

# LE POINT SUR L'ANNÉE ÉCOULÉE & PERSPECTIVES 2021

31 décembre 2020 / Auteurs >>> **Florian D'AGOSTINI - Dominique MARCHESE - Jean Philippe VANDERBORGHT,**  
Analysts & Fund Managers

Il y a un an jour pour jour, notre scénario central pour l'année 2020 était une stabilisation économique globale. Finalement, pour une raison connue de tous, il n'en fut rien. Impossible à appréhender, ce qui ne s'apparentait pourtant qu'à une grippe est venu bouleverser l'ordre mondial. Aveuglés par le précepte que certaines choses n'arrivent qu'aux autres, nous occidentaux, sommes tombés de haut au mois de février. En quelques heures, le socle même de notre société s'est mis à tanguer: mondialisation, consommation, voyages, contacts sociaux, toutes ces habitudes tant ancrées dans nos cultures se sont arrêtées pour laisser place à l'incertitude et à l'inquiétude. Pourtant, les avertissements avaient été nombreux, le SRAS en 2003, H1N1 en 2010 puis Ebola en 2013. Trop régionales, trop lointaines, ces épidémies n'ont jamais réellement été prises au sérieux par nos dirigeants. La Covid-19 se chargera quelques années plus tard de rappeler que nous vivons tous sur la même planète et que les virus n'ont cure des frontières et des origines.

Jalonnant l'ensemble de l'année, la pandémie mondiale nous aura gratifié de plusieurs vagues de contaminations successives qu'on se passera de commenter, mais qui ont mis en exergue les capacités organisationnelles dans le monde. L'Asie du Sud-Est, Chine en tête, fait figure de très bon élève, capitalisant probablement sur les diverses épidémies déjà contrôlées par le passé. L'Australie, Taiwan mais également la Nouvelle Zélande, forts de leur isolement naturel, sont aussi en haut de tableau. Quant aux Etats-Unis ou à l'Europe, la situation sanitaire a été et est toujours préoccupante.

Fort heureusement, pour ce qui est caractérisé comme la plus grande prouesse médicinale du XXIème siècle, la découverte d'un vaccin nous laisse entrevoir la lumière au bout du tunnel. Néanmoins, cette réussite n'en sera une que si le taux d'acceptation par la population mondiale s'élève, ce qui n'est pas forcément le cas pour le moment : trop vite, trop beau, les récalcitrants sont nombreux... Mais avant de parler de futur, faisons la rétrospective de cette année intense d'un point de vue économique et financier...

## 2020 DANS LE RÉTROVISEUR

D'un point de vue économique, le choc exogène brutal causé par la Covid-19 est inédit depuis la fin de la seconde guerre mondiale. La croissance économique s'est effondrée au cours du premier semestre lorsque l'activité mondiale s'est arrêtée du jour au lendemain. Depuis, la dynamique est revenue, bien aidée par les Banques Centrales mais également par un répit pandémique estival. Le rôle étatique via la relance budgétaire a été prépondérant pour les entreprises, le soutien des Banques Centrales ne pouvant pas tout régler à lui seul. Une chose est sûre : entre taux bas, rachats d'actifs massifs et nouvelles opérations de refinancement, **l'inflation reste à des niveaux modestes**. L'indice des prix à la consommation devrait progresser de 1,2% aux Etats-Unis et de 0,3% en Europe pour l'année écoulée.

Quant à **la croissance mondiale, sur l'année 2020**, celle-ci devrait s'inscrire **en baisse de 3,9%**, soit légèrement inférieure au score des **Etats-Unis (-3,6%)** tandis que **l'Europe** devrait s'afficher bien en-dessous **(-7,4%)**.

