

BILAN 2020 & PERSPECTIVES 2021

Achevé de rédiger le 18/01/2020

DNCA
INVESTMENTS

La récession mondiale a été évitée

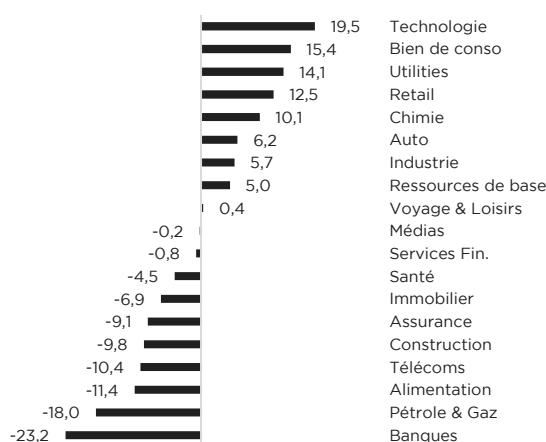
2020 a été une année historique marquée par une crise sanitaire, économique et financière liée à la pandémie COVID-19. La performance des marchés actions s'est finalement avérée décorrélée de l'évolution de la situation épidémique. Après un début d'année positif en ligne avec la tendance observée fin 2019, les marchés actions se sont brutalement retournés à partir de la fin février avec l'apparition des premiers foyers épidémiques hors de Chine en Corée, en Italie et aux Etats-Unis entraînant le confinement de plus de 4 milliards de personnes dans le monde et un ralentissement extrêmement marqué des économies mondiales. Face à la pandémie, la réaction n'a pas tardé à s'organiser. Des plans de relance budgétaires et monétaires ont été annoncés partout en Europe et aux Etats-Unis, accompagnés d'enveloppes de plusieurs centaines de milliards pour garantir des prêts bancaires. En Europe la gouvernance de la Zone euro a franchi une étape historique en acceptant le principe d'une mutualisation de ses dettes souveraines. Cette réponse mondiale et coordonnée d'une ampleur inédite a permis aux indices de se reprendre aidés par des indicateurs macro-économiques confirmant un mieux. Le Stoxx 600 a enregistré une baisse de -32,7% entre le 1er janvier et son point bas du 18 mars, avant de se reprendre de +34,2% entre le 18 mars et le 5 juin et clôturer à -13,35% sur le premier semestre.

A la fin de l'été, la plupart des place boursières avaient effacé l'impact de la crise sanitaire. Courant septembre, la résurgence de la pandémie, des signes d'essoufflement de la reprise aux Etats-Unis et en Europe ont pesé sur les marchés. L'anticipation d'une victoire démocrate aux élections américaines et les résultats très encourageants des vaccins de Pfizer-BioNtech et de Moderna Therapeutics début novembre ont remis le marché en mode « risk-on », au profit de la thématique «value » et cycliques.

L'accord sur le « Brexit » et celui conclu entre républicains et démocrates, sur les 900Mds\$ du plan de relance américain ont fini de rassurer les marchés.

