

# NAVIGUER AVEC LE COURANT

Ce document peut contenir des termes techniques.  
Il n'est donc pas recommandé à des lecteurs non avertis.



PERSPECTIVES  
D'INVESTISSEMENT 2022



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

L'investisseur  
durable d'un  
monde qui change

## SOMMAIRE

---

Lettre aux investisseurs	3
Synthèse	4

### MACRO & MARCHÉS

---

Naviguer avec le courant	6
Actions	8
Obligations	11

### DÉVELOPPEMENT DURABLE

---

Un nouveau modèle macroéconomique est-il nécessaire pour atteindre les objectifs de développement durable ?	16
---	----

### THÈMES D'INVESTISSEMENT

---

L'investissement thématique environnemental devrait connaître une forte croissance en 2022	20
La distanciation ouvre des perspectives encore plus prometteuses aux technologies de rupture	22
Perspectives pour la Chine Un point de vue un peu plus original	26
Financer la croissance économique avec la dette privée	28

## AUTEURS

---



**ROBERT GAMBI**

Global head of investments



**DANIEL MORRIS**

Chief market strategist



**ALEXANDER BERNHARDT**

Global head of sustainability research



**ULRIK FUGMANN**

Co-head environmental strategies group



**EDWARD LEES**

Co-head environmental strategies group



**VINCENT NICHOLS**

Investment specialist



**PAMELA HEGARTY**

Portfolio manager, Disruptive Technology



**CHI LO**

Senior market strategist APAC

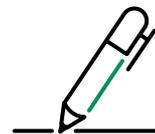


**DAVID BOUCHOCHA**

Head of private debt and real assets

**ROBERT GAMBI**

Global head of investments



## Lettre aux investisseurs

Le moins que l'on puisse dire, c'est que l'année 2021 a réservé son lot de surprises.

Les vaccins étaient censés enrayer la propagation du virus et permettre à l'économie mondiale de repartir de l'avant, mais l'émergence de nouvelles souches de Covid-19 plus contagieuses a retardé ce processus.

Alors que l'inflation devait rester faible en raison des capacités inutilisées dans l'économie, elle s'est révélée supérieure aux prévisions en raison d'une offre insuffisante face à une demande mondiale dynamique, puis d'une flambée des prix de l'énergie.

Et comme toujours, les décisions prises par les responsables politiques et les banques centrales ont fait couler beaucoup d'encre. La conférence de presse de juin de la Réserve fédérale américaine et la multiplication des réglementations dans le cadre de la « prospérité commune » en Chine ont été les deux principaux développements qui ont amené les investisseurs à revoir leurs anticipations.

Les marchés ont dû s'adapter à l'inattendu des changements, que ceux-ci aient eu trait à la pandémie, à l'inflation ou aux politiques économiques.

En début d'année, le *reflation trade* battait son plein. Les rendements obligataires se sont tendus. Les valeurs cycliques et les titres value ont surperformé. Le *reflation trade* s'est cependant essoufflé, puis a fini par s'inverser, paradoxalement au moment où l'inflation commençait à accélérer.

En effet, les taux d'intérêt réels à long terme sont toujours proches de leurs très bas niveaux observés en début d'année, et, avec des taux d'intérêt si modestes, les niveaux élevés des multiples de valorisations des actions n'ont rien de surprenant.

Au-delà de ces tendances cycliques, les marchés restent influencés par l'évolution de thèmes structurels qui reflètent les mutations importantes, persistantes et généralisées de l'activité économique et des comportements sociétaux.

La transition énergétique est sans aucun doute la plus importante de ces tendances, notamment pour la planète, et là-aussi, nous avons eu le droit à une surprise. L'année a débuté avec la promesse de nouvelles politiques volontaristes en matière de changement climatique, mais les valorisations des entreprises vertes ont fini par chuter.

A n'en pas douter, l'année 2022 apportera également son lot de surprises.

La crise climatique va très probablement susciter un intérêt croissant et, espérons-le, le virus finira par disparaître. Toutefois, des incertitudes fondamentales subsistent quant à la trajectoire de l'économie, qu'il s'agisse de l'évolution du cycle, de l'attitude des banques centrales ou des tendances séculaires. En outre, sur les marchés potentiellement moins liquides, la moindre surprise macroéconomique peut entraîner une variation très forte des valorisations.

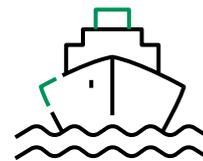
Bien sûr, pour notre industrie, les incertitudes sont sources d'opportunités. Les marchés sont suffisamment efficaces pour anticiper l'issue de certaines tendances. Ce sont d'ailleurs les incertitudes qui permettent aux gérants actifs de créer de la valeur pour leurs clients. Cependant, ces gérants ne peuvent offrir des performances élevées et régulières qu'en menant des recherches novatrices qui sous-tendent des gestions de conviction.

En 2021, nous avons investi pour améliorer notre capacité à générer des performances en renforçant notre culture et nos processus, et ce afin de développer, tester et finalement décliner nos idées d'investissement en positions significatives dans les portefeuilles.

La même approche prévaudra en 2022. Vous ne serez pas surpris d'apprendre que la durabilité est au cœur de ce processus. Pour nous, cela se traduit par un dialogue constructif avec les entreprises pour insuffler de réels changements et investir de manière active.

Nous espérons que vous nous accompagnerez dans cette démarche de financement de la transition vers la neutralité carbone.

## Synthèse



Dans nos Perspectives d'investissement 2022, nous cherchons à aider les investisseurs à naviguer avec le courant alors que l'économie mondiale va se stabiliser lors des prochaines phases de la reprise économique. Nous nous intéressons également aux conséquences potentiellement plus vastes sur les politiques macroéconomiques, l'une des priorités mondiales étant désormais de s'attaquer aux problématiques sociales et économiques révélées par la pandémie.

### UNE REPRISE DURABLE

Nous consacrons une grande partie de nos perspectives aux opportunités qu'offre selon nous la transformation de l'économie verte aux investisseurs.

En tant qu'investisseurs, la crise actuelle nous a rappelé que nos investissements doivent aussi contribuer à une croissance durable sur le long terme. Il est crucial de considérer le long terme car le cycle d'investissement habituel de 3 à 5 ans ne correspond pas à la durée de financement nécessaire pour assurer la transition vers l'hydrogène vert ou contribuer aux innovations requises pour déployer pleinement des solutions de mobilité électronique, développer le capital naturel et construire des infrastructures vertes.

### DES THÈMES D'INVESTISSEMENT POUR LE LONG TERME

Nos thèmes d'investissement pour 2022 confirment notre approche durable - la transition énergétique et la durabilité environnementale - et mettent l'accent sur les tendances à long terme, notamment les innovations dans le domaine médical et les ruptures introduites par les nouvelles technologies.

Nous consacrons une section spéciale à la Chine, qui enregistre la croissance la plus soutenue de tous les grands pays, qui abrite de nombreuses entreprises innovantes et dont le marché justifie de plus en plus une allocation spécifique dans le cadre de portefeuilles diversifiés.

## MACROÉCONOMIE ET MARCHÉS

Nos sections sur la macroéconomie et les marchés abordent les sujets suivants :

- Même si certaines contraintes sur la production subsisteront une bonne partie de l'année 2022, elles finiront par se dissiper, ce qui permettra aux économies de renouer avec leurs taux de croissance tendanciels sans pour autant générer une hausse de l'inflation.
- Compte tenu de l'épargne substantielle qu'ils ont accumulée, les ménages disposent des ressources nécessaires pour consommer (presque) sans compter, ce qui pourrait avoir des conséquences inflationnistes. S'il arrivait toutefois que les séquelles de la pandémie freinent la consommation, les banques centrales et les États devraient alors intervenir pour stimuler la demande.
- Nous pensons que la dynamique de la hausse des salaires va se dissiper à mesure que les employeurs ajusteront leurs processus et investiront pour réduire leur dépendance à l'égard des pénuries de main-d'œuvre. Compte tenu des structures actuelles du marché du travail (pouvoir limité des syndicats, peu de négociations collectives), établir des comparaisons avec les années 1970 est inapproprié.
- Les actions auront du mal à générer des performances supérieures à la moyenne en 2022. Les actions européennes semblent en passe de rattraper leur retard sur leurs homologues américaines. L'une des principales questions sera de déterminer si les titres value peuvent commencer à effacer leur sous-performance de ces dernières années et inverser la tendance. L'écart de valorisation important entre les titres value et les valeurs de croissance ainsi que la perspective d'une hausse des taux d'intérêt leur confèrent un potentiel de hausse.
- Si la persistance de l'inflation devait pousser la Réserve fédérale américaine à relever les taux directeurs à plusieurs reprises en 2022, nous ne prévoyons qu'un cycle court de hausse des taux. L'augmentation des rendements des obligations du Trésor américain à plus long terme sera limitée par des anticipations d'inflation modestes et par la taille du bilan de la Fed. Les rendements réels devraient donc rester bas.



# MACRO & MARCHÉS



**DANIEL MORRIS**  
Chief market strategist

## Naviguer avec le courant



Relancer une économie mondiale en panne s'est avéré un exercice délicat. La récession la plus grave (et la plus abrupte) depuis les années 1920 et les restrictions persistantes liées à la pandémie de Covid-19 ont sensiblement réduit l'offre, alors que les mesures de relance budgétaire et monétaire sans précédent ont stimulé la demande. L'économie mondiale s'efforce désormais de rendre compatible cette demande soutenue avec une offre très limitée. Le redémarrage des chaînes d'approvisionnement, la réaffectation de la main-d'œuvre et le rééquilibrage de l'offre et de la demande, autant de facteurs essentiels qui permettront de déterminer à la fois la croissance économique en 2022 ainsi que la durée et la persistance, ou non, d'une inflation plus élevée.

Grâce aux mesures de soutien des États et des banques centrales depuis le début de la pandémie, l'économie mondiale n'a pas souffert d'une demande insuffisante. La confiance des consommateurs et des entreprises est élevée, les ménages dépensent et les entreprises investissent. Les difficultés de l'économie mondiale découlent des difficultés à répondre à cette demande, soit en raison d'un manque de composants ou de main d'œuvre, soit parce que les produits ne peuvent être acheminés. Certaines des contraintes pesant sur la production perdureront plus longtemps que d'autres (notamment la pénurie de semi-conducteurs), mais elles finiront par se résorber, ce qui permettra aux économies de retrouver leur croissance tendancielle sans hausse de l'inflation.

L'année prochaine, la plupart des grandes économies enregistreront des taux de croissance supérieurs à la moyenne (entre 4 % et 6 % aux États-Unis et en Europe), mais ces taux ralentiront pendant l'année à mesure que l'impact positif du redémarrage de l'activité s'estompera et que les économies rattraperont enfin le terrain perdu en raison des confinements.

## Les conséquences de cet « excès » de demande sur l'inflation dépendront en partie de sa composition

### Composition de la demande

Les conséquences de cet « excès » de demande sur l'inflation dépendront en partie de sa composition. Après les premiers confinements de 2020, la consommation de biens a fortement augmenté en raison des achats de nouveaux téléviseurs ou d'équipements nécessaires au travail à domicile, alors que la consommation de nombreux services était empêchée. Ces achats ont été en partie financés par les aides financières publiques. Malgré la nette augmentation des dépenses, ces aides ont été si élevées que l'épargne accumulée par les ménages a presque doublé par rapport à la période pré-confinement.

