

Perspectives 2021

Toutes les prévisions du début de l'année 2020 ont été prises à contrepied. Personne n'aurait pu imaginer, il y a un an, que le virus apparu en Chine se transformerait aussi rapidement en épidémie mondiale, que la planète entière se trouverait confinée pendant plus de 2 mois avec un arrêt brutal de l'activité économique et que les marchés financiers, après un effondrement de plus de 30% au mois de mars, termineraient l'année à l'équilibre ! Un an après, dans quelle situation sommes-nous et, forts de cette expérience à nulle autre comparable, quels enseignements pouvons-nous en tirer ?

D'un point de vue sanitaire, le virus Covid-19 continue de se propager (sous différentes formes mutantes) à travers le monde, à l'exception notoire des pays d'Asie qui ont confiné de manière stricte à l'instar de la Chine, pourtant berceau de l'épidémie. La grande différence par rapport à 2020 est que nous sommes entrés dans une période de vaccination active et sommes donc lancés dans une course contre la montre pour atteindre le taux d'immunité collective nécessaire au recul de l'épidémie. Cette période s'annonce cependant plus longue qu'anticipée, semée d'embûches et inégalement répartie selon les pays.

Sur le plan économique, après un recul de l'activité mondiale de 4,2% en 2020, les anticipations de croissance pour 2021 sont de l'ordre de 5%. Cette perspective a cependant été revue en baisse récemment (environ 4%) pour tenir compte des nouvelles mesures de confinement, notamment en Europe. Comme en 2020, il est cependant très probable que les Etats, toujours soutenus par les Banques Centrales, continuent à prendre les décisions nécessaires pour compenser le manque d'activité lié à ces mesures. Le programme de relance de 1.900 Mds USD annoncé par Joe Biden en est la parfaite illustration. Seule ombre au tableau, ce soutien sans faille des Etats a conduit à une hausse massive des déficits et des ratios d'endettement qui ont atteint des niveaux records et dépassent largement le niveau de 100% de dettes/PIB dans certains pays (120% pour la France).

Le scénario de reprise économique en 2021 a pris du retard du fait de l'apparition de nouvelles souches du virus et des mesures de confinement, mais n'est pas remis en cause à ce stade. La période

de vaccination devrait commencer à produire ses effets dans les pays les plus avancés (Israël, Etats-Unis, Grande Bretagne) et ainsi permettre d'entrevoir une sortie de crise. Les différents plans de relance déjà votés ou à venir vont également soutenir l'activité dans les prochains mois et notamment les secteurs les plus touchés (tourisme, transports, loisirs...) qui bénéficieront ainsi d'un soutien sans faille des Etats. Si la question de la dette va inévitablement se poser, il nous semble que ce sujet ne sera critique qu'à partir du moment où l'activité aura réellement redémarré. Dans l'intervalle, les Banques Centrales continueront à fournir la liquidité nécessaire pour maintenir les taux d'intérêt à des niveaux suffisamment bas pour ne pas entraver la reprise économique. L'heure des comptes viendra, mais ce n'est, à notre avis, pas le sujet des prochains mois.

La reprise des marchés actions en 2020 s'explique donc essentiellement par un environnement de taux d'intérêt proches de zéro, un effort budgétaire sans précédent et une reprise forte de la consommation post-confinement. Ces conditions restent valables en 2021 et devraient permettre une poursuite de la hausse des marchés. Les anticipations de croissance des bénéfices sont fortes mais calculées sur une base 2020 particulièrement dépréciée. A 18 fois les bénéfices 2021, les marchés européens conservent une marge de progression intéressante, notamment en termes de prime de risque (écart de rémunération avec les emprunts d'Etats). Dans le détail, les secteurs cycliques et les valeurs financières restent les plus décotées et les moins sensibles à une éventuelle remontée des taux.

Les marchés obligataires présentent dans leur ensemble peu d'intérêt. Les politiques monétaires ultra-accommodantes des Banques Centrales maintiennent les taux à des niveaux artificiellement bas. Les *spreads* de crédit sont revenus proches des plus bas enregistrés début 2020, aussi bien sur les notations *Investment Grade* que *High Yield*. Ainsi, seule une sélection très attentive des obligations d'entreprises offrant un rendement attractif nous paraît avoir du sens aujourd'hui, à condition d'éviter les secteurs ou sociétés dont le bilan se trouvera trop dégradé en sortie de crise. Enfin, les politiques budgétaires expansionnistes et la reprise économique devraient provoquer une légère remontée des prix et, à terme, entraîner une repente des courbes de taux comme cela a pu être vérifié sur la courbe des taux américaine en fin d'année dernière.

La volatilité des actifs risqués va rester forte en 2021 et l'évolution des marchés va rester étroitement liée à l'évolution de la pandémie et de la campagne de vaccination.

Les marchés actions présentent un profil de risque plus symétrique que les marchés obligataires artificiellement soutenus par les Banques Centrales.

La rotation sectorielle initiée au quatrième trimestre en faveur des actions cycliques et financières devrait se prolonger en 2021 parallèlement à la sortie de la crise sanitaire et à la reprise de l'activité économique.

Le sujet de l'inflation va redevenir un sujet de discussion du fait de la masse de liquidités injectée dans l'économie depuis le début de la crise. L'évolution des taux sera alors un élément déterminant de l'évaluation des actifs risqués.

Nous restons donc raisonnablement investis en actions, notamment européennes et chercherons à profiter de la volatilité des marchés au cours de l'année pour ajuster le risque des portefeuilles.

