

LEÇONS D'UNE PANDÉMIE

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



PERSPECTIVES
D'INVESTISSEMENT 2021



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

Lettre aux investisseurs	3
Leçons d'une pandémie	4
SECTION I	
ÉCONOMIE MONDIALE	6
La Fed de nouveau aux commandes aux États-Unis	7
La reprise en Europe confrontée à de nombreux défis	8
Les marchés émergents devraient bénéficier de la vigueur de la Chine et des États-Unis	9
MARCHÉS	
Marchés actions	11
Des opportunités la sélection des titres	11
Les titres value ont un potentiel de rattrapage en 2021	11
Les banques centrales soutiennent les valorisations	14
Marchés obligataires	
Taux d'intérêt souverains – Durablement bas	14
D'abord un impact désinflationniste...	15
...puis inflationniste à plus long terme ?	15
Obligations d'entreprise – Chasse au rendement et soutien des banques centrales	16
Matières premières et devises	17
Dépréciation en vue pour le dollar	17
L'opportunité de créer un monde plus sûr et un environnement plus durable	17
SECTION II	
THÈMES D'INVESTISSEMENT	
Gérer l'instabilité en 2021	18
Santé	19
Enjeux ESG	19
Innovation et technologies de rupture	20
Transition énergétique	21
Exposition stratégique à la Chine	21
Développement durable	22
Durabilité environnementale	22
Protection de l'environnement	24
Égalité et croissance inclusive	24
Un contexte réglementaire et une société civile en pleine évolution	25
VUE D'ENSEMBLE DES CLASSES D'ACTIFS	26
Performances en 2020	

Note aux lecteurs : sauf indication contraire, toutes les évaluations, données et prévisions contenues dans le présent document sont formulées à l'aide de données et d'informations allant jusqu'au 31 octobre 2020. Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans le présent document n'engagent que leur auteur et couvrent un horizon de 6 à 12 mois. Elles sont valables au 31 octobre 2020, se fondent sur les données disponibles et peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. Les différentes équipes de gestion de portefeuille peuvent avoir des opinions divergentes et prendre des décisions d'investissement différentes en fonction des clients. Le présent document ne constitue ni un conseil en investissement ni une invitation à vendre ou acheter des actions ou d'autres titres.

LETTRE AUX INVESTISSEURS

Chers lecteurs,

C'est peu de dire que 2020 aura été une année agitée tant pour les économies que pour les marchés financiers. L'année 2021 sera probablement dans la même veine, avec un virus qui continue à se propager, des vaccins en cours de développement et une élection partielle sénatoriale dans l'Etat de Géorgie qui sera décisive pour le contrôle du Sénat américain. En regardant au-delà de la volatilité quotidienne des marchés financiers alimentée par l'actualité, nous pensons que des tendances de fond se dégagent. Ce sont elles qui nous ont permis de faire face à la pandémie. Et ce sont également elles qui nous permettront de traverser 2021.

Pour offrir à nos clients des performances solides sur la durée, rien ne remplace des stratégies d'investissement étayées par des convictions fortes et établies à partir de recherches approfondies sur les fondamentaux des entreprises ou des marchés dans lesquels nous investissons.

Nous nous focalisons sur les grands thèmes qui détermineront selon nous l'avenir de la société, de l'économie et des marchés au cours des mois et des années à venir, plutôt que de tenir compte des effets de mode des marchés, généralement éphémères. Nous sommes convaincus d'une chose : les anciens concepts, tels que l'avantage concurrentiel d'une entreprise, la qualité de son bilan, son capital intellectuel, la notoriété de sa marque ou encore sa capacité à innover, sont toujours aussi importants pour déterminer sa valorisation.

Nous ne prétendons pas avoir toutes les réponses ou avoir fait tous les bons choix en 2020. Cependant, nous savons qu'en prenant du recul, en apprenant de nos erreurs, en analysant minutieusement notre processus et nos performances et en développant nos talents, nous pourrions faire mieux en 2021 qu'en 2020. Nous espérons que vous nous soutiendrez dans cette approche.

La pandémie a démontré de manière simultanée la fragilité de la société face à des chocs majeurs et la capacité des pouvoirs publics à prendre des mesures radicales pour y remédier. En 2020, les responsables politiques ont stoppé l'activité économique pour sauver des vies. En 2021, il est indispensable qu'ils prennent des engagements aussi forts vis-à-vis de la crise climatique. Il est inutile d'arrêter l'économie pour sauver la planète, mais il est essentiel de la transformer.

Chez BNP Paribas Asset Management, en tant que gérants d'actifs, il nous incombe d'agir en acteur responsable et de contribuer à la nécessaire transition vers un monde plus durable. Un monde dans lequel il est possible d'offrir des performances financières durables aux investisseurs sur le long terme et de préparer un avenir favorable pour nous-mêmes, nos clients et les générations futures.



- ROBERT GAMBI -

**RESPONSABLE GLOBAL DES GESTIONS
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT**

Robert Gambi

Responsable Global des Gestions, BNP Paribas Asset Management

SYNTHÈSE

LEÇONS D'UNE PANDÉMIE

Nos perspectives d'investissement 2021 ont pour but d'aider les investisseurs à s'adapter aux prochaines phases de la pandémie, à tenir compte de ses conséquences, et à accompagner la reprise à venir de l'économie. Simultanément, nous nous demandons comment identifier des solutions à la crise climatique, alors que les pays du monde entier cherchent à résoudre les conséquences économiques et sociales de la pandémie.

UNE REPRISE DURABLE

Nous consacrons une grande partie de ce document 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 nous devons à la fois investir mais aussi contribuer à une croissance durable sur le long terme. Il sera crucial d'investir à 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 accompagner les innovations indispensables pour déployer pleinement des solutions d'électromobilité, développer le capital naturel et construire des infrastructures vertes.



INVESTIR POUR LE LONG TERME

Nos thèmes d'investissement pour 2021 adoptent un angle durable - la transition énergétique et la durabilité environnementale - et mettent l'accent sur les tendances à long terme, notamment l'amélioration des soins de santé et les ruptures introduites par les nouvelles technologies.

Notre région de prédilection est 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 stratégique dans le cadre de portefeuilles diversifiés.

ECONOMIE ET MARCHÉS

Points à retenir :

- La contraction marquée de l'économie mondiale au début 2020 et une probable rechute aux États-Unis et en Europe au quatrième trimestre devraient néanmoins être suivies d'un rebond de la croissance en 2021.
- Des vaccins contre la Covid pourraient être distribués de manière massive d'ici le second semestre 2021. D'ici là, les pays devront « vivre avec » le virus car des confinements répétés ne peuvent représenter une réponse viable à long terme.
- Les autorités vont maintenir des conditions monétaires et budgétaires accommodantes pour empêcher l'effondrement de certains secteurs de l'économie. Les responsables politiques feront tout leur possible pour empêcher qu'un ralentissement déflationniste ne fasse dérailler l'économie mondiale. Les grandes banques centrales continueront à financer les déficits budgétaires, au moins jusqu'à ce que les taux de croissance des PIB renouent avec leur potentiel. Leurs achats d'actifs devraient soutenir les actifs risqués, mais le niveau élevé des valorisations qui en résulte pourrait limiter les plus-values futures.
- Les événements de 2020 seront-ils inflationnistes ? Selon nous, pas dans un avenir proche. La recherche de rendement, sur le marché du crédit comme sur la dette émergente, va rester un thème majeur pour les investisseurs obligataires.
- L'une des principales questions pour 2021 est de savoir si les actions value peuvent mettre un terme à leur sous-performance de ces dernières années et inverser enfin la tendance. L'écart de valorisation important par rapport aux valeurs de croissance, la perspective d'une hausse modérée des taux d'intérêt et la fin des périodes de confinement leur confèrent un bon potentiel de hausse. ■

SECTION I

ÉCONOMIE MONDIALE

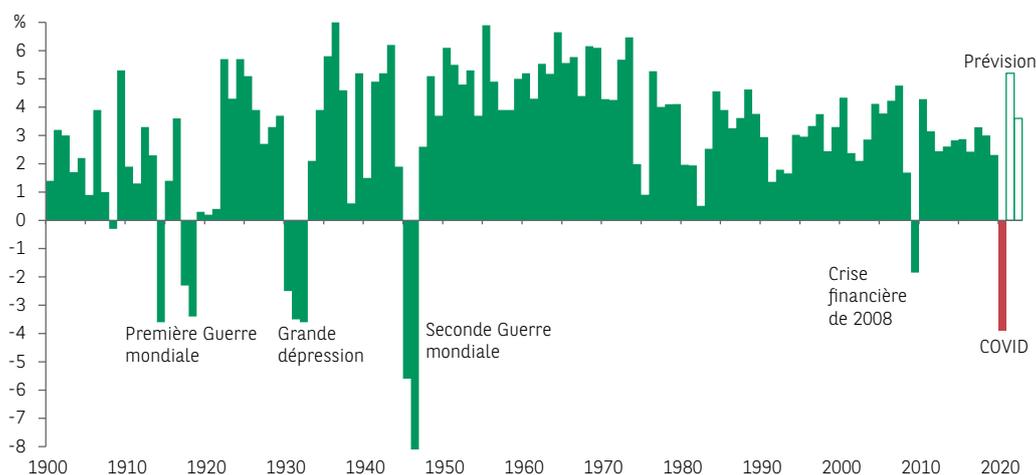
La pandémie de coronavirus restera une des plus marquantes, pas tellement en raison du nombre de décès, bien moindre que lors des pandémies précédentes, mais en raison des changements spectaculaires en matière de géopolitique, d'activité économique, de comportement des consommateurs et de la forte augmentation de l'endettement qui ont suivi le déploiement de mesures de confinement à l'échelle nationale dans de nombreux pays.

Jusqu'à présent, avec plus de 1,3 million de décès dans le monde, c'est environ 0,018 % de la population mondiale qui a succombé à l'épidémie de coronavirus. Cela représente la moitié du taux de décès de la grippe de Hong Kong dans les années 1970 et un cinquième du taux de décès de la grippe asiatique des années 1950. La grippe espagnole, quant à elle, aurait fait 50 millions de victimes à la fin de la Première Guerre mondiale, alors que la population mondiale ne représentait qu'un quart de sa taille actuelle.

Si la pandémie de coronavirus a été nettement moins mortelle, c'est parce que la réponse des gouvernements face à la menace a été totalement inédite. Lors des précédentes pandémies, les mesures restrictives furent peu importantes et par conséquent leur impact économique aussi. En revanche, la réaction au coronavirus a entraîné la plus forte chute de la croissance du PIB mondial depuis la Seconde Guerre mondiale (voir graphique 1). Ces décisions ont pu être prises en partie parce que la technologie s'est généralisée dans les économies modernes. Internet a permis à une part importante de la population de télétravailler, ce qui aurait été bien sûr impossible il y a 40 ans.