La plupart des ménages ayant fait l'acquisition d'autant de téléviseurs ou d'ordinateurs portables que nécessaire, la demande de biens devrait ralentir dans les mois à venir. La consommation de services devrait toutefois prendre le relais, d'autant plus que dans de nombreux secteurs, les dépenses sont encore bien en deçà des niveaux pré-pandémie (par exemple, les spectacles et les événements sportifs).

### Les contraintes du marché du travail

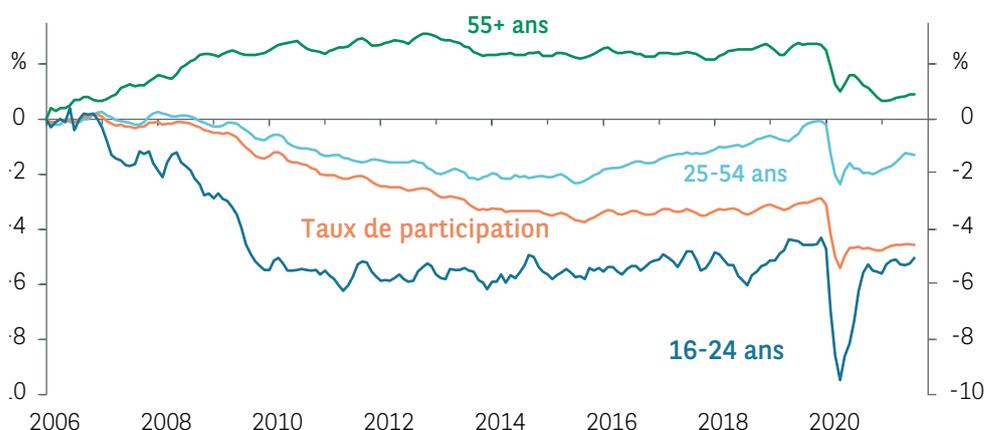
Nous pensons certes que les contraintes pesant sur les chaînes d'approvisionnement et la production finiront par s'estomper, mais les marchés du travail risquent fort de ne pas retrouver leur situation d'avant la pandémie. Une main-d'œuvre plus réduite, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la production, voire des pressions accrues sur les salaires. Les entreprises finiront par substituer le capital au travail et la productivité devrait s'améliorer, mais cela ne se produira pas immédiatement.

## Les marchés du travail risquent fort de ne pas retrouver leur situation d'avant la pandémie

La reprise du marché du travail en Europe devrait néanmoins intervenir plus rapidement et plus facilement qu'aux États-Unis grâce à un recours accru aux programmes de chômage partiel durant la crise. Compte tenu de l'habitude américaine de licencier les employés au début d'une récession, le marché du travail met plus de temps à se rétablir. En effet, les employés ne retrouvent pas simplement leur ancien emploi, mais doivent passer un entretien pour en trouver un nouveau. Toutefois, à long terme, ces pratiques peuvent être bénéfiques pour la croissance économique, car la « nouvelle » configuration du marché du travail peut ainsi mieux s'adapter à la « nouvelle » économie.

De nombreux observateurs ont été déçus par la lenteur de la remontée du taux de participation américain, qui s'est traduite par une offre de travail trop faible par rapport au nombre d'emplois disponibles. Si l'indice global a effectivement peu évolué au cours de l'année écoulée, les variations se révèlent plus marquées selon la classe d'âge. Le taux de participation des travailleurs de la tranche d'âge (24-54 ans) a augmenté assez rapidement, bien qu'il se soit affaibli récemment. En outre, il n'est pas certain que le taux renoue avec son niveau pré-pandémie. Ce n'est que lors des derniers mois précédant la pandémie que le taux de participation dans cette tranche s'est pleinement remis de la crise financière mondiale de 2008/2009 (voir Graphique 1).

**Graphique 1 :** Variation du taux de participation par rapport au niveau antérieur à la crise financière mondiale



Données au 8 novembre 2021. Sources : BLS, BNP Paribas Asset Management.

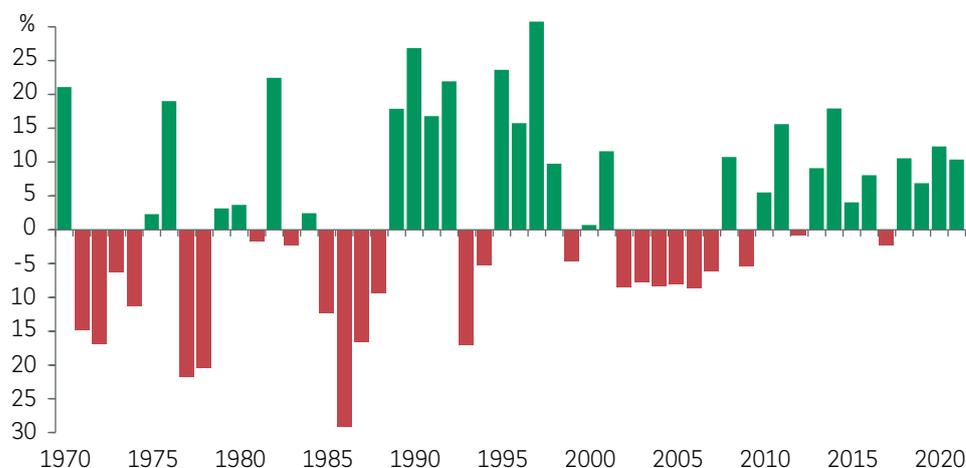
Le niveau de participation des jeunes travailleurs est revenu à sa moyenne de la décennie précédant la pandémie. Alors qu'il avait fortement baissé après la crise financière mondiale, ce taux pourrait simplement être la nouvelle norme. Les nombreux rapports témoignant d'un manque de personnel dans les restaurants, par exemple, suggèrent qu'à l'avenir les clients devront se montrer plus patients.

Les travailleurs les plus jeunes ne représentent toutefois qu'une modeste part de l'ensemble de la population active (12%). C'est surtout parmi les travailleurs plus âgés que le changement le plus prononcé, et potentiellement le plus permanent, a eu lieu. Le niveau élevé du taux de participation avant la pandémie était en fait une anomalie. Après la crise financière mondiale, la diminution des retraites a contraint de nombreux travailleurs âgés à chercher un emploi. Vingt ans après le creux des marchés actions, les actifs des fonds de pensions sont aujourd'hui beaucoup plus élevés grâce à une croissance soutenue des prix des actifs. En outre, la crainte de contracter la Covid ne fait qu'accroître l'envie de partir en retraite plutôt que de travailler. Autrement dit, la notion de « plein emploi » n'est peut-être plus la même qu'avant la pandémie.

**Le niveau élevé du taux de participation  
avant la pandémie était en fait une anomalie**

## ACTIONS

2021 sera probablement la quatrième année consécutive où les actions américaines auront surperformé le reste du monde. Si l'on en croit l'histoire des cinquante dernières années, 2022 pourrait être marquée par des performances moindres, car les précédentes séries de surperformances américaines n'ont jamais dépassé quatre ans.

**Graphique 2** : Performance relative des actions américaines par rapport au MSCI World ex-US

Données au 1<sup>er</sup> novembre 2021. Remarque : Performance totale en USD.

Sources : FactSet, BEA, BNP Paribas Asset Management

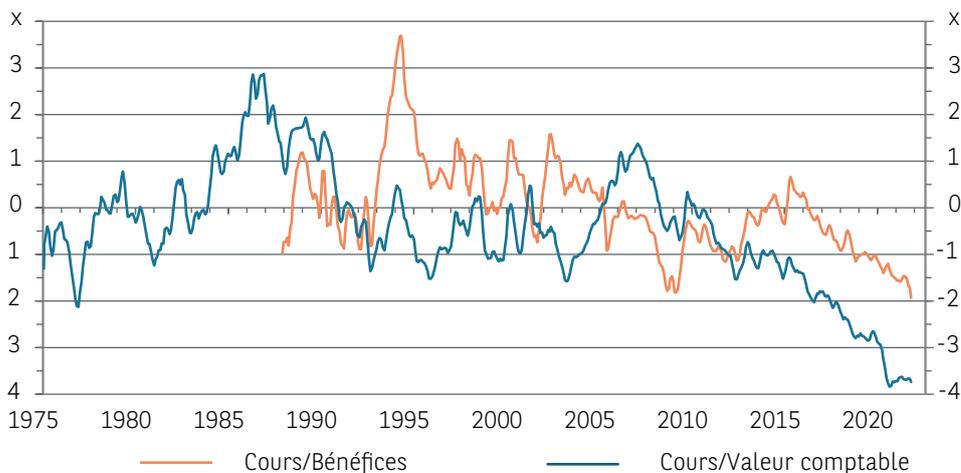
Au-delà des comportements historiques, d'autres raisons laissent penser que les actions américaines vont prendre du retard par rapport à d'autres régions du monde. L'économie américaine ayant redémarré plus tôt que la plupart des autres, l'essentiel de la reprise liée à la fin des mesures de confinement a déjà eu lieu. Le PIB a déjà dépassé les niveaux d'avant la pandémie. À mesure que la réouverture progresse en Europe et s'étend aux marchés émergents, la dynamique économique devrait s'améliorer dans ces régions.

**Au-delà des comportements historiques,  
d'autres raisons laissent penser que les actions américaines  
vont prendre du retard par rapport à d'autres régions du monde**

Après les mesures massives de soutien budgétaire des États en faveur des ménages et des entreprises pendant la pandémie, l'impulsion budgétaire aux États-Unis et dans la zone euro sera négative en 2022, même si, en Europe, les gouvernements continueront à distribuer les fonds du plan Next Generation EU. La politique monétaire sera davantage durcie aux États-Unis que dans la zone euro, notamment car les pressions inflationnistes y sont plus fortes dans le sillage de la relance budgétaire. Dans la mesure où la hausse de l'inflation devrait freiner la demande, la consommation des ménages américains pourrait augmenter à un rythme plus lent qu'en Europe (même si la hausse des prix du gaz y constituera également un frein).

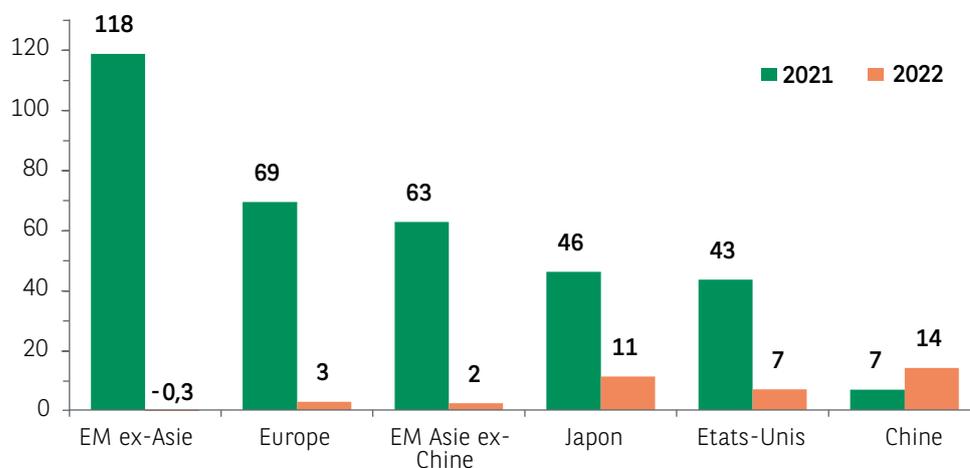
### Valorisations

En termes absolus, les valorisations des actions américaines sont élevées, mais selon nous, elles ne menacent pas les performances du marché. Les multiples ont nettement augmenté grâce aux achats d'actifs menés dans le cadre de la politique d'assouplissement quantitatif (QE) des banques centrales et, tant que ces obligations resteront dans leurs bilans et que les rendements resteront historiquement bas, nous pensons que les multiples bénéficieront d'un soutien. Toutefois, sur une base relative, les valorisations des actions européennes par rapport aux actions américaines ont atteint des niveaux historiquement bas (cf. Graphique 3). Cette décote ne s'explique pas seulement par les multiples élevés des méga-capitalisations technologiques américaines. La plupart des secteurs européens se négocient en effet avec une décote par rapport à leurs homologues américains.

