

# OUTLOOK

2021

THÈMES ABORDÉS DANS CETTE PUBLICATION :



ALLOCATION D'ACTIFS  
STRATÉGIQUE MONDIALE



SÉLECTION DE VALEURS  
MONDIALE



ALLOCATION D'ACTIFS  
RÉGIONALE



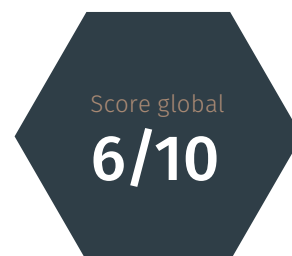
CONSTRUCTION DE  
PORTEFEUILLE RÉGIONALE

Nos prévisions  
et préférences



# Retour sur nos perspectives 2020

Chaque année, au mois de décembre, nous passons en revue nos *perspectives* publiées un an plus tôt. L'année 2020 a démenti certaines de nos prédictions en raison de la pandémie de Covid-19. Ceci dit, nous avons tout de même réalisé un score de 6/10.



## 1

### La croissance mondiale se poursuit

La pandémie de covid-19 a sévèrement plombé la croissance mondiale. Néanmoins, après le ralentissement de la première vague, de nombreuses économies avancées ont connu un redressement rapide de leur croissance. Un recul plus modeste a été observé après la deuxième vague de l'automne. La Chine, ainsi que plusieurs autres économies asiatiques, ont enregistré de faibles niveaux de contamination et de décès, et ont ainsi bénéficié d'une reprise rapide. Il se peut qu'elles aient enregistré une croissance positive du PIB pour toute l'année.

Faux

## 2

### L'heure du réajustement salarial des travailleurs

Même si l'écart entre la rémunération des PDG et celle des travailleurs ordinaires avait peu de chances de se réduire énormément en 2020, nous pensions constater cette année dans de nombreux pays des revendications en faveur de hausses salariales pour les travailleurs ordinaires. Cette hypothèse s'est en partie vérifiée : il y a effectivement eu des mouvements en ce sens en faveur des professionnels de santé et des services sociaux mobilisés en première ligne face à la pandémie. Par ailleurs, les régimes de congé et de soutien des revenus ont permis d'aider d'autres travailleurs moins bien payés. Toutefois, en 2020, nous avons surtout observé des tendances très disparates quant aux niveaux de rémunération et aux perspectives d'emploi d'un secteur à l'autre.

Partiellement  
Vrai

## 3

### Vers la fin de l'austérité

Nous pensions que l'austérité et les restrictions sur les dépenses publiques prendraient fin en 2020. En effet, ce fut résolument le cas, mais pour une raison inattendue.

Vrai

## 4

### Feu vert pour des dépenses vertes

Nous étions convaincus qu'une hausse des dépenses consacrées aux initiatives écologiques serait au cœur des préoccupations de 2020. Cet enjeu est incontestablement passé au premier plan et devrait occuper davantage les esprits en 2021.

Vrai

## 5

### Revenu fixe : la préservation du capital est essentielle

Nous pensions que l'environnement des placements à revenu fixe apporterait son lot de difficultés, compte tenu des faibles taux d'intérêt et rendements, mais que les obligations de sociétés investment grade constitueraient l'une des meilleures valeurs refuges et qu'il y aurait de belles opportunités à saisir au niveau des obligations convertibles. Le rendement total des obligations d'entreprises BBB à 5 ans, le secteur que nous avons mis en exergue, a atteint un taux honorable de 6 % sur l'année jusqu'au 11 décembre 2020, tandis que le rendement des obligations convertibles a été supérieur à 40 %.

Vrai

# 6

Faux

## Valeur des obligations des marchés émergents

Nous avons anticipé de la valeur dans la dette en monnaie locale des marchés émergents, pensant que grâce à une inflation modérée et à un dollar américain stable, les taux d'intérêt des marchés émergents pourraient encore être réduits en 2020. Bien que cette hypothèse ne se soit pas concrétisée au début de la crise du Covid-19, en fin d'année, les taux d'intérêt de nombreux marchés émergents ont baissé. Les rendements totaux en dollars américains des obligations en monnaie locale des marchés émergents ont atteint 2,3 % pour l'ensemble de l'année.<sup>1</sup>

# 7

Faux

## Les banques rebondissent

Nous estimions que les actions bancaires rebondiraient après avoir été en disgrâce pendant longtemps. Bien que la performance des banques ait rebondi en fin d'année, cela n'a pas suffi à empêcher une sous-performance pour l'année entière en raison de l'impact économique spectaculaire de la pandémie de covid. L'indice MSCI World Banks a produit des rendements totaux de -13,8 % au cours de l'année au 11 décembre 2020 contre 14,5 % pour l'indice MSCI World.

# 8

Vrai

## Les petites capitalisations se redressent

L'indice des petites capitalisations que nous avons mis en avant (l'indice Russell 2000 des actions américaines à petite capitalisation) enregistrait un rendement de 16 % au cours de l'année au 11 décembre contre un rendement de 15,4 % au cours de cette même période pour l'indice S&P 500 des actions à grande capitalisation.

# 9

Partiellement  
Vrai

## L'impulsion du Brexit

Nous avons anticipé le potentiel de reprise de la livre sterling par rapport au dollar américain, à savoir dans la fourchette de 1,35 USD à 1,40 USD/£. Le 14 décembre 2020, il se situait dans cette fourchette ciblée. Toutefois, les actions britanniques ont sous-performé les marchés mondiaux.

# 10

Vrai

## Un monde tripolaire

Nous pensons qu'avec la poursuite de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, le monde évoluerait vers une tripolarisation. L'évolution a en effet pris cette direction, qui demeure une thématique de nos *Perspectives 2021*.



<sup>1</sup> Source : Bloomberg ; pour l'année au 29 décembre 2020.

# Reprise économique mondiale synchronisée



Nous prévoyons une croissance synchronisée dans toutes les grandes économies pour 2021. Après la forte contraction de 2020, nous assisterons à une expansion générale.

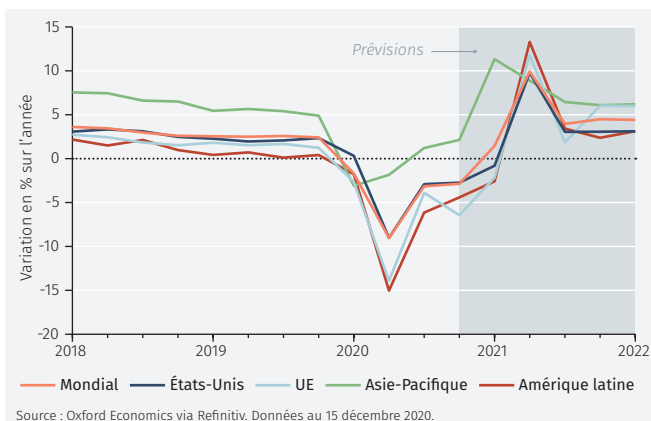
Nous prévoyons une reprise économique mondiale synchronisée dans une large mesure en 2021 (voir graphique 1). La région Asie-Pacifique, où la Chine arrive en tête, a été non seulement la première à subir le ralentissement lié à la covid-19 en 2020, mais également la première à se redresser. Cette tendance devrait selon nous se poursuivre en 2021.

Ceci étant, à l'échelle mondiale, les progrès du premier semestre 2021 ne seront probablement pas sans écueil. Ces tendances dépendront de la rapidité de déploiement des vaccins, du niveau d'assouplissement ou de durcissement des mesures de confinement et, surtout, de l'ampleur du regain de confiance des entreprises et des consommateurs.