Graphique 1 : Plus forte baisse depuis la Seconde Guerre mondiale -

Le graphique montre la variation du produit intérieur brut mondial (ajusté de l'inflation, en %)



Données au 23 novembre 2020. Source : Haver, IEA, Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Malgré tout, les économies finiront par se redresser et la croissance devrait rebondir à 5,2 % en 2021 (selon le consensus Bloomberg). Pour autant, même si la demande mondiale augmente, grâce notamment à la mise au point d'un vaccin, le monde va profondément changer. Nous voyagerons différemment, nous ferons nos courses différemment, nous travaillerons différemment et nous nous divertirons différemment. Les équilibres géopolitiques vont se modifier alors que l'économie chinoise progressera par rapport aux autres pays qui ont moins bien géré la pandémie. Les taux de croissance divergeront d'un pays à l'autre, les économies plus flexibles réaffectant plus facilement la main-d'œuvre et les capitaux aux secteurs mieux exposés à la croissance de demain.

Certaines de ces évolutions seront liées à des changements de mentalité, comme la prise de conscience qu'il n'est pas nécessaire de parcourir des milliers de kilomètres en avion pour une réunion, là où une vidéoconférence suffit. Il en ira de même pour la nécessité de se déplacer tous les jours pour aller au bureau.

D'autres changements seront le résultat de l'incapacité des entreprises à survivre aux confinements prolongés ou à répétition. D'autres modifications enfin résulteront de l'augmentation spectaculaire de l'endettement des pays dû au financement par les gouvernements des entreprises et des ménages durant les confinements. Les États devraient se montrer plus enclins à financer des mesures visant à lutter contre le changement climatique puisque l'austérité fera place au soutien implicite des banques centrales à la relance budgétaire.

Ce sont là quelques-unes des leçons à tirer de la pandémie

LA FED DE NOUVEAU AUX COMMANDES AUX ÉTATS-UNIS

La reprise économique américaine sera probablement soutenue par une relance budgétaire, même si les milliers de milliards de dollars que les investisseurs espéraient avant l'élection ne seront peut-être pas au rendez-vous. L'adoption de réformes décisives devrait être rendue difficile par la division du Congrès, ce qui signifie que la Réserve fédérale et les taux directeurs reprendront leur rôle traditionnel et de premier plan dans l'économie.

Les taux directeurs devraient rester stables, d'autant qu'avec son nouveau mécanisme de ciblage d'un niveau d'inflation moyen, la Fed n'augmentera pas ses taux directeurs même si la relance budgétaire s'avère bien plus importante que ce que nous envisageons. L'assouplissement quantitatif et la faiblesse des anticipations d'inflation devraient assurer le maintien de taux longs bas, ce qui permettra à l'économie de se remettre des récessions provoquées par le confinement.

La vigueur du rebond dépendra de la rapidité avec laquelle les dépenses de consommation retrouveront leurs niveaux d'avant la pandémie. Contrairement à la grande crise financière de 2008, où les investissements des entreprises avaient entraîné une hausse du produit intérieur brut (PIB), cette fois-ci, ce rôle est joué par la demande des consommateurs.

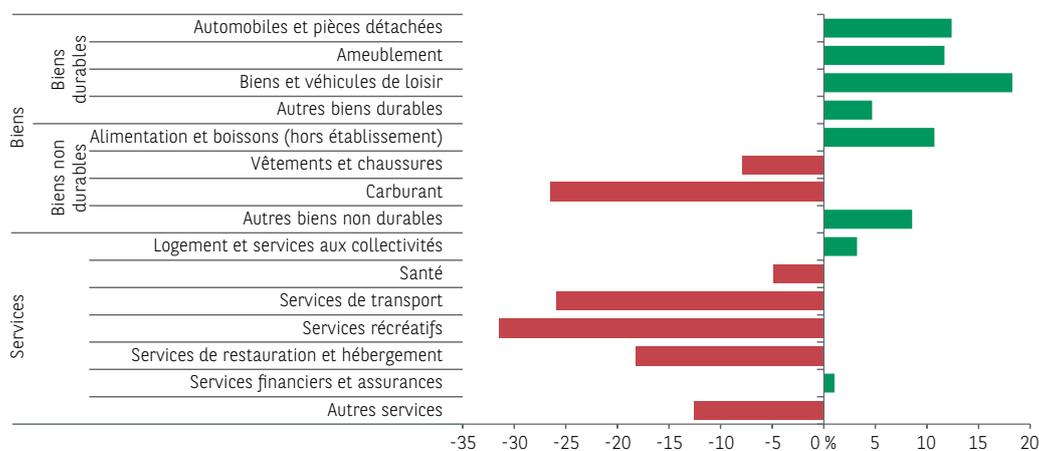
Les dépenses de consommation sont encore inférieures de 2 % aux niveaux de fin 2019, mais on observe une forte disparité du taux de croissance selon les catégories. Les liquidités qui n'ont pas été dépensées dans les activités rendues impossibles, ou moins attractives, durant le confinement (aller au restaurant, par exemple), ont été consacrées à ce qui était permis (comme l'ameublement) (graphique 2). La consommation de services devrait se redresser en 2021, car les restrictions auront été assouplies et la disponibilité d'un vaccin permettra la reprise des transports et des activités de loisirs.



- DANIEL MORRIS -

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE

Graphique 2 : Très forte dispersion des taux de croissance des dépenses de consommation des ménages - le graphique montre la variation de la consommation des ménages, T4 2019 - T3 2020 (en %)



Données au 23 novembre 2020. Source : US BEA, BNP Paribas Asset Management

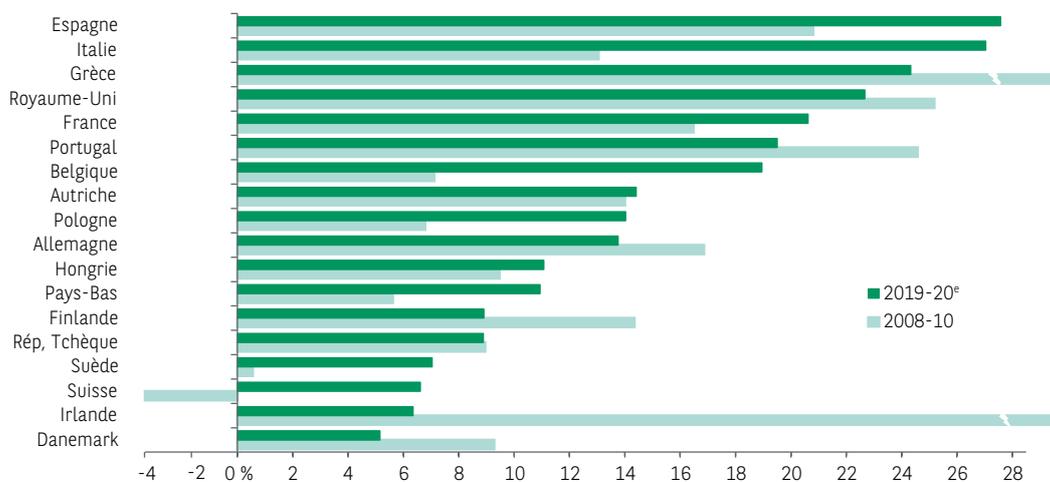
LA REPRISE EN EUROPE CONFRONTÉE À DE NOMBREUX DÉFIS

Rebondir après l'effondrement du PIB de 2020 sera un défi encore plus important pour l'Europe. En effet, contrairement aux États-Unis, qui devraient retrouver leur niveau de PIB d'avant la pandémie d'ici fin 2021, la zone euro ne devrait pas récupérer pleinement avant fin 2022. En Europe, le marché du travail a, jusqu'à présent, moins souffert du confinement qu'aux États-Unis grâce à des allocations chômage plus généreuses, des dispositifs de chômage partiel plus importants et des interdictions de licenciement plus étendues. Le taux de chômage de l'UE est passé de son point bas d'avant la pandémie, 6,5 %, à seulement 7,5 %, tandis qu'aux États-Unis, il a atteint 14,7 % en avril, mais est retombé sous 7 % depuis.

Toutefois, cette résilience se fait au prix de la flexibilité, car il ne s'agit pas simplement de soutenir les travailleurs jusqu'à ce qu'un vaccin soit mis à disposition, que la pandémie soit passée et que chacun reprenne ses vieilles habitudes. En effet, dans bon nombre de secteurs, les besoins en main-d'œuvre seront moindres (hôtellerie, commerce de détail), tandis que d'autres en nécessiteront davantage (technologie, entreposage). Ce manque de flexibilité est d'ailleurs visible dans le classement relativement modeste de certains grands pays européens dans l'enquête sur la facilité à faire des affaires (« Ease of Doing Business ») de la Banque mondiale (Espagne 30^e, France 32^e et Italie 58^e).

De nombreux gouvernements de la zone euro ont fait face aux dommages économiques causés par les confinements en fournissant un soutien budgétaire massif. Les ratios dette/PIB se sont donc envolés et, dans de nombreux pays, ont davantage augmenté que dans les années qui suivirent la crise financière de 2008 (voir graphique 3).

Graphique 3 : Le soutien des mesures budgétaires - le graphique montre la variation du ratio dette/PIB des pays de l'UE (en %)



Données au 23 novembre 2020. Source : FMI, BNP Paribas Asset Management.

À court terme, la dégradation de la qualité de signature qui en résulte ne devrait pas entraîner une hausse des taux d'intérêt ni freiner la croissance, dans la mesure où c'est la BCE qui achète l'essentiel de la dette. La charge d'intérêts est faible (à peine 3,6 % du PIB de l'UE en 2019), toujours grâce à la BCE. Une partie de la dette est même exempte d'intérêts, puisque les intérêts versés par les pays sur la dette achetée par la BCE (via les banques centrales nationales) sont reversés au Trésor public de chaque pays. Le risque à moyen et long terme est que les taux d'intérêt remontent ou que la BCE amorce une réduction de son bilan. Pour l'heure, toutefois, les gouvernements sont en mesure d'emprunter suffisamment pour amortir le choc des mesures de confinement, mais pas nécessairement assez pour ramener rapidement la croissance à son niveau d'avant la pandémie.

Une autre cause expliquant la lenteur de la reprise dans la zone euro est la marge de manœuvre limitée dont dispose la BCE pour en « faire plus » avec un impact significatif sur la croissance ou l'inflation. En 2021, la banque centrale devrait adopter un nouvel objectif d'inflation qui se rapprochera de l'objectif symétrique de 2 % de la Réserve fédérale américaine. Elle devrait également recalibrer ses programmes d'assouplissement quantitatif, ajuster ses opérations de refinancement à plus long terme pour permettre aux banques d'emprunter davantage à un taux encore plus bas pendant plus longtemps, et peut-être réduire légèrement son taux de dépôt.

