

EXPECTED RETURNS

2021
2025

**UN MONDE
BIEN RÉEL**

Expertise en investissement durable par
ROBECOSAM

Résumé

Résumé

Un monde bien réel

Comme si rien ne s'était passé. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, l'indice MSCI AC World en euros est en hausse de 8 % par rapport à il y a un an, ce qui est très proche de notre estimation de rendement d'équilibre pour les actions (7 %). Entre-temps, pourtant, l'économie mondiale a été frappée par la pandémie de Covid-19, et nous avons assisté à la plus forte baisse du PIB américain depuis le troisième trimestre 1932 ainsi qu'à la plus grande récession depuis les années 1930. Pour surmonter cette crise, nous pensons que les investisseurs doivent comprendre, aujourd'hui plus que jamais, que les taux d'intérêt extrêmement bas sont un élément essentiel du contexte d'investissement actuel. Nous prévoyons une période prolongée de taux d'intérêt réels négatifs, ce qui signifie qu'ils auront une incidence capitale sur les liens entre les fondamentaux économiques, la performance liée aux prix des actifs et les répercussions en matière d'allocation multi-actifs. Nous vivons une période de transition radicale, et la volatilité sur les marchés restera élevée.

EXCLUSIVEMENT DESTINÉ AUX
INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

Pourtant, on décèle quelques signaux dans cette situation statique. Par le passé, les marchés financiers ont déjà été affectés par des pandémies et des épisodes prolongés de taux d'intérêt réels négatifs. Nous pensons que la prise de risque sera récompensée dans les cinq prochaines années, en particulier lorsque des valeurs refuges traditionnelles finiront aussi par être considérées comme des valeurs risquées.

En 1932, pendant la Grande dépression, Aldous Huxley publiait son célèbre roman "*Le meilleur des mondes*". On avait presque oublié avec quelle précision l'écrivain avait décrit notre monde actuel, et pourtant sa vision reste tout à fait juste lorsqu'il dépeint une société consumériste, inégalitaire et technologiquement avancée dans laquelle les gouvernements interviennent dans le secteur privé et portent même atteinte aux libertés individuelles. Par exemple, qui aurait pu imaginer, il y a un an, que l'on imposerait aux gens des périodes de confinement ou de quarantaine ? Et que, par conséquent, on consommerait des contenus en ligne comme jamais auparavant ?

Ce n'est donc pas le meilleur des mondes, car il est peu probable que le monde d'après Covid-19 soit un monde complètement nouveau. Pourtant, on parle beaucoup d'une « nouvelle normalité ». Pas étonnant, au vu du fossé immense qui se creuse dans l'économie mondiale, comme le montrent clairement les écarts de performances entre le secteur des technologies et les autres secteurs depuis le 23 mars. Ce qui suggère que la mise à l'arrêt brutale de l'économie mondiale en 2020 a créé une rupture structurelle. Or, il s'agit plutôt de l'accélération d'un glissement tectonique qui était déjà à l'œuvre. Ce n'est donc pas une nouvelle normalité, mais l'ancienne normalité amplifiée. Ce qui couvait sous la surface dans l'ancienne normalité est progressivement devenu plus concret et plus urgent. Les principales tendances sont toujours présentes : fort endettement des entreprises non financières, baisse de la croissance, creusement des inégalités et des écarts de richesse, et réduction des marges de manœuvre monétaires et budgétaires. Tous ces thèmes ont été discutés en détail dans les précédentes éditions d'Expected Returns.

Cela dit, nous ne pensons pas que l'écriture sombre et très ironique dans "*Le meilleur des mondes*" préfigure l'avenir. Ce n'est pas un monde *meilleur* qui va émerger dans les cinq prochaines années, mais un monde bien *réel*.

Un monde bien réel, parce que les médecins et les chercheurs sont engagés dans une course effrénée pour résoudre la plus grande crise sanitaire que le monde ait connue depuis des décennies. Aux États-Unis, le parti démocrate a d'ailleurs proposé un plan de relance budgétaire baptisé en l'honneur de ces « héros » (le « Heroes Act »). Sans solution à la crise sanitaire, toute reprise durable de l'économie semble exclue.