Zone euro	Prévisions 2021	
	Prévisions 2021	31/12/2020
Croissance	+4,5%	-7,5%
Inflation	1,50%	0,30%
Taux courts	-0,45%	-0,45%
Taux longs	0,20%	-0,34%
Euro / dollar	1,30	1,12
CAC 40	6 000	5 551

Environnement économique

L'année 2020 restera marquée par la crise sanitaire du Covid-19 qui a sévi à travers le monde et a conduit à un confinement quasi généralisé entre les mois de mars et mai. Sans solution médicale, les différents gouvernements n'ont pas eu d'autres choix que d'appliquer des mesures restrictives de circulation des personnes, plongeant les économies dans des récessions violentes comme dans la zone euro qui a connu une baisse de plus de 11% de son PIB au deuxième trimestre 2020. Devant ces perspectives d'effondrement, les marchés financiers se sont écroulés (Eurostoxx en baisse de 35% entre le 1^{er} janvier et le 18 mars 2020), les prix du pétrole et des matières se sont effondrés et les prix des obligations privées ont plongé devant la crainte de faillites en masse.

La réaction des autorités politiques, soutenues par les Banques Centrales, a été rapide, massive et efficace : soutien financier, chômage partiel, financements garantis par l'Etat, report de charges... La politique du "quoi qu'il en coûte" a permis d'éviter un effondrement massif de l'économie. Un plan de relance de 750 Mds d'euros a notamment été signé au niveau européen, ce qui constitue un premier pas vers un financement centralisé de la zone euro. A partir du mois de mai et du "déconfinement" progressif, la reprise a été plus forte qu'attendue, soutenue notamment par la consommation des ménages qui ont différé leurs dépenses et épargné durant la période de crise. Le troisième trimestre a été particulièrement dynamique avec un rebond de 12,8% du PIB de la zone euro. Durant cette période, nous avons assisté à une très forte reprise des marchés financiers (+39% pour l'indice MSCI World entre le 23 mars et le 1^{er} septembre).

La deuxième vague de la pandémie et les mesures de reconfinement associées ont freiné ce mouvement de reprise au mois de septembre, mais l'annonce de la découverte du vaccin Pfizer/BioNTech et l'élection de Joe Biden ont donné un nouvel élan aux marchés financiers. La fin de l'année a, enfin, été marquée par le vote d'un nouveau plan de relance de 900 Mds USD par le congrès américain et par la signature in-extremis de l'accord sur le Brexit.

Les marchés financiers en 2020

Les marchés actions

Actions	Décembre 2020	Décembre 2019	Variation 2020
S&P 500	3 756	3 231	+16,26%
Euro Stoxx	398	404	-1,58%
DAX	13 719	13 249	+3,55%
CAC	5 551	5 978	-6,40%
Shangai Composite	3 473	3 050	+13,87%
Nikkei 225	27 444	23 657	+16,01%

Les marchés des changes

Devises	Décembre 2020	Décembre 2019	Variation 2020
EUR/USD	1,23	1,12	+9,68%
GBP/USD	1,36	1,33	+2,78%
USD/JPY	103,19	108,61	-4,99%

Les marchés obligataires :

Les marchés obligataires n'ont pas échappé à la panique du mois de mars, notamment sur le marché du crédit qui a vu une explosion du niveau des spreads et une disparition totale de liquidité. Les interventions des Banques Centrales et les plans de soutien ont cependant rapidement redonné confiance aux investisseurs ce qui a permis de stabiliser le marché. En fin d'année, le marché des obligations "investment grade" avait retrouvé son niveau d'avant crise alors que le marché des obligations à haut rendement a conservé une légère prime de risque. L'année 2020 a, par ailleurs, connu une avalanche de nouvelles émissions (plus de 500 Mds d'euros), les émetteurs profitant de l'appétit des investisseurs pour procéder à de nombreuses opérations de refinancement. Les taux longs sont restés à des niveaux historiquement bas, même si la courbe des taux américains a connu un mouvement de repentification suite à l'élection de J. Biden.

Les marchés actions :

Après un premier trimestre catastrophique marqué par une baisse de plus de 35% au mois de mars, les marchés actions ont terminé l'année sur une note positive, proches des points d'équilibre. Les marchés chinois, américains et japonais ont réalisé les meilleures performances alors que le marché européen est resté en léger retrait.

Les marchés obligataires

Taux à 10 ans (%)	Décembre 2020	Décembre 2019	Variation 2020
Etats-Unis	0,91	1,92	-1,01
Allemagne	-0,57	-0,19	-0,38
France	-0,34	0,11	-0,46
Italie	0,54	1,41	-0,87
Espagne	0,04	0,46	-0,42
Portugal	0,03	0,43	-0,40

Le pétrole et l'or

Matières premières	Décembre 2020	Décembre 2019	Variation 2020
Brent USD/ Baril	51,8	66,0	-21,52%
Or USD/Once	1 898,4	1 517,3	+25,12%

Les écarts de performances sectorielles ont également été spectaculaires : d'un côté, les valeurs cycliques (construction, matières premières, transport) et les valeurs financières (banques et assurances) ont été les plus impactées et affichent de fortes baisses sur l'année. De l'autre côté, les valeurs défensives, mais surtout les valeurs de croissance, notamment du luxe, ont profité de la forte reprise de la consommation et de l'environnement de taux bas. Cette tendance s'est cependant inversée à partir du mois de novembre sans, pour autant, combler les écarts de valorisations.

Devises et matières premières :

L'euro et le franc suisse ont progressé contre les autres monnaies en 2020. L'instabilité politique outre-manche a favorisé la devise européenne qui a progressé de 9,7% contre le dollar américain.

Déjà pénalisés par les prévisions de baisse de la consommation en début d'année, les prix du pétrole se sont effondrés au mois de mars avant de se reprendre progressivement suite aux accords de l'OPEP et à la baisse de la production. A l'inverse, l'or a joué pleinement son rôle de valeur refuge et affiche un bond de 25% sur la période.