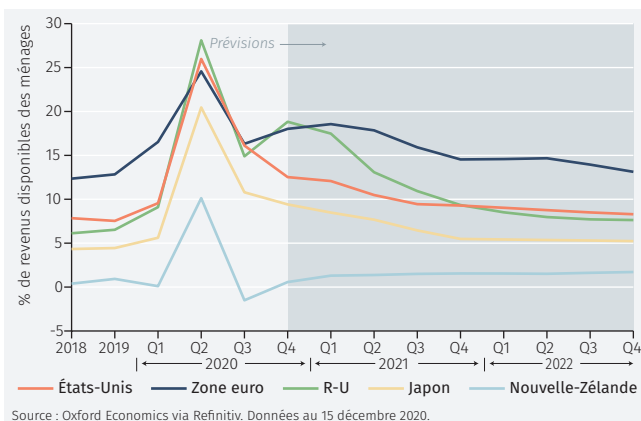
Les dépenses de consommation en matière de divertissement, de voyages, de concerts et de manifestations sportives ont été sévèrement touchées, ce qui a en revanche favorisé la constitution d'épargne (voir graphique 2). Pour preuve, dans les pays qui ont levé les mesures de confinement après avoir maîtrisé avec brio la propagation du virus (comme la Chine et la Nouvelle-Zélande), ces économies ont rapidement été déboursées en grande partie dans des secteurs mis à l'arrêt pendant les périodes de confinement.

Pour le second semestre 2021, nous prévoyons donc une trajectoire de croissance adoucie dans les économies développées à mesure du recul du virus et du regain de confiance.

## 1. Reprise mondiale synchronisée : croissance du PIB réel



## 2. Les comptes épargne devraient se vider



# Consommateurs numériques



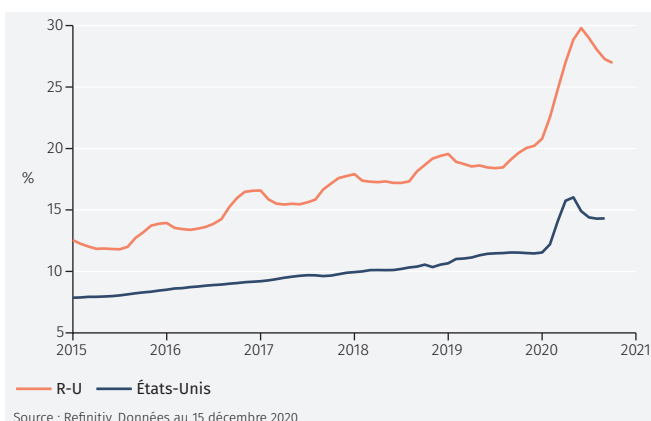
Les changements d'habitudes de consommation seront un thème clé de 2021 et des années suivantes. Certains s'inscriront dans la logique des tendances mises en route par la pandémie, tandis que d'autres relèveront de changements structurels de plus grande envergure.

Les changements d'habitudes de consommation seront un thème clé de 2021 et des années suivantes.

Le plus important sera le passage aux canaux de vente numériques en ligne. Au Royaume-Uni, la première vague de covid-19 a vu jusqu'à un tiers des dépenses de détail s'effectuer en ligne contre un cinquième en 2019 (voir graphique 3). Dans ce pays, comme aux États-Unis, le passage aux ventes en ligne et numériques a été long au démarrage avant de voir son essor dopé par la pandémie. Selon nous, cette tendance a peu de chances de s'inverser, d'autant plus que les achats en ligne ont été simplifiés (pas-de-porte, livraisons sans contact, par exemple) tandis que le commerce de proximité s'est replié du fait de fermetures de magasins et de problèmes de santé résiduels.

Évaluer l'ampleur des ventes en ligne n'est pas chose aisée. La plupart des économies évaluent les ventes en ligne de biens physiques uniquement. Toutefois, il est indéniable que bon nombre de services qui ont explosé pendant la pandémie, ont été fournis en ligne (visioconférence, séances de gym et consultations médicales en ligne pour ne citer que ces trois exemples). Contrairement à toutes les autres économies, la Chine évalue les ventes de services en ligne ; lorsqu'elles sont prises en compte, les ventes en ligne représentent près de 30 % des ventes au détail (voir graphique 4).

### 3. Part des ventes au détail en ligne : Royaume-Uni et États-Unis



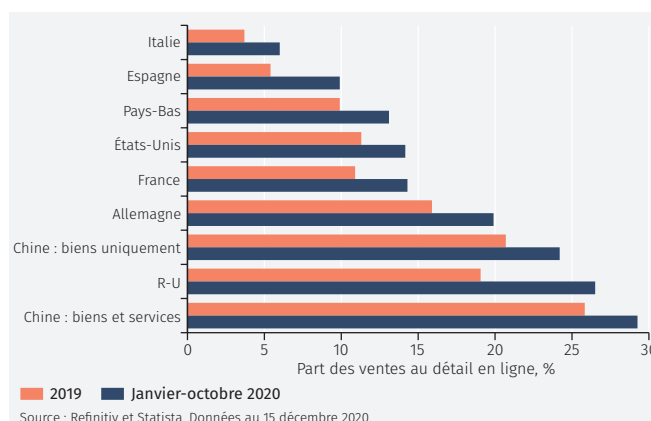
Cette tendance est associée à d'autres évolutions notables.

La fidélité a été mise à l'épreuve, car les détaillants ayant la meilleure présence en ligne ne sont pas souvent ceux qui ont la plus forte présence dans le commerce de proximité. Les détaillants sans présence physique en magasin, et en particulier ceux à un stade avancé en matière d'automatisation, supportent en général des coûts inférieurs et leurs consommateurs peuvent comparer facilement les prix lors de leurs achats en ligne. Ces tendances renforcent les probabilités d'une inflation toujours faible.

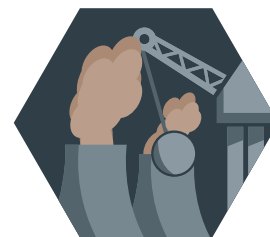
Les introductions en bourse d'Airbnb, de DoorDash et de diverses sociétés de fintech dans le monde à la fin de 2020 indiquent que les services aux consommateurs sont sans aucun doute un aspect capital de la tendance de ces derniers à adopter des solutions numériques.

En effet, c'est dans ce domaine que le rebond des dépenses de consommation sera probablement le plus manifeste à mesure de l'évolution de 2021.

### 4. Consommateurs numériques : Royaume-Uni et Chine en tête



# Changement climatique et destruction créatrice



2021 devrait être l'année d'un réel déchaînement des forces de la destruction créatrice, en particulier dans les secteurs de l'énergie et des transports.

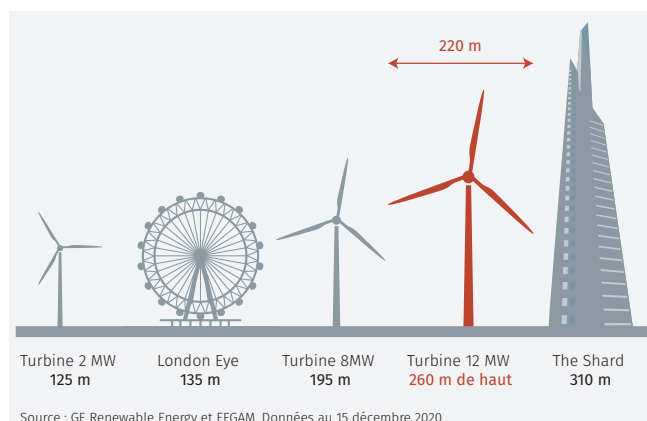
La « destruction créatrice », l'expression inventée par l'économiste Joseph Schumpeter, décrit la manière dont les économies créent des inventions et de nouveaux procédés de production qui détruisent les anciens procédés. Ce processus devrait, selon nous, se manifester en 2021 dans deux domaines clés (le transport et la production d'énergie).

Dans les transports, la lente percée du marché des voitures électriques jusqu'ici (voir graphique 5), devrait s'accélérer. Cette évolution s'explique en partie par le fait que les grands constructeurs automobiles déploieront une gamme de produits à même de rivaliser avec des constructeurs de véhicules électriques plus spécialisés. L'amélioration de la technologie des batteries améliorera davantage l'autonomie de ces véhicules et les mesures gouvernementales, notamment, au Royaume-Uni, où l'on observe l'interdiction de vente de voitures traditionnelles (essence et diesel) à partir de 2030 qui renforcera cette tendance. Tout comme les véhicules à moteur qui après un long démarrage, ont fini par remplacer rapidement les chevaux, les véhicules électriques feront de même par rapport aux véhicules traditionnels.