**Graphique 3 : Multiples relatifs, actions européennes vs actions américaines**

Données au 1er novembre 2021. Sources : FactSet, MSCI, BNP Paribas Asset Management.

La justification d'une prime de valorisation croissante accordée aux actions américaines n'est pas évidente. En effet, la croissance des bénéfices et les performances boursières des entreprises cotées européennes ont suivi le rythme de leurs homologues américaines en 2021 et les prévisions de bénéfices pour 2022 sont similaires, et tout aussi modestes (cf. Graphique 4).

**Graphique 4 : Croissance des bénéfices en glissement annuel (%)**

Données au 1er novembre 2021. Note : en devises locales pour les indices des pays individuels, en USD pour les indices des marchés émergents, en EUR pour l'Europe. Sources : FactSet, BNP Paribas Asset Management.

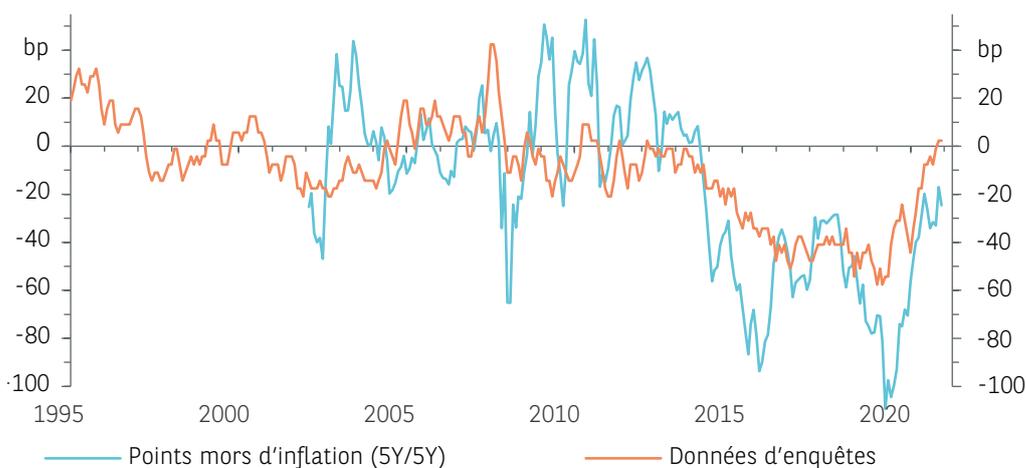
A noter que les bénéfices des entreprises composant l'indice MSCI China devraient à peine augmenter cette année, ce qui montre que la sous-performance du marché en 2021 n'était pas illogique. D'autres pays émergents, notamment les pays exportateurs de matières premières hors Asie, et ceux fabricant des semi-conducteurs en Asie, ont enregistré des taux de croissance bien plus élevés. Mais ces chiffres élevés placent inévitablement la barre plus haut pour 2022, ce qui laisse supposer que les actions auront probablement du mal à générer des performances supérieures à la moyenne.

## OBLIGATIONS

### Inflation

Selon nous, les pressions inflationnistes resteront importantes en 2022 et, même si elles finiront par se révéler « transitoires », elles seront suffisamment fortes et persistantes pour obliger la Réserve fédérale américaine (Fed) à durcir sa politique plus tôt que prévu. Les anticipations des marchés et les enquêtes auprès des entreprises et des ménages semblent également présager une dissipation des pressions à court terme. Même si les prévisions d'inflation à court terme ont augmenté, les estimations à plus long terme sont soit au même niveau, soit inférieures aux niveaux d'avant la crise financière mondiale (cf. Graphique 5).

**Graphique 5** : Anticipations d'inflation par rapport à la moyenne observée avant la crise financière mondiale (1995-2006)

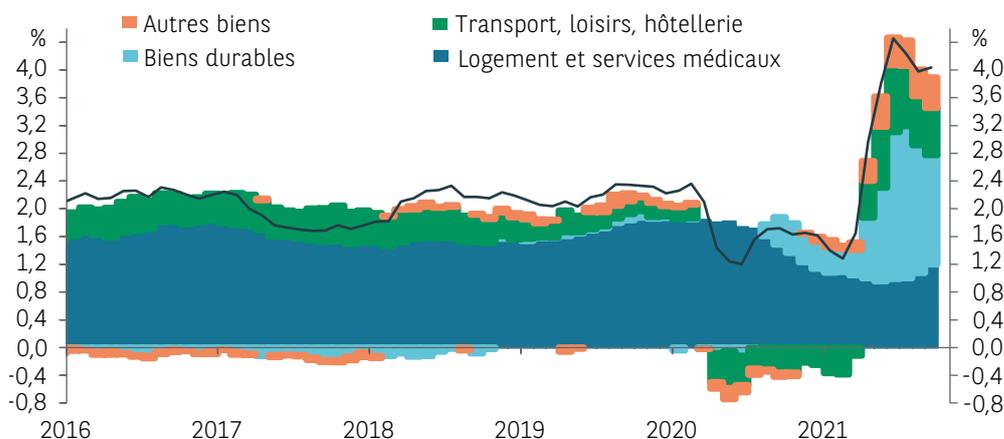


Données au 11 novembre 2021. Sources : Bloomberg, Université du Michigan, BNP Paribas Asset Management.

Ces anticipations d'inflation à long terme contenues (ou « bien ancrées ») reflètent ou la perspective d'une inflation « transitoire », ou bien une crédibilité intacte des grandes banques centrales. Si l'inflation se diffuse et accélère davantage que prévu, on peut estimer que les banques centrales réagiront (bien que tardivement) pour ramener l'inflation vers son objectif. Dans ce contexte, la principale préoccupation des investisseurs ne serait pas tant l'inflation à moyen terme, qui, selon nous, reviendra vers son objectif, mais la trajectoire des taux directeurs.

**Si l'inflation menace de s'installer,  
les banques centrales réagiront**

Si les perturbations des chaînes d'approvisionnement persistent, l'inflation mesurée par le déflateur des dépenses privées de consommation hors alimentaire et énergie (core PCE) aux États-Unis pourrait dépasser 4,5 % en 2022, en grande partie en raison des biens durables, et en particulier les prix des voitures d'occasion (cf. Graphique 6). Tout ce qui monte doit cependant redescendre. Les prix des voitures d'occasion ont augmenté de 50 % depuis décembre 2019, mais une fois que la production automobile se redressera, les prix retomberont probablement aux niveaux pré-pandémie, ce qui contribuera aux tensions désinflationnistes qui seront alors reflétées dans les variations de l'indice en glissement annuel.

**Graphique 6 :** Contribution aux variations de l'inflation sous-jacente (core PCE) aux États-Unis

Données au 4 novembre 2021. Sources : BEA, BNP Paribas Asset Management.

L'augmentation persistante des prix des logements, qui ont un poids particulièrement important dans l'indice des prix à la consommation (IPC) américain, pourraient se traduire par une inflation durablement plus élevée. Signalons cependant deux facteurs contraires. L'une des principales conséquences de la pandémie a été le départ de nombreux cols blancs des villes où le coût de la vie est élevé vers d'autres régions moins coûteuses et offrant une meilleure qualité de vie. Cette tendance a freiné l'appréciation des prix des logements dans les grandes villes et l'a stimulé dans les petites localités. En effet, depuis décembre 2019 (selon l'indice des prix des maisons de la FHFA), les prix ont baissé de 3 % à San Francisco et n'ont augmenté que modestement à New York, alors qu'ils ont bondi de plus de 26 % à Austin (Texas) et de 36 % à Cœur d'Alene (Idaho).

La montée en puissance du télétravail devrait entraîner une modification importante de la demande de logements. Les pressions à court terme sur les prix dans ces villes vont certainement persister et seront exacerbées par le manque de travailleurs. Les nouvelles régions les plus prisées présentent toutefois l'avantage de présenter une densité de population relativement faible et des surfaces plus grandes. Les projets de développement finiront par accroître l'offre dans des proportions désormais impossibles dans les grandes villes métropolitaines et la hausse des prix devrait se modérer. Toutefois, la vigueur de la demande présente des risques haussiers sur l'inflation.

**La demande de logements  
devrait sensiblement se modifier**

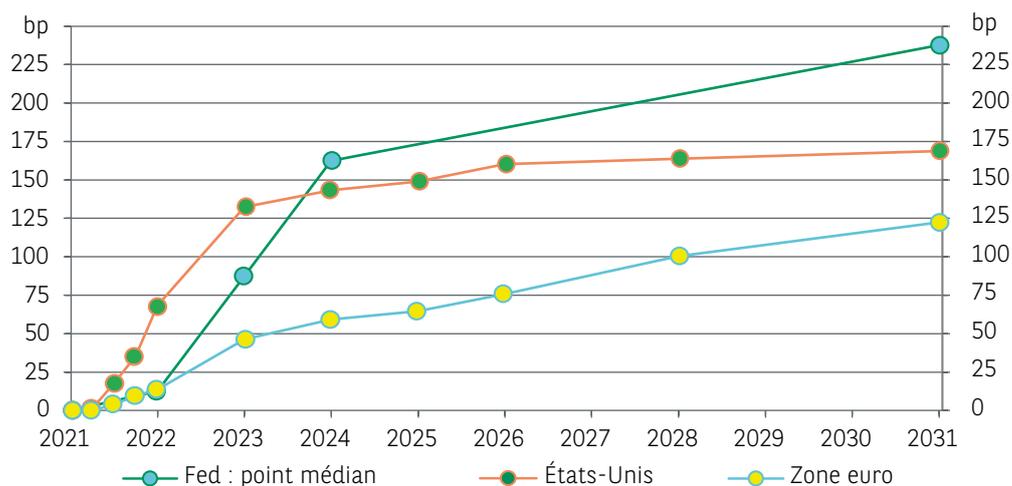
### Taux directeurs

Les grands événements de ces quinze dernières années sont sans précédent, de la crise financière mondiale aux politiques d'assouplissement quantitatif, en passant par les pandémies et les confinements. La volatilité des taux d'intérêt et les divergences entre les politiques menées reflètent l'incertitude concernant la rapidité et la fluidité avec lesquelles l'économie mondiale atteindra la prochaine « nouvelle normalité ». Un exemple est la dispersion des projections du FOMC (Federal Open Market Committee) pour le taux des Fed funds en 2024 (de 0,6 % à 2,6 %).

