

**BlackRock**

**Perspectives d'investissement**

Août 2021

# **Vers une approche plus granulaire**

Mise à jour des hypothèses relatives aux marchés financiers et des implications stratégiques de nos prévisions en matière de courbe des taux et de nos vues sur les secteurs

BlackRock  
**Investment**  
Institute

# Synthèse

- Selon nous, la volatilité intervenue au cours des deux mois ayant suivi la publication de nos [Perspectives d'investissement de mi-année](#) est révélatrice de l'éventail exceptionnellement large des scénarios économiques divergents, mais plausibles, qui pourraient se présenter au-delà du redémarrage post-Covid. Nous continuons de nous en tenir aux grands thèmes que nous avons exposés dans nos perspectives et ne souhaitons pas dévier de nos opinions à l'égard des actifs. Notre positionnement stratégique en matière d'actifs, lequel est pour l'essentiel inchangé depuis notre dernière mise à jour en mai, privilégie toujours les actions par rapport aux obligations et aux emprunts d'État, et ce, malgré le fort rebond enregistré par les marchés actions depuis leurs plus bas de mars 2020.
- Nos vues sont étayées par trois thèmes importants : le *nouveau régime nominal*, soit la réponse modérée des banques centrales à une inflation plus élevée, la *Chine* en tant que classe d'actifs spécifique et moteur de la croissance mondiale, et la *transition vers zéro émission nette*. Dans ce volet de Perspectives d'investissement, nous approfondissons un peu plus les implications stratégiques de ces thèmes.
- Notre surpondération des actions des marchés développés est encore un peu plus confortée par l'adoption d'une approche sectorielle plus granulaire, comme nous le montrons ci-après. Nous préférons les obligations indexées sur l'inflation aux emprunts d'État nominaux des marchés développés compte tenu de nos prévisions d'inflation à moyen terme et de la *moindre diversification* désormais conférée par les obligations nominales. L'environnement actuel de « taux bas pour une longue période » renforce en outre l'attrait des marchés privés pour les investisseurs qui y sont éligibles.
- Nous sommes convaincus que saisir les nuances et exploiter les opportunités d'investissement découlant de nos thèmes permet une approche plus granulaire en matière de construction du portefeuille. En conséquence, nous faisons évoluer notre panoplie d'outils sur deux fronts : en ce qui concerne les taux d'intérêt, nous nous appuyons sur nos travaux visant à refléter pleinement les implications du *nouveau régime nominal* dans notre construction de portefeuille en concrétisant des opinions explicites sur l'ensemble de la courbe des taux. Sur le front des actions, nous utilisons les secteurs comme unité d'analyse afin d'éclairer nos opinions générales. Nous réitérons également notre position à l'égard de la Chine sur fond d'inquiétudes liées aux mesures de répression réglementaires à l'encontre de l'industrie privée. Les arguments en faveur des actifs chinois demeurent intacts et sont particulièrement probants pour les obligations d'État.
- La baisse des rendements à long terme intervenue au cours du deuxième trimestre, qui a marqué une inversion de tendance par rapport au début de l'année, a un peu plus érodé nos performances attendues pour les obligations d'État et le crédit. Toutefois, nous attendons aussi à ce que les rendements à plus long terme augmentent progressivement sous l'effet de l'accélération de l'inflation à moyen terme et du retour des primes de terme : soit la rémunération exigée par les investisseurs en contrepartie de la détention d'obligations à long terme plus risquées. Anticipant une évolution structurelle vers une inflation plus élevée à moyen terme, nous marquons une préférence pour les obligations indexées sur l'inflation à long terme plutôt que pour celles à court terme.
- Compte tenu du nouveau régime nominal, nous nous attendons à ce que les rendements à court terme aient toutes chances de demeurer peu élevés, dans la mesure où les banques centrales conservent une politique accommodante. Cependant, nous nous attendons aussi à ce que les rendements à plus long terme augmentent progressivement sous l'effet de l'accélération de l'inflation à moyen terme et du retour des primes de terme : soit la rémunération exigée par les investisseurs en contrepartie de la détention d'obligations à long terme plus risquées. Anticipant une évolution structurelle vers une inflation plus élevée à moyen terme, nous marquons une préférence pour les obligations indexées sur l'inflation à long terme plutôt que pour celles à court terme.
- Au sein des actions, l'environnement post-Covid met en évidence toute l'importance d'une approche sectorielle plus granulaire. Pourquoi cela ? Selon nous, une telle approche permet aux investisseurs de mieux tirer parti de thèmes structurels et d'exploiter des divergences sectorielles causées par le redémarrage. Par exemple, nous pensons que le changement climatique et la transition verte vont avoir un impact sur tous les actifs, mais qu'il sera plus prononcé au niveau sectoriel qu'au niveau des marchés. Certains secteurs pourraient bénéficier d'un alignement sur la transition verte, en tant que fournisseurs de solutions ou en étant moins exposés aux risques climatiques, comme notamment les secteurs de la technologie et de la santé. D'autres secteurs, tels que l'énergie et les services aux collectivités, pourraient faire face à des défis à plus long terme, même si la dynamique de la reprise améliore leur attractivité à court terme.
- Nous reconnaissons que la mise en œuvre précise d'une approche plus granulaire dans la pratique peut grandement diverger entre différents types d'investisseurs. L'ampleur de l'allocation granulaire, en obligations ou en actions, pourrait se trouver être limitée par des règles de gouvernance, des coûts et d'autres complexités et contraintes.