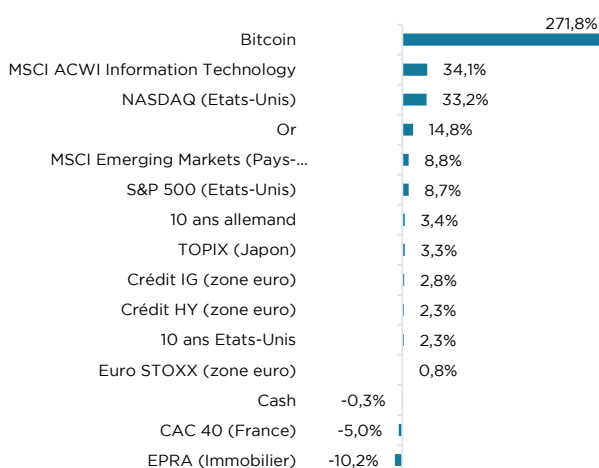
Le Stoxx 600 a progressé de +10,73% au 2ème semestre limitant sa baisse à -4,04% sur l'année alors que le MSCI All Country clôturait en hausse de +16,5% à la faveur d'un rebond d'une ampleur historique. Les pays déplorant les moins de victimes du COVID-19 ont souvent fait mieux que les autres (DAX +3,5%, SMI +4,4%). Les pays du Sud, beaucoup plus marqués par la pandémie, ont davantage souffert (IBEX -12,7%, MIB -3,3%). Le poids élevé des financières dans les indices a joué négativement, les valeurs bancaires clôturant l'exercice sur un repli de près de 25%. Les valeurs pétrolières n'ont pas fait beaucoup mieux, victimes du recul du cours du baril. Le transports & loisirs, l'immobilier et les media font également partie des perdants en raison du report à moyen terme du retour à la situation d'avant crise. Les valeurs « confinement » et de la digitalisation ont été les grandes gagnantes de l'année, valeurs technologiques en tête, suivi des biens et services de consommation. Les vecteurs verts des utilities et de la chimie ont surfé sur la hausse de fin d'année. Idem pour les matériaux de base, l'auto et les industrielles. Ils ont bénéficié du biais vert du plan NexGen. Sur les marchés obligataires, la période aura largement profité aux taux longs. Sans rester sur ses plus bas de -0,86% atteints à la mi-mars, le bund a baissé de 38 bp sur 2020 pour finir à -0,57%. Le relèvement des programmes de rachat « classiques » et la mise en place du PEPP (programme d'achats de titres) par la BCE ont resserré les écarts de taux avec le bund (-0,87% avec le 10 ans italien ; -0,81% avec son équivalent grec).

PERFORMANCES FINANCIERES 2020 EN % PAR SECTEUR EN EUROPE (EUROSTOXX 50)



Sources : DNCA Finance et Bloomberg au 31/12/2020.

PERFORMANCE TR DES CLASSES D'ACTIFS EN 2020



Sources : DNCA Finance et Bloomberg au 31/12/2020.

Quelle forme prendra la reprise en 2021 ?

Le scénario de dépression a été évité en grâce à des mesures exceptionnelles. Néanmoins des incertitudes demeurent sur la forme de la reprise, la circulation active du virus et ses variantes continuant à peser sur la capacité des économies à retrouver leur tendance d'avant crise.

En fin d'année 2020, les indicateurs économiques sont ressortis en moyenne au-dessus des attentes avec en particulier une hausse de la confiance des industriels en Europe et une reprise économique solide en Chine portée par la demande extérieure et l'accélération de la reprise

de la production industrielle. La demande intérieure chinoise restant encore en deçà des niveaux observés en 2020. Aux Etats-Unis, la reprise économique montre des signes d'essoufflement avec des perspectives qui se dégradent sur le secteur non manufacturier. Les inscriptions hebdomadaires au chômage repartent à la hausse et la croissance des ventes aux détails décroche. Seule, la production industrielle continue son redressement, bien qu'à un rythme moins soutenu.

La perspective d'un vaccin a permis un rebond des PMIs en décembre dans l'ensemble des pays. Mais la mise en place de nouvelles restrictions alimente les risques d'une nouvelle faiblesse des indicateurs de confiance de janvier.

2021 devrait néanmoins être une année de reprise forte, soutenue par les campagnes de vaccination, la consommation des ménages qui bénéficient d'une épargne conséquente et d'un effet richesse positif, l'investissement des entreprises favorisé par des conditions financières attractives dans un univers de taux bas et d'une meilleure visibilité sur la demande. Les Etats et les Banques Centrales continueront à intervenir en soutien de l'activité économique¹ et maintiendront une liquidité abondante sur les marchés.

Sur le plan international, il existe un espoir d'apaisement des tensions géopolitiques.