Cela s'inscrit dans une tendance générale à l'électrification des économies (y compris d'autres formes de transport, de chauffage et d'industrie). Cette tendance sera particulièrement notable en Europe, en Chine et, sous l'administration Biden, aux États-Unis. Dans le sillage de cette tendance, nous observerons un changement en termes de production d'énergie, mettant de côté les énergies fossiles pour faire la part belle à l'électricité produite à partir de

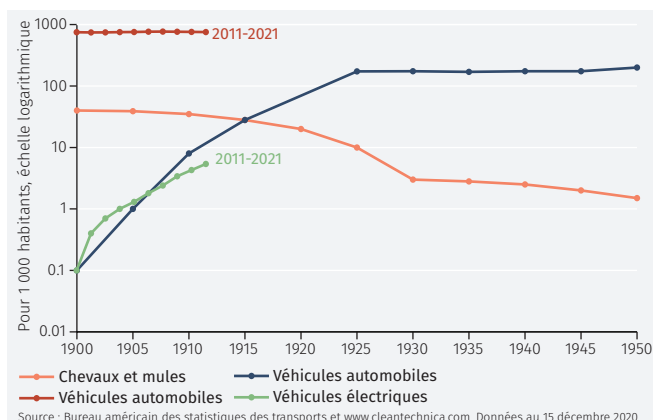
sources renouvelables. De très grandes éoliennes offshore seront installées au Royaume-Uni, (voir graphique 6) à compter de 2021. Le projet (réaliste) du gouvernement consiste à produire toute l'électricité du Royaume-Uni à partir d'éoliennes offshore d'ici 2030.

## 6. Énergie éolienne : taille et échelle accrues

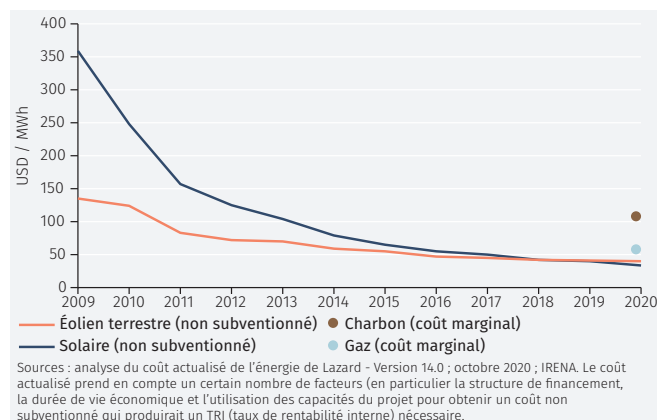


Plus important encore, les énergies éolienne et solaire sont désormais moins chères que les énergies fossiles la plupart du temps (voir graphique 7). Bien évidemment, la difficulté est que ces sources ne fournissent pas un flux d'électricité régulier. Toutefois, les avancées technologiques des batteries nous encouragent à poursuivre dans cette voie : celles-ci augmentent leur capacité de stockage et réduisent les coûts connexes.

## 5. Des chevaux aux voitures en passant par les véhicules électriques



## 7. Baisse du coût des énergies renouvelables



# L'inflation reste faible



En dépit de la reprise synchronisée et du maintien de dépenses publiques élevées, l'inflation devrait selon nous rester faible. L'offre excédentaire caractérisera encore de nombreuses industries mondiales. Les craintes qu'une envolée de la croissance monétaire conduite à une inflation supérieure se révéleront sans fondement.

Il est peu probable que la reprise mondiale synchronisée et la poursuite des déficits et des dépenses publiques à grande échelle exercent une pression haussière significative sur l'inflation. Principale raison ? Nonobstant une reprise de la demande, de nombreux secteurs de l'économie mondiale seront marqués par une capacité excédentaire en 2021. Ce sera le cas dans des secteurs (comme ceux du pétrole et de l'énergie) qui ont un effet particulièrement important sur le taux d'inflation global. En outre, la confiance des consommateurs et la croissance des dépenses étant lentes, les consommateurs devraient selon nous rester très sensibles aux prix.

Les signes affichés par ces économies qui ont connu une belle reprise après la Covid-19 sont l'atténuation des pressions inflationnistes. L'inflation des prix à la consommation en Chine, à 0,5 % en glissement annuel en octobre 2020, a été la plus faible depuis plus d'une décennie ; et avec la baisse des prix à la production de plus de 2 % d'une année sur l'autre, il n'y a guère l'ombre d'une tendance inflationniste à l'horizon. La Nouvelle-Zélande, qui a également réussi à maîtriser la crise du covid-19, a vu son taux d'inflation tomber à à peine 1,4 % au 3<sup>e</sup> trimestre 2020.

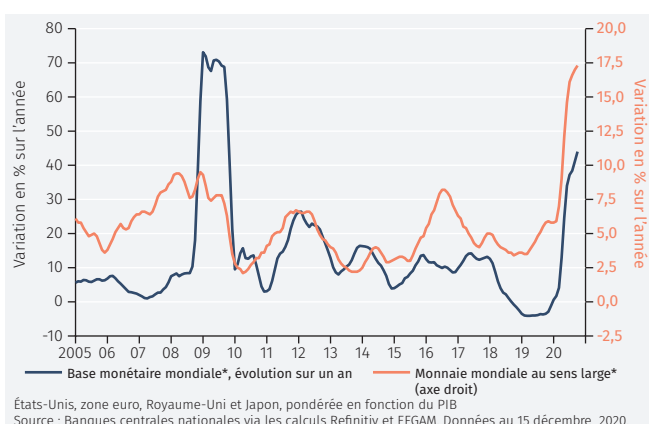
Néanmoins, certains observateurs estiment que le taux de croissance monétaire rapide remarqué dans plusieurs économies avancées indique qu'une inflation supérieure pourrait se profiler à l'horizon. Il y a deux évolutions monétaires particulièrement intéressantes à souligner.

Premièrement, la forte hausse de la base monétaire qui a été semblable à celle observée lors de la crise financière mondiale (voir graphique 8). Aujourd'hui comme à l'époque, cette augmentation traduit une hausse des réserves des banques qui, quant à elle, s'explique par les achats d'actifs des banques centrales. Encore une fois, nous n'y voyons pas le présage d'une inflation supérieure.<sup>2</sup>

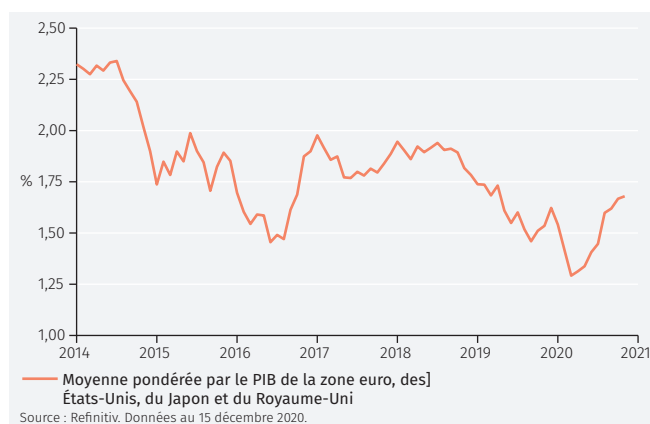
Contrairement à la crise financière mondiale, la croissance de la masse monétaire au sens large a augmenté, ce qui pourrait constituer une plus grande menace pour l'inflation future. Ceci dit, la hausse de la croissance de la masse monétaire au sens large a en grande partie été à l'image du comportement prudent du secteur privé : pour les consommateurs, une augmentation des dépôts bancaires étant donné que les taux d'épargne des consommateurs ont augmenté ; et, pour les entreprises, une hausse de leurs dépôts bancaires en raison du tirage des lignes de crédit pour doper les bilans et du report des dépenses d'investissement.