## Auteurs



**Philipp Hildebrand**  
Vice-président - BlackRock



**Jean Boivin**  
Directeur - BlackRock  
Investment Institute



**Simona Paravani-Mellinghoff**  
Responsable mondiale des investissements - Solutions, stratégies & solutions multi-actifs - BlackRock



**Ed Fishwick**  
Co-responsable mondial des risques et de l'analyse quantitative - BlackRock



**Vivek Paul**  
Stratégiste d'investissement sénior - BlackRock  
Investment Institute



**Natalie Gill**  
Stratégiste d'investissement - BlackRock Investment Institute



**Christian Olinger**  
Stratégiste d'investissement - BlackRock Investment Institute

# Nos toutes dernières opinions stratégiques

L'orientation générale de nos biais stratégiques est demeurée stable dans un environnement macroéconomique incertain. En effet, le sentiment du marché est passé d'un extrême à l'autre depuis notre dernière mise à jour en mai, les craintes d'une inflation galopante ayant fait place à celles d'une spirale déflationniste en l'espace de quelques mois. Selon nous, ces variations sont révélatrices de l'éventail exceptionnellement large des scénarios économiques sensiblement divergents, mais plausibles, qui pourraient se présenter au-delà du redémarrage économique. Il est important d'avoir un point d'ancrage dans un tel environnement. Nous conservons toute notre conviction dans notre thème d'investissement relatif au nouveau régime nominal qui implique des rendements réels faibles, ce qui est positif pour les actifs risqués, et nous pensons que les réactions excessives du marché peuvent offrir d'excellentes occasions de réajuster les portefeuilles. Le nouveau régime nominal, ainsi que nos deux autres thèmes d'investissement, *La Chine se distingue* et *La transition vers zéro émission nette*, continuent d'éclairer nos vues.

Nos biais stratégiques sont synthétisés dans le graphique ci-dessous. Nous conservons une exposition aux actions plus élevée que pendant les périodes habituelles d'accélération de l'inflation dans la mesure où nous pensons que la révolution des politiques budgétaires et monétaires a diminué le risque de voir une forte hausse des taux d'actualisation affecter les valorisations de toutes les classes d'actifs. Nous continuons de préférer les actions au crédit et aux obligations d'État. Nous préférons déjà les actions des marchés développés à celles des marchés émergents. Cette préférence a encore été un peu plus renforcée par deux facteurs : i) l'intégration du changement climatique dans nos prévisions de rendement accroît l'attractivité relative des indices des marchés développés dont la composition sectorielle est mieux alignée sur la transition verte et ii) l'approche sectorielle plus granulaire relative aux allocations en actions que nous avons adoptée nous permet de nous tourner davantage vers les secteurs que nous privilégions, tels que ceux de la technologie et de la santé (voir page 6 pour plus de détails). En ce qui concerne les obligations, nous préférons les obligations indexées sur l'inflation aux obligations d'État nominales des marchés développés afin d'assurer l'équilibre des portefeuilles. Selon nous, l'environnement actuel de « taux bas pour une longue période » renforce l'attrait des marchés privés pour les investisseurs qui y sont éligibles.

