



EXPECTED RETURNS

2022
2026

**LES ANNÉES
2020 :**
TOUT FEU
TOUT FLAMME

Expertise en investissement durable par
ROBECOSAM

ROBECO
The Investment Engineers

Résumé

Les années 2020 : tout feu tout flamme

La fascination d'Elon Musk pour Nikola Tesla, l'inventeur du courant alternatif (AC) utilisé dans les voitures électriques de la marque américaine, n'est pas difficile à comprendre. En 1926, en plein milieu de ce que l'on appellera par la suite les Années folles, l'ingénieur avait prédit l'ère du sans-fil dans la revue *Collier's* : « Lorsque le sans-fil sera parfaitement appliqué, la Terre entière sera transformée en un énorme cerveau, ce qu'elle est d'ailleurs, toute chose étant une particule d'un tout réel et rythmé. Nous serons capables de communiquer les uns avec les autres instantanément, quelle que soit la distance. »

Grâce aux technologies telles que Zoom, nous sommes clairement entrés dans l'ère que Tesla avait prédite, puisque nous pouvons en effet « nous voir et nous entendre aussi parfaitement que si nous étions face à face, malgré les milliers de kilomètres de distance ». Comme beaucoup de ses pairs dans les années 1920, Tesla était un techno-optimiste, inspiré par le rythme sans précédent des progrès technologiques au début du XXe siècle.

D'ici 2026 (fin de la période correspondant à nos perspectives à cinq ans), il n'est pas difficile de trouver des similitudes entre les années 1920 et ce que les années 2020 pourraient apporter, selon nous. Comme dans les Années folles, nous sortons tout juste d'une crise mondiale majeure qui s'inscrit dans une période de changements technologiques rapides (grâce auxquels nous sommes d'ailleurs sortis de cette crise). Entre 1919 et 1929, la productivité du travail aux États-Unis a progressé de 2,4 % en moyenne, soit 60 pb de plus que durant la décennie précédente, meurtrie par la guerre et une pandémie. Nous pensons qu'une amélioration similaire pourrait se produire aujourd'hui, et par rapport à l'année dernière, nous sommes davantage convaincus que l'offre stimulera l'économie mondiale. Selon nous, l'augmentation de la productivité impulsée par les investissements dépassera la croissance modérée du PIB par habitant enregistrée durant la grande expansion de 2009-2019, ce qui n'est pas sans rappeler le rebond observé dans les années 1920.

Et nous sommes également optimistes quant aux perspectives d'innovations technologiques. Si Elon Musk est interviewé par Forbes ou une autre revue du même type en 2026, il est probable qu'il aura encore plus de raisons d'être optimiste à l'égard de la technologie que ne l'était Nikola Tesla un siècle plus tôt exactement.

Années 2020 : tout feu tout flamme

Toutefois, nous décelons des différences cruciales entre les années 1920 et le monde d'aujourd'hui. De notre point de vue, les années 2020 ne seront pas folles mais plutôt tout feu tout flamme.

Premièrement, l'optimisme suscité par les perspectives de croissance technologique et économique dans les dix années à venir (et donc les cinq prochaines couvertes par nos perspectives) repose sur un paradoxe : cet optimisme est associé au sentiment désagréable de catastrophe climatique imminente. Dans les années 1920, les gens pouvaient s'opposer aux voitures fiables et bon marché fabriquées par Henry Ford en demandant ce qui n'allait pas avec le cheval. Aujourd'hui, on sait clairement ce qui ne va pas avec les voitures à énergies fossiles et pourquoi elles doivent être remplacées. Par conséquent, l'essor de productivité que nous prévoyons résultera de l'urgence qu'il y a à repousser la frontière technologique existante afin de nous aider à faire face aux demandes de plus en plus complexes d'une société vieillissante, aux risques sanitaires et climatiques et à la polarisation économique.

