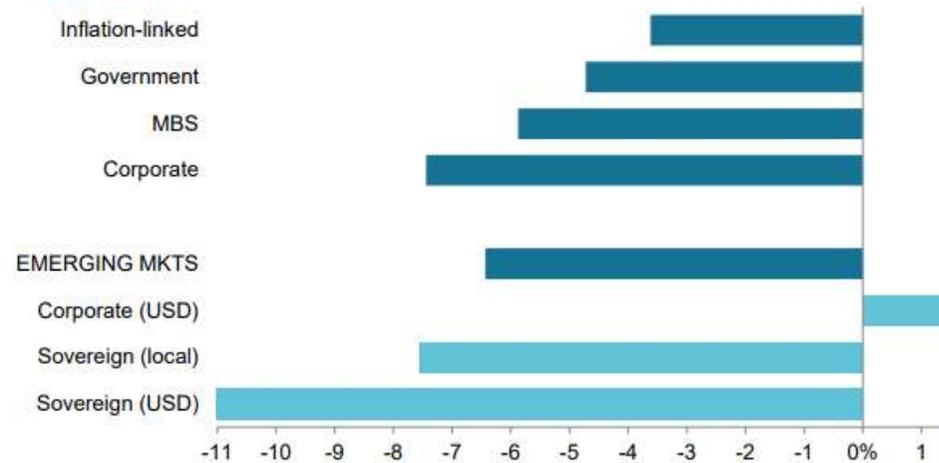
PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE

GEOGRAPHY



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 25/03/2022

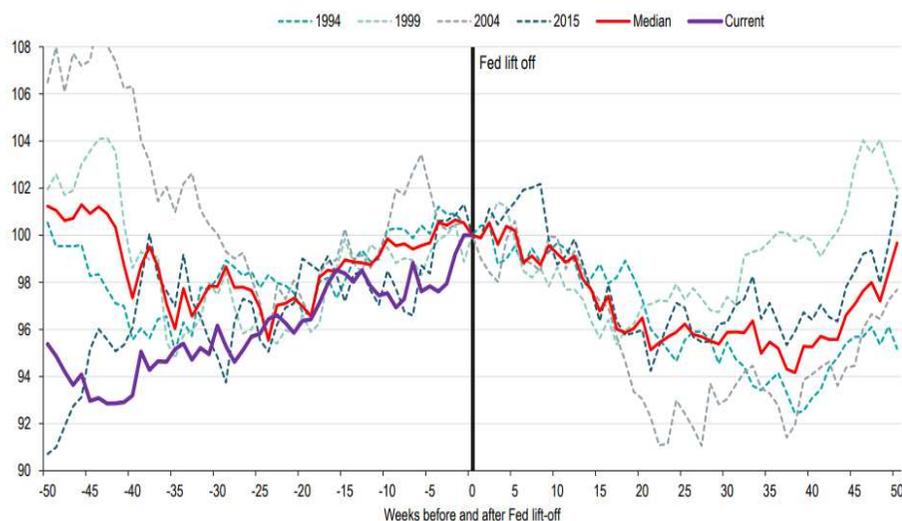
SECTOR



Source: Bloomberg, JP Morgan, BNPP AM, Investment Insights Centre as of 25/03/2022

Devises : le dollar baisse généralement après le début de la hausse des taux de la Fed

Evolution de l'indice du taux de change effectif du dollar



Source: Macro Research team, BNPP AM as at 21/03/2022

L'appréciation du dollar a été rapide depuis juin (+10 % environ)



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

Source: Datastream, BNPP AM

Le thème du resserrement de la politique monétaire de la Fed, qui avait entraîné la hausse du dollar au second semestre 2021, devrait devenir moins décisif. En effet, historiquement, le point haut du dollar est observé au début d'un cycle de remontée des taux directeurs de la Fed. Par ailleurs, les autres grandes banques centrales deviendront elles aussi moins accommodantes en 2022. Enfin, le mouvement observé sur la parité EUR/USD depuis le 23 février est une baisse de l'euro (tombé sous 1,09 dollar le 7 mars). Dans ce contexte, une remontée de la parité autour de 1,15 peut-être envisagée.

Allocation tactique de MAQS* au 23 mars 2022

LA SITUATION RESTE TRÈS IMPRÉVISIBLE ET MOUVANTE À L'HEURE ACTUELLE. LES INVESTISSEURS SEMBLENT FAIRE PREUVE D'UN PEU DE COMPLAISANCE QUANT À UNE RÉOLUTION RAPIDE DU CONFLIT. CETTE APPROCHE NE NOUS PARAÎT PAS DEVOIR GUIDER LES DÉCISIONS D'ALLOCATION D'ACTIFS À COURT TERME.

- Compte tenu de ces incertitudes et d'une tendance des marchés à réagir violemment à de tels événements à court terme, les portefeuilles multi-actifs de BNPP AM ont réduit le risque mercredi 23 février, en abaissant la surexposition aux actions européennes et émergentes pour renforcer le cash dans un mouvement tactique face au risque géopolitique.
- Les marchés obligataires ont réagi très vivement à ces changements d'anticipation de politique monétaire, atteignant ponctuellement des niveaux qui nous paraissent surévalués par rapport aux fondamentaux. En conséquence, le 2 mars, nous avons renforcé l'ampleur de notre sous-exposition aux obligations gouvernementales compte tenu des perspectives de hausse de l'inflation.
- Nous avons profité du net rebond des actions européennes le 9 mars pour revenir à la neutralité par rapport à nos indices de référence.
- Après ces ajustements à la baisse sur les actions et les obligations et des prises de bénéfices sur notre surexposition de longue date sur les matières premières cycliques (le 10/03), nous conservons une surexposition sur les actions japonaises et restons acheteurs de yen face à l'euro.
- Le 23 mars, nous avons remis en place une légère surexposition sur les marchés émergents, plus particulièrement sur la Chine, en ramenant à la neutralité notre position sur les actions américaines. Nous ne souhaitons en effet pas augmenter le risque actions dans nos portefeuilles.

Vues ajustées du risque - MAQS

	Strong Dislike	Dislike	Neutral	Favour	Strongly Favour
Risk Appetite			X		
Asset allocation		Government bonds	Credit Real Estate Cash Commodities	Equities	
Equity regions			US UK Europe ex-UK	Japan GEM	
Equity style/size			EU large cap EU small cap US large cap US small cap		
Sovereign bonds		US Europe	Japan EM local Australia UK Linkers		
Credit			EU IG EU HY US IG US HY EMD		
Commodities			Precious metals	Energy Base metals	
FX			USD, AUD, GBP, EUR EM FX	JPY	

EMD HC: Emerging market debt – Hard currency;
EMD LC: Emerging market debt – Local currency
SC: Small caps
IG: Investment Grade
Hy: High Yield

PRR: Portfolio Return to Risk/ Risk appetite

Ce tableau de bord présente l'allocation d'actifs dans nos portefeuilles et reflète les vues du Comité d'investissement de l'équipe multi-actifs MAQS (Multi Asset, Quantitative and Solutions).

Source: MAQS, BNPP AM au 23/03/2022

Avertissement

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en mars 2022, sauf indication contraire. BNPP AM est la source au 25 mars 2022 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



INVESTORS'

「corner」



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'investisseur durable d'un monde qui change