Nous pensons que la faiblesse des rendements obligataires à long terme est en contradiction avec la dynamique de redémarrage et nos perspectives macroéconomiques. Nous conservons notre sous-pondération des obligations d'État nominales des marchés développés et pensons que les rendements nominaux vont s'orienter à la hausse. Nous continuons de surpondérer les actions sur un horizon stratégique, en partie parce que les valorisations n'apparaissent pas excessives en termes de prime de risque sur actions, notre indicateur préféré qui prend en compte les implications de la faiblesse des taux d'intérêt du nouveau régime nominal. Nous pensons également que la croissance des bénéfices est le déterminant des performances, même si le rythme de cette croissance devrait se modérer à mesure que le coup d'accélération de la croissance lié à la reprise de l'activité se stabilise sous la forme d'une expansion économique.

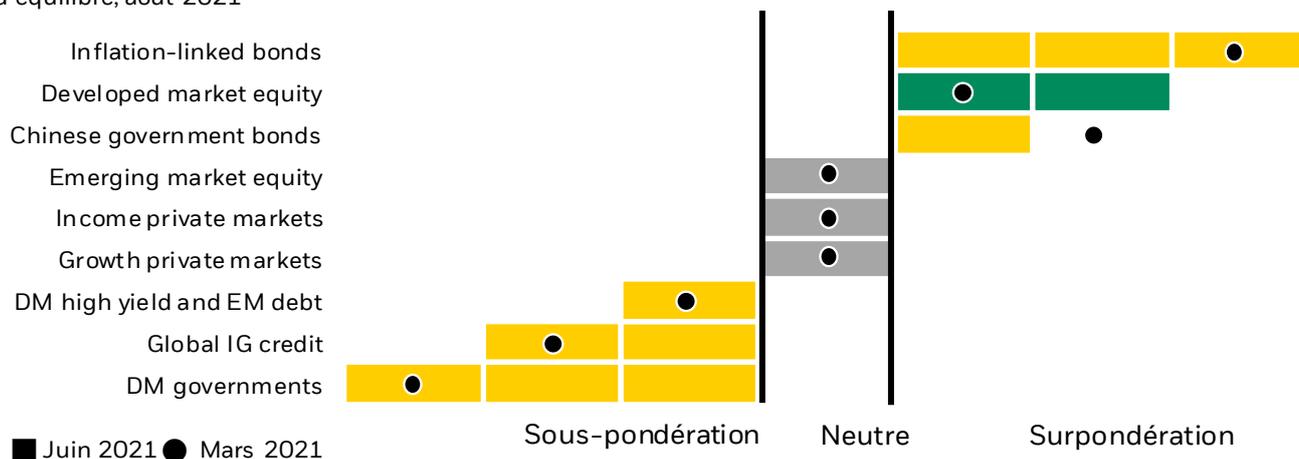
L'argument stratégique en faveur des actions chinoises a été remis en question par les signes de répression réglementaire à l'encontre de certaines industries privées. La récente volatilité souligne, selon nous, les risques liés à la mise en œuvre des politiques. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles nous maintenons une grande incertitude quant à nos estimations de performance moyenne des actions chinoises. Dans le même temps, les rendements et les propriétés de ballast de portefeuilles qu'ont les obligations d'État chinoises demeurent attractifs à un moment où les propriétés de ballast des obligations d'État des marchés développés sont désormais plus limitées. Le rôle potentiel que les actifs chinois peuvent jouer au sein de portefeuilles stratégiques met en évidence un principe clé de nos opinions d'investissement plus larges : la résilience des portefeuilles sera probablement déterminée par une diversification intentionnelle entre les pays, les secteurs et les régions plutôt que par des corrélations entre les grandes classes d'actifs.