Le monde est en feu : d'après un récent rapport du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), la température mondiale moyenne augmentera de 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels dans les deux prochaines décennies, même dans le scénario de réduction des émissions le plus optimiste. Cette hausse des températures s'accompagnera d'événements météorologiques plus extrêmes (inondations, canicules et ouragans), tandis que l'élévation du niveau des mers devrait atteindre 50 cm d'ici 2100. Les économies développées sont désormais confrontées à des risques climatiques physiques accrus, comme l'ont montré les récents feux de forêt en Californie, en Grèce et en Italie, ou les inondations en Allemagne et en Belgique. Pour les scientifiques, il ne fait plus aucun doute que le réchauffement climatique est dû à l'activité humaine : les changements observés ces dernières décennies sont les plus importants des 2 000 dernières années.¹ Malgré l'envolée récente des prix des contrats à terme sur le carbone, et le fait que 86 % des investisseurs estiment que le risque climatique deviendra un thème central de leurs portefeuilles d'ici 2023,² les valorisations des actions régionales ne reflètent pas encore les différents risques climatiques auxquels les régions sont exposées.

1. Par exemple, entre 1800 et 2006, le niveau des mers a augmenté d'environ 1,7 mm par an, contre environ 3,7 mm par an depuis 2006.

2. Source : 2021 Robeco Global Climate Survey

Nous pensons que dans les cinq prochaines années, les investisseurs intégreront de plus en plus le risque climatique dans leurs décisions d'allocation. Pour les y aider, nous ajoutons cette année à nos Expected Returns une analyse de la façon dont les facteurs climatiques pourraient affecter la valorisation des classes d'actifs, en plus des facteurs macroéconomiques et de valorisation. Nous évoquons également les éventuels risques et opportunités climatiques pour les différentes classes d'actifs, dans un nouveau chapitre intitulé « Climat ».

Deuxièmement, nous pensons que le monde sera véritablement en fusion durant cette décennie 2020, au sens métallurgique du terme : atteindre les objectifs de l'accord de Paris exige d'accélérer la transition vers les énergies vertes, et ces dernières nécessitent beaucoup de métaux qu'il faut extraire et fondre. En effet, explique l'Agence internationale de l'énergie, la construction d'un parc éolien offshore demande neuf fois plus de ressources minérales (en poids) qu'une centrale à gaz, tandis que la fabrication d'une voiture électrique standard requiert six fois plus de métaux qu'un véhicule classique. L'électrification du transport nécessitera quant à elle d'énormes quantités de cuivre et d'aluminium.

Troisièmement, nous anticipons une certaine surchauffe dans les entreprises après la crise du Covid, en raison de la destruction créatrice et des séquelles économiques. Conséquence de la pandémie, les nouvelles formes de travail hybride et d'innovations technologiques permettant d'économiser de la main-d'œuvre pourraient générer des gains de productivité considérables, tandis que l'émergence d'une nouvelle concurrence (augmentation notable du nombre de start-up depuis le début de la pandémie) éliminera les entreprises à la traîne. Certains secteurs connaîtront probablement une chute structurelle de la demande durant la phase d'expansion post-Covid, tandis que les entreprises zombies devraient commencer à sentir d'importants changements économiques structurels.

Tout cela nous amène à nos projections macroéconomiques. En 2020-21, l'économie mondiale a fonctionné en mode marche/arrêt. Résultat, l'incertitude macroéconomique a atteint son plus haut niveau dans l'histoire récente, dépassant les niveaux qu'elle avait atteints durant la période de désinflation Volcker, au début des années 1980, et durant la crise financière mondiale de 2008. Cela signifie que les investisseurs auront intérêt à rester ouverts quant à la façon dont le paysage économique pourrait évoluer dans les cinq prochaines années.

Aujourd'hui, la rhétorique des marchés est dominée par la question de savoir si l'inflation sera de nature éphémère ou plus longue. Il est trop tôt pour le dire, mais nous pensons que quatre facteurs clés joueront un rôle important dans l'évolution du paysage macroéconomique à moyen terme. Ils devraient également éclairer le débat sur l'inflation.

Premièrement, la dette laissée par la crise du Covid, puisque les bilans des entreprises n'ont pas été assainis comme c'est habituellement le cas en période de récession. Deuxièmement, l'évolution du trilemme politique, entre mettre fin à la pandémie, maintenir l'économie en état de marche et conserver les libertés individuelles. Troisièmement, les relations entre les banques centrales et les gouvernements. Et quatrièmement, la géopolitique, compte tenu de la montée des tensions entre les grandes puissances mondiales.

Évoquons à présent nos trois scénarios principaux.