CROISSANCE PREVISIONS DE LA BANQUE MONDIALE

	2018	2019	2020e	2021f	2022f
Monde	3,0	2,3	-4,3	4,0	3,8
USA	3,0	2,2	-3,6	3,5	3,3
Zone Euro	1,9	1,3	-7,4	3,6	4,0
Japon	0,6	0,3	-5,3	2,5	2,3
Monde (hors G3 et Chine)	4,3	3,6	-2,6	5,0	4,2
Chine	6,6	6,1	2,0	7,9	5,2
Commerce mondial	4,3	1,1	-9,5	5,0	5,1

Sources : DNCA Finance et Banque Mondiale au 31/12/2020.

¹ Union Européenne.

- BCE : élargissement du programme d'achat d'actifs PEPP de 500 milliards d'euros jusqu'en mars 2022 ainsi qu'une extension jusqu'à fin 2021 du TLTRO.

- Budget de l'UE 2021-2027 (1.074 milliards d'euros).

- Plan de relance post-Covid (750 milliards d'euros) débloqué.

- Green Deal pour l'Europe.

Etats-Unis

- Nouveau stimulus budgétaire de 900 milliards USD (4% PIB) ratifié le 20 décembre 2020 par le Congrès.

- Fed : maintien des mesures jusqu'à ce que des progrès notables soient réalisés en matière d'inflation et d'emploi.

2021 devrait être également l'année de la résurgence de l'inflation. Celle-ci a pour origine l'impulsion des Banques Centrales qui génèrent des liquidités importantes, des Etats qui augmentent l'endettement public et des coûts de production qui rebondissent en ce début d'année. La Chine ne devrait plus être exportatrice de déflation comme par le passé et la transition énergétique des sociétés devrait également avoir un coût supplémentaire, générant une pression à la hausse des prix. Cette inflation est une inflation d'offre en ce début d'année.

Plusieurs facteurs seront à surveiller en 2021. Tout d'abord, la reprise économique reste non autonome et d'une ampleur incertaine. La première interrogation concerne le changement de comportement des ménages. Globalement ils bénéficient d'un excès d'épargne mais les écarts se sont creusés entre les plus riches et les plus pauvres, les plus touchés par la pandémie et les plus protégés. Le manque de confiance dans l'avenir crée de l'incertitude sur le rythme d'investissement de cette épargne dans l'économie réel.

Les entreprises ont profité de l'année 2020 pour se refinancer à travers des prêts garantis par l'Etat, des prêts bancaires et l'émission d'obligations. Elles disposent d'une liquidité conséquente pour faire face à une hausse des coûts de production. Dans un contexte de reprise économique, elles souhaitent reprendre leurs investissements qu'elles avaient réduit en 2020 en réponse à la baisse d'activité et dans un souci de préserver leurs liquidités. La reprise de l'économie et de l'investissement sera-t-elle suffisante pour relancer l'emploi rapidement ou les entreprises resteront-elles plus prudentes ?

Le marché de l'emploi et l'évolution de la consommation seront deux facteurs à surveiller pour s'assurer de la pérennité de la croissance. En Europe la reprise économique attendue est de 3,6%. Cet écart est moins important aux Etats Unis où l'activité économique a mieux résisté en 2020 et où les plans de relance s'annoncent plus importants. Les perspectives y semblent meilleures.

Que peut-on attendre des marchés financiers en 2021 ?

TAUX

Dette souveraine – Govies

Le marché des taux d'intérêts souverains a généré une très bonne performance en 2020 à la suite de la réaction des principaux Etats et des Banques Centrales qui ont contribué à la baisse significative des taux d'intérêt. Un premier mouvement de hausse aux Etats Unis a déjà été réalisé dès début janvier et représente la quasi-totalité des anticipations. On attend une stabilité du taux 2 ans aux Etats Unis. En Europe, une

hausse inférieure à 0,10% sur l'ensemble de la courbe pour la plupart des pays est attendue. Le marché des taux souverains, aux Etats Unis et en Europe, offre donc peu de perspective.