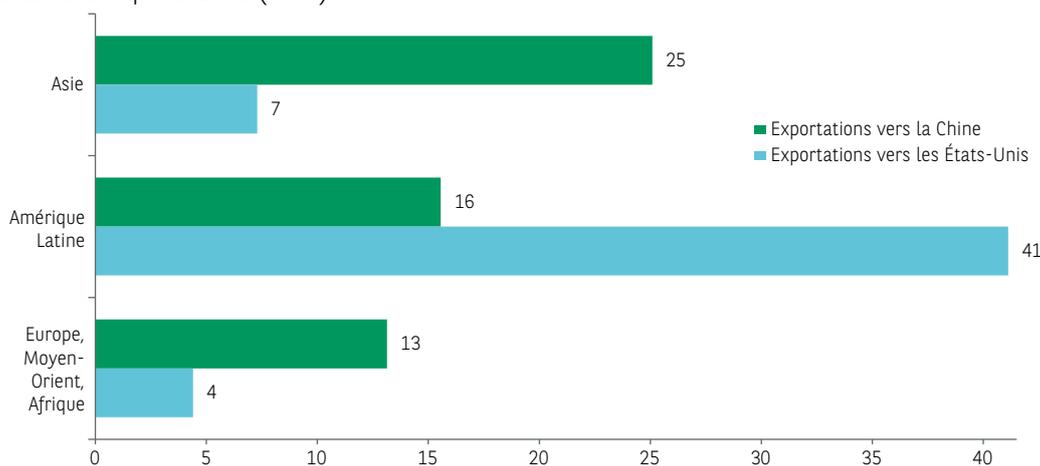
De telles mesures seront certes utiles, mais nous constatons que les taux d'intérêt sont déjà proches de leurs plus bas historiques sur de nombreux marchés, que les banques sont peu disposées à prêter et que les entreprises hésitent à emprunter. Ce n'est qu'une fois qu'un vaccin sera facilement accessible et que les gouvernements auront levé les mesures de restriction que les économies européennes pourront espérer renouer avec leur croissance potentielle.

LES MARCHÉS ÉMERGENTS DEVRAIENT BÉNÉFICIER DE LA VIGUEUR DE LA CHINE ET DES ÉTATS-UNIS

Les marchés émergents ont enregistré des baisses de PIB similaires à celles des marchés développés en raison des dispositifs de confinement tout en déployant bien moins de mesures de relance budgétaire ou monétaire, de sorte qu'ils sont moins exposés que les États-Unis ou l'Europe aux risques inhérents à un endettement plus important. Leur reprise, à l'approche de 2021, devrait être soutenue par la croissance vigoureuse que nous anticipons tant aux États-Unis qu'en Chine.

Les mesures de relance budgétaire centrées sur la demande intérieure aux États-Unis devraient attirer les exportations en provenance de nombreux marchés émergents. La reprise en Chine, sans doute moins consommatrice de matières premières que par le passé, devrait néanmoins soutenir l'activité dans le reste de l'Asie. L'Europe émergente, le Moyen-Orient et l'Afrique pourraient être moins favorisés dans la mesure où leurs exportations sont davantage orientées vers l'Europe dont la croissance est plus lente (voir graphique 4).

Graphique 4 : Les marchés émergents bénéficient de la reprise chinoise - Le graphique montre la part des exportations des pays émergents vers la Chine et les États-Unis dans le total des exportations (en %)



Données au 23 novembre 2020. Source : FMI, BNP Paribas Asset Management.

De la même manière que les confinements liés à la Covid-19 ont entraîné une divergence croissante des perspectives des États-Unis et de l'Europe, la Chine se démarque des économies développées. Grâce à sa gestion efficace de la pandémie, le pays a déjà compensé les pertes dues au confinement, et ce, sans assouplissement quantitatif, sans taux d'intérêt négatifs et sans forte augmentation de la dette publique.

Une des préoccupations à moyen terme est l'accélération par la pandémie de la tendance à la démondialisation amorcée par Donald Trump. Malgré l'arrivée d'une nouvelle administration, le consensus à Washington en faveur d'une distanciation par rapport à la Chine et les relations commerciales ne devraient guère évoluer (les démocrates se montrent généralement plus circonspects à l'égard des accords commerciaux).

La Covid-19 a encouragé les gouvernements et les entreprises à relocaliser ou au moins rapprocher géographiquement la production manufacturière. Cependant, la Chine n'est plus l'économie qu'elle était lorsqu'elle est devenue membre de l'Organisation mondiale du commerce en 2001. La taille du secteur manufacturier représentait alors près de 10 % de plus que le secteur des services, alors qu'aujourd'hui les services représentent près du double du secteur manufacturier. Les exportations nettes ont contribué à la croissance de la Chine dans les années qui ont précédé la crise financière de 2008, mais au cours des cinq dernières années, la croissance a été davantage tirée par la consommation, alors que la contribution des exportations nettes est proche de zéro.

Le 5^e Plenum du 19^e Congrès du Parti Communiste Chinois, réuni récemment, a souligné l'importance de la croissance de la demande intérieure, la substitution des importations et l'autosuffisance technologique comme principaux moteurs de croissance. Le verdissement de l'économie par la réduction des émissions de carbone et le renforcement de la protection de l'environnement seront également une priorité. Nous pensons que la Chine visera, et atteindra probablement, une croissance annuelle de 5 % à 6 % dans les prochaines années. ■

SECTION I

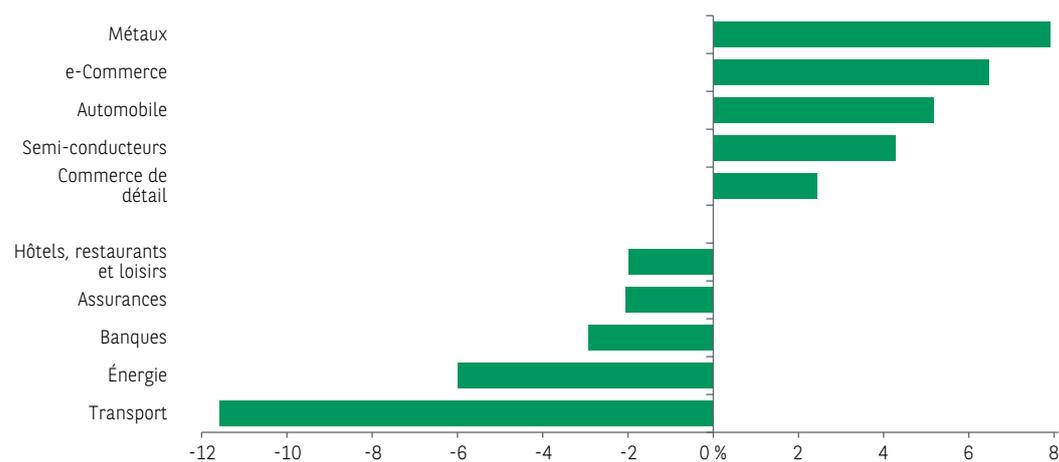
MARCHÉS

MARCHÉS ACTIONS

Des opportunités pour la sélection de titres

L'année 2021 sera marquée par la reprise, quelle que soit l'évolution de la pandémie aux États-Unis et en Europe. Les prochaines vagues épidémiques pourraient bien nécessiter des mini-confinements, avec un impact négatif inévitable sur la croissance et les résultats des entreprises, mais comme nous l'avons déjà vu lors du rebond de la croissance et des résultats du troisième trimestre 2020, ces confinements, à leur tour, seront rapidement suivis d'un rebond. De surcroît, des vaccins deviendront de plus en plus disponibles. Du fait des bouleversements structurels résultant de la pandémie et des mesures de confinement, les perspectives de croissance bénéficiaire à long terme ont été réduites dans certains secteurs mais elles se sont améliorées dans d'autres (voir graphique 5).

Graphique 5 : La pandémie et les confinements ont affecté le potentiel bénéficiaire des entreprises - le graphique montre la variation des perspectives de croissance bénéficiaire à long terme (en %)



Données au 23 novembre 2020. Combinaison des indices MSCI EM et World IMI. Source : FactSet, BNP Paribas Asset Management

Les titres value ont un potentiel de rattrapage en 2021

L'une des principales questions pour 2021 est de savoir si les titres value peuvent mettre un terme à leur sous-performance de ces dernières années et inverser la tendance. Deux arguments plaident en faveur d'un retournement de situation : l'écart de valorisation élevé entre les titres value et les valeurs de croissance et la perspective d'une réduction de l'écart de performance à un certain moment. Pour évaluer précisément la probabilité d'un tel scénario, il faut d'abord comprendre les raisons de l'écart de performances entre les deux catégories d'indices.

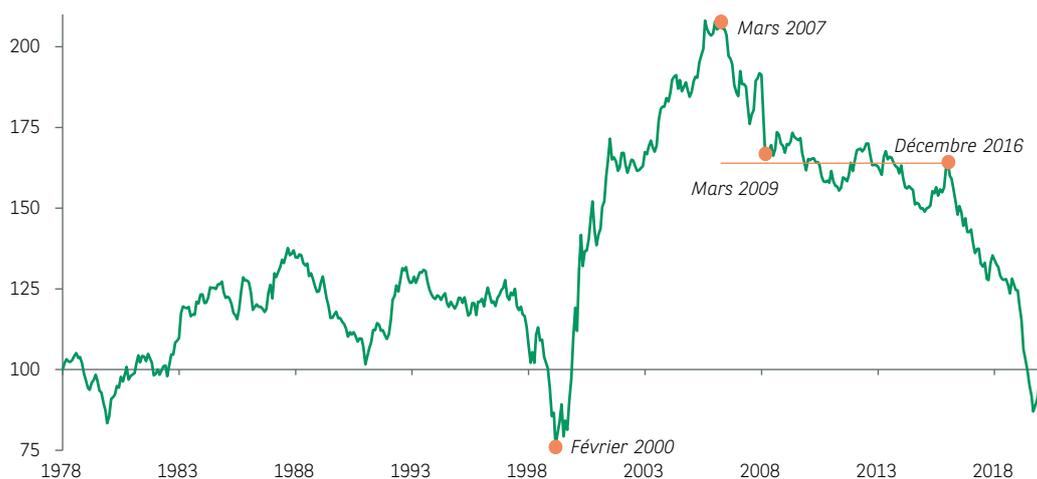
On observe inévitablement des différences dans la définition de ces catégories lorsqu'on évalue leurs performances respectives. Premièrement, quelle est la différence exacte entre value et croissance. Puis intervient la construction des indices. Un titre peut-il être rattaché aux deux catégories ? Les fournisseurs d'indices de référence répondent différemment à cette question. Dans le cadre de notre analyse, nous utilisons l'indice très populaire

US Russell 3000 comme indice de référence, dont l'allocation à la capitalisation boursière d'une action va de 0 % à 100 % en fonction de trois critères : son ratio cours/valeur comptable, le taux de croissance anticipé de ses bénéfices à moyen terme et le taux de croissance du ratio chiffre d'affaires par action. Cependant, une approche quantitative peut se révéler utile en isolant mieux les véritables facteurs de croissance et de valeur d'un portefeuille et en évitant les biais sectoriels inhérents à la méthodologie de Russell.

Depuis mars 2007, les titres value sous-performent en moyenne les valeurs de croissance de 6 % par an, même si l'ampleur de la sous-performance a pu varier (cf. Graphique 1). La première période, de mars 2007 à mars 2009, avait correspondu à l'éclatement de la bulle immobilière et des crédits associés et, compte tenu du poids des valeurs financières dans les indices value, la sous-performance n'avait surpris personne.

Alors qu'ils étaient au plus bas du marché début mars 2009, on pouvait logiquement s'attendre à ce que les titres value rebondissent. Ils ont effectivement fait preuve d'une belle résistance jusqu'en décembre 2016. Mais avec l'élection de Donald Trump à la présidence américaine et la baisse de la fiscalité des entreprises, la surperformance des valeurs de croissance (et des valeurs technologiques) s'est nettement renforcée, et la pandémie de coronavirus n'a fait qu'accélérer le mouvement.