Dans notre scénario de base **Tout feu tout flamme**, le monde effectue sa transition vers une expansion économique plus durable après un pic de croissance en 2021, intervenant très tôt dans le cycle. On n'observe toujours pas de sortie claire de la pandémie de Covid-19, même si les gouvernements, les consommateurs et les producteurs ont adopté un moyen efficace d'affronter ce qui est devenu un ennemi connu.

Les taux d'intérêt négatifs assurent une croissance de la consommation et des investissements supérieure à la tendance dans les économies développées, tandis que le rapport entre les dépenses d'investissement publiques et privées et l'augmentation de la productivité qui en découle reste inchangé, les rendements réels positifs de ces capex étant soutenus par l'augmentation des salaires réels et de la consommation. Le pouvoir de négociation des travailleurs s'accroît compte tenu de la multiplication des départs en préretraite des baby-boomers après la pandémie (non seulement dans les économies développées mais aussi en Chine). Les banques centrales veulent que leurs économies croissent, mais pas trop, et dans ce scénario la chance est de leur côté.

Qu'en est-il du débat sur la durée de l'inflation ? La question reste largement ouverte, et témoigne du blocage entre l'augmentation des pressions inflationnistes cycliques et la baisse des pressions non cycliques. Cela offre une marge de manœuvre à la Fed et aux autres banques centrales des marchés développés en termes de resserrement de leurs conditions monétaires. Ainsi, la Fed devrait procéder à une première augmentation des taux de 25 pb en 2023, puis de 175 pb au cours des trois années suivantes.

Nous pourrions intituler notre scénario optimiste **Après la pluie, le beau temps**, car nous pensons qu'une fois sortie de la crise, l'économie mondiale en tirera des bénéfices. Les chocs de type pandémie ont le pouvoir de changer la société pour le mieux. Dans ce scénario haussier, l'efficacité des campagnes de vaccination permet d'atteindre l'immunité collective sur la planète, et le Covid-19 disparaît progressivement sans avoir à adopter de nouvelles mesures énergiques pour le combattre. Le soulagement est grand et notre « esprit animal » est réveillé, c'est-à-dire ce « besoin spontané d'action plutôt que d'inaction », comme le décrivait Keynes en 1936. Les 2 500 milliards de dollars accumulés par les ménages durant la pandémie affluent dans l'économie réelle, tandis qu'ailleurs, les taux d'épargne tendus tombent en dessous de leurs moyennes historiques.

L'économie mondiale est capable de maintenir plus longtemps une croissance de la productivité supérieure à la tendance, car les anomalies sur les marchés des biens et de l'emploi, qui ont forcé les entreprises à s'adapter, sont résolues plus rapidement que dans notre scénario de base. Cela signifie que les pressions inflationnistes non cycliques

diminuent en 2022, tandis que l'inflation cyclique reste sous surveillance, en raison des gains de productivité plus importants liés à une plus grande dispersion des technologies entre les secteurs. Et une fois la pandémie derrière nous, le dialogue entre la Chine et les États-Unis devient plus constructif sur un large éventail de sujets.

Pour autant, ce scénario n'est pas celui d'un grand ciel bleu : concentrées sur les résultats, les banques centrales commencent à resserrer leur politique plus tôt que dans notre scénario de base, leurs objectifs d'inflation et de plein-emploi étant atteints plus vite que prévu.

Notre scénario pessimiste est celui d'une **stagflation**, à savoir un ralentissement de la croissance économique en 2022, renforcé par des coûts d'intrants obstinément élevés en raison des anomalies persistantes sur les marchés de l'emploi et de capitaux. Le trilemme politique n'est pas résolu car la pandémie devient hors de contrôle à mesure que les vaccins perdent de leur efficacité face aux nouveaux variants. Des confinements stricts sont une fois de plus imposés dans le monde, suivis d'un nouveau choc de l'offre, comme en 2020. Les pertes de production qui s'ensuivent pèsent sur la croissance des revenus. L'inflation dans les économies développées atteint 3-4 % d'ici 2023, les politiques monétaire et budgétaire sont contraintes et la stagflation ressurgit.