Enfin, la transition vers la neutralité carbone a désormais un point de départ et une destination potentielle, mais il n'existe pas encore de feuille de route claire pour y parvenir. Certains des changements à venir pourraient être abrupts et aggraver encore un peu plus les perturbations de l'offre et de la demande au sein des matières premières. Nous entrevoyons des opportunités sur le chemin, notamment sur les marchés non cotés, car nous pensons que les capitaux privés vont jouer un rôle clé dans le financement de la transition climatique. Selon nous, la transition vers un monde plus durable ne sera pas un long fleuve tranquille. Notre scénario de base prévoit une amélioration des perspectives de croissance et des actifs risqués par rapport à un scénario de statu quo, tout en reconnaissant que l'incertitude de l'entourage est très élevée. Le suivi de la transition est essentiel dans la mesure où, selon nous, cette dernière influe sur les primes de risque de tous les actifs.

La façon dont les différents types d'investisseurs s'approprient l'approche granulaire que nous décrivons est susceptible de varier considérablement en fonction de leur approche. Des coûts de gouvernance, des contraintes et d'autres complexités pourraient ainsi limiter la granularité de leurs portefeuilles.

## Nous continuons de préférer les actions au crédit et aux obligations d'État

Allocation stratégique hypothétique sur 10 ans exprimée du point de vue du dollar américain par rapport à notre opinion d'équilibre, août 2021



Ces informations ne constituent ni une recommandation d'investissement dans une classe d'actifs ou dans une stratégie spécifique, ni une promesse, ou même une estimation, de performances futures. Source: BlackRock Investment Institute, août 2021. Données au 30 juin 2021. Le graphique illustre nos opinions à l'égard des actifs sur un horizon de 10 ans et exprimées du point de vue du dollar américain par rapport à une allocation d'équilibre à long terme. Les allocations en emprunts d'État internationaux et en actions des pays émergents comprennent les actifs chinois respectifs. Les marchés privés de rendement comprennent la dette d'infrastructure, les prêts directs, la dette mezzanine immobilière et l'immobilier « core » américain. Les marchés privés de croissance comprennent les opérations de rachat d'entreprises non cotées à l'échelle mondiale et les actions d'infrastructure. L'allocation présentée est hypothétique et ne représente pas un portefeuille réel. Elle est uniquement destinée à des fins d'information et ne constitue pas un conseil en investissement.

# Des vues plus ciblées sur la courbe des taux

La révolution des mesures politiques dans les économies développées, caractérisée par des mesures de relance monétaire et budgétaire historiques, a eu pour corolaire une explosion de l'endettement à des niveaux record. L'accélération de l'inflation, conjuguée à la poursuite des dépenses budgétaires des gouvernements des pays occidentaux, nous conduit à prévoir un retour des primes de terme, soit la rémunération supplémentaire exigée par les investisseurs pour détenir des obligations d'État à long terme. Résultat : nous entrevoyons une courbe des taux à la pente plus marquée que ce que prévoient les marchés, comme le montre le graphique de gauche ci-dessous.

Les marchés ont également eu à faire face au nouveau cadre d'action de la Réserve Fédérale. En juin, les investisseurs avaient anticipé des statistiques économiques solides compte tenu du redémarrage. Ils avaient également présupposé une réaction monétaire plus proche de celle des cycles précédents, en prévoyant un rythme de relèvement des taux d'intérêt de la Fed beaucoup plus rapide que les projections de la Fed elle-même, et les nôtres. À la fin du mois de juillet, ces prévisions s'étaient sensiblement tempérées et rapprochées de l'opinion de la Fed, comme l'illustre le graphique ci-dessous à droite. L'une des conséquences importantes du nouveau régime nominal pour nos hypothèses relatives aux marchés financiers est la suivante : nos prévisions quant à la trajectoire des taux d'intérêt à court terme demeurent inférieures à celles que les marchés anticipent actuellement. Nous nous attendons à ce qu'une dynamique similaire se produise dans la zone euro où la Banque centrale européenne (BCE) a adopté un objectif d'inflation symétrique de 2 %. Nous avons déjà présumé que la dynamique anémique de l'inflation inciterait la BCE à faire preuve d'une plus grande tolérance à l'égard des dépassements de l'inflation et à relever ses taux directeurs plus tard que la Fed (se reporter à l'annexe).