En 2021, le marché des taux devrait être impacté par des pressions inflationnistes. Cependant, l'activité des Banques Centrales qui dominent les taux longs devrait limiter la hausse des taux réels. Les taux directeurs ne devraient pas bouger, étant donné les programmes de relance importants mis en œuvre. Les pressions inflationnistes seront un facteur à surveiller.

Crédit Investment Grade

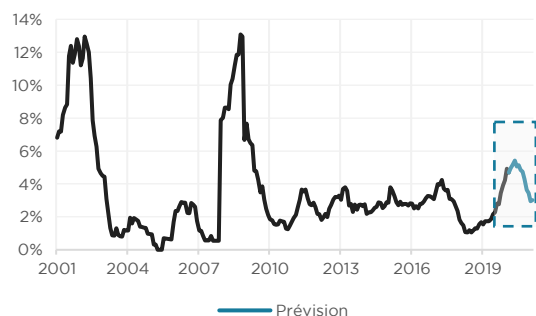
Le marché du crédit présente des perspectives de performance plus intéressantes pour l'année 2021. Le marché de l'Investment Grade offre un rendement modeste (0.2% en Euro) mais une volatilité faible. Il bénéficie d'une part d'un faible risque d'écartement des « spreads » grâce aux politiques de soutien la Banque Centrale Européenne et d'autre part de la reprise économique qui contribuera à l'amélioration de la santé financière des entreprises. Les facteurs techniques devraient être favorables, combinant un marché primaire modéré (environ 300 Mde d'émissions brutes pour 100Mde d'émissions nettes) et des entrées de flux faibles. Les entreprises ont anticipé leur besoin de financement en profitant de niveaux de rendement déjà faibles au deuxième semestre 2020 et d'un appétit important des investisseurs, dont le principal moteur reste la BCE. Le marché pourrait enregistrer en 2021 une performance de l'ordre de 0.5% à 1% en absolu.

Crédit High Yield

Le marché du High Yield devrait également bien performer en 2021 et le taux de défaut rester modéré. Si les entreprises ont augmenté leur endettement en 2020, elles ont constitué des liquidités abondantes qui vont leur permettre d'attendre plus sereinement la fin des contraintes sanitaires. Les programmes de relance mis en place par les gouvernements vont aider les entreprises en 2021 et leurs permettre d'améliorer significativement leurs ratios financiers. La hausse du taux de défaut restera limitée et concernera principalement des secteurs impactés par les mesures de confinement (transport et loisirs). Ces facteurs techniques devraient favoriser les performances du marché High Yield. Nous attendons un marché primaire dynamique pour refinancer des prêts ou des obligations remboursables par anticipation. De nouveaux émetteurs pourraient également venir se financer sur le marché pour profiter d'un environnement de taux bas et de l'appétit des investisseurs à la recherche de rendement. Certains investisseurs traditionnellement Investment Grade pourraient être plus présents sur le segment du BB afin d'améliorer le rendement de leurs portefeuilles. Même si la BCE n'intervient pas directement sur

ce marché, ses mesures de soutien aux économies limiteront la volatilité et le risque d'écartement des « spreads ». La valorisation du marché, bien que serrée en absolu, reste attractive comparée au rendement de l'Investment Grade et en ligne avec le marché des actions. Il existe un véritable potentiel de compression entre le High Yield et l'Investment Grade.

TAUX DE DEFAUT DES OBLIGATIONS EUROPEENNES (SPECULATIVE GRADE)



Sources : DNCA Finance et Moody's Investors Service au 31/12/2020.

Les principaux risques pour le marché du crédit sont similaires à ceux des autres marchés. Le premier reste la matérialisation d'un scénario de déflation et une hausse des taux plus forte qu'attendue. Celle-ci impacterait davantage l'Investment Grade où les niveaux de rendement sont plus faibles. L'effet taux sera contrebalancé sur le marché du High Yield par l'amélioration du contexte économique, des ratios financiers des entreprises et le resserrement des « spreads » de crédit, d'autant plus que le « rating » (ou notation) est faible. Les autres risques à considérer sont l'ampleur et la rapidité de la reprise de la croissance économique. Cela déterminera notamment la performance par « rating » et par secteur.