Les marchés s'attendent à ce que la Fed relève les taux plus rapidement (deux fois en 2022) que ce que la banque centrale prévoit elle-même si l'inflation persiste plus longtemps, et à un rythme plus élevé que ce que la Fed est prête à tolérer. En zone euro, les marchés ne prévoient pas deux hausses avant 2023 (cf. Graphique 7). Mis à part les prix du gaz naturel, les pressions inflationnistes sont moins élevées en zone euro, car les mesures de relance budgétaire ont été moins importantes et la reprise est donc moins soutenue. La principale incertitude concerne la manière dont la BCE (Banque centrale européenne) gèrera la réduction et l'arrêt du PEPP (programme d'achat d'urgence face à la pandémie) et le renforcement de l'APP (programme d'achat d'actifs).

#### Graphique 7 : Prévisions relatives aux taux directeurs

Écart par rapport au taux actuel (fed funds pour les États-Unis, taux de dépôt pour la BCE)



Données au 11 novembre 2021. Sources : Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Nous pensons que les anticipations du marché s'avéreront et que la Fed sera contrainte de modérer ses déclarations sur le caractère transitoire de l'inflation. Le marché du travail américain devrait atteindre le plein emploi plus tôt que prévu puisque les taux de participation restent inférieurs aux niveaux pré-pandémie, ce qui renforcera les pressions salariales. L'augmentation des rendements des emprunts d'État sera plus notable sur les échéances jusqu'à 5 ans que sur les autres car les anticipations relatives au taux directeur à court terme augmentent davantage que le taux terminal. L'augmentation des rendements des bons du Trésor américain à plus long terme sera limitée par des anticipations d'inflation modestes et par la taille du bilan de la Fed. Les rendements réels devraient donc rester bas.

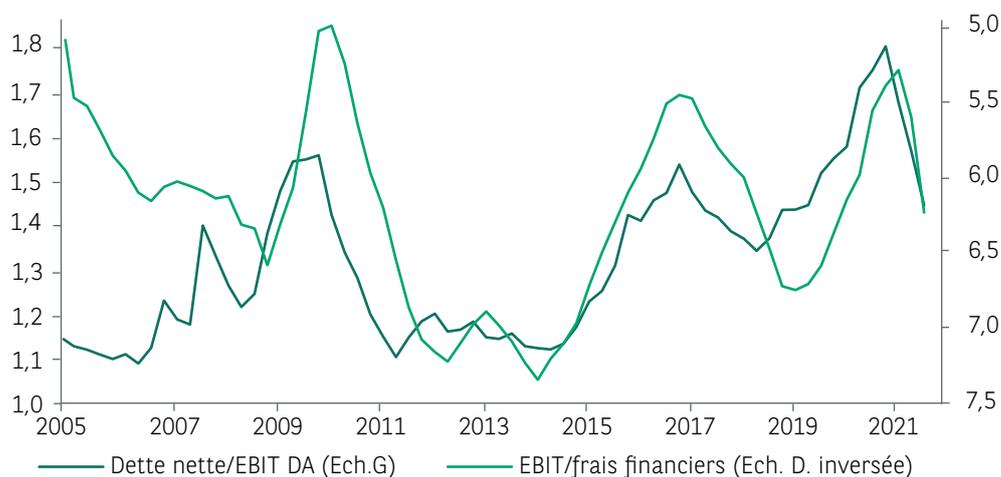
Les rendements réels devraient rester bas

#### Obligations d'entreprise

Même si des épisodes de flambée du coronavirus peuvent encore ralentir ponctuellement la croissance, la reprise économique mondiale se poursuit et les perspectives macroéconomiques sont selon nous positives. Les taux de croissance des bénéfices vont inévitablement ralentir en 2022 et les taux d'intérêt finiront par augmenter, mais nous pensons que la plupart des entreprises seront en mesure d'assurer le service de leur dette.

Grâce au soutien des banques centrales pendant les confinements, les entreprises ont pu lever des capitaux importants et surmonter la période d'effondrement de la demande. Si ce soutien monétaire a été essentiel à la survie de nombreuses entreprises à l'époque, il a suscité des inquiétudes quant à leur capacité à supporter cette charge supplémentaire une fois les conditions financières normalisées. Le puissant rebond des bénéfices des entreprises a toutefois montré que ces craintes étaient jusqu'à présent injustifiées. Les ratios dette nette/EBITDA et EBIT/frais financiers ont renoué avec leurs niveaux d'avant la pandémie (cf. Graphique 8).

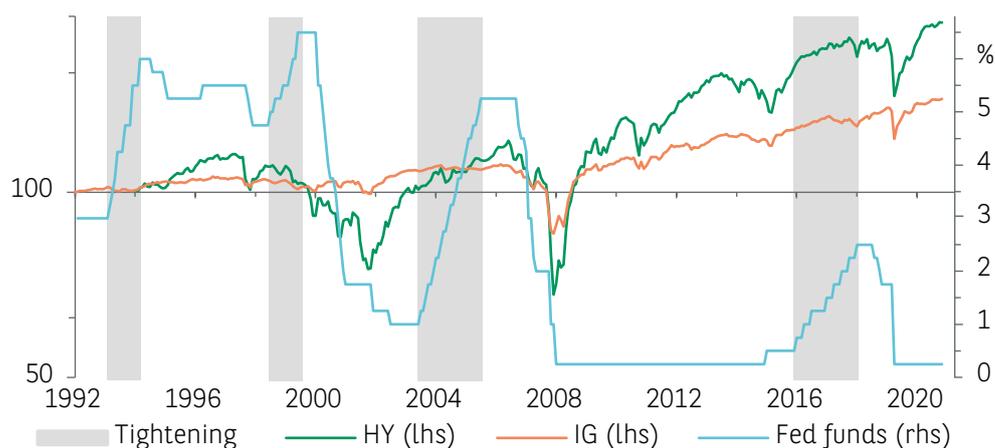
**Graphique 8 :** Indicateurs relatifs aux obligations d'entreprise (moyenne des États-Unis et de l'Europe)



Données au 4 novembre 2021. Sources : FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Les obligations d'entreprise *Investment grade* (IG) et à haut rendement (HY) surperforment généralement les emprunts d'État lors des cycles de relèvement des taux, en particulier au début, avant que les hausses de taux ne soient suffisamment importantes pour ralentir la croissance économique (cf. Graphique 9). Compte tenu de la faiblesse actuelle des spreads, il sera difficile pour les investisseurs de générer des performances supérieures à la moyenne. Nous pensons profiter de la moindre correction des marchés pour renforcer notre exposition.

**Graphique 9 :** Performance relative des obligations d'entreprises américaines et taux des fonds fédéraux



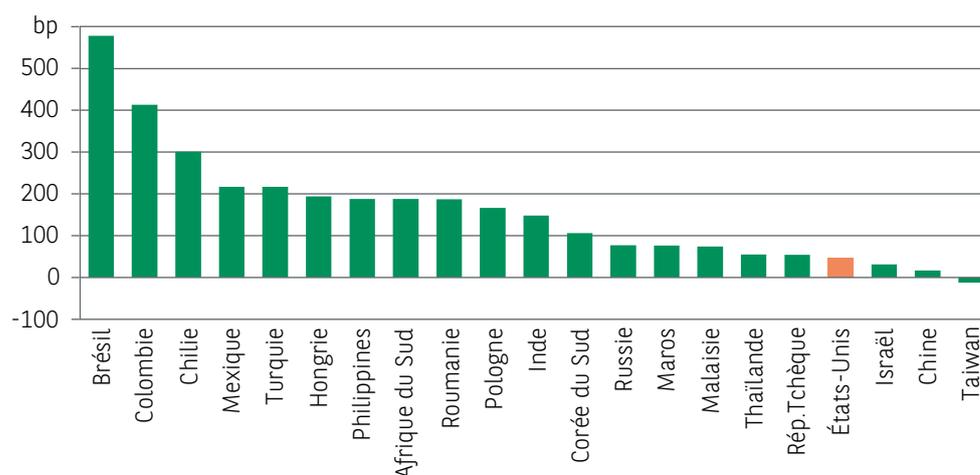
Données au 4 novembre 2021. Sources : Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

## Dette émergente

On observe des divergences croissantes en matière de croissance et d'inflation dans les économies émergentes. Certains pays - comme l'Inde, le Mexique et les Philippines - ont connu une contraction de leur économie et une forte inflation, alors que d'autres, davantage axés sur les exportations - comme la Corée du Sud, Taiwan et Hong Kong - ont enregistré une croissance plus vigoureuse et ont jusqu'à présent réussi à maîtriser l'inflation.

Les pressions à la hausse sur les prix à la consommation et à la production ont déjà contraint certaines banques centrales à relever leurs taux. Les taux directeurs de nombreux pays devraient être plus élevés en 2022 (cf. Graphique 10).

**Graphique 10** : Variation des taux directeurs selon les anticipations de marché d'ici un an



Données au 4 novembre 2021. Sources : Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Bien que cette tendance soit défavorable pour les taux des marchés émergents, nous pensons qu'il existe quelques opportunités sur les échéances longues de certains marchés à haut rendement. Compte tenu de leurs valorisations actuelles, les obligations des marchés émergents offrent toujours un potentiel plus important que les obligations américaines. Alors que les obligations américaines Investment grade et à haut rendement présentent toujours des spreads serrés (1 % à 2 %) par rapport à leur fourchette d'évolution historique, ceux des obligations émergentes Investment grade et à haut rendement pourraient encore se contracter.

En termes de valorisation, ce sont les obligations émergentes à haut rendement qui semblent les plus intéressantes. Le HY en Asie, en particulier, est devenu attractif. Actuellement faibles, les défauts pourraient augmenter en Chine, mais les spreads se sont élargis dans toute l'Asie, ce qui rend la région attractive sur une base de valeur relative par rapport aux autres régions de l'univers émergent et aux obligations HY mondiales.

Depuis leur dernière correction, de nombreuses devises des pays émergents sont redevenues attractives. Sur la base du taux de change effectif réel (TCER), elles sont même moins onéreuses qu'après le « Taper Tantrum » de 2013. Les devises d'Amérique latine, d'autres pays émergents à haut rendement et celles des pays producteurs de pétrole semblent encore sous-évaluées. Les valorisations de nombreuses devises asiatiques se sont également améliorées.

Nous anticipons une hausse des rendements de la dette des pays émergents en devise forte l'année prochaine, une fois que la dynamique de reprise profitera aux marchés émergents et que les craintes liées au variant Delta se dissiperont.

L'évolution de la situation en Chine est devenue plus complexe et une étude approfondie est donc nécessaire compte tenu de la multitude des évolutions réglementaires et de l'actualité de certains secteurs économiques (comme l'immobilier). Nous pensons que le gouvernement chinois continuera à soutenir l'économie et que la banque centrale maintiendra une politique accommodante dans un avenir proche.

# DÉVELOPPEMENT DURABLE

---



**ALEXANDER BERNHARDT**

Global head of sustainability research

## Un nouveau modèle macroéconomique est-il nécessaire pour atteindre les objectifs de développement durable ?

---



En 2015, les dirigeants mondiaux ont fixé 17 Objectifs de développement durable (ODD) dans le cadre de l'Agenda 2030 pour le Développement durable. Les ODD constituent un cadre de référence qui a vocation à favoriser une planète en bonne santé et une société équitable, deux facteurs essentiels à la prospérité économique.

Pourtant, alors que la réalisation des ODD sera bénéfique à l'économie, nous jugeons insuffisantes les réflexions et les initiatives menées en vue de déterminer comment la politique macroéconomique peut contribuer à leur mise en place.