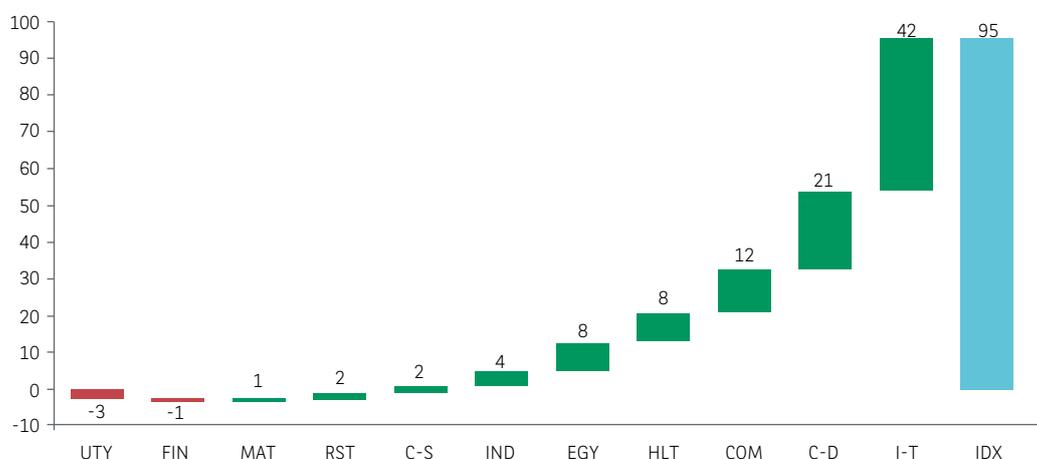
Graphique 6 : Les titres value ont sous-performé, puis ont bien résisté et ont à nouveau sous-performé - le graphique montre la performance relative des indices Russell 3000 Growth et Value



Données au 23 novembre 2020. Remarque : performance totale. Source : FactSet, BNP Paribas Asset Management. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Depuis 2016, la sous-performance du style value a varié selon les secteurs. Si la divergence était due à des différences fondamentales dans les perspectives des facteurs growth (croissance) et value, on aurait pu s'attendre à observer des écarts de performance au sein de chaque secteur. En fait, seuls quelques secteurs et une poignée de valeurs sont à l'origine de ces écarts de performance. Sur les 95 points de pourcentage séparant les performances des deux indices entre décembre 2016 et le 20 novembre 2020, le secteur technologique en représente près de 45 %, suivi par la consommation cyclique et les services de communication (voir Graphique 7). Dans la majorité des autres secteurs, les titres value et les valeurs de croissance ont enregistré des performances assez similaires.

Graphique 7 : La technologie, la consommation cyclique et les télécoms contribuent le plus à l'écart de performance - le graphique montre la contribution de chaque secteur à l'écart de performance des indices Russell 3000 Growth et Value



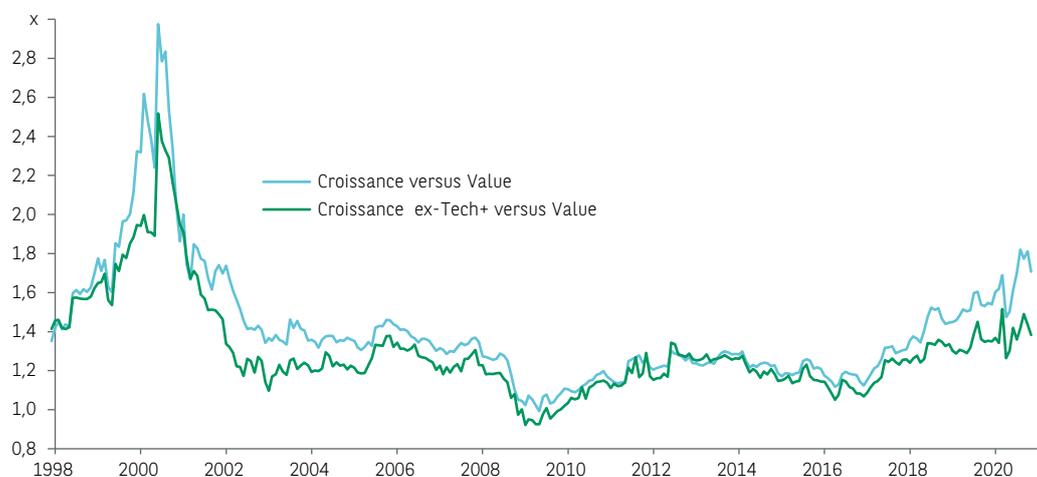
Données au 23 novembre 2020. Source : FactSet, BNP Paribas Asset Management
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Naturellement, les deux secteurs emboîtant le pas de la technologie ne sont pas dus au hasard. Le leader mondial du commerce électronique à lui seul a représenté un tiers de la performance du secteur de la consommation cyclique, alors que le reste du groupe des FAANG¹ a contribué aux deux-tiers de celle du secteur des services de communication.

Le secteur « Tech+ » composé des valeurs technologiques et des autres FAANG est non seulement à l'origine de l'essentiel de la surperformance des valeurs de croissance ces quatre dernières années, mais contribue également très largement à l'écart des valorisations. Les multiples de valorisation prévisionnels de l'indice growth par rapport à l'indice value ont récemment atteint des niveaux inédits depuis la bulle Internet.

Cet écart s'est quelque peu résorbé depuis l'annonce des résultats meilleurs que prévu des tests cliniques de plusieurs vaccins en novembre 2020, mais il reste important. Cependant, le ratio des multiples de valorisation du reste de l'indice growth (hors Tech +) par rapport à l'indice value est proche de sa moyenne de long terme depuis 2002 (cf. Graphique 8).

Graphique 8 : L'écart de valorisation est essentiellement dû au secteur « Tech+ » - le graphique montre le multiple prévisionnel relatif des indices Russell 3000 Growth et Value



Données au 20 novembre 2020. Le secteur Tech+ correspond au secteur technologique plus Amazon, Facebook, Google et Netflix. Source : IBES, FactSet, BNP Paribas Asset Management. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ces entreprises sont mentionnées à titre d'illustration uniquement. Cette mention ne constitue ni une sollicitation d'achat ni un conseil ou une recommandation d'investissement;

¹ L'indice NYSE FANG+, a été construit pour représenter un segment des secteurs technologiques et de la consommation cyclique, composé des actions d'entreprises technologiques et d'autres sociétés s'appuyant sur des outils technologiques de pointe, comme Facebook, Apple, Amazon, Netflix et Google (qui appartient au groupe Alphabet). Ces entreprises sont mentionnées à titre d'illustration uniquement. Cette mention ne constitue ni une sollicitation d'achat ni un conseil ou une recommandation d'investissement.

La rotation des valeurs de croissance vers les titres value depuis les annonces des tests cliniques favorables met en exergue les tendances qui devront persister pour que les titres value continuent à combler leur retard. Le secteur financier a progressé dans le sillage de la hausse des rendements des bons du Trésor à 10 ans, alors que les secteurs de l'énergie et des transports ont profité de la perspective d'une reprise des voyages. Le style de gestion growth a sous-performé sous l'influence des secteurs qui avaient bénéficié des confinements : la technologie, le commerce électronique et les divertissements à domicile.

La hausse des taux d'intérêt et, par conséquent, l'embellie des perspectives du secteur financier, dépendront en partie de l'ampleur du plan de relance voté par le Congrès. Les secteurs de l'énergie et des transports possèdent encore un bon potentiel de hausse car les mesures de confinement ne devraient pas disparaître d'ici le printemps, en fonction de la mise à disposition d'un vaccin. La priorité accordée par une administration démocrate aux énergies renouvelables au détriment des combustibles fossiles pourrait toutefois limiter la progression des cours du pétrole à moyen terme.

Compte tenu de l'augmentation des valorisations du secteur Tech+ qui s'est envolé lors des confinements, leurs multiples vont très probablement baisser. Le risque réglementaire subsiste mais il est désormais moins direct dans l'hypothèse d'un Congrès divisé. De même, le principal risque pour le secteur technologique, à savoir l'annulation des baisses d'impôts introduites par Donald Trump, semble moins probable sans une majorité démocrate au Sénat. Le style value a commencé à combler son retard par rapport au style growth grâce à des valorisations relativement bon marché, à la remontée des taux d'intérêt et à la perspective de la fin des confinements. Difficile de dire combien de temps et dans quelle mesure ces facteurs persisteront, mais nous pensons que les titres value conservent encore un potentiel haussier significatif.

Les banques centrales soutiennent les valorisations

Les valorisations sont élevées par rapport aux moyennes historiques, en raison, essentiellement, du soutien des banques centrales, des taux bas et de la faiblesse de l'inflation. Les banques centrales ont fait abstraction de leur réticence à monétiser la dette publique et leurs dispositifs de soutien leur permettent désormais d'acquérir des obligations d'entreprise (même de catégorie haut rendement). Le seul segment du marché où les valorisations des indices semblent assez élevées est celui de la technologie américaine. Le ratio médian cours/bénéfices des actions de l'indice est toutefois nettement moins élevé, ce qui laisse supposer que les opportunités sont plus nombreuses pour les sélectionneurs de titres.

Les marchés émergents devraient bénéficier d'un apaisement des relations commerciales internationales. La croissance de l'économie américaine continuera d'attirer les exportations en provenance des marchés émergents malgré le biais persistant pour « acheter américain ». La reprise de la demande intérieure dans les zones émergentes pourrait tarder compte tenu de l'incapacité de nombreux pays (ou de leur réticence, dans le cas de la Chine) à compenser les pertes de revenus des ménages résultant des mesures de confinement.

En revanche, de nouvelles vagues épidémiques semblent moins probables dans les pays émergents, car la pandémie y est déjà maîtrisée ou est en train de s'épuiser de manière naturelle.

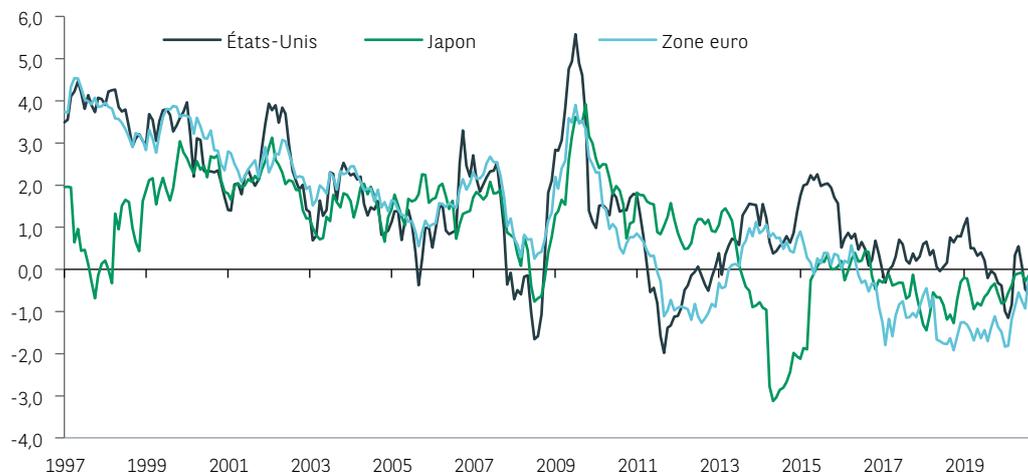
Les valorisations des marchés émergents paraissent assez raisonnables par rapport à celles des marchés développés et nous nous attendons à ce que les marchés émergents compensent une partie de leur sous-performance des dix dernières années.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Taux d'intérêt souverains – Durablement bas

Les taux d'intérêt réels sont proches de zéro voire négatifs dans la plupart des pays développés (cf. Graphique 9). Nous pensons que les banques centrales de ces pays chercheront à maintenir les rendements réels à des niveaux aussi bas et négatifs que possible pour aider les États et les entreprises à réduire le poids de leur dette.