Les obligations convertibles

Le marché des convertibles a joué son rôle de « parachute » enregistrant le 18 mars 2020 un point bas de -7.06% (indice convertible Exane Euro) contre à -36.07% pour l'Eurostoxx 50. Profitant du rebond du second semestre, le marché des convertibles termine l'année avec une performance de +6.06%², contre -5.14% pour l'Eurostoxx 50.

A l'instar des actions, les perspectives de ce marché restent attractives pour 2021. La reprise économique sera favorable aux entreprises et même si la volatilité a augmenté en 2020, elle reste à des niveaux acceptables (32%). De plus, le marché primaire a été dynamique permettant un renouvellement des valeurs et une meilleure diversification. Des secteurs déjà présents

comme l'immobilier ou la défense ont été actifs et de nouveaux émetteurs ont investi le marché (Lufthansa, Deliveroo). Le marché présente aujourd'hui des titres attractifs et un potentiel de diversification intéressant.

Les perspectives sont plus fortes sur les marchés asiatiques et notamment en Chine. La zone européenne est également attractive, bénéficiant d'un potentiel de rattrapage significatif.

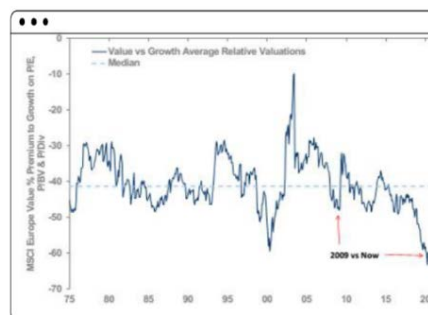
ACTIONS

Actions européennes

Les actions des grandes capitalisations devraient bénéficier en 2021 de la reprise économique. Pour l'Eurostoxx 50, la croissance des BPA est attendue à +46% sur l'année. Les entreprises devraient voir leurs résultats s'améliorer, en particulier celles exposées à la reprise de la croissance mondiale.

Les sociétés qui ont le plus souffert des conséquences de la pandémie en 2020 devraient bénéficier d'un rattrapage en 2021. La consommation, qui a été réduite après les périodes de confinement, devrait augmenter et les sphères industrielles, impactées par un arrêt de leurs marchés finaux et/ ou de certains maillons dans leur processus de production, devraient aussi enregistrer un rebond significatif. Ce facteur de rattrapage de l'activité devrait bénéficier aux actions « value », qui ont souffert aux cours des dernières années et plus particulièrement en 2020. Elles présentent aujourd'hui une valorisation attractive. C'est le cas du secteur bancaire qui pourrait bénéficier de taux d'intérêt plus stables et du retour des dividendes en 2021. Le secteur de l'énergie distribue des dividendes élevés et profite actuellement de la hausse du prix du pétrole. En contrepartie il doit financer sa transition vers les énergies renouvelables.

VALORISATION RELATIVE « CROISSANCE » VS. « VALUE » EN EUROPE



Sources : DNCA, Bloomberg au 31/12/2020

Les actions croissance devraient aussi bénéficier de l'effet de rattrapage de la consommation, comme, par exemple, la santé de spécialité qui a

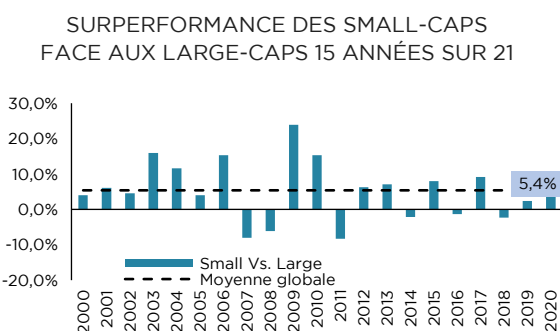
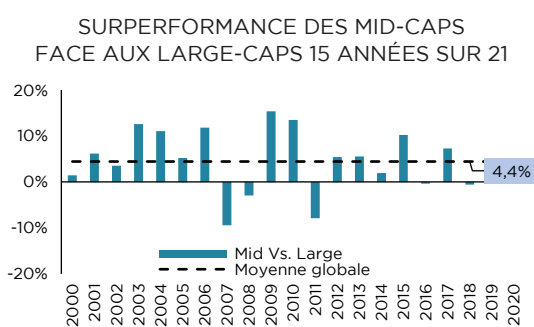
² Indice convertible Exane Euro