La réalisation des ODD et des objectifs de l'Accord de Paris nécessitera l'investissement de plusieurs milliers de milliards de dollars au cours de la prochaine décennie. Mobiliser ces capitaux nécessitera des efforts concertés de la part des secteurs public et privé et pourtant, jusqu'à présent, plusieurs idées reçues traditionnelles dans le domaine macroéconomique entravent les flux, notamment publics.

Dans une certaine mesure, la « tempête parfaite » de crises (Covid, changement climatique, perte de biodiversité et inégalités sociales) donne aussi aujourd'hui l'opportunité d'adopter une pensée révolutionnaire. Ce sont ces thèmes que nous allons explorer ici, tout en proposant une évolution possible des futures politiques macroéconomiques.

Nous aborderons notamment deux thèmes actuellement débattus dans les arcanes des gouvernements et les salles de conseil des gouverneurs des banques centrales, qui sont susceptibles d'influencer le développement durable :

1. A l'image des ménages, les États gèrent souvent leurs budgets afin d'« équilibrer les comptes ». Toutefois, l'idée selon laquelle les gouvernements disposant d'une devise de réserve et bénéficiant du financement de leur banque centrale ne peuvent pas faire défaut remet en question cette pratique.
2. Les banques centrales sont souvent considérées comme des acteurs « indépendants » qui se concentrent sur leurs mandats spécifiques, généralement la stabilité des prix et le plein emploi. Cette idée est elle aussi remise en question par le concept de « finance fonctionnelle », selon lequel les politiques budgétaire et monétaire devraient être gérées en fonction de leur impact sur l'économie réelle<sup>1</sup>.

Nous étudions ces deux questions dans les sections suivantes.

| L'approche de la TMM est très convaincante :  
si l'on peut créer son propre argent,  
on peut toujours payer ses factures |

## DETTE, DÉFICITS ET INFLATION

La théorie monétaire moderne (TMM) a beaucoup fait parler d'elle ces derniers mois. Elle affirme que les niveaux d'endettement et de déficit des États n'ont pas d'importance en tant qu'indicateurs, puisque les États pouvant imprimer leur propre monnaie ne peuvent pas faire défaut sur leurs obligations. La TMM affirme plutôt que le seul véritable critère des dépenses publiques devrait être l'inflation.

Ce précepte est généralement controversé, et ce pour deux raisons.

- Tout d'abord, de nombreux économistes et hommes politiques estiment que le budget d'un gouvernement doit être géré comme celui d'un ménage, comme en témoigne la rengaine des responsables politiques face à des propositions législatives coûteuses : « Comment allons-nous payer ça ? »
- Deuxièmement, certains craignent des dépenses budgétaires massives, qui pourraient être rationalisées par les politiques s'inspirant de la TMM, ne génèrent une inflation incontrôlable.

En réponse à ces préoccupations, on peut avancer que, pour les pays disposant d'une devise de réserve comme les États-Unis, très peu d'arguments crédibles prouvent l'importance absolue de la dette ou des déficits fédéraux en dehors de leur potentiel impact déflationniste ou inflationniste. Au contraire, sur ce point l'approche de la TMM est très convaincante : si l'on peut créer son propre argent, on peut toujours payer ses factures. Cela est vrai même si d'autres choix politiques peuvent être préférables in extremis<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Définition de la finance fonctionnelle (investopedia.com). Dans sa conception originale de la finance fonctionnelle, Abba Lerner s'intéressait essentiellement au rôle des politiques budgétaire et monétaire pour faire baisser le chômage et assurer la stabilité des prix. Le développement de la théorie monétaire moderne (TMM) a élargi l'objectif à la « promotion de l'intérêt public » : EconStor: Modern Monetary Theory and the public purpose.

<sup>2</sup> Le mot clé ici est le choix. Un État peut choisir de faire défaut, par exemple pour faire valoir un point de vue politique ou pour éviter une autre issue moins souhaitable. Toutefois, il n'a pas besoin de le faire s'il peut frapper sa propre monnaie.

## Les États ont une plus grande capacité de dépense pour atteindre les ODD et respecter les engagements de l'Accord de Paris

Quant à l'inflation, tous les économistes s'accordent pour dire qu'il est important de la maîtriser, les conséquences d'une inflation galopante pouvant être désastreuses. Cependant, ils ne disposent pas d'une « théorie unifiée » de l'inflation,<sup>3</sup> ce qui complexifie la résolution du problème. En effet, les déficits de dépenses qu'encourageraient les politiques s'inspirant de la TMM conduiraient à une inflation galopante. Des parallèles sont souvent établis entre l'économie américaine moderne et, par exemple, des économies émergentes et/ou historiques comme celles du Zimbabwe, de l'Allemagne de Weimar ou des États-Unis dans les années 1970, où l'(hyper)inflation était prégnante.

Selon nous, deux de ces analogies sont, au mieux, fallacieuses, pour la seule raison qu'il n'y existe pratiquement aucune similitude en termes de taille, de dynamisme ou d'importance mondiale entre le Zimbabwe des années 2000, l'Allemagne des années 1920 et l'économie américaine d'aujourd'hui. Chacune de ces crises inflationnistes était en effet singulière.

L'histoire récente met également à mal les craintes d'un excès de dépenses menant à l'inflation. Encore une fois, prenons l'exemple des États-Unis :

- De nombreux économistes classiques ont prédit qu'après la grande crise financière de 2008/2009, l'assouplissement quantitatif (QE) entraînerait une hyperinflation. Ces prédictions se sont révélées fausses. En effet, le QE1 a été suivi d'un QE2, puis d'un QE3.
- Les plans d'urgence en réponse à la pandémie actuelle ont généré une inflation à court terme, mais rien ne dit que cette tendance va perdurer.
- Aucun des programmes de dépenses, financés par le déficit, lancés aux États-Unis lors des dernières administrations - tant républicaines (Bush, Trump) que démocrates (Obama) - n'a entraîné une inflation galopante.

Les préoccupations relatives à l'inflation découlant de la TMM ne peuvent être résolues d'emblée, nous pensons néanmoins que l'expérience récente montre clairement que les États disposant d'une devise de réserve ont probablement une plus grande capacité de dépense qu'on ne le pensait auparavant. En effet, une augmentation significative des dépenses publiques est nécessaire pour atteindre les ODD et respecter les engagements de l'Accord de Paris.

## LA FINANCE FONCTIONNELLE

Pendant longtemps, la politique, monétaire notamment, a cherché à atteindre des objectifs budgétaires nominaux et n'a accordé qu'une attention limitée aux impacts distributifs ou environnementaux des mesures correspondantes. En effet, de nombreux banquiers centraux sont d'ardents défenseurs de l'indépendance et de l'impartialité de leurs mandats institutionnels en lien avec le climat ou d'autres enjeux de durabilité.

**Les banques centrales ont un rôle à jouer  
dans la lutte contre le réchauffement climatique**

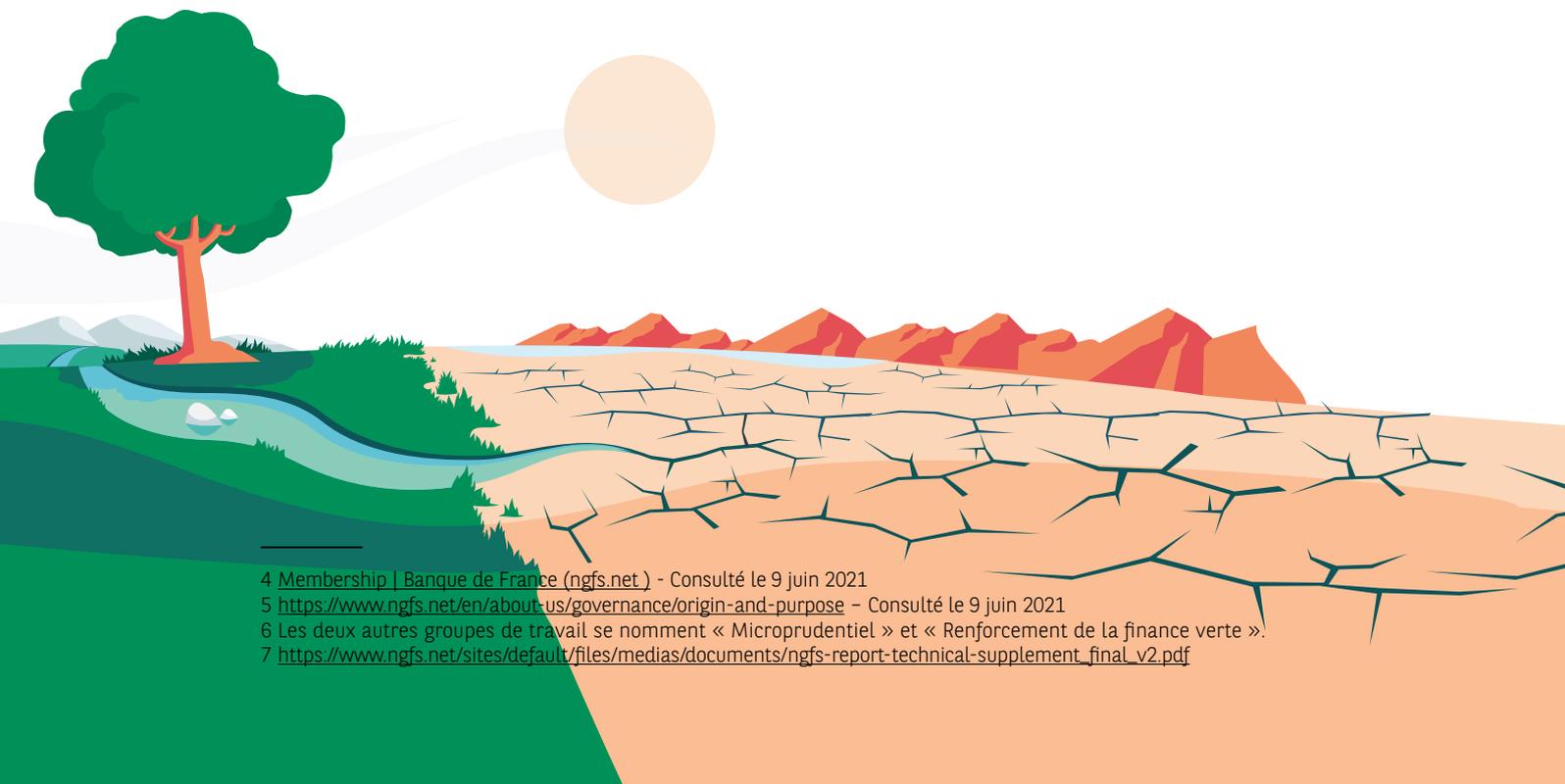
Ce point de vue est en train d'évoluer car il est de plus en plus admis que l'impartialité est un principe difficile à respecter pour les banques centrales. De plus, les banquiers centraux ont pris conscience que les enjeux du monde réel, comme le changement climatique, peuvent avoir un impact marqué sur les marchés financiers, et vice versa. C'est le cas du Network for Greening the Financial System (NGFS), un groupe mondial de plus de 90 banques centrales et autorités de surveillance<sup>4</sup> qui se réunit « pour renforcer le rôle du système financier dans la gestion des risques et la mobilisation des capitaux pour des investissements verts et à faible émission de carbone, dans le contexte plus large du développement durable ».<sup>5</sup>

Les recherches menées par le groupe de travail macrofinancier du NGFS<sup>6</sup> ont montré que « les risques physiques et de transition posés par le changement climatique peuvent avoir des implications substantielles sur la stabilité macroéconomique et financière ».<sup>7</sup>

## LES ODD, L'ACCORD DE PARIS ET LA TMM

Les initiatives et les déclarations des responsables de politique monétaire s'apparentent clairement à certains des préceptes de la TMM. Si l'adoption de ces approches s'inspirant de la TMM n'est peut-être pas intentionnelle, elle n'en signale pas moins une orientation claire des pratiques macroéconomiques vers une mission plus fonctionnelle et plus coordonnée sur le plan budgétaire pour les banques centrales.