Viennent ensuite les problèmes qui sont au centre de nos Expected Returns ces dernières années : endettement élevé des entreprises, fortes inégalités de revenus, viabilité de l'euro et zombification. Il en résulte une nouvelle récession, moins profonde mais plus longue que la première déclenchée par le Covid-19. La stagflation laisse place à la désinflation en raison d'une croissance plus faible de la consommation, d'une augmentation de la fiscalité, d'un désendettement forcé, d'une hausse des défauts de paiement des entreprises et des ménages, et d'un effet de richesse diminué dans la mesure où les marchés financiers ont été lourdement frappés durant l'épisode de stagflation.

Ambiance glaciale sur les marchés obligataires et torride sur les marchés actions

Que cela signifie-t-il pour les investisseurs qui cherchent à placer leur argent sur des marchés qui ont déjà retrouvé (parfois même dépassé) leur niveau d'avant la crise ?

Les valorisations actuelles, en particulier celles des actifs risqués, semblent déconnectées du cycle économique et plus proches des niveaux habituellement observés en fin de cycle. Le rôle dominant que les banques centrales ont pris sur les marchés obligataires a poussé les rendements bien en deçà des niveaux augurés par les perspectives macroéconomiques et d'inflation. Les valorisations stratosphériques annoncent des rendements inférieurs à la moyenne à moyen terme, en particulier pour les actions américaines. C'est une raison suffisante pour garder un œil sur le risque baissier, dans une période où de nombreux investisseurs craignent de rater quelque chose et achètent à la baisse.

Pourtant, les valorisations *ex ante* n'expliquent en général que 25 % environ des variations subséquentes des performances. Les 75 % restantes sont dues à d'autres facteurs, principalement macroéconomiques. D'un point de vue macro, l'absence de synchronicité entre le cycle économique et les valorisations ne devrait pas être un problème compte tenu de nos attentes en matière de croissance à moyen terme (supérieure à la tendance), ce qui devrait bénéficier aux marges et aux chiffres d'affaires. Dans notre scénario de base, nous prévoyons une croissance à deux chiffres du bénéfice par action pour les marchés actions mondiaux, qui compensera l'importante compression des multiples. Par le passé, lorsque l'inflation a légèrement dépassé son objectif – ce que nous anticipons aussi

dans notre scénario de base – les actions ont surperformé les obligations de 4,4 points de pourcentage par an. Dans un monde où l'inflation est inférieure à 3 %, la corrélation obligation-action devrait également rester négative.

Les taux d'intérêt négatifs vont perdurer, même si nous pensons que les taux réels deviendront moins négatifs vers 2026. Cela suggère que certains pans de l'univers multi-actifs pourraient chauffer davantage. Étant donné que 24 % de l'encours de la dette dans le monde génère un rendement négatif en valeur nominale, investir dans les marchés obligataires est une proposition frileuse en termes de performance car il est difficile de trouver des moyens de générer un rendement positif. Les sources de carry au sein de l'obligataire se raréfient et ne peuvent être trouvées que dans les segments plus risqués du marché, tels que les crédits high yield et la dette des marchés émergents.

Dans un contexte de liquidité toujours excédentaire et de primes de risque des actions toujours intéressantes, le phénomène TINA (« There is no alternative ») persiste car les alternatives aux actions sont difficiles à trouver. Dans l'ensemble, nous pensons que la prise de risque sera récompensée dans les cinq prochaines années, mais estimons que la distribution risque-rendement sera moins asymétrique. La possibilité de gains importants pour les marchés actions existe toujours, mais la fenêtre d'opportunité se réduit.

Nikola Tesla avait prédit que les régions tempérées dans le monde deviendraient « glaciales ou torrides ». Nous savons aujourd'hui que les deux extrêmes coexistent.³ De même, les investisseurs devraient réfléchir à la manière dont leur portefeuille pourrait simultanément faire face à un marché obligataire glacial et un marché actions torride dans les cinq prochaines années.

3. En Grèce, les températures se sont échelonnées entre -19 °C et +48 °C en 2021.

Expected returns 2021-2025

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

Source : Robeco. Septembre 2021. 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. Robeco Institutional Asset Management BV (n° de registre 24123167) est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM et autorisée à la libre prestation de service en France. Robeco France est une filiale de Robeco dont l'activité est basée sur la promotion et la distribution des fonds du groupe aux investisseurs professionnels en France.

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