été impactée par la priorisation des hospitalisations liées à la pandémie. De plus, certaines entreprises bénéficient d'une croissance immune qui se poursuivra en 2021 comme pour le secteur des tours de télécommunications (inWit), des services de paiement ou des semi-conducteurs. D'autres enfin, ont vu leur croissance s'accélérer en 2020 et cela devrait se poursuivre en 2021. C'est le cas par exemple de certains segments dans le secteur du transport qui bénéficient du développement durable de l'e-commerce (Deutsche Post).

Les principaux risques auxquels le marché actions peut être confronté sont l'inflation et une hausse des taux plus importante qu'anticipée. L'inflation se matérialise aujourd'hui à travers la hausse du prix des matières premières. L'inflation salariale est à présent significative aux Etats Unis et pourrait avoir des répercussions sur les prix de divers secteurs. D'autres industries, comme les semi-conducteurs, font face à une demande croissante de différents secteurs (automobile mais aussi 5G, digital...) qui pourrait aussi alimenter l'inflation et à terme une hausse des taux d'intérêt.

Actions small et mid caps³ en Europe

Au cours des dernières années, le marché des petites et moyennes entreprises a montré sa capacité à surperformer le marché des grandes capitalisations grâce à une plus forte croissance et une culture entrepreneuriale plus développée. Cela devrait se répéter en 2021 du fait du rebond économique, de la liquidité abondante et des mesures de relance notamment fiscales qui se mettent en place dans les pays européens.



Sources : DNCA, MSCI et Bloomberg au 31/12/2020

3 Small caps : capitalisations comprises entre 1 et 5 Mds € / Mid caps : capitalisations comprises entre 5 et 10 Mds € / Large Caps : capitalisations supérieures à 10 Mds €.

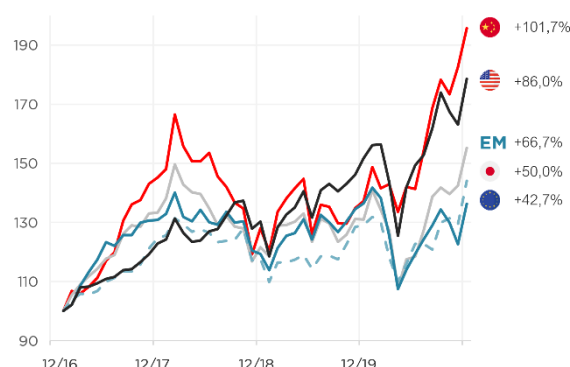
Les principaux moteurs de la performance du marché des petites et moyennes entreprises seront :

- un rattrapage plus important en Europe, qui a été plus impacté économiquement par la pandémie que les Etats Unis ou l'Asie. Les petites et moyennes entreprises ayant une exposition domestique plus importante seront sensibles à cet écart de croissance.
- le cycle de fusion - acquisition favorable aux petites et moyennes entreprises,
- le contexte politique plus stable, grâce en particulier à la fin des incertitudes liées au Brexit,
- les mesures de relance de l'économie mises en œuvre en 2021, tel que le support fiscal ou le green deal devraient aussi alimenter la croissance de ces entreprises.