Graphique 9 : Les rendements réels de la dette souveraine des pays du G3 sont désormais négatifs - le graphique montre l'évolution des rendements réels aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro entre 1997 et le 16/11/2020



Données au 23 novembre 2020. Source : Bloomberg, BNPP AM

La crise sanitaire constitue un choc économique majeur qui pénalise les économies les plus endettées et qui souffrent déjà d'une croissance potentielle basse. En maintenant les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement bas, les banques centrales ont libéré des marges de manœuvre budgétaires en réduisant le coût du service de la dette et en créant les conditions nécessaires à une reprise aussi rapide que possible de la croissance. On observe en effet une sorte de monétisation d'une grande partie des dettes nationales, qui augmentent rapidement, à l'instar de ce qui se fait au Japon.

La Banque centrale européenne a déjà clairement fait part de son intention d'acheter autant d'obligations que nécessaire pour empêcher un durcissement des conditions monétaires pour les États de la zone euro. La taille des programmes d'achat d'obligations des banques centrales du G3 éclipse très largement l'impact des fondamentaux. C'est pourquoi les marchés de la dette des pays du G3 sont bien plus influencés par les facteurs techniques que d'habitude.

Le parallèle historique qui convient le mieux est la période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale, lorsque les banques centrales ont plafonné les rendements obligataires à des niveaux bien inférieurs au taux de croissance potentielle du PIB afin de réduire progressivement les dettes nationales en pourcentage du PIB.

Cela implique que les gestionnaires de la dette publique et les banques centrales sont susceptibles de coordonner les maturités des émissions et des achats afin de maintenir des rendements réels bas durant les années à venir.

D'abord un impact désinflationniste...

Jusqu'à présent, l'incidence des récessions déclenchées par les confinements est désinflationniste. Sur le plan économique, les mesures de santé publique et les incertitudes étouffent la demande globale (les travailleurs perdent des revenus s'ils sont sans activité et ne peuvent consommer s'ils sont confinés) ainsi que l'offre globale (les entreprises ne peuvent produire sans travailleurs ou commandes). Nous pensons néanmoins que l'effondrement de la demande globale sera plus prononcé que le recul de l'offre et que l'inflation sous-jacente va ralentir.

... puis inflationniste à plus long terme ?

Cependant, à plus long terme, à mesure que la demande globale se redressera, l'économie pourrait se heurter à des contraintes de capacité en raison de la destruction de la croissance potentielle. Le rebond des prix du pétrole qui accompagnera la reprise des voyages (après les campagnes de vaccination) aura aussi pour effet d'accroître l'inflation globale. De plus, les tensions commerciales préexistantes à l'échelle mondiale ainsi que les doutes entourant la capacité de résistance des chaînes d'approvisionnement interconnectées face à la pandémie et aux rivalités entre grandes puissances pourraient inciter certains États à prendre de

nouvelles mesures protectionnistes. En réduisant la concurrence, le moindre recul de la mondialisation devrait avoir un impact inflationniste.

Sur le plan politique, il est également fort probable que les électeurs dont l'insécurité financière a été aggravée par les mesures de confinement finiront par exiger une refonte de la structure économique et du contrat social, qui ont entraîné une concentration excessive des patrimoines et des revenus. La revalorisation des salaires, le renforcement de la protection sociale et de la couverture santé ont un coût et pourraient se révéler inflationnistes. D'autre part, il faut également reconnaître que l'automatisation, les technologies et la transparence en matière de prix accrue par l'usage d'internet pourraient continuer à limiter les pressions inflationnistes.

Obligations d'entreprise – Chasse au rendement et soutien des banques centrales

Lorsque les investisseurs ont commencé à réaliser que la récession déclenchée par les confinements allait être bien plus grave que celle qui avait suivi la grande crise financière de 2008, ils ont également craint des défauts et des dégradations de notations également plus prononcées. Cependant, grâce à l'intervention des banques centrales et aux mesures de relance des États, ces craintes se sont jusqu'à présent révélées infondées. Les faillites ont certes augmenté, mais elles sont restées bien en-deçà des niveaux atteints en 2008-2009.

Il faut s'attendre à ce que le nombre de faillites augmente encore, en particulier dans les secteurs qui connaissent encore des contraintes d'activité (compagnies aériennes, hôtellerie, loisirs, etc.), même si les États vont continuer à distribuer des aides. Ces derniers ont déjà dépensé trop d'argent pour laisser ces entreprises faire faillite. Au contraire, et en particulier en Europe continentale, le risque serait plutôt que l'on accorde des soutiens trop importants et que les entreprises qui auraient dû arrêter leur activité continuent à fonctionner. Ces sociétés « zombies » ne pourraient pas rester solvables sans des taux d'intérêt extrêmement bas. L'augmentation de la dette en 2020 risque d'entraîner une mauvaise allocation des capitaux et de limiter la destruction créative. Cela augmenterait les pressions déflationnistes via une dynamique de la demande de plus en plus faible.

Alors que les bénéfices des entreprises se sont effondrés et que les entreprises ont profité des liquidités injectées par les banques centrales pour consolider leurs bilans, les indicateurs de qualité du crédit se sont fortement détériorés. Les niveaux d'endettement net étaient déjà en hausse depuis la crise financière mondiale, la faiblesse des taux d'intérêt ayant encouragé les entreprises à emprunter toujours plus. Ce processus s'est accéléré au cours des premières phases de la pandémie, mais les entreprises ont désormais commencé à se désendetter. Toutefois, grâce à la faiblesse des taux, l'augmentation de la charge d'intérêt a été inférieure à celle de la charge de la dette, ce qui a permis de minimiser l'impact sur le ratio de couverture des intérêts. Quoi qu'il en soit, ces deux indicateurs devraient s'améliorer en 2021 pour renouer avec des niveaux proches de ceux d'avant la récession à mesure que les bénéfices se redresseront.

La dette d'entreprise à haut rendement (High Yield) devrait continuer à surperformer les obligations mieux notées (Investment Grade) sur les marchés développés. Toutefois, cette tendance sera principalement liée au portage. Le potentiel de baisse des écarts de rendement est limité, en particulier pour les titres de bonne qualité, puisqu'ils ont déjà renoué avec leurs niveaux d'avant la pandémie, ou en sont proches.

Dans un tel environnement, la quête de rendement va probablement soutenir les valorisations des marchés de la dette d'entreprise. La principale préoccupation des investisseurs en obligations d'entreprise sera de différencier les secteurs pénalisés de manière permanente par la pandémie et les dispositifs de confinement de ceux qui ne sont affectés que de manière temporaire. Il sera tout aussi important d'éviter les secteurs où les cours ont été gonflés par l'afflux d'investisseurs en quête de refuge, mais qui sont susceptibles d'enregistrer une sous-performance importante (principalement aux États-Unis) à mesure que les économies se redressent et que les mesures de relance budgétaire dynamisent la croissance et les prévisions d'inflation.

MATIÈRES PREMIÈRES ET DEVICES

Dépréciation en vue pour le dollar

Le dollar devrait bénéficier de la relative vigueur de l'économie américaine, mais cette tendance devrait être contrebalancée par les mesures de relance budgétaire et le creusement du déficit budgétaire et du déficit courant des États-Unis ainsi que par l'inversion des flux de capitaux qui auront moins de raisons de se diriger vers les actifs refuges. De plus, le dollar est cher par rapport à sa moyenne historique.

L'orientation du dollar par rapport à l'euro pourrait dépendre principalement de l'expansion relative de la masse monétaire dans les deux régions. Si la BCE élargit ses programmes d'achat d'obligations, la Fed pourrait se montrer encore plus entreprenante, ce qui déplacerait à nouveau l'équilibre en faveur de l'euro (cf. Graphique 10).

Graphique 10 : L'évolution du dollar par rapport à l'euro pourrait dépendre principalement de l'expansion relative de la masse monétaire dans les deux régions - Le graphique montre le taux de change dollar-euro et la base monétaire



Données au 23 novembre 2020. Source : Haver, Financial Forecast Center, BNP Paribas

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les devises émergentes disposent d'une plus grande marge d'appréciation par rapport au dollar, étant donné qu'elles n'ont pas encore récupéré après leur correction du printemps 2020. Leurs valorisations paraissent attractives en termes de taux de change effectif réel. La baisse des importations a contribué à stabiliser la balance courante de plusieurs pays émergents et leurs réserves de change ont assez bien résisté.

Une poursuite de la reprise économique cyclique mondiale devrait soutenir les prix des matières premières, même si la croissance chinoise sera moins gourmande en matières premières que par le passé. Les prix de l'or et de l'argent devraient être soutenus par des rendements réels bas et stables, mais il est probable que leur potentiel de gains supplémentaires soit faible.

L'opportunité de créer un monde plus sûr et un environnement plus durable

Les confinements auront alourdi la dette dans de nombreux pays et affaibli bon nombre de secteurs de manière permanente, ils ont cependant créé de nouvelles opportunités. Mais surtout, la pandémie a changé notre vision du monde dans lequel nous souhaitons vivre et a renforcé notre détermination à le rendre plus respectueux de l'environnement et plus sûr. Nous pouvons au moins tirer de cette pandémie quelques leçons positives. ■

SECTION II - THÈMES D'INVESTISSEMENT

GÉRER L'INSTABILITÉ EN 2021

Il est manifeste que la pandémie de 2020 a entraîné un cycle de croissance modeste et d'endettement élevé dans lequel la sélection des titres générera des plus-values financières.

Ce scénario favorise une gestion active puisque l'écart entre les entreprises (et les pays) les plus performant(e)s et les autres se creuse. Sur le front des actions, il convient selon nous de privilégier les segments en forte croissance dans lesquels les entreprises résilientes et financièrement saines devraient enregistrer une croissance durable de leurs bénéfices, qui peut justifier des multiples de valorisation élevés.

Pour identifier les gagnants à long terme, c'est-à-dire les entreprises capables de s'adapter à la « Grande instabilité » actuelle, nous pensons que les investisseurs devraient s'intéresser aux entreprises bénéficiant de modèles économiques solides, d'un pouvoir de fixation des prix important, d'une marque reconnue et de solides bilans. La résilience est nécessaire, non seulement d'un point de vue opérationnel, mais aussi en matière de compétences managériales.

LA PANDÉMIE S'AJOUTE AUX TENDANCES EXISTANTES

Avant la pandémie et les dommages humains et économiques qu'elle a entraînés, d'autres tendances de long terme contribuaient déjà à une impression d'évolution permanente.

Citons notamment le changement climatique et, avec lui, la nécessité d'une transition vers les énergies propres, ainsi que les inégalités et l'obligation de créer les conditions d'une croissance, d'innovations et de systèmes de santé plus inclusifs.