Un monde bien réel, parce que le redémarrage post-Covid-19 restera incomplet et asymétrique s'il n'est soutenu que par les activités numériques. Le coronavirus a montré

1. Un sentiment évoqué par exemple en juillet par le New York Times, dans un article consacré à une adaptation télévisée du livre et intitulé « Le meilleur des mondes arrive dans le monde qu'il avait prédit » (*Brave New world arrives in the future it predicted*), <https://www.nytimes.com/2020/07/13/arts/television/brave-new-world-peacock.html>

qu'avant le début de la crise, le numérique était loin de tenir toutes ses promesses dans de nombreux secteurs. Mais il a également mis en lumière les gains de productivité permis par le télétravail, l'apprentissage en ligne et la télémédecine. Néanmoins, un point de saturation va être atteint et exigera que nous quittions le monde virtuel pour revenir au réel. La croissance repose sur la confiance, et la confiance repose sur la proximité et les interactions humaines réelles. Le retour à la vie normale nécessite que les conditions sanitaires soient suffisamment sûres pour permettre aux plus vulnérables de retourner chez leurs commerçants et prestataires de services.

Un monde bien réel, car nous devons relever le défi d'un avenir plus durable et plus écologique. Le confinement a permis de mieux se rendre compte de l'impact réel de nos structures économiques actuelles sur les dérèglements climatiques. Il est d'ailleurs probable que nous enregistrons cette année la plus grande réduction d'émissions de gaz à effet de serre depuis la Seconde Guerre mondiale². Cela montre qu'il est important, mais aussi difficile, d'atteindre les objectifs de l'accord de Paris qui visent à limiter l'augmentation mondiale des températures à moins de 1,5 ou 2 degrés Celsius par rapport aux niveaux préindustriels. À cette fin, les dirigeants de l'Union européenne ont lancé un Pacte vert européen pour encourager et favoriser un engagement plus marqué en matière d'ESG.

2. <https://www.nature.com/articles/d41586-020-01497-0>

Un monde bien réel pour les décideurs politiques qui, face à la plus grande récession depuis la Grande dépression, ont remué ciel et terre pour éviter des conséquences encore plus graves que celles que nous connaissons actuellement. L'ampleur des mesures de relance monétaire et budgétaire mises en œuvre dépasse largement la réponse apportée à la crise financière mondiale de 2008. Aux États-Unis, ces mesures sont même sans précédent. Une question essentielle à prendre en compte dans l'élaboration des scénarios est de savoir si les décideurs parviendront à baisser les taux réels suffisamment longtemps pour faciliter une reprise économique capable de s'auto-alimenter. Nous pensons que oui. Mais, plus que jamais dans l'histoire de l'après-guerre, cela dépendra d'une collaboration étroite entre les autorités budgétaires et monétaires.

Élargir le cadre macroéconomique

Dans nos perspectives à cinq ans publiées l'année dernière, nous écrivions que "la marge de manœuvre monétaire" (et de plus en plus la marge de manœuvre budgétaire) fournit une base d'outils pour les "états du monde" que nous jugeons probables, et l'interaction de ces deux outils politiques est un fil conducteur des scénarios que nous élaborons ». Nos scénarios actuels se basent sur quatre éléments : résoudre la crise sanitaire, sortir de la crise, gérer la demande agrégée et remédier aux défaillances politiques. La coordination entre politique budgétaire et politique monétaire restera un déterminant essentiel de la bonne gestion de la demande agrégée, mais elle dépend avant tout de la résolution de la crise sanitaire et de la gestion efficace de la crise. La mise en œuvre effective de ces quatre aspects dans la politique influencera également la trajectoire de reprise économique des pays et des régions, ainsi que le comportement des marchés d'actifs.

Dans notre scénario de base (« des créanciers budgétaires crédibles »), la reprise post-coronavirus démarre de manière asymétrique compte tenu de l'écart qui se creuse entre les secteurs technologiques (qui fournissent des services ne nécessitant pas la présence physique de personnes) et les secteurs qui n'utilisent pas le numérique. Les petites entreprises, en particulier dans les loisirs et de l'hôtellerie, redémarrent de façon partielle et restent plus longtemps touchées par des restructurations et des faillites. Toutefois, ces secteurs rattraperont nettement leur retard après 2022 lorsqu'un vaccin contre la Covid-19 assurera l'immunité collective, et que la reprise économique sera moins fragmentée et asynchrone. Vers la fin de notre période de prévision, la croissance augmente pour se

rapprocher de sa tendance, tandis que l'inflation dans les marchés développés atteint les 3 % aux États-Unis d'ici à 2025.

Par rapport à notre scénario de base de l'année dernière, nous prévoyons une plus grande coordination entre les décideurs politiques. Les banques centrales s'adaptent bien à leur nouveau rôle et retardent l'érosion de la soutenabilité des dettes souveraines. Après avoir épuisé les instruments monétaires conventionnels (ramener les taux directeurs à zéro) et non conventionnels (stimuler la demande agrégée via l'expansion de leur bilan), les banques centrales entrent dans une phase où la question de la demande agrégée passe aux mains des gouvernements.