Les attermoissements du début nous ont fait craindre une fois de plus une Europe trop molle par rapport à nos confrères américains, mais les réponses qui s'en sont ensuivies ont vite rassuré. **L'impact plus marqué sur la croissance européenne nous viendrait cette fois d'autres facteurs**. Affectée dès le premier trimestre, l'Europe a dû subir un choc survenant sur une trajectoire de croissance déjà moins dynamique au départ que celle des Etats-Unis. Les dégâts sur une économie plus faible en amont

y sont d'autant plus importants, sans parler du plongeon encore plus radical au second trimestre induit par des confinements globalement plus stricts à travers l'Europe. Notons également le poids économique de certains secteurs sensibles comme ceux liés au tourisme dans les pays de la périphérie.

Même si une réponse commune lors de la première vague a mis du temps à se matérialiser, la bonne nouvelle est sortie du bois pendant l'été, avec le vote d'un **plan de relance de 750 milliards d'euros**. Le principe de mutualisation d'une partie de la dette y est inédit. La Hongrie et la Pologne, réputées conservatrices, opposantes à la conditionnalité du versement des fonds européens au respect de l'Etat de droit, ont bien failli tout faire capoter en fin d'année. Mais l'Allemagne, à la présidence tournante du conseil de l'Union, a réussi in extremis à rassurer les deux protagonistes. Quoi qu'il en soit, à ce pas franchi en faveur du concept de **mutualisation des dettes souveraines** si difficile à greffer à notre projet européen, s'ajoute un **plan de relance particulièrement orienté sur les grands enjeux du XXIème siècle**, y compris climatiques, exacerbés par la pandémie actuelle.

Les milliards pour le climat vont donc pleuvoir en Europe, en Chine et peut-être même aux Etats-Unis. Non pas grâce à Donald Trump, mais à son successeur **Joe Biden**, fraîchement élu dans une course à la Maison-Blanche rocambolesque dont le président sortant n'a toujours pas accepté l'issue. Peu importe, c'est bien le candidat démocrate qui prendra la place du magnat de l'immobilier à partir de janvier 2021. Une bouffée d'air dans les relations internationales et une élection qui aura été finalement bien digérée par les marchés financiers, car bien éloignée de la vague bleue hostile à Wall Street qu'ils pouvaient craindre.

Ces **marchés financiers** justement auront joué avec nos nerfs en 2020. **La volatilité des indices aura été la plus brutale de l'histoire**. Les grandes gagnantes de l'effet Covid sont clairement toutes les sociétés liées de près ou de loin à la digitalisation de l'économie, les ventes en ligne, le cloud, le home delivery. Amazon, STMicroelectronics mais aussi Microsoft ou encore Delivery Hero, toutes ces valeurs ont été en verve dans une année qui restera historique.

In fine, dans un **contexte digital porteur**, les yeux se tournent forcément vers le Nasdaq, qui termine l'année en hausse de 44%. Son homologue chinois a d'ailleurs également très bien performé, et ce assez logiquement dans un pays où le digital est devenu quasi culturel. Les exploitants de plateformes de e-commerce Meituan, Pinduoduo ou Vipshop, encore méconnues il y a quelques mois, sont devenus des stars du jour au lendemain.

La finalité est qu'au terme d'une année chahutée, les valeurs de croissance, tournées sur les secteurs les moins touchés par la crise

sanitaire (technologiques, e-commerce, mais bien d'autres encore) ont continué de surperformer, même si le segment *Value* a fortement rebondi lors des premières annonces de vaccin efficace par Pfizer.

D'un point de vue géographique, l'Europe reste en retrait, et ce assez logiquement vu le caractère plus cyclique des sociétés de la zone. Certaines entreprises dans le paiement (Worldline, Adyen), dans le digital (Capgemini) ou liées à la relance verte (Schneider Electric) ont cependant tiré leur épingle du jeu.

**Les niveaux de valorisation** affichés en cette fin d'année ainsi que l'euphorie autour des nouvelles IPO de la tech américaine appellent certes à la **prudence**. Il n'en reste pas moins que **dans un environnement où les confinements se succèdent** et la liberté de mouvement reste faible, **le segment de la technologie fait presque office de valeur « refuge »**. Surtout, mis à part le marché des actions, les **alternatives** pour trouver du rendement ne sont pas légion.