Nous pensons que la pandémie peut donner lieu à un réalignement plus soudain, renforçant les innovations technologiques, les tendances économiques et les mouvements politiques. Cela devrait inévitablement mener à des bouleversements majeurs de l'activité économique, des résultats des entreprises et, en fin de compte, des valorisations d'actifs.

Il s'agit, en d'autres termes, d'une véritable rupture. En tant qu'investisseurs, nous nous demandons comment ces tendances socio-économiques profondes affectent les entreprises à travers le monde et quels sont les thèmes et les opportunités d'investissement qui en découlent.

INTÉGRATION DES CRITÈRES ESG

Au-delà des considérations financières, le travail d'évaluation tient surtout à l'application de critères de sélection stricts dans les domaines environnemental, social et de gouvernance (ESG). Il a été constaté que l'intégration de critères ESG contribue à des performances durables sur le long terme, ce qui en fait un élément incontournable dans la sélection des valeurs. Chez BNP Paribas Asset Management, la prise en compte des facteurs ESG est la pierre angulaire de notre philosophie de gestion.

Cette démarche se retrouve également dans notre choix des thèmes d'investissement pour gérer la « Grande instabilité » qui va se poursuivre en 2021. Nous pensons que les progrès scientifiques et l'innovation, avec l'appui des marchés des capitaux, permettront aux entreprises de s'adapter aux mutations économiques et aux nouveaux comportements des consommateurs. En tant qu'investisseurs, notre rôle est d'identifier les entreprises les mieux placées pour repérer, accompagner et tirer profit de ces défis mondiaux.

LES OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT DE DEMAIN

LES MÉGA-TENDANCES DU 21^E SIÈCLE



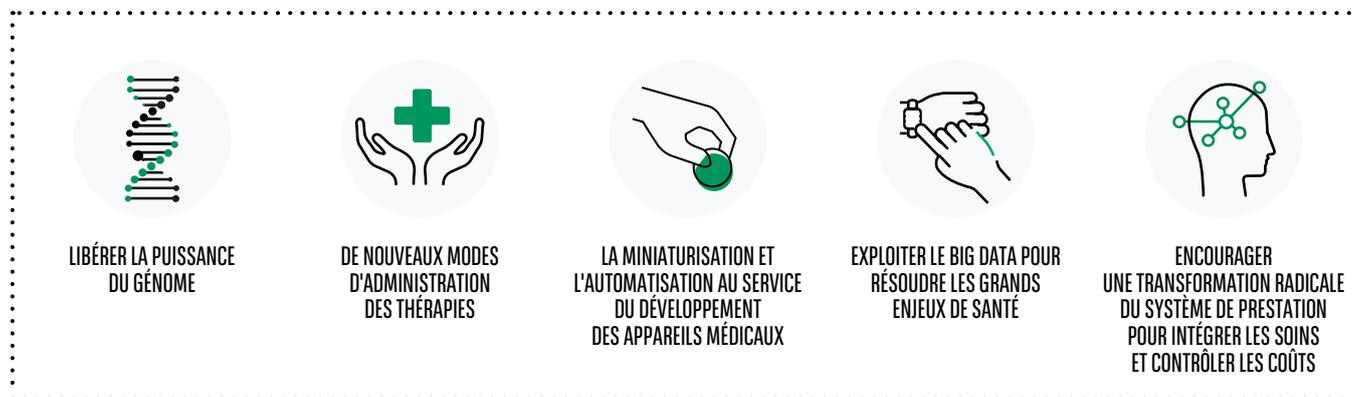
Santé

La pandémie sera un catalyseur de changements pour la disponibilité, la couverture et le coût raisonnable des soins de santé. Elle pourrait également se traduire par un recours accru aux nouvelles technologies, et notamment à l'intelligence artificielle, pour mettre au point des traitements et innover en matière d'administration de traitements et de miniaturisation.

Nous anticipons une hausse des dépenses consacrées à la santé de manière à résoudre les problèmes évidents de capacité et de couverture. Les investissements devraient être considérables dans les secteurs de la biotechnologie et de la pharmacie pour combattre la pandémie via des tests, des antiviraux et, au final un vaccin.

Plus largement, il faut aussi compter avec les évolutions technologiques qui facilitent l'amélioration de la qualité des services de santé, qu'il s'agisse de la mise en relation à distance entre le patient et le médecin ou de l'impact des progrès du séquençage du génome pour mettre au point de nouveaux traitements. Les entreprises qui contribueront à ces changements devraient voir leurs bénéfices augmenter.

LES PRINCIPALES TENDANCES INNOVANTES EN MATIÈRE DE SANTÉ



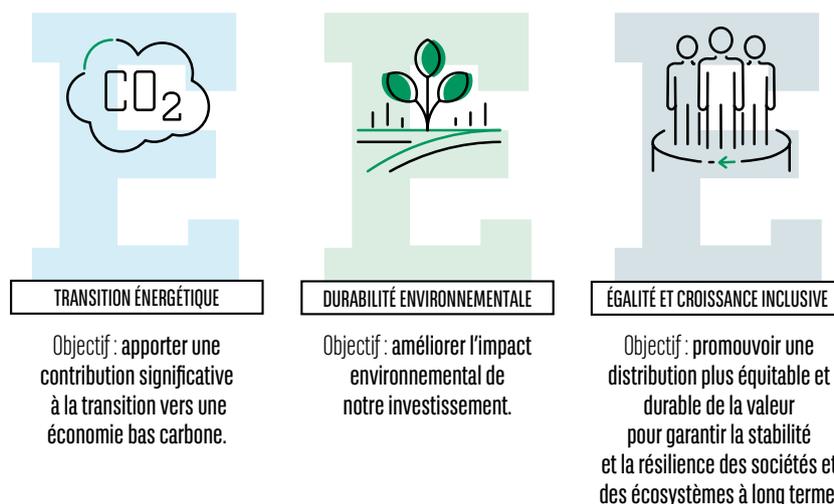
Enjeux ESG

Si la pandémie a occupé la plupart des gros titres en 2020, les incendies et les ouragans ont continué de faire rage, les inondations ont à nouveau submergé les villes et les campagnes et les tremblements de terre ont laissé des milliers de personnes sans abri. Le changement climatique se poursuit. Pourtant, évolution bienvenue, les gouvernements ont réservé une partie des sommes colossales débloquées pour relancer la croissance et l'emploi, au développement durable, ce qui permet d'espérer une reprise plus verte.

La lutte contre les inégalités de revenus et de patrimoine étant désormais à l'ordre du jour des programmes politiques, la Covid-19 a mis en exergue les problématiques sociales des travailleurs migrants, comme le surpeuplement des logements, les pratiques contractuelles déloyales et les conditions de travail qui mettent en péril la santé. Les entreprises de certains secteurs doivent dépenser massivement pour assurer la continuité de leur production et empêcher les ruptures d'approvisionnement.

La gouvernance reste également un sujet d'actualité. Les investisseurs doivent rester attentifs à la possibilité de changements radicaux des cadres réglementaires et des législations antitrust dans lesquels opèrent les entreprises et à l'impact que ces changements pourraient avoir sur les valorisations. Fort heureusement, la baisse persistante de la demande en biens et en services considérés comme incompatibles avec une économie neutre en carbone ou, plus largement, avec les critères ESG, est une tendance rassurante.

RÉPONDRE AUX ENJEUX ESG : INVESTISSEMENT DURABLE



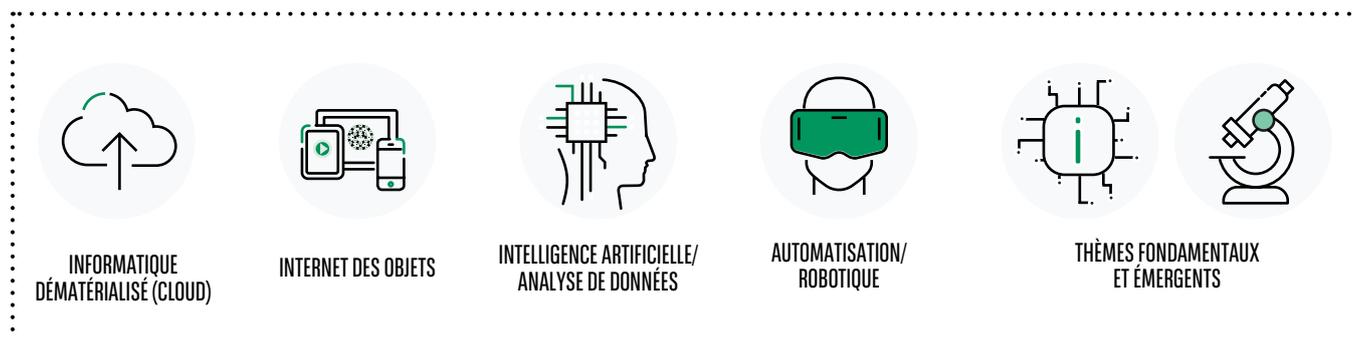
Innovation et technologies de rupture

La mondialisation et l'essor de l'automatisation se répercutaient déjà sur les entreprises lorsque les mesures de confinement ont radicalement modifié notre manière de travailler. Le télétravail est devenu la norme dans de nombreux pays, suscitant une demande accrue en technologies et en solutions innovantes, qu'il s'agisse de serveurs plus puissants, d'outils de téléconférences et de meilleurs services d'accès à l'informatique dématérialisé (cloud).

L'essor du commerce électronique a stimulé la publicité sur Internet et les services de paiement électronique et a entraîné un boom du stockage physique et automatisé et de la livraison à domicile. Les opportunités offertes par la médecine en ligne suscitent un intérêt croissant, non seulement pour soulager les hôpitaux et autres services médicaux mis à mal par la Covid-19, mais aussi pour mieux maîtriser les coûts et améliorer l'efficacité des soins, alors que les dépenses de santé ne cessent d'augmenter.

Le big data, l'intelligence artificielle et l'analyse de données sont de plus en plus considérées comme des outils essentiels, que ce soit pour gérer la pandémie ou répondre à des problématiques complexes comme les questions relatives à la santé ou au changement climatique, et d'autres grands enjeux économiques, démographiques et sociétaux.

LES THÈMES D'INVESTISSEMENT LIÉS AUX TECHNOLOGIES DE RUPTURE



Transition énergétique

La pandémie a néanmoins eu des répercussions positives : les trajets domicile-travail et les voyages en avion ont diminué, ce qui a réduit leur impact sur la planète et mis en avant la nécessité d'utiliser de manière croissante des sources d'énergie plus propres pour évoluer vers une économie bas-carbone. La production d'énergie éolienne et solaire ainsi que les biocarburants sont déjà bien établis, mais leur potentiel de croissance est encore important. L'amélioration des technologies de piles à combustible et de batteries est la clé d'une électrification efficace.

Parallèlement, il est aujourd'hui évident qu'en matière de coûts, les sources d'énergies renouvelables peuvent concurrencer les combustibles fossiles. Les sources alternatives telles que l'hydrogène vert devront monter en puissance pour assumer le rôle crucial qui leur a été attribué pour atteindre un monde libéré du carbone.