C'est le manque d'urgence qui nous met tous en danger. Nous n'avons d'autres choix que d'utiliser les outils à notre disposition - notamment les préceptes et les politiques macroéconomiques - pour contribuer à un avenir plus durable.



4 Membership | Banque de France (ngfs.net) - Consulté le 9 juin 2021

5 <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> - Consulté le 9 juin 2021

6 Les deux autres groupes de travail se nomment « Microprudentiel » et « Renforcement de la finance verte ».

7 [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-report-technical-supplement\\_final\\_v2.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-report-technical-supplement_final_v2.pdf)

# THÈMES D'INVESTISSEMENT



**ULRIK FUGMANN**

Co-head environmental  
strategies group



**EDWARD LEES**

Co-head environmental  
strategies group

## L'investissement thématique environnemental devrait connaître une forte croissance en 2022



Si 2020 a été l'une des meilleures années jamais enregistrées pour l'investissement thématique environnemental pur, avec une croissance de plus de 100 %, nous avons assisté à une consolidation importante - et saine - en 2021. Le segment a sous-performé l'ensemble du marché de 31 % (à fin octobre) par rapport au MSCI ACWI, malgré l'amélioration significative des fondamentaux des entreprises et le soutien réglementaire et politique qui renforce ses perspectives à long terme.

La sous-performance du thème s'explique principalement par un positionnement excessif au début de l'année 2021 dans des ETF passifs, et par une évolution marquée des anticipations de taux d'intérêt et d'inflation qui a pénalisé les actifs de croissance à duration longue.

En outre, l'inflation résultant de ce que nous considérons comme des goulets d'étranglement transitoires au niveau de l'offre, associée à une hausse significative des tarifs de fret, a suscité des inquiétudes quant à la pression sur les marges et les bénéfices.

Enfin, nous constatons que les investisseurs ont du mal à trouver les bonnes approches pour valoriser les sociétés innovantes généralement associées à la croissance thématique. L'Environmental Strategies Group applique des modèles top-down portant sur le marché total disponible, la théorie du cycle de vie technologique et la modélisation des DCF (discounted cash flows) à long terme pour valoriser les sociétés innovantes de ce segment.

### VALORISATIONS ATTRACTIVES

Alors que nous approchons de la fin d'une année 2021 mouvementée, le positionnement dans l'univers thématique environnemental est à son plus bas niveau depuis trois ans. Dans le même temps, les entreprises du secteur de l'environnement ont généralement connu l'une des meilleures saisons de bénéfices depuis 20 ans, dans un contexte où la demande dépasse largement l'offre.

Les valorisations dans l'univers de l'innovation pour la transition énergétique sont aujourd'hui inférieures à la moitié de celles des actions de l'indice américain Nasdaq, alors que la croissance des bénéfices est de 1,7 fois supérieure (taux de croissance annuel composé sur 3 ans).

Il n'est pas surprenant qu'à l'approche de 2022, nous restions optimistes sur le thème de l'environnement par rapport à l'ensemble du marché actions, qui connaîtra une certaine volatilité en raison de l'évolution des politiques monétaires, du rythme des variations des taux d'intérêt et de la croissance des bénéfices. Cette dynamique devrait être tout aussi positive pour notre stratégie de performance absolue long/short à thématique environnementale qui prospère quand les marchés sont incertains et volatils.

## LA SÉLECTION DES ACTIONS SERA CRUCIALE EN 2022

L'année 2021 a été marquée par une dispersion historiquement importante des performances d'un secteur à l'autre, les indices MSCI World Integrated Oil & Gas et MSCI World Financials ayant progressé respectivement de 41 % et 31 %, tandis que l'indice MSCI Global Alternative Energy a reculé de 7 %. Cette situation a engendré une volatilité et une dispersion importantes entre les styles croissance et value.

Nous pensons que 2022 pourrait voir un retournement marqué de cette tendance : bien que nous soyons en accord avec l'idée du pic pétrolier et de l'envolée des prix, nous pensons que le rééquilibrage du marché pétrolier, combiné à la disparition de la demande, devrait permettre au prix du pétrole de refluer à moyen et long terme. Compte tenu de la volatilité des prix du gaz et de l'électricité, le monde a pris conscience de la nécessité d'accélérer la mise en place d'infrastructures pour les énergies renouvelables, notamment l'éolien, le solaire, le stockage de l'énergie et l'hydrogène. Cela est nécessaire à la fois pour décarboner les économies et pour assurer la sécurité énergétique et géopolitique.

La croissance démographique continuant à s'accélérer et, avec la volatilité du climat, augmentant la pression sur les systèmes alimentaires mondiaux, le prix des denrées alimentaires est en hausse. C'est en partie la raison pour laquelle l'investissement dans la restauration des terres et des océans du monde est devenu une priorité absolue pour les décideurs politiques. C'est également un thème central de notre stratégie de restauration des écosystèmes chez BNP Paribas Asset Management.

**La croissance démographique continuant à s'accélérer et, avec la volatilité du climat, augmentant la pression sur les systèmes alimentaires mondiaux, le prix des denrées alimentaires est en hausse**

Sur le plan thématique, les opportunités d'investissement les plus intéressantes se situent, de notre point de vue, dans les entreprises disposant d'avantages concurrentiels significatifs, en particulier dans les segments qui présentent des barrières à l'entrée élevées. Nous préférons également les entreprises opérant des plateformes qui peuvent obtenir un avantage opérationnel significatif grâce à une montée en gamme de leurs produits et aux revenus issus de la vente des services, par opposition aux entreprises de fabrication et de biens intermédiaires présentes sur des segments plus standardisés de la chaîne d'approvisionnement, où la concurrence est plus vive et les marges plus faibles.

## L'INVESTISSEMENT THÉMATIQUE PEUT CONTRIBUER À LA RÉALISATION DES PRIORITÉS DE LA COP26

La Conférence des Nations Unies sur les changements climatiques COP26 a pris des mesures encourageantes en vue d'autres engagements et accords politiques majeurs en matière de climat afin de promouvoir le développement et le déploiement de technologies qui peuvent contribuer à une réduction significative des émissions de CO<sub>2</sub> et de méthane, ainsi qu'à restaurer et protéger le capital naturel mondial.

Les principaux domaines d'intérêt de la COP26 étaient les suivants :

- L'hydrogène vert
- L'énergie solaire résidentielle
- Le développement de l'énergie éolienne en mer
- Le stockage de l'énergie pour réduire les émissions de carbone
- Des solutions d'emballage pratiques pour réduire la pollution plastique
- La pisciculture terrestre pour lutter contre la raréfaction du poisson
- Des méthodes d'agriculture durable pour protéger les sols de la planète.

Tous ces domaines sont des thèmes investissables couverts par le groupe Stratégies environnementales de BNP Paribas Asset Management.

**PAM HEGARTY**

Portfolio manager,  
Disruptive Technology

**VINCENT NICHOLS**

Investment specialist

## La distanciation ouvre des perspectives encore plus prometteuses aux technologies de rupture



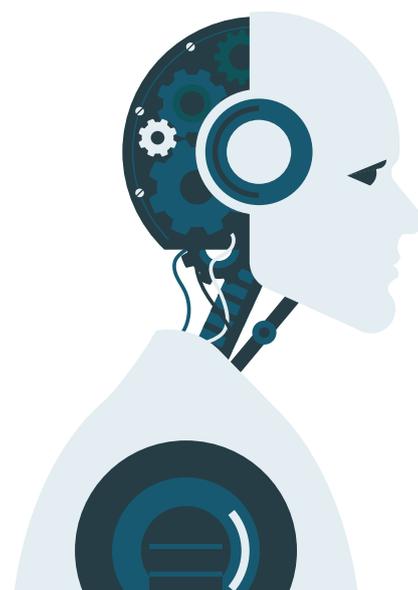
Les tendances dites « disruptives » dans le domaine technologique étaient déjà répandues lorsque l'interruption des interactions sociales et de l'activité économique, provoquée par la pandémie, a déclenché une modification radicale de nos modes de travail, de consommation et de communication. La transition brutale vers des modes de vie « en distanciel » a accéléré ces tendances et suscité une demande croissante de technologies et d'innovations qui sous-tendent des solutions numériques facilitant notre vie quotidienne.

Bon nombre des solutions dématérialisées ayant rendu la distanciation sociale à la fois possible et plus supportable nous ont simplifié la vie, même par rapport à celle qui était la nôtre avant la pandémie. La crise sanitaire n'a fait qu'accélérer une transformation qui, sans ces circonstances, aurait probablement pris plusieurs années.

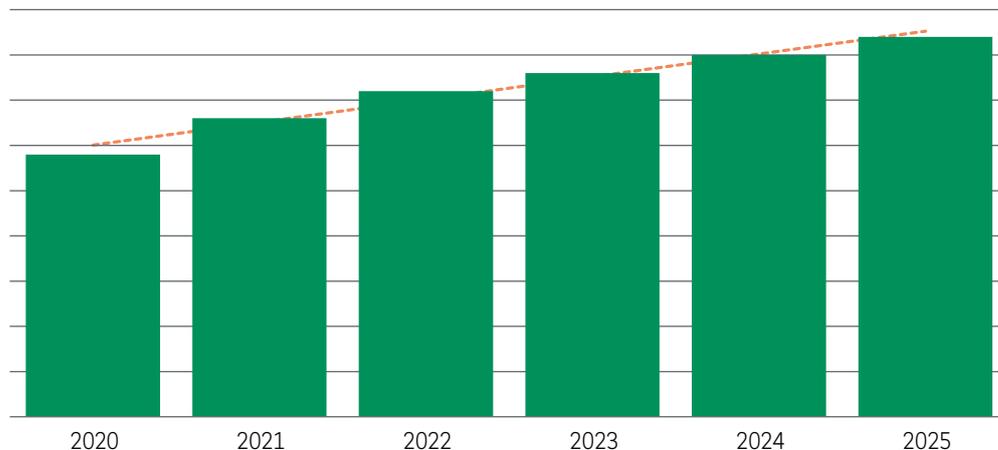
### LE TRAVAIL À DISTANCE N'EST PAS PRÈS DE DISPARAÎTRE

Les pratiques de travail flexible existent depuis un certain temps déjà et il est peu probable que l'adoption généralisée du télétravail fasse machine arrière une fois que la pandémie aura complètement disparu. La crise sanitaire a également entraîné une accélération de l'automatisation, en particulier dans les secteurs de services où la distanciation sociale a éloigné de nombreuses personnes de leur lieu de travail.