Les banques centrales peuvent ainsi se concentrer sur leur nouveau rôle de facilitation budgétaire : maintenir les taux nominaux proches de leur limite plancher réelle, monétiser les déficits budgétaires afin que les coûts de service de la dette pour les gouvernements soient suffisamment faibles pour permettre les versements, et stimuler la demande agrégée. Nous avons déjà connu cela. Par exemple, pendant la Seconde Guerre mondiale, la Fed s'était tacitement engagée auprès du Trésor américain à stabiliser les taux d'intérêt des obligations publiques afin de résorber la dette de guerre, ce qu'elle a fait jusqu'en 1951, avant de s'émanciper du Trésor. À la fin de notre période de prévision, le niveau d'inflation est durablement satisfaisant, voire supérieur à la fourchette cible, et les banques centrales réorientent leur stratégie.

Dans notre scénario haussier (« redémarrage de la croissance rappelant les années 1970 »), la croissance économique conserve sa dynamique après un premier rebond en 2021. La première phase (résolution de la crise sanitaire) est la plus réussie. Un grand nombre de vaccins contre le coronavirus sont mis en circulation en 2021, et les protéines spike du virus ne mutent pas, ce qui prolonge l'efficacité du traitement. Concernant la gestion de crise, on évite la « falaise budgétaire » et le délai entre la fin des injections de liquidités par les gouvernements et le début d'une reprise auto-alimentée qui génère du cash est réduit. Cette phase se déroule mieux que dans notre scénario de base, car les mesures ciblées de maintien dans l'emploi adoptées en Europe sont appliquées à plus grande échelle.

Contrairement au scénario de base, le paradoxe de l'épargne (selon lequel une épargne trop importante freine la remontée de la demande agrégée) disparaît en grande partie dans le scénario haussier. La reprise sur le marché de l'emploi est solide et les taux d'intérêt très bas encouragent les ménages et les entreprises à désépargner à mesure que l'économie reprend des couleurs. Les plans de relance budgétaire se révèlent très efficaces, avec des multiplicateurs plus élevés dus aux plus grandes répercussions technologiques positives dans les secteurs où le numérique n'a pour le moment pas atteint son plein potentiel. La relance des investissements gelés accroît la demande agrégée qui dépasse sa tendance, mais la réponse poussive de l'offre sur les marchés de l'emploi et des matières premières fait grimper l'inflation dans les pays développés, jusqu'à dépasser l'objectif de 2 % en 2022 et même atteindre 3 % une fois les investissements relancés.

Les banques centrales commencent à envisager une remontée des taux plus précoce que dans notre scénario de base, et la Fed inaugure un cycle de resserrement avant 2023, lorsque l'IPC core américain s'approche des 3,5 %. Dans ce scénario optimiste émerge un paradoxe : la coordination des politiques fonctionne si bien que les banques centrales délaissent leur rôle de prêteur budgétaire, dans une volonté de se montrer plus indépendantes.

Dans notre scénario baissier de « stagnation post-Covid-19 » les fissures dans l'économie mondiale s'élargissent. La pandémie est difficile à contrôler, et la recherche sur les vaccins

patine en raison de la mutation inattendue du virus. La commercialisation d'un vaccin efficace est donc reportée à 2022. Les acteurs économiques restent en état de crise, car les périodes de reconfinement se multiplient. Les plans de sortie de crise ne suffisent pas et une « falaise budgétaire » semble inévitable avant toute possibilité de reprise.

Les marges de manœuvre monétaires et budgétaires ayant disparu dans certains pans de l'économie mondiale, une autre récession se produit. Cette trajectoire en W est suivie d'une période de stagnation. Les questions sur lesquelles cette publication s'est concentrée ces dernières années occupent le centre de la scène : endettement excessif des entreprises, augmentation des inégalités de revenus et perte de confiance dans les institutions et la géopolitique. Tous ces facteurs de risque qui seraient apparus dans une récession classique, même si la crise du coronavirus n'avait pas eu lieu, sont toujours très présents et aggravés par la pandémie. Les banques centrales ne parviennent plus à assumer leur rôle de prêteur, tandis que la consommation baisse en raison des fortes pressions désinflationnistes, du désendettement forcé et d'un effet de richesse plus faible. S'ensuivent un épisode prolongé de désinflation et une très faible croissance.