Ainsi, à moins que cette croissance plus rapide de la masse monétaire au sens large ne soit maintenue (ce qui nous semble peu probable), la menace d'une inflation supérieure, probablement en 2021, semble exagérée. Cette attente se reflète dans les prix de l'inflation future fixés par les marchés financiers dans les principales économies avancées (voir graphique 9). De telles attentes peuvent être très inconstantes, mais pour l'heure, elles nous paraissent fondées.

## 8. Croissance monétaire mondiale



## 9. Taux d'inflation prévus (moyenne sur 5 ans, 5 années à venir)



<sup>2</sup> Pour une explication détaillée des motifs du décrochage voir EFG Infocus, « The Fed's balance sheet and the missing inflation », juin 2020.

# Des états puissants, qui le restent



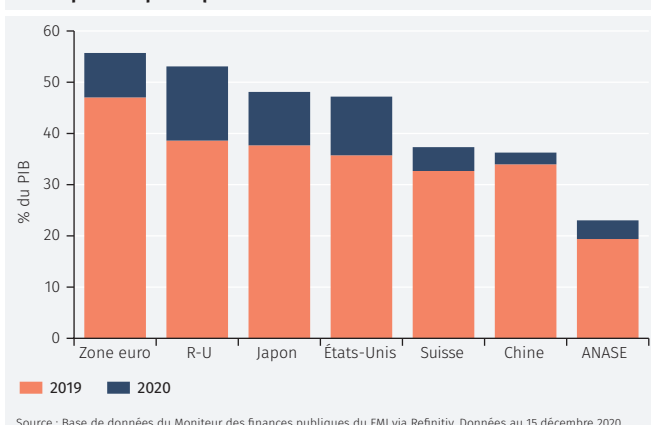
Les états ont indubitablement joué un rôle majeur dans la riposte à la pandémie et leurs dépenses ont augmenté. Ils pourraient bien chercher à réduire leurs dépenses ou à augmenter les impôts en 2021. Toutefois, il sera difficile d'adopter une telle stratégie.

Les états ont de toute évidence un rôle de premier plan à jouer dans la riposte face à la pandémie et leurs dépenses ont augmenté (voir graphique 10). L'inquiétude, comme l'a souligné Milton Friedman, est que « Rien n'est plus durable qu'un programme gouvernementale temporaire ». Citons par exemple, le programme britannique de congés/suspensions temporaires, qui a consisté au financement par l'état à 80 % des salaires des employés pour éviter leur licenciement. Ce programme aurait dû prendre fin cet été, mais a été prolongé à deux reprises, jusqu'en mars 2021 à ce jour.

En général, réduire les dépenses publiques se révèle être une tâche épineuse, surtout compte tenu de la hausse (parfaitement justifiée) des salaires que nous anticipons pour les principaux travailleurs de santé et des services sociaux.

Ainsi, bien que la maxime de Friedman puisse bien exagérer les risques, il n'en demeure pas moins qu'après une hausse des dépenses publiques, il n'est pas chose aisée que de réduire ces dernières.<sup>3</sup>

## 10. Dépenses publiques



Les états manœuvreront dans l'idée d'augmenter les impôts, mais cela nous semble peu probable en 2021 et ce serait même une erreur. Les déficits budgétaires des états devraient donc rester élevés pendant au moins plusieurs années.

Tant que le coût de financement des emprunts publics reste inférieur au taux de croissance nominal de l'économie, un état peut enregistrer un déficit budgétaire sans que le niveau de la dette n'explode.<sup>4</sup> Néanmoins, alors que les conditions devraient être favorables aux emprunteurs publics au cours de la prochaine année, il serait hasardeux de croire que cette situation sera permanente.

Le rôle plus interventionniste adopté par les états à la suite du covid-19 pourrait bien s'étendre à d'autres domaines en 2021. En particulier, une réglementation plus stricte à l'égard des grandes entreprises technologiques semble être un thème clé de cette année.



<sup>3</sup> Un phénomène identifié pour la première fois par l'économiste Alfred Wagner au XIX<sup>e</sup> siècle et développé par Peacock et Wiseman. <http://econjournals.com/index.php/ijefi/article/viewFile/1317/pdf>

<sup>4</sup> Un point discuté dans notre EFG *Infocus* « Le dilemme budgétaire : taux d'intérêt contre croissance », novembre 2020.

# Titres à revenu fixe : des opportunités intéressantes demeurent

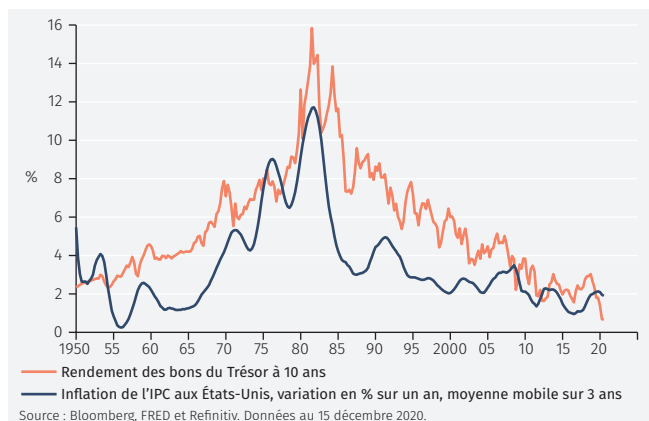


En dépit des faibles rendements des obligations d'État sur les principaux marchés développés et des écarts de crédit serrés, des opportunités demeurent dans les titres à revenu fixe. De bons profils de risque/rendement ressortent selon nous de la dette et des obligations convertibles des pays riches.

L'inflation devant rester faible dans les économies avancées pendant encore quelque temps, les rendements des emprunts publics à long terme devraient également rester stables (voir graphique 11). Toutefois, la durabilité de la faible inflation et des rendements obligataires aux États-Unis a été remise en question à plusieurs reprises ces dernières années. En 2021, la principale préoccupation est qu'avec des déficits et des niveaux d'endettement élevés, les états pourraient ne pas être en mesure d'emprunter à un prix aussi bon marché. La hausse des rendements obligataires et les moins-values connexes sont un réel problème.

C'est l'une des grandes raisons pour lesquelles nous sommes convaincus que l'accent mis sur les obligations émises par les pays riches (ceux disposant d'emprunts et d'actifs extérieurs nets limités) est particulièrement intéressant. Ces émetteurs, en particulier ceux de la région du Golfe et de certains marchés émergents, présentent une situation financière plus solide que bon nombre de pays développés et leurs obligations souveraines et quasi souveraines peuvent offrir une reprise de rendement intéressante.

## 11. Rendement et inflation des bons du Trésor américain à 10 ans



Les obligations convertibles (celles avec une option pour la conversion en actions de l'émetteur) constituent un autre domaine intéressant du marché obligataire. Les rendements de ces obligations américaines ont été bons pendant un certain nombre d'années et se sont avérés particulièrement intéressants en 2020 (voir graphique 12).

La dette des marchés émergents en monnaie forte (par exemple en dollars américains ou en euros) et en monnaie locale demeure un domaine d'intérêt. Ce sera particulièrement le cas si notre attente d'une reprise économique mondiale synchronisée se vérifie, les économies émergentes et avancées se redressant toutes deux en 2021.

Ainsi, malgré les faibles rendements sur les principaux marchés des obligations d'État, ces trois opportunités dans les titres à revenu fixe (les pays riches, les obligations convertibles et les marchés émergents) offrent de belles opportunités de rendement à risque limité.