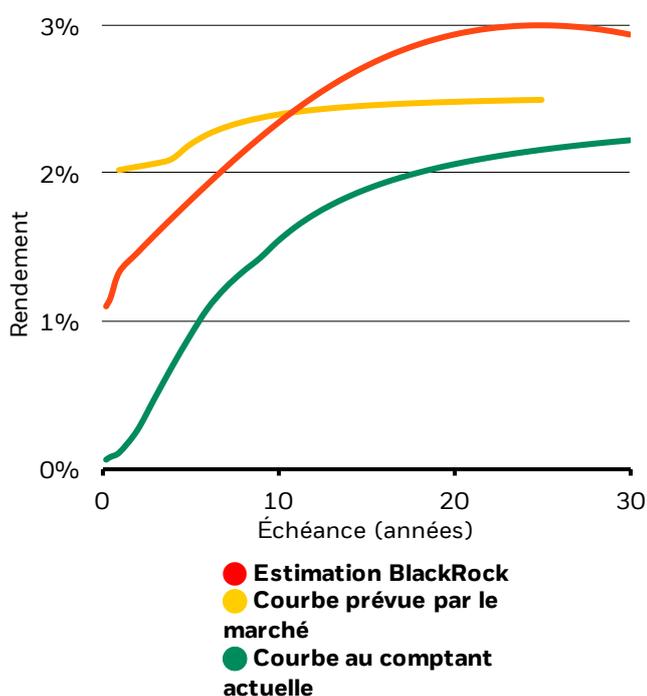
Dans notre analyse de décembre 2020 intitulée « Une nouvelle stratégie face à l'accélération de l'inflation » (*A new playbook for higher inflation*), nous avons expliqué comment les obligations d'État nominales des marchés développés à long terme continuaient d'éprouver des difficultés quant à leur capacité à être une source de diversification pour les portefeuilles. La décomposition des expositions des portefeuilles à la courbe des taux, à savoir entre les obligations à court terme et celles à long terme, permet une concrétisation plus ciblée de notre cadre macroéconomique que la simple adoption d'un positionnement vis-à-vis de l'ensemble de la classe d'actifs.

Notre thème du nouveau régime nominal différencie nos anticipations en matière de courbe des taux des prévisions actuelles du marché de deux façons. Premièrement, nous nous attendons à ce que les taux directeurs restent plus bas plus longtemps et, deuxièmement, nous prévoyons une courbe des taux plus pentue à l'avenir que ce que les cours sur le marché suggèrent actuellement. Nos estimations de rendements nominaux à court terme restent inférieures aux estimations du marché. Cela veut dire que nous prévoyons un potentiel de rendement plus élevé que ce que prévoient les marchés pour les actifs à plus court terme, dans la mesure où les rendements présentent dans notre prévision une moindre marge de baisse. Nous pouvons mieux concrétiser cette opinion si nous envisageons des indices d'obligations d'État à court terme (1-10 ans) et long terme (plus de 10 ans) et si nous nous éloignons des indices d'obligations d'État toutes échéances.

Un autre aspect du nouveau régime nominal est que nous jugeons trop peu élevées les anticipations inflationnistes à moyen terme, à savoir sur un horizon de 5 à 10 ans. La révision des réactions des banques centrales, ainsi que les déséquilibres entre l'offre et la demande résultant de la re-mondialisation et de la transition écologique vont, selon nous, conduire à une hausse modérée de l'inflation. Nous préférons une exposition plus élevée aux obligations indexées sur l'inflation à plus long terme par rapport à une allocation, pondérée par la capitalisation boursière, dans un indice toutes échéances, dans la mesure où nous prévoyons une inflation plus élevée à moyen terme, ce que les marchés pourraient de notre point de vue sous-estimer.