La généralisation progressive de la production décentralisée de l'énergie, via des panneaux solaires sur les toits, des éoliennes dans les arrière-cours ou le chauffage géothermique, crée des opportunités en matière d'infrastructures, de distribution et de stockage de l'énergie, tandis que la numérisation permet d'améliorer l'efficacité énergétique dans l'industrie, les bâtiments et les foyers, grâce à des réseaux électriques et gaziers intelligents.

TRANSITION ÉNERGÉTIQUE - LES THÈMES PRINCIPAUX



Exposition stratégique à la Chine

Dans le monde d'après, la Chine sera une source d'opportunités d'investissement.

En 2020, l'économie chinoise a enregistré un taux de croissance proche de 5 % sans avoir à abaisser démesurément ses taux d'intérêt, via une politique d'assouplissement quantitatif, ou à accroître déraisonnablement la dette publique par des mesures de relance budgétaire. Dans toutes les grandes économies, l'activité économique s'est au contraire contractée. La Chine va rester ainsi la plus dynamique des grandes économies mondiales. Par ailleurs, de nombreuses entreprises très innovantes sont présentes sur le marché des actions chinoises.

Les grands fournisseurs d'indices actions et obligataires ont intégré la Chine dans leurs principaux indices représentatifs des marchés émergents. La vigueur du renminbi en 2020 témoigne notamment des entrées de capitaux étrangers sur les marchés financiers chinois. Les emprunts d'État chinois rapportent actuellement environ 3 %, soit bien plus que ceux des pays développés. Le pays reste néanmoins sous-pondéré dans les portefeuilles de nombreux investisseurs internationaux. Dans le monde post-pandémie, les investisseurs ont tout intérêt à envisager une allocation stratégique sur la Chine. ■

Vous trouverez des informations complémentaires sur les thèmes d'investissement abordés ici, les stratégies d'investissement et les équipes qui les gèrent sur le site :

<https://investigator.bnpparibas-am.com/en/great-instability/>

SECTION II - THÈMES D'INVESTISSEMENT

DÉVELOPPEMENT DURABLE

2021: UNE ANNÉE DURABLE ?

L'actualité de l'année 2020 a donné matière à réfléchir à de nombreux égards. Déjà absorbés par les conséquences économiques, sanitaires et sociales de la COVID-19, nous avons aussi été témoins d'une détérioration de la biodiversité et d'événements météorologiques extrêmes liés au changement climatique. L'année a aussi été marquée par les réalités inquiétantes révélées par l'élection américaine, qui témoigne d'un pays amer et divisé.

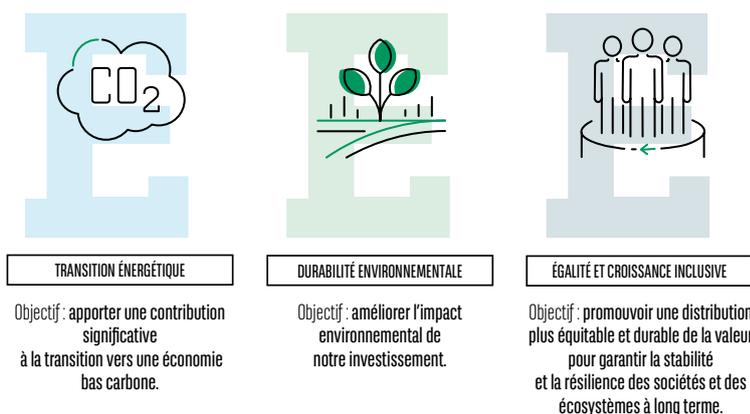
Dans ce contexte, difficile d'être particulièrement optimiste pour 2021. Mais après 20 ans passés dans le monde de l'investissement durable, je suis devenue une incorrigible « optimiste pragmatique » et j'ai tendance à saisir les opportunités qui se présentent. Pour reprendre les termes de Winston Churchill, « il ne faut jamais gaspiller une bonne crise ».

LES OPPORTUNITÉS EN TEMPS DE CRISE

Les crises simultanées de la COVID-19, du changement climatique et de la perte de biodiversité donnent aux entreprises, aux États, aux investisseurs et à l'économie l'occasion de mettre le développement durable à l'honneur. Ces thèmes concordent parfaitement les « 3E » de notre [Stratégie globale Sustainability](#) publié en 2019 : la transition énergétique, la durabilité environnementale et l'égalité et la croissance inclusive. Nous avons établi que ces thématiques constituaient des conditions préalables indispensables à une économie durable. Ce sont en effet elles qui déterminent notre approche globale en matière de développement durable, qu'il s'agisse de la recherche stratégique, de nos pratiques d'actionnariat actif, de l'intégration ESG et du développement des fonds thématiques. En adoptant une approche globale, systémique et de long terme, nous sommes moins susceptibles d'être surpris par les crises et mieux à même de les gérer.

C'est à travers ce prisme que nous nous intéressons à certains thèmes clés de 2021 et que nous les aborderons en tant qu'investisseurs.

LES « 3E »



TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

- La course vers les émissions « nettes zéro » est lancée : un rapport important rédigé en 2018² montrait que l'impact d'un réchauffement des températures de 2°C serait bien pire que celui de 1,5°C a remis l'accent sur l'urgence de limiter l'augmentation de la température mondiale à 1,5°C. Par ailleurs, dans le cadre des négociations internationales, ce rapport a relégué au second plan le budget carbone en tant que tel pour se concentrer davantage sur des émissions « nettes zéro » d'ici 2050. Le concept d'objectifs « nets

2 Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), rapport spécial : Réchauffement climatique de 1,5°C : <https://www.ipcc.ch/sr15/>.

zéro » est entré dans le débat politique et privé, et de nombreux propriétaires d'actifs,³ grandes entreprises⁴ et États se sont fixé de tels objectifs pour 2050 (voire même avant dans certains cas).

- Une analyse récente⁵ indique « qu'un peu plus de la moitié (53 %) du PIB mondial est produit dans des pays, des États, des régions et des villes qui se sont fixé un objectif net de zéro ou ont exprimé leur intention de le faire ». Ces zones géographiques représentent 23 % des émissions mondiales de CO₂ et abritent 2,6 milliards de personnes.
- Les Nations Unies ont lancé leur campagne « Race to Zero », une coalition d'initiatives du secteur privé et du secteur public visant à atteindre des émissions « nettes zéro », qui englobe 992 entreprises, 449 villes, 21 régions, 505 universités et 38 investisseurs institutionnels. Ces acteurs de l'« économie réelle » ont rejoint 120 pays au sein de l'Alliance pour l'ambition climatique, donnant ainsi naissance à la plus grande initiative jamais créée, qui s'engage à atteindre des émissions carbone nettes zéro au plus tard en 2050 ». D'autres pays européens pourraient prendre les mêmes engagements, ainsi que le Japon, la Corée du Sud et la Chine.
 - En 2021, BNP Paribas Asset Management publiera un rapport dans lequel il présentera sa vision concernant un certain nombre d'indicateurs clés liés au climat.
 - Nous entendons poursuivre notre dialogue avec de grandes entreprises afin de vérifier qu'elles prennent des engagements crédibles en faveur de la neutralité carbone et qu'elles communiquent aux investisseurs les informations nécessaires pour que leurs progrès soient évalués à l'aune de leurs engagements. Nous continuerons également à demander des comptes aux entreprises sur les mesures qu'elles ont prises pour s'aligner sur l'Accord de Paris, une initiative à laquelle nous avons contribué en Europe en 2018 et que nous avons lancé aux États-Unis en 2019.
- Hydrogène vert et prix du carbone : comme évoqué dans notre [récente étude](#), nous considérons l'hydrogène vert comme une technologie fondamentale pour parvenir à la neutralité carbone d'ici 2050. Il est également nécessaire de mettre en place des systèmes de tarification du carbone à l'échelle mondiale pour que l'hydrogène vert devienne commercialement viable, d'abord comme matière première d'ici 2030, puis dans les décennies suivantes comme source d'énergie pour rivaliser avec le gaz naturel et le pétrole pour le chauffage, les transports, et comme source d'appoint pour la production d'électricité.
 - L'UE montre clairement la voie à suivre dans ce domaine : le renforcement de son objectif de réduction des émissions d'ici 2030 devrait entraîner un durcissement du marché du carbone et une hausse des prix lors des dix prochaines années, ce qui permettra à l'hydrogène vert de devenir compétitif d'ici 2030.
 - L'UE étudie l'instauration d'une taxe carbone à sa frontière afin de s'assurer que ses acteurs industriels ne soient pas désavantagés par rapport aux entreprises non européennes qui vendent des produits sur le marché européen. La Commission européenne présentera son analyse d'impact et son projet de taxe en 2021, lequel pourrait contribuer à la prise en compte du prix du carbone dans les pourparlers sur les flux commerciaux mondiaux.



- JANE AMBACHTSHEER -

RESPONSABLE GLOBAL SUSTAINABILITY

3 Voir par exemple l'appel à l'action lancé par les Nations unies baptisé Business Ambition for 1.5°C (<https://www.unglobalcompact.org/take-action/events/climate-action-summit-2019/business-ambition/business-leaders-taking-action>), qui engage les entreprises signataires à définir des cibles de réduction de leurs émissions à 1,5°C en s'inspirant de l'initiative Science Based Targets. En juin 2020, 237 entreprises dont la capitalisation boursière combinée dépasse 3 600 milliards de dollars se sont engagées à respecter l'initiative Business Ambition for 1.5°C.

4 Voir par exemple la Net Zero Asset Owner Alliance créée sous l'égide des Nations unies (<https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/>) réunissant 25 investisseurs institutionnels dont l'encours sous gestion total s'élève à 4 700 milliards de dollars, se sont engagés à des émissions nettes zéro de GES dans leurs portefeuilles d'ici 2050.

5 L'analyse de l'ECIU est disponible ici : <https://eciu.net/news-and-events/press-releases/2020/analysis-and-comment-on-cop26-race-to-zero-launch>.

6 Voir <https://unfccc.int/news/cities-regions-and-businesses-race-to-zero-emissions>.

- Nous espérons que d'autres pays volontaires s'impliqueront davantage dans cette démarche. Le groupe BNP Paribas est un membre actif du [Groupe de travail sur le dimensionnement des marchés volontaires du carbone](#) et nous pensons que les solutions de lutte contre le changement climatique reposant sur le capital naturel possèdent un très fort potentiel de croissance dans les décennies à venir.
- Nous étudions avec certains clients la possibilité d'utiliser les crédits de compensation de carbone comme outil supplémentaire de décarbonation des portefeuilles.

PROTECTION DE L'ENVIRONNEMENT

- Parallèlement à la crise climatique, la biodiversité est en train de se dégrader à un rythme stupéfiant. Le groupe BNP Paribas et BNP Paribas Asset Management élaborent des stratégies d'atténuation de ce risque systémique, qui a des répercussions importantes sur les économies et nos investissements. La pandémie elle-même est peut-être liée à la dégradation des systèmes tampons naturels qu'offrent les forêts et qui empêchent les maladies zoonotiques telles que la COVID-19 de passer des animaux à l'homme.
- Nous publierons en 2021 un rapport sur notre démarche d'identification et de gestion des défis liés à la biodiversité en tant qu'investisseurs, en précisant notamment nos empreintes eau et déforestation. Ce rapport nous servira de feuille de route pour comprendre la relation complexe entre nos investissements et ces composantes essentielles de la vie sur Terre et des économies que nous avons créées.
- BNP Paribas co-préside un groupe de travail chargé de déployer la « Taskforce for Nature-Related Financial Disclosures ». L'objectif de la TNFD est de mettre en place un cadre de reporting, similaire à celui de la TCFD, pour mesurer, gérer et atténuer l'impact de l'activité humaine sur la nature.