## 12. Rendements du secteur des marchés obligataires, % pa.

9,6 %	59,4 %	18,1 %	13,6 %	19,6 %	24,4 %	7,8 %	1,5 %	14,3 %	16,8 %	1,0 %	23,0 %	40,2 %
8,3 %	50,7 %	14,8 %	6,2 %	18,1 %	7,3 %	6,1 %	-0,2 %	10,7 %	14,4 %	-0,7 %	12,6 %	9,7 %
4,8 %	35,6 %	12,9 %	6,2 %	16,1 %	-1,4 %	3,6 %	-1,4 %	9,0 %	10,4 %	-1,2 %	12,1 %	8,0 %
-2,4 %	20,2 %	10,9 %	5,8 %	15,6 %	-2,6 %	3,1 %	-2,0 %	7,9 %	9,6 %	-1,3 %	11,1 %	7,7 %
-16,2 %	11,4 %	6,3 %	5,6 %	7,0 %	-2,7 %	0,6 %	-2,7 %	4,7 %	7,5 %	-2,0 %	8,4 %	5,3 %
-26,9 %	6,9 %	5,9 %	3,1 %	4,3 %	-4,3 %	0,0 %	-3,2 %	2,1 %	7,4 %	-3,0 %	6,8 %	4,4 %
-34,6 %	5,9 %	5,5 %	0,6 %	2,6 %	-5,1 %	-1,0 %	-3,7 %	1,7 %	3,0 %	-4,1 %	6,4 %	3,6 %
s.o.	3,3 %	5,4 %	-5,3 %	2,0 %	-8,6 %	-3,4 %	-11,1 %	1,7 %	2,5 %	-5,7 %	5,6 %	2,1 %
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*

■ Obligations convertibles américaines     ■ Titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS) des États-Unis     ■ Prêts hypothécaires américains  
■ Agrégat mondial     ■ Obligations d'état mondiales  
■ Obligations des marchés émergents en monnaies locales     ■ Devises fortes de marchés émergents     ■ Haut rendement mondial

\*Données à fin novembre. Source : Indices Bloomberg Barclays. Données au 15 décembre 2020. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

# Ce n'est pas la taille qui compte

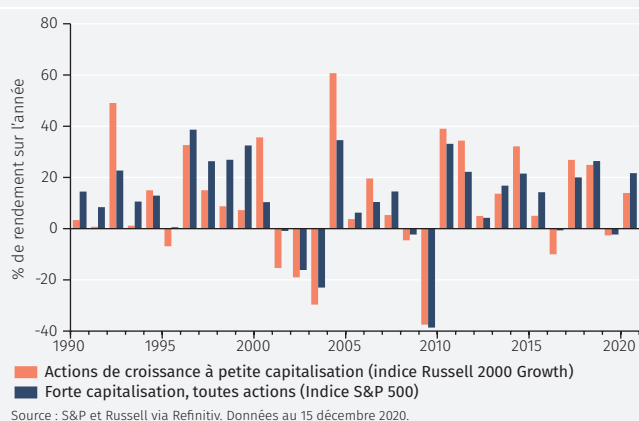
En 2020, bien des produits et services innovants portés sur le devant de la scène proviennent de petites entreprises. Nous sommes à la recherche de petites entreprises innovantes pour faire à nouveau sensation en 2021, mais l'exposition doit être sélective.



En 2020, une grande partie des produits et services innovants qui ont connu un succès rapide grâce à la covid-19 sont issus de petites entreprises. Si rares étaient ceux à connaître BioNTech, TikTok et Zoom en début d'année, on retrouvait ces noms sur toutes les lèvres en fin d'année. Nous recherchons des petites entreprises innovantes pour faire à nouveau sensation en 2021.

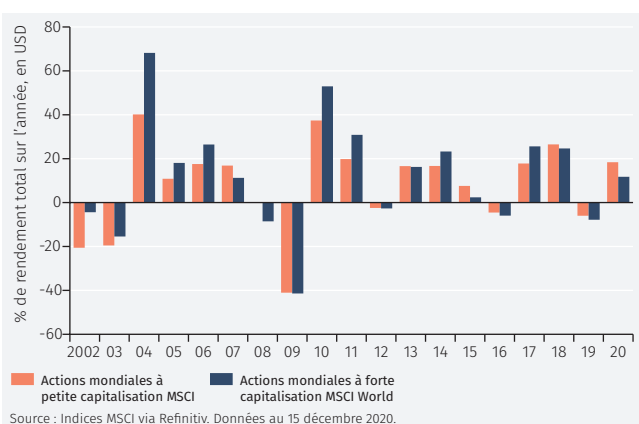
Toutefois, cette projection est à nuancer. Pendant longtemps, les petites entreprises ont prouvé à maintes reprises qu'elles produisaient des rendements à long terme supérieurs à ceux des actions à grande capitalisation. C'est que l'on appelait la « prime des petites capitalisations ». Cependant, cette prime a quasiment disparu ces derniers temps. Par exemple, aux États-Unis, le secteur de croissance des petites capitalisations a sous-performé les actions à grande capitalisation au cours de quatre des cinq dernières années (voir graphique 13).

## 13. Comparatif entre actions américaines de croissance à petite capitalisation et actions à grande capitalisation



Il est toutefois intéressant de souligner qu'en 2020, les actions mondiales à petite capitalisation ont surperformé les actions à grande capitalisation (voir graphique 14). Cela traduit, en particulier, la meilleure performance des actions à petite capitalisation en Asie.

## 14. Actions mondiales de grandes et petites capitalisations



Nous pensons que la performance des petites capitalisations par rapport aux actions à grande capitalisation s'explique par une reprise pour trois raisons principales. Tout d'abord, et surtout, l'agilité et la flexibilité que l'on retrouve souvent dans les petites entreprises permettent à ces dernières d'être des leaders de l'innovation. En revanche, on reproche parfois à ce point de vue le manque d'extensibilité de ces petites entreprises. Néanmoins, l'accès aux nouvelles technologies, en particulier à l'informatique sur le cloud, permet aux petites entreprises d'accroître leur dimension plus facilement et à moindre coût qu'auparavant.

Deuxièmement, les petites entreprises se concentrent en général sur un domaine restreint pour lequel elles ont une expertise.

Troisièmement, une abondance de liquidités est constituée pour soutenir ces sociétés. Cela se voit dans les niveaux élevés de dry powder d'investissement en capital (fonds levés, mais pas encore déployés) et le développement récent des SPAC (sociétés d'acquisition à vocation spéciale) qui recherchent de petites entreprises privées pour entrer en bourse.

# Les grandes technologies se consolident



Les grandes entreprises technologiques américaines, qui ont su tirer leur épingle du jeu en 2020 (avantagées par l'essor du télétravail, du stockage sur le cloud, des achats en ligne, etc.) continueront sur leur lancée en 2021. Elles seront de plus en plus assimilées à des monopoles réglementés.

Peu avant l'élection présidentielle américaine de 2020, la Chambre des représentants a publié un rapport de 449 pages critiquant les pratiques réalisées par les grandes entreprises technologiques américaines en raison de leurs positions dominantes sur le marché. Ce rapport préconisait d'accroître la concurrence et de renforcer la législation antitrust et son application. Fin décembre, ces recommandations ont été suivies par le lancement d'une procédure antitrust contre Facebook aux États-Unis ; menaces britanniques d'amendes contre les entreprises favorisant la diffusion de contenus préjudiciables ; et menaces de l'UE de démantèlement des grandes entreprises technologiques qui s'adonneraient à des pratiques anticoncurrentielles.

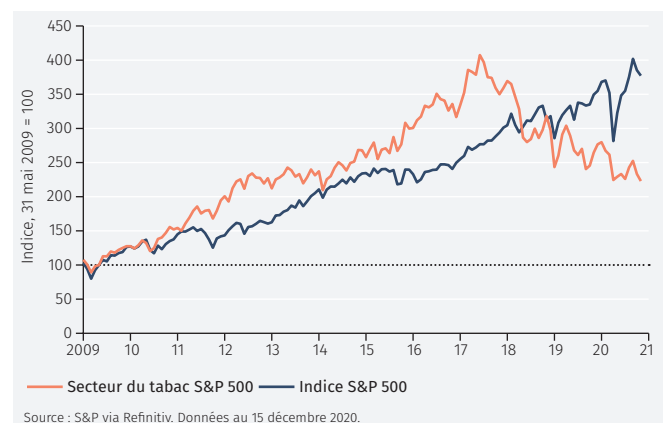
Ceci dit, ces entreprises présentent trois grands avantages. Premièrement, elles bénéficient d'effets de réseau dans une large mesure (plus des personnes y font appel, plus la valeur de leur offre augmente). Il sera difficile pour tout nouvel entrant établi aux États-Unis de s'implanter sur ce marché. Deuxièmement, les concurrents les plus compétents sont les entreprises chinoises, mais il est très peu probable que les États-Unis leur facilitent l'accès au marché. Troisièmement, les grandes entreprises technologiques américaines ont une situation financière solide et sont à même de se défendre face à tout changement législatif ou toute procédure antitrust engagée à leur encontre.