Quelles sont les conséquences de cette analyse de scénarios pour les investisseurs dans les cinq prochaines années ?

Les investisseurs entrent dans un monde bien réel caractérisé par des taux d'intérêt nominaux ultra-bas et des taux d'intérêt réels négatifs qui devraient perdurer plus longtemps, compte tenu de l'augmentation de l'inflation dans notre scénario de base comme dans notre scénario haussier. Cela fait écho à la période 1971-1977, lorsque les pays développés affichaient un rendement monétaire négatif d'environ -2,4 %³. Mais cet écho sera limité : notez que nous ne proposons pas de scénario de stagflation.

3. Cela rappelle également la tendance négative des années 1946-1952, marquées par des taux réels constamment négatifs sur les marchés développés.

Dans un tel contexte, les investisseurs doivent oser réorienter les stocks de richesse et les capacités de couverture des valeurs refuges habituelles. L'augmentation de l'inflation provoquée par les décideurs politiques dans notre scénario de base transforme de plus en plus les rendements sans risque des liquidités et des obligations en risques sans rendement. Nous anticipons un rendement des liquidités négatif pour les investisseurs de la zone euro, et des performances négatives pour les obligations souveraines des pays développés.

Le monde bien réel est donc paradoxal : certaines valeurs refuges seront risquées. Nous pensons que la prise de risque sera récompensée dans les cinq ans à venir, même si les niveaux de volatilité restent élevés. La question des marchés financiers passera des mains des banques centrales à celles des gouvernements, ce qui augmentera la volatilité des actifs et des devises, puisque les politiciens seront moins souples que les banques centrales dans leurs orientations et la mise en œuvre des politiques.

Pour la plupart des classes d'actifs risqués, le rendement attendu du risque de volatilité est important et aboutit à des ratios de Sharpe intéressants. Malgré les primes de risque élevées, les rendements absolus des actifs restent inférieurs à leurs valeurs d'équilibre.

Expected returns 2021-2025

| | Rendements annualisés sur 5 ans | |
|---|---------------------------------|--------|
| | EUR | USD |
| Obligations | | |
| Obligations d'État domestiques AAA | -1,75% | -0,25% |
| Obligations d'État mondiales (pays développés, couvertes) | -0,75% | 0,00% |
| Crédits mondiaux investment grade (couverts) | 0,25% | 1,00% |
| Crédits mondiaux high yield (couverts) | 2,25% | 3,00% |
| Dettes souveraines émergentes (locales) | 2,00% | 3,50% |
| Liquidités | -0,50% | 0,25% |
| Actions | | |
| Actions marchés développés | 4,75% | 6,25% |
| Actions marchés émergents | 6,75% | 8,25% |
| Immobilier coté | 3,00% | 4,50% |
| Matières premières | 5,00% | 6,50% |
| Prix à la consommation | | |
| Inflation | 1,75% | 2,00% |

Source: Robeco. Septembre 2020. La valeur de vos investissements peut fluctuer à la hausse comme à la baisse. Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.



Information importante

Cette publication est destinée aux investisseurs professionnels. RIAM est une société de gestion d'actifs néerlandaise agréée par l'AFM (autorité néerlandaise des marchés financiers) qui est habilitée à ce titre à proposer ses services en France. Robeco France est agréé par l'ACPR (RCS Paris 354.080.558 - CIB10683) depuis le 28 septembre 2012 en tant qu'entreprise d'investissement.

Sans explications complémentaires, le présent document ne peut être considéré comme complet. Celui-ci a pour but de fournir à l'investisseur professionnel des informations générales sur les capacités spécifiques de Robeco, mais ne constitue en aucun cas un conseil ou une recommandation d'achat ou de vente de certains titres ou produits d'investissement. Tout investissement est soumis à un risque et notamment de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Pour plus d'information et avant toute décision d'investissement, il convient de se référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et prospectus des fonds, disponibles sur le site web de Robeco : <https://www.robeco.com/fr>.

Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Aucune partie de cette présentation ne peut être reproduite, stockée dans une base de données automatisée ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit (électronique, mécanique, photocopie, enregistrement ou autre) sans la permission préalable et écrite de Robeco. Les informations contenues dans la présente publication ne sont pas destinées aux utilisateurs d'autres pays, tels que les citoyens et résidents des États-Unis, dans lesquels l'offre de services financiers étrangers n'est pas autorisée ou dans lesquels les services de Robeco ne sont pas disponibles.

Contact

Robeco France
36 rue Marbeuf
75008 Paris

T +33 1 5535 4700
I www.robeco.fr