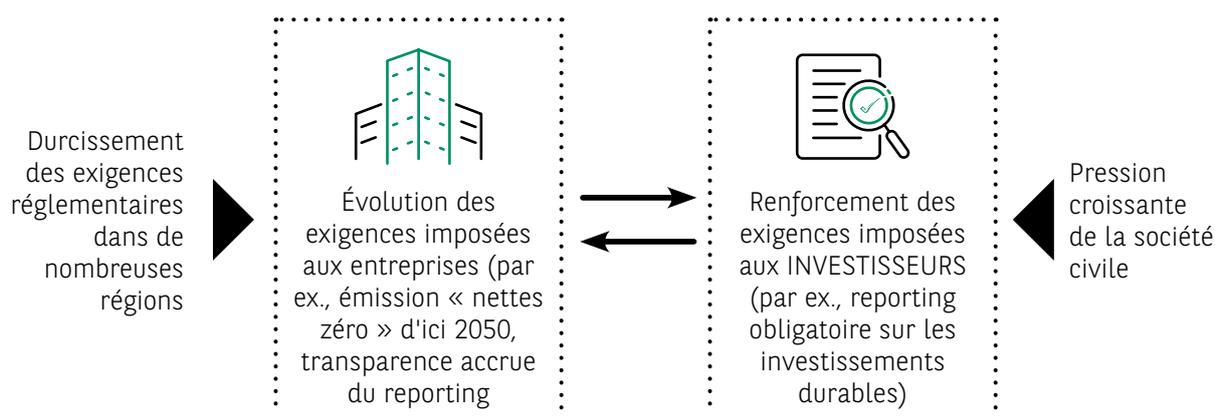
ÉGALITÉ ET CROISSANCE INCLUSIVE

- La crise de la COVID-19 a encore renforcé les inégalités de revenus. Les distorsions du marché du travail qu'elle a provoquées pourraient être durables. La pandémie a jeté une lumière crue sur ce que nous savions déjà : les inégalités de revenus et de patrimoine menacent gravement nos économies et nos sociétés.
- Elle pourrait néanmoins avoir un atout, à savoir la possibilité de sortir les emplois de qualité des centres urbains, en offrant plus de flexibilité à la population en termes de localisation, de déplacements et d'horaires de travail. Inversement, nous avons également observé qu'une flexibilité trop importante peut priver les travailleurs des protections traditionnelles en cas de crise. Nous devons désormais réfléchir à la manière de réinventer le travail afin de garantir à la fois la flexibilité et la stabilité de l'emploi à tous les niveaux socio-économiques.
- Le mouvement mondial « Black Lives Matter » a remis la question des inégalités raciales au centre des débats. Quelles sont les conséquences pour nos investissements ? Selon un [économiste de Citigroup](#), depuis 2000, le PIB américain a perdu 16 000 milliards de dollars en raison des discriminations raciales, notamment dans l'éducation et l'accès des entreprises au crédit.
- Dans le cadre de notre approche d'actionnariat actif, nous interrogerons les entreprises sur les leçons qu'elles ont tirées des crises et sur les mesures qu'elles prennent pour « reconstruire en mieux ». Comment promouvoir davantage la résilience des entreprises ?
- Nous élaborons actuellement une nouvelle stratégie de Croissance inclusive qui s'intéressera à la manière dont les entreprises se comportent sur les questions sociales, du capital humain et de la gouvernance, et ce afin de mieux répondre aux inégalités de revenu et aux discriminations de genre et raciales.

CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE ET UNE SOCIÉTÉ CIVILE EN PLEINE ÉVOLUTION

L'Europe, qui a mis en œuvre de nombreuses politiques durables, est à l'avant-garde du mouvement. Ces initiatives mettent notamment l'accent sur l'objectif du « net zéro » d'ici 2050, sur la nouvelle taxonomie verte et l'obligation de reporting des entreprises tout au long de leur chaîne d'investissement. Nous jouons un rôle majeur dans ce processus et nous continuerons à avoir notre mot à dire grâce au rôle de rapporteur de BNP Paribas dans le cadre de la plateforme européenne sur le financement durable [dont la création a été annoncée récemment](#).

Nous constatons une pression sans précédent de la part de la société civile et des organisations non-gouvernementales sur les entreprises du secteur financier et non financier concernant leur impact sur les 3E.



PERSPECTIVES

Il est difficile de savoir ce que nous réserve l'année 2021 en raison des fractures dans les relations géopolitiques entre de nombreux pays et régions, voire à l'intérieur de certaines frontières. À l'approche de 2021, nous savons en revanche que nous devons tous faire preuve de créativité et d'ambition pour être en mesure de relever les trois grands défis de notre temps :

- Le virus de la COVID-19 et son triple impact sur la santé, l'économie et les inégalités sociales
- la transition climatique et l'augmentation des coûts et des répercussions sociales des multiples inondations et incendies
- la perte de biodiversité et les risques sous-estimés entourant la production et la sécurité alimentaire, la santé et la contribution des écosystèmes sains pour relever le défi climatique.

Chez BNP Paribas Asset Management, nous allons suivre de près et nous adapter aux grandes tendances du développement durable, tout en restant attentifs à l'évolution de notre stratégie mondiale dans ce domaine. En 2019, nous avons défini notre ambition et notre stratégie ; en 2020, nous avons développé les outils nécessaires à la phase de mise en œuvre et, en 2021, nous proposerons à nos clients davantage de nouvelles idées, des stratégies d'investissement prometteuses et un reporting de qualité.

Et n'oublions pas que le risque créé l'opportunité. Nous nous efforcerons d'identifier les entreprises les mieux placées pour accompagner la transition vers une économie bas carbone, respectueuse de l'environnement et inclusive.

En tant que « future maker », nous sommes impatients de collaborer avec vous pour relever les défis de demain et d'aujourd'hui, en renforçant notre expertise d'investissement et en contribuant activement à un avenir économique plus sûr. ■

VUE D'ENSEMBLE DES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCES TOTALES EN EUROS

(AU 31 OCTOBRE 2020)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
9,90 %	57,70 %	28,80 %	6,20 %	26,70 %	21,20 %	32 %	11,50 %	15,60 %	8,40 %	0,10 %	30,00 %	4,70 %	Performance +
-5,30 %	34 %	19,50 %	6,20 %	19,20 %	6,50 %	19,50 %	10,40 %	10,70 %	7,50 %	-0,20 %	25,30 %	4,20 %	
-25,20 %	25,90 %	15,10 %	3,60 %	14 %	0 %	8,40 %	1 %	10,10 %	3,70 %	-2,70 %	13,30 %	-0,80 %	
-37,60 %	17,50 %	14,50 %	-2,40 %	10,70 %	-0,10 %	7,50 %	-0,50 %	8,10 %	0,30 %	-3,80 %	9,20 %	-5,00 %	
-37,60 %	16,60 %	7,20 %	-2,70 %	4,40 %	-0,10 %	2,60 %	-0,70 %	4,60 %	-0,20 %	-4,10 %	4,50 %	-12,40 %	
-45 %	1,10 %	3,50 %	-14,70 %	-2,10 %	-9,80 %	-17,80 %	-25,90 %	2,30 %	-2,10 %	-13,70 %	4,30 %	-24,60 %	Performance -

- Emprunts d'État internationaux (H)
- Obligations d'entreprise mondiales (H)
- Obligations d'entreprise mondiales à haut rendement (H)
- Matières premières (H)
- Actions pays développés (UH)
- Immobilier mondial (UH)

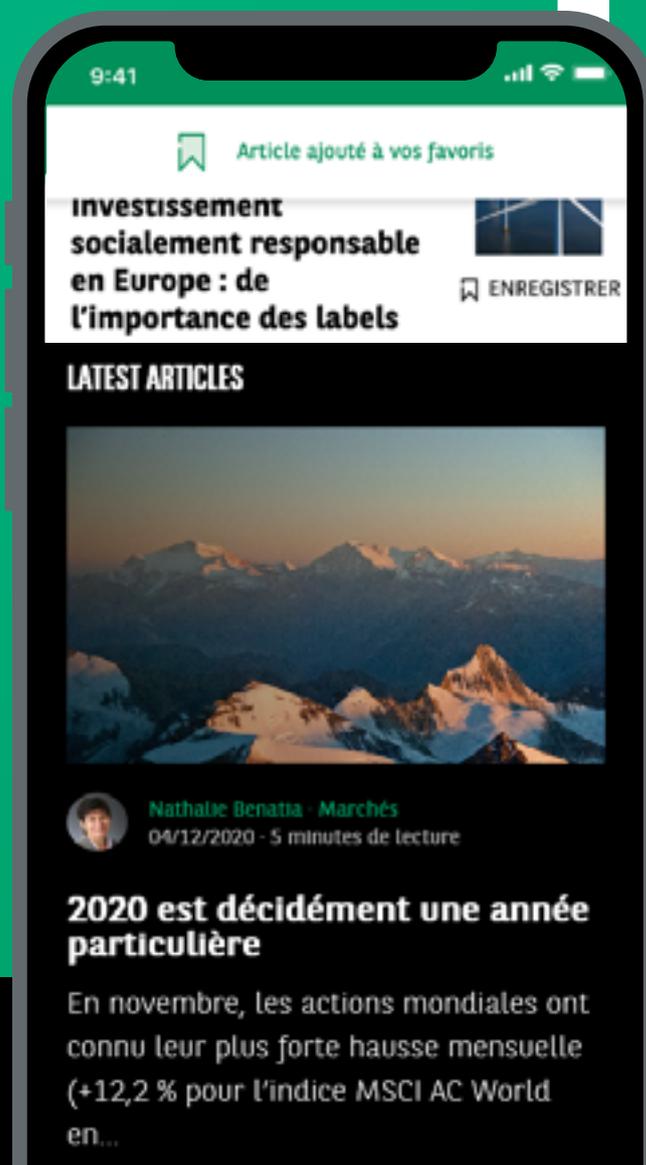
H : couvert en euros ; UH : non couvert en euros

Source : Bloomberg, Quant Research Group, BNP Paribas Asset Management

Indices utilisés : immobilier mondial (RNGL), actions pays développés (MSDEWIN), emprunts d'État internationaux (SBWGEC), obligations d'entreprises mondiales (LGCPTRH), obligations d'entreprises mondiales à haut rendement (LG30TRUH), matières premières (BCOMHET) ; ticker Bloomberg entre parenthèses

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

LISEZ LES PERSPECTIVES DU MARCHÉ, DE L'ÉCONOMIE ET DES INVESTISSEMENTS



Téléchargez
dès maintenant
la nouvelle application

INVESTORS'CORNER

Télécharger dans
l'App Store

DISPONIBLE SUR
Google Play



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change

PRODUCTION

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

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)

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 utilisés 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.

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.



November 2020 - Design: Creative Services BNPP AM - P2011007



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**L'asset manager
d'un monde
qui change**