Le commerce électronique a pris une ampleur considérable et stimulé la publicité sur Internet et les services de paiement électronique. Il a surtout créé un véritable boom de l'entreposage physique et automatisé et de la livraison à domicile. Il faut s'attendre à ce qu'un nombre croissant d'entreprises adoptent des canaux de vente à la fois physiques et en ligne. La réalité augmentée rend, par exemple, l'expérience d'achat plus facile et plus agréable, alors que la tarification dynamique, qui s'adapte à la demande des consommateurs, devrait soutenir les bénéfices et les revenus.



**Graphique 1 :** Le développement du commerce électronique soutenu par le service client omnicanal, la montée en puissance du visual commerce, et la tarification dynamique grâce à l'analyse de données



*Five trends shaping the future of ecommerce; source : Logiq, via Visual Capitalist; Oct 2021*

## LES OUTILS TECHNOLOGIQUES VONT RÉSOUDRE DES PROBLÈMES COMPLEXES DANS DE NOMBREUX SECTEURS

*Big data*, intelligence artificielle, analyse des données ou encore cybersécurité, autant de domaines désormais considérés comme essentiels pour aider à surmonter les problèmes économiques, démographiques et sociétaux complexes auxquels sont confrontés de nombreux secteurs. La transformation numérique est devenue inévitable dans toute la société et les pays doivent agir rapidement pour éviter que la fracture numérique ne se creuse au sein de leur population.

Comme à chaque stade de l'évolution des outils numériques, la 5G va transformer notre manière d'utiliser la technologie. Avec sa vitesse et son déploiement à grande échelle, elle devrait élargir le marché des systèmes de connectivité intelligente dans les foyers et les entreprises, et entraîner une utilisation accrue du big data, de l'intelligence artificielle et de l'automatisation des véhicules.

Autre puissant catalyseur, le projet de loi bipartisan de 1 200 milliards dédié au financement des infrastructures adopté récemment par le Congrès américain. La mise à disposition du haut débit par satellite est également en bonne voie et promet d'étendre la couverture Internet mondiale aux zones rurales et éloignées qui restent encore mal desservies. Cette technologie aura un effet transformateur sur les communautés locales, en particulier dans les pays en développement.



**La valorisation élevée du secteur technologique est justifiée  
par les solides perspectives de croissance  
et de rendement du capital investi**

## **A L'IMAGE DES RÉGULATEURS, LES INVESTISSEURS DEVRAIENT EXAMINER CHAQUE ENTREPRISE À LA LOUPE**

À l'échelle mondiale, le secteur technologique fait l'objet d'une surveillance accrue de la part des autorités réglementaires concernant la confidentialité des données, et le quasi-monopole de certains des plus grands fournisseurs de plateformes est remis en question. Les tensions se sont récemment accrues entre le gouvernement chinois et plusieurs géants de la technologie.

Aux États-Unis, ces questions sont surveillées de près par les deux grands partis et les réglementations se multiplient. La législation proposée entraînerait une évolution radicale de la mise en œuvre des règles antitrust mais aussi de la manière dont les entreprises gèrent et supervisent leurs plateformes. Comme l'impact commercial sur la rentabilité peut varier considérablement selon les groupes ciblés, une analyse fondamentale de chaque entreprise est essentielle pour évaluer l'impact sur les décisions d'investissement.

Une autre préoccupation pourrait être les pénuries et les perturbations persistantes des chaînes d'approvisionnement, qui peuvent affecter les opérations des entreprises technologiques, en particulier celles qui fournissent des biens physiques. À ce jour, les fermetures liées à l'épidémie de Covid restent une source d'incertitude. Il faudra du temps pour augmenter l'offre de semi-conducteurs en construisant et équipant de nouvelles usines. Il faudra également du temps aux entreprises et aux pays pour résoudre les contraintes d'expédition et de logistique.

Cependant, nous nous attendons à ce que la demande de semi-conducteurs se modère alors que les mesures de soutien à l'économie seront moins exclusivement tournées vers la consommation. Certains goulets d'étranglement devraient se résorber au fil des mois, permettant ainsi une progression de l'offre.



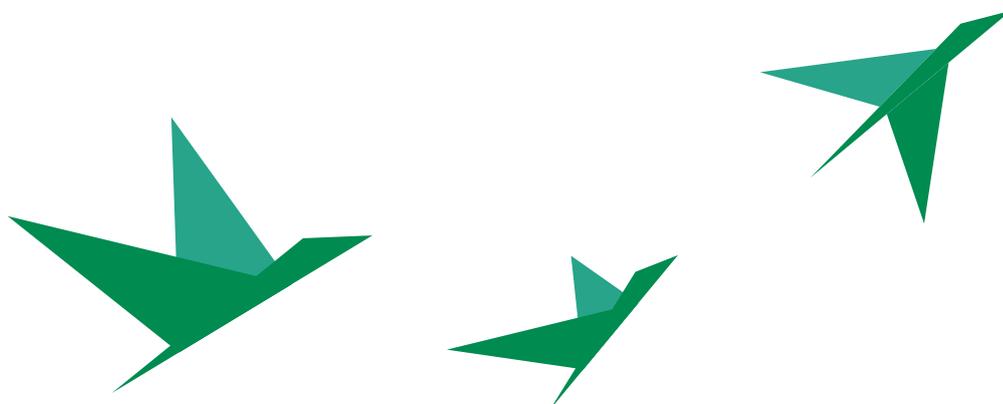
## LES TENDANCES SOUS-JACENTES DE CROISSANCE DEVRAIENT PRENDRE LE DESSUS SUR L'INFLATION À COURT TERME

Quid de l'inflation et du niveau des taux ? La faiblesse potentielle des marchés obligataires constitue un risque pour les entreprises technologiques à forte croissance, dont les flux de trésorerie actualisés à long terme peuvent être plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt. Les valeurs technologiques pourraient sous-performer si l'inflation reste durablement au-dessus de sa tendance de long terme. Nous pensons toutefois que cette situation sera de courte durée en raison de la vigueur des tendances de croissance séculaires sous-jacentes dans des domaines tels que le cloud computing, l'intelligence artificielle, l'automatisation et l'Internet des objets.

Dans nos portefeuilles, nous nous efforçons d'atténuer les conséquences que pourraient avoir une inflation et des taux d'intérêt plus élevés en limitant la taille des positions et en équilibrant nos positions entre des titres à forte croissance et à valorisation élevée, et ceux de sociétés à croissance plus stable avec des valorisations attrayantes.

Les valorisations relatives des sociétés technologiques sont actuellement supérieures à leurs niveaux historiques, mais nous pensons que le secteur mérite des multiples supérieurs à ceux de l'ensemble de la cote en raison de meilleures perspectives de croissance et de l'amélioration du rendement du capital investi (ROIC) et de ses perspectives de croissance supérieures.

Les dépenses en produits technologiques, et la demande de semi-conducteurs en provenance de l'industrie, et plus particulièrement de la construction automobile, devraient rester robustes. Les experts prédisent que le solide environnement mondial des dépenses informatiques se modérera mais se poursuivra à un niveau de croissance élevé en 2022. Gartner prévoit une augmentation de 5,5% en 2022 des dépenses informatiques des entreprises dans le monde après 9,5 % en 2021 (octobre 2021, Gartner Inc.). Sur la base d'enquêtes menées auprès de professionnels de l'informatique, les principaux domaines de dépenses incluent la cybersécurité, la migration vers le cloud, les outils de collaboration et l'analyse de données. Ces priorités correspondent bien à notre vision des principaux thèmes de croissance séculaire et des technologies fondamentales.



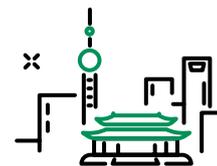


**CHI LO**

Senior market strategist APAC

## Perspectives pour la Chine

Un point de vue un peu plus original



Les marchés semblent partager un large consensus sur la croissance de la Chine en 2022 mais les perspectives à trois ou cinq ans sont moins tranchées. En effet, la dynamique de croissance pourrait se voir freinée par plusieurs facteurs en 2022. Ceux-ci vont du ralentissement de la croissance des exportations à la poursuite des réformes réglementaires, en passant par la politique « zéro-Covid » du pays ou encore par le contrôle des émissions de carbone et le tassement du marché immobilier. Par ailleurs, « les esprits animaux » paraissent un peu timides au moment d'investir.

### ÉVITER LES SIGNAUX POLITIQUES INUTILES

Des ajustements prudents des politiques macroéconomiques ne peuvent que partiellement compenser ces obstacles. Pékin semble disposé à mieux « tolérer » le ralentissement de la croissance, reconnaissant que c'est là le prix à payer pour faire du désendettement, de la réduction des émissions de carbone et de la mise en œuvre de nouvelles réformes une priorité. Pour 2022, la direction économique prise par le gouvernement semble davantage orientée vers la résolution des problèmes structurels et des perturbations de l'offre, notamment les pénuries d'électricité, la flambée des prix de l'énergie et la hausse des prix à la production.

Il est donc fort peu probable, au vu de ces objectifs, que la Banque populaire de Chine ouvre largement les vannes monétaires, car elle devra veiller à ne pas envoyer de signaux d'assouplissement politique susceptibles d'alimenter l'inflation et ainsi compromettre les efforts du gouvernement en matière de réduction de la dette et de transition verte.

**La transition verte et le développement  
de la hard tech devraient relancer  
la dynamique de croissance du PIB chinois**

### CONSIDÉRATIONS STRUCTURELLES DANS LE DÉBAT SUR LA CROISSANCE

D'après le consensus, la croissance annuelle du PIB chinois devrait tomber à 4 % ou 5 % pour les trois à cinq prochaines années. Pourtant, il se pourrait que dans ses prévisions, le marché ait négligé l'impact de la reprise de l'industrialisation en parallèle des changements structurels.

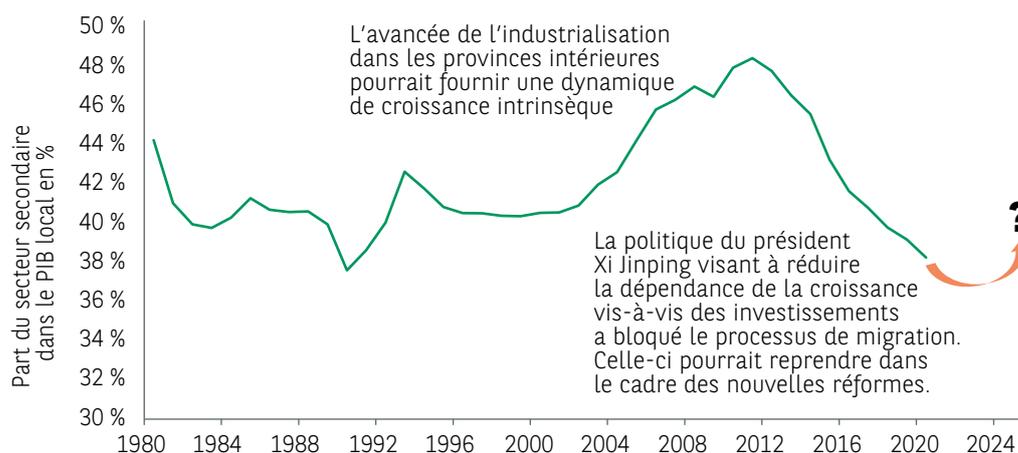
Or, dans le cadre de la nouvelle stratégie réformiste de Pékin, le secteur manufacturier a regagné les faveurs des pouvoirs publics. Cette stratégie privilégie la production manufacturière à forte valeur ajoutée et la production hard tech par rapport au secteur manufacturier traditionnel et aux investissements soft tech. La hard tech se rapporte à la production de matériel et de composants nécessaires au développement stratégique et technologique du pays, tandis que la soft tech se rapporte au développement du commerce électronique répondant à la demande de consommation non stratégique.