Une option moins envisagée consiste à réglementer de façon plus stricte les grandes entreprises technologiques américaines : une agence fédérale supervisant les grandes technologies est envisageable. Il y a un précédent. En 2009, après l'élection du président Obama, le secteur du tabac est devenu, pour la première fois, réglementé par la FDA américaine (Food and Drug Administration). Dans un sens quelque peu paradoxal, cela offrait

un certain niveau de protection au secteur, qui a ensuite très bien performé par rapport à l'ensemble du marché, notamment en raison d'une vague de consolidation (voir graphique 15). Même en voyant les choses sous cet angle, est-il réaliste de penser qu'il suffirait d'un régulateur fédéral pour changer les pratiques des grandes entreprises technologiques ? Le tabac est un produit nocif. Bien que l'on se plaigne de la toute-puissance des grandes technologies, elles ont indéniablement apporté des avantages considérables aux États-Unis et à l'économie mondiale.

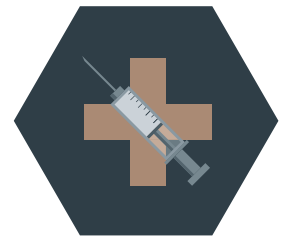
Sommaire, nous nous attendons à ce que les grandes sociétés de technologies américaines continuent de bien se comporter en 2021 et les années suivantes. Ces entreprises seront de plus en plus assimilées à des monopoles réglementés. La production de flux de trésorerie de ces entreprises est forte et leurs valorisations pourraient, selon nous, être justifiées.

15. La réglementation n'est peut-être pas une mauvaise chose



# Secteur de la santé

Nous envisageons de belles opportunités pour le secteur de la santé. Il s'agit d'un secteur aux entreprises très diverses, qui semblent en mesure de rebondir sur les grandes tendances observées dans l'industrie en 2021.



Le secteur de la santé est attractif pour 2021 pour trois raisons principales. Premièrement, il offre une exposition à l'une des plus importantes mégatendances sociales mondiales : une population vieillissante et une demande accrue de soins de santé pour les personnes âgées.

Deuxièmement, les grandes entreprises de soins de santé sont encore des sociétés relativement prudentes, qui versent des dividendes et qui sont valorisées de manière incitative. Dans l'ensemble, les sociétés du secteur de la santé américain S&P 500 (voir graphique 16) se négocient à un multiple cours/bénéfices à terme inférieur à celui de tous les secteurs, hors services financiers. Nous pensons que cela traduit en partie les préoccupations relatives aux politiques potentielles du président Biden, mais tout changement probable ne semble pas pris en compte dans les évaluations actuelles.

Troisièmement, l'ensemble du secteur a été bouleversé par la covid-19 et les opportunités qui en découleront, se concrétiseront, selon nous, davantage en 2021 et les années suivantes.

Plus important encore, la covid-19 a déclenché une vague d'adhésion beaucoup plus large aux nouvelles technologies numériques, en particulier les consultations et les diagnostics à

distance des patients. Dans le même temps, les appareils portables pour le suivi d'activité, la surveillance de la santé et le dépistage semblent voués à connaître un succès bien plus vaste. On observe des techniques mini-invasives et des interventions par robot dans des domaines multiples, de la chirurgie cardiaque à l'orthodontie. L'introduction de bon nombre de ces nouvelles technologies sera vraisemblablement amenée par des sociétés de technologies plutôt que des entreprises de soins de santé, renforçant ainsi davantage la dynamique concurrentielle de l'industrie.

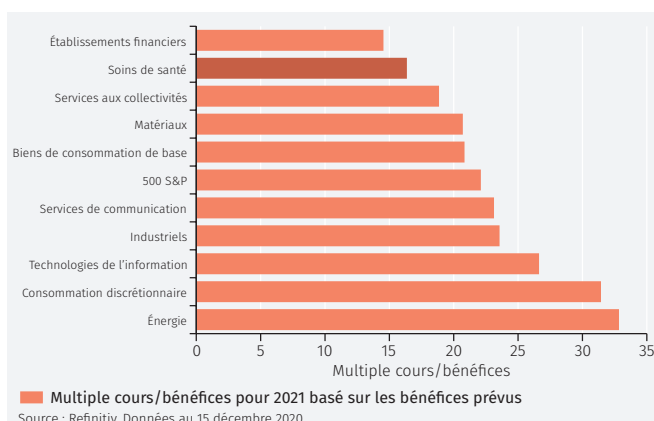
Le secteur de la santé a mauvaise presse pour ce qui est de son efficacité opérationnelle (le fax et le courrier postal étant les modes de communication privilégiés du secteur dans bien des cas), mais ce point pourrait également évoluer grâce aux technologies numériques.

Selon une étude de McKinsey, les revenus mondiaux du secteur de la santé numérique au sens large pourraient atteindre 600 milliards de dollars en 2024 contre 350 milliards de dollars en 2019.<sup>5</sup>

Aux États-Unis, il se peut que le taux de chômage reste élevé et que l'on enregistre une baisse des primes patronales d'assurance maladie : cela pourrait avoir un impact sur la demande. En dehors des États-Unis et particulièrement en Asie, la pénétration des produits de santé grand public et du commerce électronique dans le secteur est faible et devrait connaître une croissance rapide.

À l'échelle mondiale, nous nous attendons à ce qu'il s'agisse d'un facteur décisif contribuant à un niveau élevé de fusions et d'acquisitions dans le secteur.

## 16. Ratios cours/bénéfice du S&P 500 : Prévisions 2021



<sup>5</sup> <https://www.mckinsey.com/industries/pharmaceuticals-and-medical-products/our-insights/healthtech-in-the-fast-lane-what-is-fueling-investor-excitement>

# Le nouveau visage de la coopération mondiale



Nous envisageons le retour d'un esprit de coopération accrue dans les relations mondiales. Le président Biden adoptera sans nul doute une approche différente de celle de son prédécesseur. Il opétera certainement pour des rapports plus consensuels, multipartites et multilatéraux.

Le président Biden adoptera sans nul doute une approche différente de celle de son prédécesseur. Il pourrait bien recourir à des décrets-lois pour amener des changements rapides dans certains domaines : la réadhésion à l'Accord de Paris sur le climat et à l'Organisation mondiale de la santé, par exemple. Toutefois, l'approche multilatérale, probablement plus consensuelle et multipartite de Biden, apportera des améliorations plus progressives et plus solides. Ces initiatives seront bien accueillies par les entreprises et les marchés financiers américains et, selon nous, par la communauté internationale. En ce qui concerne la Chine, 2021 marque le 100<sup>e</sup> anniversaire de la formation du Parti communiste, une date que le pays souhaiterait vraisemblablement célébrer dans un cadre pacifique.