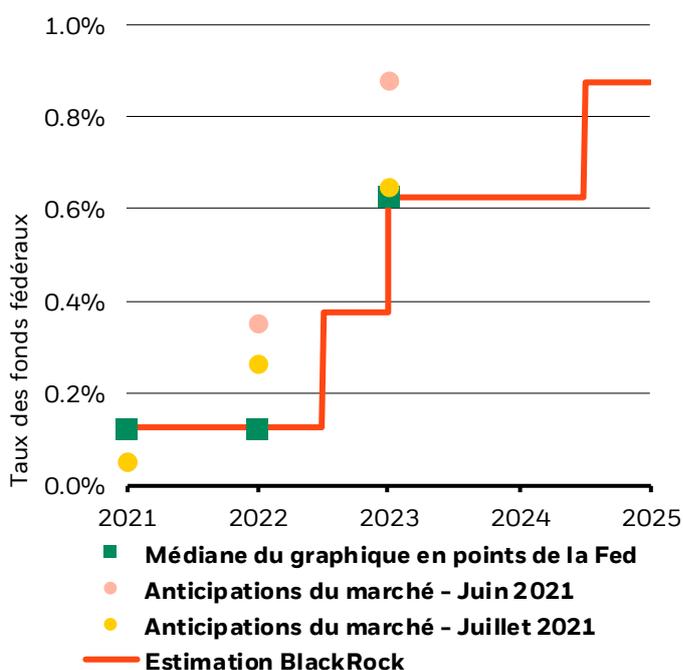
## Des courbes plus pentues en vue...

Courbe des taux au comptant aux États-Unis par rapport aux estimations, août 2021



## ...sur fond de réponse monétaire progressive de la Fed

Anticipations à l'égard des taux d'intérêt directeurs aux États-Unis, 2021-2025



Les performances passées ne présentent pas des performances futures. Il n'existe aucune certitude que les estimations prévisionnelles se réaliseront. Sources : BlackRock Investment Institute, Federal Reserve et Federal Reserve Bank of New York, ainsi que des données de Refinitiv Datastream, août 2021. Notes : le graphique de gauche compare notre estimation de la forme de la courbe des taux américains dans cinq ans avec une estimation suggérée par les cours sur le marché et la courbe des taux au comptant. Le graphique de droite montre nos prévisions relatives au taux des fonds fédéraux, l'objectif de politique monétaire de la Fed (le graphique en points) et la trajectoire des taux suggérée par les cours sur le marché à la fin juin 2021 et à la fin juillet 2021. Les anticipations du marché sont basées sur les contrats à terme sur le taux de financement garanti à un jour en dollars américains (*Secured Overnight Financing Rate*). L'hypothèse de BlackRock fait partie de nos estimations économiques dans le cadre de nos hypothèses relatives aux marchés financiers. La médiane du graphique en points de la Fed provient de la synthèse des projections économiques de juin 2021 (*June 2021 Summary of Economic Projections*).

# La Chine se distingue

Nous avons examiné en détail dans notre analyse de mai 2021 intitulée « Le rôle des actifs chinois » (*The role of Chinese assets*) la façon dont l'accélération des tendances structurelles, sous l'effet du choc lié à la Covid-19, avait contribué à cristalliser davantage notre préférence stratégique pour les actifs chinois. La répression réglementaire de la Chine à l'encontre de secteurs tels que le soutien scolaire et la technologie a depuis lors inquiété les investisseurs internationaux au cours des derniers mois. Les faits récents illustrent pourquoi la prime de risque pour investir en Chine est plus élevée que sur la plupart des marchés développés. Pour autant, nous ne pensons pas qu'il soit venu de se détourner de la Chine. Selon nous, l'argument stratégique plus large que nous avons exposé pour les actifs chinois, à savoir qu'ils devraient jouer un rôle plus important dans les allocations stratégiques qu'ils ne le font actuellement, demeure intact.

À plus long terme, la Chine demeure un pôle spécifique de la croissance mondiale et nous la considérons comme une destination d'investissement distincte des marchés émergents et des marchés développés. Notre allocation stratégique souhaitée en actifs chinois, tant en actions qu'en obligations, reste supérieure à celle suggérée par leur poids dans les grands indices de référence internationaux. Nous sommes conscients que la mise en œuvre de nos vues sur les actifs variera selon les types d'investisseurs et les zones géographiques, et ce, en fonction des objectifs, des contraintes et de la réglementation.