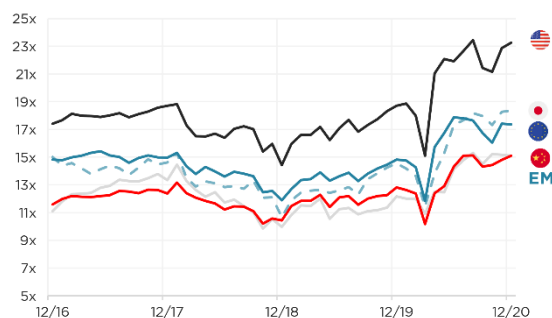
Actions émergentes

Les marchés émergents offrent, en ce début d'année, plusieurs facteurs favorables tels que la faiblesse du dollar et la forte croissance attendue. C'est la zone Asie qui semblent la plus porteuse mais le reste des pays émergents offrent aussi de belles perspectives. Les révisions de bénéfices sont attractives - entre 10% et 15% - et une rotation devrait se mettre en place en faveur des secteurs cycliques (financière, métaux, utilities, énergie).

PERFORMANCE DES INDICES MSCI (TR EN USD)



P/E DES INDICES MSCI (12 MOIS FORWARD)



Sources : DNCA Finance et Morgan Stanley au 08/12/2020.

Conclusion

En conclusion, il existe une vue consensuelle pour l'année 2021 pour des scénarios optimistes sur les marchés. Les actifs financiers devraient enregistrer de bonnes performances, mis à part le marché des taux souverains. Ce potentiel de performance est soutenu par une reprise économique importante, mais parfois limité par les niveaux de valorisations déjà relativement élevés après le rallye des marchés en novembre et décembre 2020. Les principaux éléments à surveiller seront le risque inflationniste et le rythme ainsi que l'ampleur de la reprise économique en 2021.

Les pays asiatiques, et plus particulièrement la Chine, semblent bien positionnés. Ils ont moins souffert de la pandémie et présentent un potentiel de croissance élevé.

Compte tenu des soutiens monétaires et des politiques de relance budgétaire, les risques nous semblent à ce jour limités pour 2021. En revanche les perspectives de 2022 sont encore incertaines. Non seulement elles dépendront de la capacité de la croissance économique à devenir autonome, mais surtout de l'attitude des banquiers centraux. En effet, il leur sera difficile de prolonger des politiques de liquidités ultra expansionnistes si l'activité rebondit fortement et si les marchés continuent à montrer des signes d'exubérance.

Retrouvez-nous sur :

www.dnca-investments.com

— **DNCA Finance**

19 place Vendôme – 75001 Paris
Tél. : +33 (0)1 58 62 55 00
Contact : dnca@dnca-investments.com

Société de gestion agréée par l'Autorité des
Marchés Financiers sous le numéro GP 00-030
en date du 18 août 2000

Conseiller en investissement
financier non indépendant au sens
de la Directive MIFID II

(DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance)

www.dnca-investments.com



Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. L'accès aux produits et services présentés peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays.

— Les positions évoquées sont celles de l'équipe de gestion et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

— L'investissement sur les marchés financiers comporte des risques, et notamment les suivants :

- Risque de perte en capital ;
- Risque actions : en cas de baisse des marchés actions, la valeur d'un instrument financier peut baisser ;
- Risque de taux : le risque de taux se traduit par une baisse de la valeur de l'instrument financier en cas de variation des taux ;
- Risque de crédit : le risque de crédit correspond au risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements ;
- Risque de change : il est lié à l'exposition à une devise autre que la devise de référence de l'instrument financier ;
- Risque de liquidité : les dérèglements de marché et caractéristiques de certains marchés (taille réduite, absence de volume) ou les caractéristiques de certains titres (actions de petite capitalisation) peuvent impacter les détails et conditions de prix dans lesquels l'investisseur peut être amené à liquider, initier ou modifier des positions ;
- Risque de contrepartie : il résulte de la dégradation ou de la faillite d'une contrepartie en cas de recours à des instruments financiers à terme, de gré à gré et à des opérations d'acquisitions cessions et temporaires de titres, entraînant ainsi une baisse de la valeur de l'instrument financier.

Courriel : dnca@dnca-investments.com – www.dnca-investments.com – site intranet dédié aux indépendants