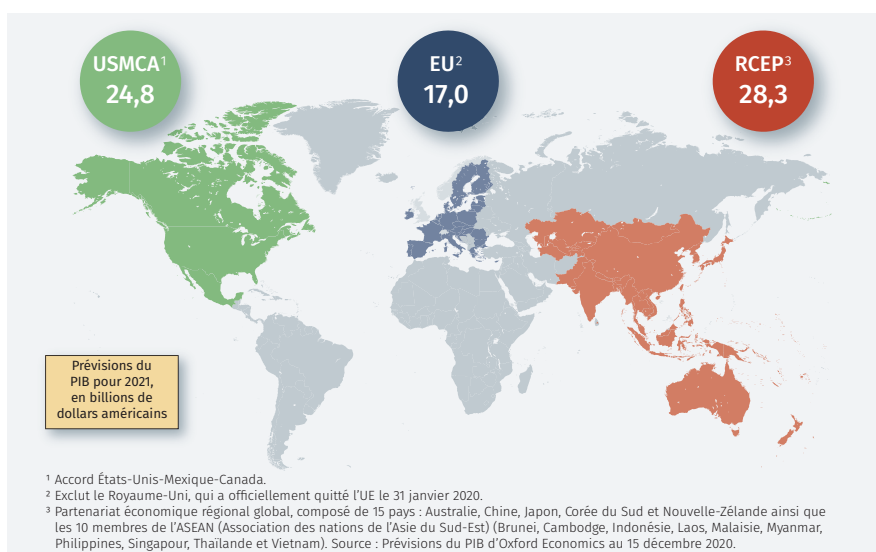
Bien que le monde continue d'évoluer vers une tripolarisation, avec des chaînes d'approvisionnement plus concentrées au sein de grands groupements régionaux (voir graphique 17), il n'est pas absurde d'imaginer que les États-Unis et la Chine pourront s'isoler l'un de l'autre. La Chine importe davantage de circuits intégrés électroniques que de pétrole,<sup>6</sup> et ces importations électroniques reposent dans une large mesure sur les technologies américaines. Dans le même temps, l'expérience des quatre dernières années indique sans l'ombre d'un doute qu'il serait illusoire d'envisager que l'Amérique puisse faire revenir l'industrie manufacturière délocalisée en Chine.

L'attitude de la nouvelle administration à l'égard du dollar américain sera surveillée de près. Nous ne croyons pas à une vive défense d'une politique de dollar fort. Cette politique a eu le vent en poupe dans le milieu des années 90 jusqu'au début des années 2000 ; et, après une période où l'attention s'est portée sur la pression exercée sur la Chine pour une réévaluation du renminbi, de 2009 à l'élection du président Trump (voir graphique 18).

## 18. La hausse et la baisse du dollar américain



## 17. Un monde tripolaire



Le président Trump a déclaré peu de temps avant son investiture que « le dollar est trop fort et qu'il nous tue ». L'indice DXY du dollar a chuté de 9 % entre cette date et le 1<sup>er</sup> décembre 2020. Selon nos estimations, le dollar est toujours surévalué d'environ 9 % sur cette mesure de l'indice. Cela suggère qu'une dépréciation du dollar semble plutôt probable à terme.

En outre, à mesure du redressement de l'économie mondiale et du recul de l'aversion au risque, les devises autres que le dollar américain devraient en général s'en trouver favorisées.

<sup>6</sup> Source : Refinitiv ; jeudi 10 décembre 2020.

# Macro Team



**Moz Afzal**  
Directeur des  
investissements mondiaux



**Stefan Gerlach**  
Économiste en chef



**Daniel Murray**  
CIO adjoint



**GianLuigi Mandruzzato**  
Économiste principal

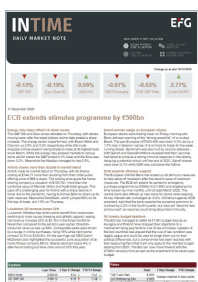


**Joaquin Thul**  
Analyses en placements

La macro-stratégie est au cœur de notre approche d'investissement. Le travail de notre Macro team influence non seulement les décisions au niveau des classes d'actifs, mais également les répartitions aux niveaux géographique, sectoriel et individuel.

# Publications d'investissement

Principales publications décrivant nos prévisions mondiales, notre vision du marché et nos perspectives d'investissement.



## Intime : Note de marché quotidienne

Note de marché quotidienne, résumant les événements les plus importants ayant fait bouger le marché au cours des dernières 24 heures.

**Périodicité :** Du mardi au vendredi.  
En ligne uniquement



## Invision : Note macroéconomique hebdomadaire

Note macroéconomique hebdomadaire, décrivant les principaux événements macroéconomiques de la semaine écoulée.

**Périodicité :** Tous les lundis.  
En ligne uniquement



## Inview : Prévisions globales internes

Perspectives d'investissement et prévisions globales internes ; donnant des directives de répartition d'actifs, une vue d'ensemble macroéconomique et des idées d'investissement.

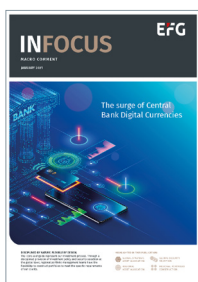
**Périodicité :** Mensuelle



## Insight : Revue de marché trimestrielle

Revue de marché trimestrielle. Vue d'ensemble de haut niveau sur la performance du marché des actifs, des régions clés, dont une thématique particulière.

**Périodicité :** Trimestrielle



## Infocus : Commentaire macro

Une analyse des principaux événements du marché.

**Périodicité :** Ponctuelle



## Beyond The Benchmark : Podcast EFG

Plus qu'un simple podcast d'analyse de marché, nous allons au-delà des indices de référence, en nous plongeant dans des sujets d'actualité touchant les marchés, les économies et la psychologie des investisseurs.

**Périodicité :** Toutes les deux semaines / tous les quinze jours / selon votre préférence

Pour recevoir l'une des publications sur les placements d'EFG, veuillez contacter [marketing@efgam.com](mailto:marketing@efgam.com)

## Avis important

**La valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter, et les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les produits d'investissement peuvent être soumis à des risques de placement impliquant notamment une perte éventuelle de tout ou partie du capital investi.**

Le présent document ne constitue pas et ne saurait être interprété comme un prospectus, une publicité, une offre au public ou un placement, ni une recommandation d'achat, de vente, de détention ou de souscription d'un investissement, d'un titre, de tout autre instrument financier, voire de tout autre produit ou service. Il n'est pas destiné à être une présentation définitive des conditions et modalités de tout investissement, titre, de tout autre instrument financier, voire de tout autre produit ou service. Le présent document est uniquement communiqué à titre d'information générale et ne constitue pas un conseil en investissement ou toute autre recommandation spécifique concernant une approche particulière à suivre. Les informations figurant au présent document ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement spécifiques, de la situation financière ou des besoins particuliers du bénéficiaire. Vous devez demander, par vos propres moyens, tout conseil professionnel adapté à votre situation particulière avant d'effectuer tout investissement ou en cas de doutes quant aux informations figurant dans le présent document.

Bien que les informations figurant au présent document aient été obtenues à partir de sources réputées fiables, aucun membre du groupe EFG n'établit de déclaration ou garantie quant à leur exactitude, ces informations pouvant être incomplètes ou résumées. Tous les avis donnés dans ce document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Le présent document pourra comporter des avis personnels n'étant pas nécessairement fidèles à l'opinion de tout membre du groupe EFG. Dans toute la mesure autorisée par la loi, aucun membre du groupe EFG ne sera responsable des conséquences d'erreurs ou omissions figurant dans le présent document, ni de la confiance accordée à tout avis ou déclaration y figurant, et tout membre du groupe EFG décline expressément toute responsabilité, y compris (sans limitation) au titre de dommages accessoires ou indirects, en découlant ou consécutifs à toute action ou inaction de la part du destinataire motivée par le présent document.

La mise à disposition du présent document dans tout territoire ou pays pourra être contraire à toute loi ou à tout règlement local et toute personne se le procurant devra s'informer de toutes restrictions applicables en la matière et les respecter. Le présent document ne pourra être reproduit, divulgué ou distribué (en tout ou en partie) à toute autre personne sans l'autorisation écrite préalable d'un membre autorisé du groupe EFG.

Le présent document a été établi par EFG Asset Management (UK) Limited aux fins d'utilisation par le groupe EFG, ainsi que ses filiales et sociétés affiliées dans le monde. EFG Asset Management (UK) Limited est autorisée et réglementée par la UK Financial Conduct Authority, et immatriculée sous le N° 7389746. Siège social : EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB, Royaume-Uni, téléphone +44 (0) 20 7491 9111.