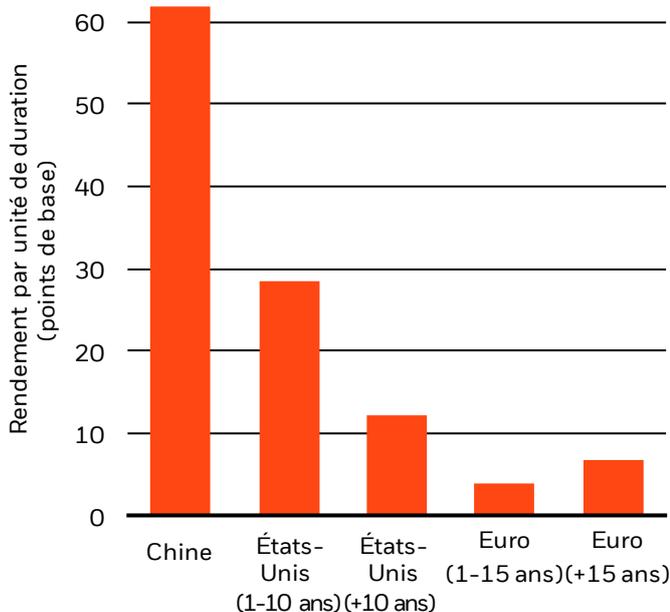
L'une des sources de préoccupation est de savoir si les récentes mesures réglementaires témoignent d'intentions « anti-marché » qui contredisent les propos des responsables politiques visant à attirer les capitaux étrangers. Nous ne pensons pas que ce soit le cas. Pourquoi cela ? Premièrement, les mesures prises ailleurs, notamment sur les marchés du crédit où les autorités encouragent une plus grande tolérance à l'égard des défauts de crédit, vont faciliter une valorisation plus claire du risque sur le marché. Deuxièmement, la réaction des autorités à la volatilité des marchés a été révélatrice. En effet, le Politburo du Parti communiste chinois, composé des plus hauts dirigeants du pays, a supprimé de son communiqué de juillet certains termes de réglementation offensifs utilisés précédemment. Il s'agit d'un signe, selon nous, de la prise de conscience de l'impact sur le marché et de la volonté d'apaiser le « sentiment ». Enfin, nous pensons que les responsables politiques souhaitent encourager des conditions plus favorables pour les capitaux étrangers et privés, jugeant cela essentiel pour atteindre des objectifs de croissance et développer des marchés de financement onshore.

Les arguments plaçant en faveur des obligations d'État chinoises, en particulier, demeurent toujours aussi probants et nous sommes d'avis que cette classe d'actifs constitue toujours une surpondération stratégique clé dans un monde peu rémunérateur. Les graphiques ci-dessous mettent en évidence leur attractivité. Ils montrent que le potentiel de revenu des obligations d'État chinoises par rapport au risque de taux d'intérêt est considérablement plus élevé que celui de leurs homologues des marchés développés : un élément clé de nos anticipations de performance plus élevées. Les différences de rendement sur les marchés de la dette souveraine peuvent être dues à des facteurs tels que la perception du risque souverain, les anticipations relatives aux conditions économiques nationales et à la politique monétaire, ainsi que l'offre et la demande sur le marché.

La révolution des mesures politiques post-pandémique dans les économies développées, qui a propulsé l'endettement à des niveaux record contraste avec la situation que nous observons dans la plus grande économie d'Asie. La Chine poursuit une politique plus orthodoxe, avec des taux d'intérêt réels et nominaux positifs et plutôt élevés par rapport aux autres pays. Nous considérons la Chine comme une destination d'investissement attractive pour les investisseurs internationaux en quête de rendement sur les marchés obligataires en raison de cette approche monétaire distincte. Pourquoi la Chine fait-elle cela ? Selon nous, la Chine estime qu'il est fondamental de réduire les risques au sein de son système financier en limitant les excès d'emprunt et en adoptant une allocation de capital un peu plus efficace de façon à réaliser ses ambitions au cours des années et décennies à venir.