Le secteur intérieur chinois a entamé une lente phase de rééquilibrage en 2005. Il s'agissait de réduire les coûts et d'améliorer les infrastructures pour attirer l'industrialisation dans les provinces intérieures

plus pauvres (graphique 1). Cette stratégie donna lieu à une division régionale du travail, la région orientale, plus coûteuse, passant de l'industrie manufacturière aux industries de services à forte valeur ajoutée, tandis que les régions intérieures, moins riches, reprenaient l'industrie manufacturière à faible valeur ajoutée. Cette migration industrielle pourrait générer une dynamique capable de maintenir le taux de croissance moyen du PIB de la Chine au-dessus de 4 %-5 % au-delà de 2022.

L'investissement dans les secteurs liés à la transition verte et le développement de la hard tech devraient relancer la dynamique de croissance du PIB chinois

**Graphique 1** : La migration industrielle vers les provinces intérieures de la Chine\* est sur le point de reprendre



\*inclut : Anhui, Chongqing, Gansu, Guizhou, Guangxi, Heilongjiang, Henan, Hubei, Hunan, Mongolie intérieure, Jiangxi, Jilin, Ningxia, Qinghai, Shaanxi, Shanxi, Sichuan, Tibet, Xinjiang et Yunnan.  
Données arrêtées à novembre 2021 ; sources : CEIC, BNP Paribas Asset management

Toutefois, cette migration s'est inversée depuis 2013 (voir graphique 1), lorsque Pékin s'est attaché à réorienter les moteurs de la croissance économique de l'investissement et de l'industrie manufacturière vers les services et la consommation. Cette évolution a entraîné une augmentation de la part du secteur tertiaire dans la croissance, au détriment du secteur secondaire. La croissance globale du PIB a ralenti, reflétant la politique de Pékin à l'époque, qui consistait à accepter une croissance moins élevée en échange d'une croissance de meilleure qualité.

Le nouveau cadre de réforme devrait relancer la migration industrielle vers les provinces intérieures, avec une prédominance des industries à forte valeur ajoutée. Les efforts déployés par le gouvernement pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2060 devraient ouvrir de nouveaux secteurs de croissance et de nouvelles opportunités d'investissement pour remplacer les secteurs en déclin

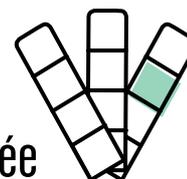
## OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT DANS DE NOUVELLES INDUSTRIES

La Chine doit moderniser l'infrastructure de son réseau électrique et développer des systèmes de stockage de l'énergie pour améliorer l'offre et la distribution d'énergie. Elle doit également réduire sa consommation d'énergies fossiles en utilisant davantage d'électricité verte et procéder à une réorientation structurelle des industries lourdes à forte intensité énergétique vers des segments à forte valeur ajoutée afin de renforcer l'efficacité énergétique. Au cours de la prochaine décennie, les investissements dans les nouveaux secteurs devraient atteindre 5 000 milliards de yuans (781 milliards de dollars) par an – soit environ 10 % du total annuel des investissements en immobilisations de la Chine.

La mobilisation de capitaux privés est essentielle pour soutenir l'investissement dans les secteurs liés à la transition verte. Combiné au développement de la hard tech, ces investissements devraient relancer la dynamique de croissance du PIB de la Chine et augmenter la productivité à moyen terme du pays. L'avenir nous en dira plus sur l'évolution de ces tendances. Quoi qu'il en soit, elles fournissent déjà des éléments de réflexion utiles pour évaluer les perspectives de croissance de la Chine et, partant, la manière dont les investisseurs peuvent positionner leurs stratégies d'investissement dès 2022.



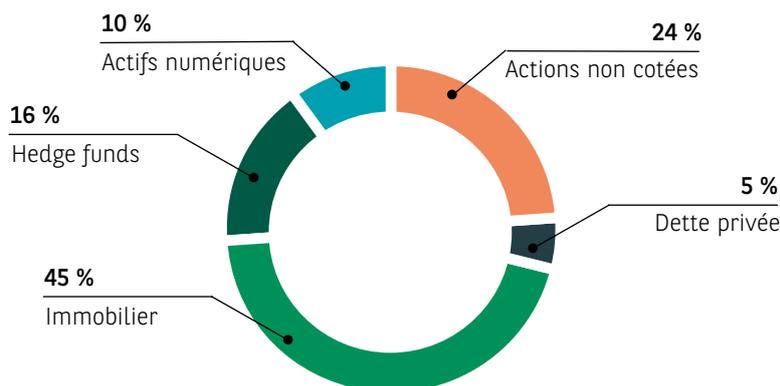
**DAVID BOUCHOUCHA**  
Head of Private Debt  
and Real Assets



## Financer la croissance économique avec la dette privée

**S'appuyer uniquement sur les actifs cotés pour bâtir un portefeuille n'est plus possible. La dette privée est en train de devenir un élément central des allocations.**

**Graphique 1** : Répartition des investissements "Alternatifs" par catégories en % de la capitalisation (données au 3e trimestre 2021)



Un « actif numérique » est un fichier numérique incluant un droit de propriété, et qui peut ainsi être détenu et transféré, utilisé comme moyen de paiement ou comme moyen de détention d'un bien immatériel (œuvres d'art numériques, vidéo, contrats). Les cryptomonnaies, les stablecoins et les jetons non fongibles (ou NFT - licence d'utilisation d'une œuvre numérique) sont des exemples d'actifs numériques.

Source : JP Morgan, Alternative Investments Outlook and Strategy, Octobre 2021

En dépit des récentes inquiétudes sur un possible essoufflement de la croissance et une éventuelle prolongation des tensions inflationnistes, la photo de cette fin 2021 reste claire : les économies du G7 redémarrent, grâce à la relance budgétaire et monétaire, avec pour corollaire des marchés actions au plus haut et des taux toujours très bas.

### UN FINANCEMENT HYBRIDE DE L'ÉCONOMIE

Alors que les valorisations des actions et des obligations sont élevées, la dette privée offre une alternative adaptée : à niveau de risque égal, elle offre une prime de liquidité par rapport aux obligations cotées. Cela explique les records de levées de fonds sur la dette privée, avec 120 milliards de dollars au premier semestre 2021 en Europe (source : Preqin).

Cet engouement pour la dette privée concerne un ensemble de plus en plus large d'investisseurs. Aux assureurs, qui ont de longue date investi ce terrain en raison d'un traitement favorable en Solvency 2, se joignent désormais fonds de pension, fonds souverains et même particuliers. Beaucoup d'investisseurs institutionnels ont des programmes permanents d'allocation à 10 % ou 20 % de leurs portefeuilles, parfois au-delà de 40 %, avec un équilibre entre private equity, actifs réels et dette.

Bien sûr, la dette privée n'échappe pas au débat sur l'impact de la surabondance de liquidité sur les primes de risque : les montants de capital disponible alimentent la pression sur les marges de crédit. Toutefois, les primes de liquidité se maintiennent, car la demande de financement est aussi en hausse.

**En respectant les impératifs de soutenabilité,  
de diversification et de valeur relative, la dette privée  
peut ajouter de la valeur et de l'impact aux portefeuilles**

Le boom des fusions et acquisitions lié à la croissance alimente les besoins de financement des midcap européennes. Les besoins en infrastructures liés aux transitions énergétique et numérique sont gigantesques, notamment à la croisée des technologies de l'information et des infrastructures traditionnelles : batteries, infrastructures intelligentes (réseaux, villes, routes), traitement et transmission des données.

De plus, les règles du comité de Bâle viennent durablement mettre les bilans des banques sous contrainte. En conséquence, la dette privée fait désormais partie d'un modèle de financement complémentaire pour les banques et les investisseurs en Europe.

## UN TRIPLE IMPÉRATIF

Cette contribution de la dette privée au financement de la croissance est en soi un élément attractif et motivant pour les investisseurs. Elle implique également, de plus en plus, des exigences environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) : financer l'économie c'est bien, financer l'économie de demain, c'est mieux !

Répondre à cette exigence ESG nécessite des moyens importants et des approches adaptées à chaque sous-jacent. Pour nos portefeuilles de prêts infrastructure ou immobilier, nous mesurons les impacts carbone et environnementaux et, par exemple, le nombre de foyers qui auront accès au numérique. Pour une PME il s'agira d'évaluer la sensibilité des dirigeants aux thèmes ESG et la trajectoire prise par l'entreprise.

Deuxième impératif, la recherche de diversification s'applique aussi au sein de la dette privée. La pandémie a montré que des secteurs qui semblaient porteurs ne sont pas à l'abri de chocs. Et le risque de surchauffe sur les actifs les plus recherchés incite les gérants à innover et à se tourner vers une gamme plus large de sous-jacents. C'est pourquoi il est important d'avoir une approche plurisectorielle en infrastructure et en immobilier, avec les entreprises, ainsi que des stratégies très diversifiées sur le financement PME et encore plus granulaires avec les prêts hypothécaires.

Enfin la recherche de la juste rémunération du risque doit être au cœur de toute décision de crédit. Un ratio classique adopté par les gérants est le taux de sélectivité des dossiers. De nombreux dossiers de crédit, bons en apparence, peuvent être écartés, s'ils n'offrent pas le niveau juste de rémunération. C'est pourquoi nos processus intègrent un calcul systématique de la prime de liquidité, fondé sur notre analyse des éléments comparables cotés.

Nous sommes convaincus qu'en respectant ces trois impératifs – soutenabilité, diversification, valeur relative – nous pouvons, en gérant nos allocations à la dette privée, ajouter de la valeur et de l'impact aux portefeuilles.

## PRODUCTION

Daniel Morris, Responsable de la stratégie, co-responsable de l'Investment Insight Centre  
Andrew Craig, Co-responsable de l'Investment Insight Centre  
Christine Bosso, coordinatrice  
Nieck Ammerlaan, gestionnaire de contenu - Investment Insight Centre

Conception graphique : Creative Services BNPP AM

Cette publication est produite par l'Investment Insight Centre de BNP Paribas Asset Management.  
Contact : AM -- Investment Insights ([AM.investmentinsights@bnpparibas.com](mailto:AM.investmentinsights@bnpparibas.com))

La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent évoluer aussi bien à la hausse qu'à la baisse et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur mise initiale.

Investir sur les marchés émergents ou sur des segments de marché spécialisés ou restreints peut présenter une volatilité supérieure à la moyenne en raison de la forte concentration de leurs positions, d'un degré d'incertitude plus élevé reflétant le manque d'informations disponibles, de leur liquidité plus faible ou de leur sensibilité plus grande à l'évolution du contexte de marché (social, politique et économique).

Certains marchés émergents offrent moins de sécurité que la plupart des marchés développés internationaux. Par conséquent, les services de transaction, de liquidation et de conservation du portefeuille utilisé pour le compte de fonds investis dans les marchés émergents peuvent comporter un risque plus élevé.

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).



Téléchargez l'application Investors' Corner



INVESTORS'

corner



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

**L'investisseur  
durable d'un  
monde qui change**