Si vous avez reçu ce document d'une société affiliée ou d'une succursale mentionnée ci-dessous, sachez ce qui suit :

**Bahamas** : EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. est agréée par la Securities Commission des Bahamas en vertu du Securities Industry Act de 2011 et des Securities Industry Regulations de 2012, et est autorisée à exercer des activités dans le domaine des valeurs mobilières aux Bahamas et depuis ce territoire, y compris, la négociation d'opérations sur titres, l'organisation d'opérations sur titres, la gestion de titres et le conseil en valeurs mobilières. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. est également agréée par la Banque centrale des Bahamas en application du Trust Companies Regulation Act de 2000 en tant qu'établissement bancaire et fiduciaire.

**Bahreïn** : La succursale EFG AG Bahreïn est réglementée par la Banque centrale de Bahreïn et a son siège social sis à Bahrain Financial Harbour, West Tower - 14th Floor, Royaume du Bahreïn.

**Bermudes** : EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. est une société à responsabilité limitée exemptée constituée aux Bermudes. Siège social : Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermudes.

**Îles Caïman** : EFG Bank est agréée par la Cayman Islands Monetary Authority pour exercer toute activité bancaire en application de la Banks and Trust Companies Law des îles Caïmans. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. est agréée par la Cayman Islands Monetary Authority pour exercer toute activité de fiducie en application de la Banks and Trust Companies Law et pour exercer toute activité de placement en valeurs mobilières en application de la Securities Investment Business Law des îles Caïmans.

**Chili** : EFG Corredores de Bolsa SpA est agréée par la Superintendencia de Valores y Seguros (« SVS », régulateur chilien des titres) en tant que courtier en valeurs mobilières autorisé à effectuer des opérations de courtage en valeurs mobilières au Chili et à exercer toute activité réglementée accessoire, dont la gestion discrétionnaire de portefeuilles de valeurs mobilières, l'organisation d'opérations sur titres et le conseil en placement. N° d'enregistrement : 215. Siège social : Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

**Chypre** : EFG Cyprus Limited est une société de placement établie à Chypre, immatriculée sous n° HE408062, ayant son siège social sis à Kennedy 23, Globe House, 6<sup>th</sup> floor, 1075, Nicosie, Chypre. EFG Cyprus Limited est autorisée et réglementée par la Commission chypriote des valeurs mobilières (CySEC).

**Dubaï** : EFG (Middle East) Limited est réglementée par la Dubai Financial Services Authority, ayant son siège social sis à level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubaï, Émirats arabes unis.

**Guernsey** : EFG Private Bank (Channel Islands) Limited est agréée par la Guernsey Financial Services Commission.

**Hong Kong** : EFG Bank AG est agréée en tant que banque agréée par l'Autorité monétaire de Hong Kong en application de l'Ordonnance bancaire (Cap. 155, Législation de Hong Kong) et est autorisée à exercer toute activité réglementée de type 1 (opérations sur titres), de type 4 (conseil en valeurs mobilières) et de type 9 (gestion d'actifs) à Hong Kong.

**Jersey** : EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited est réglementée par la Jersey Financial Services Commission pour l'exercice de toute activité d'investissement en vertu de la Financial Services (Jersey) Law de 1998.

**Liechtenstein** : EFG Bank von Ernst AG est réglementée par la Financial Market Authority Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**Luxembourg** : EFG Bank (Luxembourg) S.A. est inscrite sur la liste officielle des banques établies au Luxembourg conformément à la loi luxembourgeoise du 5 avril 1993 sur le secteur financier (telle que modifiée) (« la Loi de 1993 »), gérée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, en tant que société anonyme de droit luxembourgeois autorisée à exercer ses activités en vertu de l'article 2 de la Loi de 1993. Les résidents luxembourgeois doivent exclusivement contacter EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, par téléphone au +352 264541 pour toute information concernant les services d'EFG Bank (Luxembourg) S.A.

**Monaco** : EFG Bank (Monaco) SAM est une société anonyme monégasque immatriculée sous le numéro 90 S 02647 (au registre du commerce et de l'industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM est une banque dont les activités financières sont autorisées et réglementées par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution française et par la Commission de Contrôle des Activités Financières monégasque. Siège social : EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco), téléphone : +377 93 15 11 11. Le destinataire du présent document parlant parfaitement l'anglais, il renonce à la possibilité d'obtenir une version française de cette publication.

**République populaire de Chine (« RPC »)** : L'EFG Bank AG Shanghai Representative Office à Shanghai est agréé par la Commission de régulation des banques chinoises (et immatriculé auprès de l'administration de Shanghai pour l'industrie et le commerce conformément à la réglementation de la République populaire de Chine pour l'administration des banques à capitaux étrangers et aux règles de mise en œuvre connexes. N° d'enregistrement : 310000500424509. Siège social : Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. Le champ d'activité de l'EFG Bank AG Shanghai Representative Office à Shanghai est limité aux activités à but non lucratif, y compris la liaison, les études de marché et le conseil.

**Portugal** : La succursale portugaise d'EFG Bank (Luxembourg) S.A. est immatriculée auprès de la Commission portugaise du marché des valeurs mobilières sous le numéro 393 et auprès de la Banque du Portugal sous le numéro 280. Numéro de contribuable et d'immatriculation commerciale : 980649439. Siège social : Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto - 1250-140 Lisbonne, Portugal.

**Singapour** : La succursale de Singapour d'EFG Bank AG (UEN n° T03FC63711) est agréée par l'Autorité monétaire de Singapour en tant que banque de gros pour exercer toute activité bancaire et est un Conseiller financier exempté au sens du Financial Advisers Act et un Établissement agréé de services de marchés des capitaux exempté, tel que défini dans le Securities and Futures Act.

**Suisse** : EFG Bank AG, Zurich, y compris ses succursales de Genève et de Lugano, est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Siège social : EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suisse. Succursales suisses : EFG Bank SA, 24 quai du Sujet, 1211 Genève 2 et EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

**Royaume-Uni** : EFG Private Bank Limited est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, immatriculée sous le n° 144036. EFG Private Bank Limited est membre de la Bourse de Londres. N° d'immatriculation de société 2321802. Siège social : EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB, Royaume-Uni, téléphone +44 (0)20 7491 9111. En ce qui concerne EFG Asset Management (UK) Limited, veuillez prendre note de la divulgation du statut ci-dessus.

**États-Unis** : EFG Asset Management (UK) Limited est une société affiliée d'EFG Capital, un courtier-négociant inscrit à l'U.S. Securities and Exchange Commission (« SEC ») et membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA ») et de la Securities Investor Protection Corporation (« SIPC »). Aucune autorité parmi la SEC, la FINRA ou la SIPC n'a validé le présent document ou les services et produits fournis par EFG Capital ou sa société affiliée basée aux États-Unis, EFGAM Americas. EFGAM Americas est immatriculée auprès de la SEC en tant que conseiller en placement. Les produits de valeurs mobilières et les services de courtage sont fournis par EFG Capital, et les services de gestion d'actifs sont assurés par EFGAM Americas. EFG Capital et EFGAM Americas sont affiliées en propriété commune et peuvent gérer un personnel mutuellement lié. Le présent document n'est pas destiné à être distribué à des personnes américaines ou pour le compte de personnes américaines, exception faite des personnes qui sont « acquéreurs admissibles » (au sens du United States Investment Company Act de 1940, tel que modifié, (l'« Investment Company Act »)) et des « investisseurs agréés » (au sens de la règle 501 a) du Securities Act). Tout titre mentionné au présent document ne sera pas enregistré en vertu du Securities Act ou admissible en vertu de textes de loi sur les valeurs mobilières des états applicables. Tout fonds mentionné au présent document ne sera pas enregistré en tant que société d'investissement en vertu de l'Investment Company Act. Les analystes situés hors des États-Unis sont employés par des sociétés affiliées non américaines qui ne sont pas soumises aux réglementations de la FINRA.