Sur le **marché obligataire**, l'année a de nouveau été marquée par **une détente prononcée des rendements**, avec un Bund 10 ans s'installant durablement en territoire négatif (-0,57%). Aux Etats-Unis, le Treasury 10 ans a également atteint au plus bas, début mars, un rendement de 0,508%. Ces mouvements sur les taux, impactés par les politiques monétaires extrêmement accommodantes et les incertitudes globales liées à la Covid, ont fortement contribué à la belle performance de segments à durée plus longue. Les différents segments du crédit ont également bien performé même si la volatilité en début d'année a été assez importante.

Du côté des **devises**, **le dollar est le grand perdant** depuis le début d'année, même s'il a joué son rôle de valeur refuge au pic de la crise. L'euro quant à lui a repris de la hauteur, notamment au lendemain de la signature d'un accord sur le plan de relance régional. La livre britannique est restée tributaire des multiples rebondissements autour du dossier « Brexit ». Certaines devises émergentes ont terriblement souffert de la crise de la Covid-19 alors que les problèmes étaient déjà très nombreux dans ces pays. Enfin, un mot sur le yuan chinois qui s'est fortement apprécié contre un panier de devises dont le dollar.

Retenons que l'année 2020 restera probablement un grand catalyseur d'une nouvelle vague de digitalisation accélérée par la Covid. De là à changer drastiquement nos habitudes de consommation sur le long terme, il y a des doutes. Il n'en reste pas moins que de multiples enjeux subsistent que cela soit sur le volet social, économique, sanitaire, mais également environnemental.

En route pour 2021...

## PERSPECTIVES 2021

### SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Le cycle économique a donc pris des allures de montagnes russes en 2020, les rebonds spectaculaires succédant aux plonges historiques. Il semble clair que **l'environnement macro se détériore à nouveau au tournant de l'année** en raison de la trajectoire pandémique et des mesures restrictives associées. Ceci est particulièrement valable pour l'Europe, qui traverse probablement un nouvel épisode de contraction d'activité - d'ampleur heureusement moindre que le précédent, et dans une mesure moindre aux Etats-Unis.

La mise au point de vaccins a priori prometteurs laisse toutefois entrevoir des lendemains meilleurs avec une **ré-accélération plus durable à partir du printemps**. Au-delà des effets de réouverture, une plus grande visibilité devrait regonfler **la confiance des acteurs économiques**, favorisant les décisions d'investissement, d'embauche et la réduction de l'épargne de précaution.

Sans être aussi puissant qu'en 2020, le cocktail de politique monétaire et budgétaire et son effet sur les conditions financières au sens large devraient rester stimulants.

Finalement, 2021 pourrait bénéficier d'un **contexte politique moins déstabilisant** que ces dernières années avec un calendrier électoral plutôt léger, un changement d'approche à la Maison-Blanche et le règlement du Brexit.

Il ne faut toutefois pas se leurrer : la crise sanitaire laissera des traces avec une normalisation plus lente de certains secteurs, un endettement alourdi dans le secteur public et privé, une disparition parfois définitive d'entreprises et d'emplois. **Malgré une croissance**

### SUR LE SEGMENT DES OBLIGATIONS

La faiblesse de l'inflation, le statu quo prolongé sur les taux monétaires et l'achat massif de **dette souveraine** par les banques centrales devraient constituer un ancrage puissant pour les rendements obligataires. Nous envisageons toutefois **une légère hausse des taux longs** en raison de la baisse d'incertitude, de l'accélération cyclique et de l'accroissement de l'offre de papier aux US. Vu le point de départ historiquement bas, la hausse envisagée, aussi contenue soit-elle, suffit à produire des rendements attendus légèrement négatifs pour les principaux marchés développés. En dehors d'une optique de couverture à court terme ou de diversification, **l'obligataire souverain ne semble pas constituer une proposition attractive pour l'investisseur non contraint**.

### SUR LE SEGMENT DES DEVISES

Sur le marché des changes, **le dollar US** cède du terrain depuis la fin du premier confinement, ayant **perdu au moins partiellement deux de ses atouts majeurs** : l'attrait pour la valeur refuge ultime dans les situations extrêmes et un différentiel d'intérêt appréciable. Malgré cette dépréciation, l'USD ne peut certainement pas encore être considéré comme fondamentalement bon marché.

**rapide anticipée, le niveau d'activité dans les grands pays développés restera inférieur à sa trajectoire pré-virus en fin d'exercice 2021.**

Ce déficit de production est selon nous fondamental dans l'analyse des **perspectives d'inflation**, car il pèsera sur le « pricing power » des sociétés et sur la croissance des salaires. **Les craintes d'un décollage inflationniste** lié à une re-localisation des chaînes de production ou aux politiques publiques ultra-expansionnistes nous semblent **à tout le moins prématurées**. Si l'on fait abstraction du bruit créé par quelques effets purement mécaniques (pétrole, TVA allemande...), la trajectoire devrait rester sur une **très modeste hausse de l'inflation sous-jacente** en 2021 vers des niveaux toujours bénins.

Fortes de l'expérience post-crise financière, **les principales banques centrales mondiales devraient rester extrêmement prudentes**. L'arme des taux directeurs est évidemment contrainte vu que le niveau zéro a été atteint ou enfoncé dans la plupart des pays majeurs. L'accent est donc placé sur d'autres paramètres. La Fed visera ainsi un dépassement temporaire de son objectif d'inflation de 2% pour compenser la faiblesse passée de la hausse des prix, suggérant ainsi une longue période de stabilité des taux. Elle poursuivra également ses achats d'actifs au moins au rythme actuel de \$120 milliards par mois. En Europe, la BCE vient encore d'annoncer un renforcement et une prolongation de ses mesures sur les injections de liquidité dans le système bancaire et sur son enveloppe destinée aux programmes d'achats d'actifs (EUR 500 milliards supplémentaires à dépenser au moins jusqu'en mars 2022).

Au sein de la sphère obligataire, **le crédit semble offrir une alternative un peu plus séduisante**. Les primes de risque ont certes fondu après la tension extrême du mois de mars, anticipant largement sur la reprise économique attendue et réduisant la marge d'erreur sur les valorisations. Le climat de début de cycle devrait toutefois s'avérer propice pour ce segment, de même que la réduction de l'offre, la présence des banques centrales et la recherche désespérée d'actifs au rendement absolu positif. **Au total, le crédit devrait battre les emprunts étatiques** et générer des performances modestement positives **mais nécessitera une attention soutenue sur la sélection et la diversification des titres**.

Quant à **l'euro, soutenu par une reprise globale et des facteurs structurels de long terme** - tels la robustesse de la balance des paiements et la sous-exposition chronique des investisseurs internationaux, nous pensons qu'il peut encore s'apprécier quelque peu **vers une zone de USD 1,25**. Un mouvement durablement plus marqué nous paraît se heurter à la fragilité macroéconomique et institutionnelle de la région.

## SUR LE SEGMENTS DES ACTIONS

Malgré la persistance de nombreuses incertitudes et les inquiétudes liées à la nouvelle vague de la pandémie dans l'hémisphère Nord tel qu'énoncé plus haut, **les perspectives 2021** semblent toutefois **prometteuses pour les marchés d'actions**. Les raisons sont multiples :

1. Si elles dépassent les réticences des populations, **les prochaines campagnes de vaccination** contre la Covid-19 devraient atteindre un rythme soutenu dès le 2<sup>ème</sup> trimestre 2021. La grande qualité des résultats des tests de plusieurs candidats vaccins et la disponibilité rapide de moyens logistiques et de production considérables laissent anticiper un allègement significatif des mesures de confinement et de restriction de circulation, et en conséquence **une reprise cyclique forte** dans l'hémisphère Nord, dès le printemps prochain comme nous l'annonçons.
2. **Les conditions financières et budgétaires au demeurant très favorables** restent évidemment des soutiens majeurs aux actions. Nos perspectives d'inflation laissent entendre le maintien par les banques centrales d'une politique très accommodante, au moins jusqu'en 2022. La faiblesse des taux d'intérêt réels qui en découle rend les actions attractives (primes de risque raisonnables), même si leur niveau de valorisation absolu peut sembler tendu sur une base historique.
3. **Le ciel politique devrait également s'éclaircir**.
  - a. Aux **États-Unis**, les résultats des élections présidentielle et législatives devraient orienter **la politique économique vers le centre démocrate**, une bonne nouvelle pour Wall Street. Les premières nominations au sein de la nouvelle administration sous la présidence de Joe Biden reflètent des choix plutôt éloignés des desiderata de l'aile progressiste radicale.
  - b. En **Europe**, les perspectives de reprise économique sont également soutenues par l'adoption de **cet ambitieux plan de relance financé par la Commission**, centré sur la transition énergétique et la souveraineté numérique de l'Union, sans parler du budget européen pour la période 2021-2027 (1.074 milliards d'euros). Le plan de relance, qui sera ciblé sur les pays les plus affectés par la pandémie, en particulier dans le sud de l'Europe, constitue bien une première puisqu'il renforce significativement l'intégration européenne en permettant une bien meilleure

circulation de l'épargne du nord vers le sud. Jusqu'à présent, l'épargne excédentaire de l'Allemagne et des Pays-Bas était investie en bons du Trésor américain, au détriment de la croissance européenne. Et même **le dossier Brexit**, presque éternel caillou dans la chaussure de l'UE pour attirer la confiance des investisseurs étrangers, se termine sur un dessein positif.

Des pans entiers de la bourse sont encore éloignés de leurs niveaux pré-crise. Même si de nombreux secteurs demeureront durablement affaiblis par la crise (transport aérien, tourisme, secteur pétrolier...), **les secteurs cycliques réputés « value »**, y compris les valeurs financières, qui avaient particulièrement souffert du large confinement adopté au printemps dernier, devraient poursuivre dans la voie du redressement, profitant d'une rotation des portefeuilles des investisseurs surexposés aux segments de croissance, grands gagnants de la crise sanitaire, mais qui souffrent aujourd'hui de valorisations très exigeantes.

Les marchés d'actions du Vieux Continent pourraient ainsi rattraper leur retard accumulé sur la performance de la bourse américaine fortement pondérée en valeurs technologiques (27% de l'indice S&P 500, mais 20% concentrés sur seulement 5 sociétés de plus en plus sous les feux de la critique de la part des dirigeants politiques américains, européens et des autorités antitrust).

Mais nous concluons cette note presque comme nous l'avons commencée : **la crise sanitaire a toutefois accéléré les tendances de fond de l'économie**, en particulier **la transformation digitale** (cloud, e-commerce, télétravail, 5G, internet des objets, blockchain, intelligence artificielle...en attendant l'informatique quantique) et **la transition écologique**. Ceci ne manquera pas d'avoir des répercussions importantes sur les choix d'allocation des investisseurs (importance accrue de la thématique ESG dans les flux d'investissement ; allocation toujours importante dans les secteurs des nouvelles technologies). **Les marchés asiatiques**, tirés par la Chine qui a démontré sa grande résistance durant la crise (seule grande puissance dont le PIB sera en croissance en volume en 2020), la pertinence de ses choix de politique macroéconomique et l'efficacité de sa stratégie de confinement, **devraient continuer de bénéficier des faveurs des investisseurs internationaux**.

---

## DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet [www.purecapital.eu](http://www.purecapital.eu).

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

**Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.**