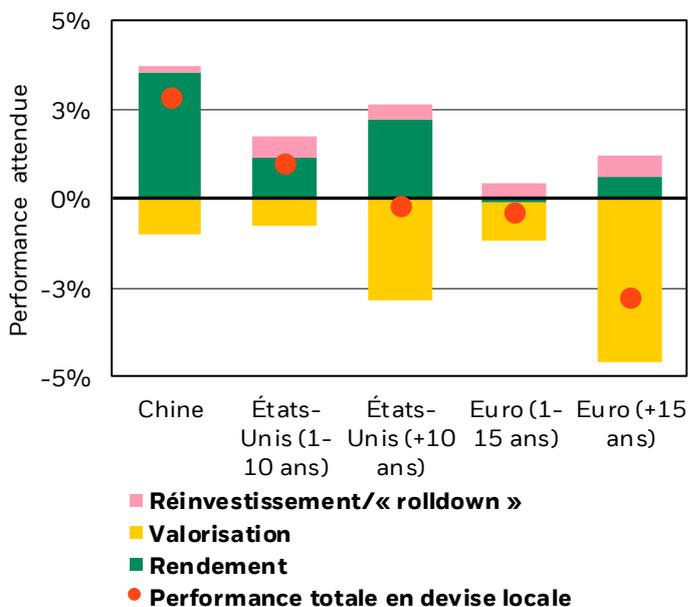
## Un potentiel de revenu plus élevé...

Chine et marchés développés, rendement par unité de durée, août 2021



## ...préserve l'attrait relatif des obligations chinoises

Décomposition de nos hypothèses relatives aux marchés des emprunts d'État, août 2021



Ces informations ne constituent ni une recommandation d'investissement dans une classe d'actifs ou dans une stratégie spécifique, ni une promesse – ou même une estimation – de performances futures. Les indices ne sont pas gérés et ne sont pas soumis à des frais de gestion. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les performances passées ne peuvent présager des performances futures. Sources : BlackRock Investment Institute, ainsi que des données de Refinitiv Datastream, juillet 2021. Notes : le graphique de gauche illustre le rendement par unité de durée – ou le rendement d'un indice divisé par la durée moyenne de ses constituants – qui mesure le revenu perçu par rapport au risque de taux d'intérêt. Le graphique de droite présente la ventilation des composantes sous-jacentes déterminant nos prévisions de performance pour les indices de référence des emprunts d'État des différentes régions. Pour en savoir plus, nous vous invitons à consulter la [page consacrée à la méthodologie](#) sur notre site Internet consacré aux hypothèses relatives aux marchés financiers.

# L'importance d'une optique sectorielle

Le redémarrage économique a été à l'origine d'une forte dispersion sectorielle en raison, selon nous, de l'environnement économique à court terme et des tendances structurelles accélérées par la pandémie. Le redémarrage de l'activité favorisé par la mise en place de la vaccination que l'on observe à l'échelle mondiale est très différent d'une reprise typique du cycle économique. Il n'existe pas de tactique d'investissement à suivre dans la mesure où ce type d'arrêt forcé de l'activité à l'échelle mondiale, les massives politiques budgétaires et monétaires de relance et le redémarrage en cours n'ont guère de précédents historiques.

La hausse des anticipations de croissance des bénéfices a contribué à compenser l'impact de l'appréciation des cours des actions sur nos prévisions de performance globale des actions. Dans la dernière mise à jour des nos hypothèses relatives aux marchés financiers, les performances attendues des actions n'ont que légèrement baissé pour les États-Unis, l'Europe, le Royaume-Uni et les marchés émergents hors Chine, ce qui est dû à la dynamique du redémarrage. Nous prévoyons que le fort coup d'accélération actuel de l'activité, lié au déconfinement de l'économie mondiale, se stabilisera plus tard sous la forme d'une expansion, aux alentours de la croissance tendancielle. Le graphique de gauche ci-dessous illustre ce scénario : les prévisions de croissance des bénéfices au-delà de la période immédiate de 12 mois à venir devraient se modérer dans l'ensemble des régions, selon les toutes dernières données de Refinitiv. Des allocations en actions régionales ont aidé à rendre compte de certaines des divergences.

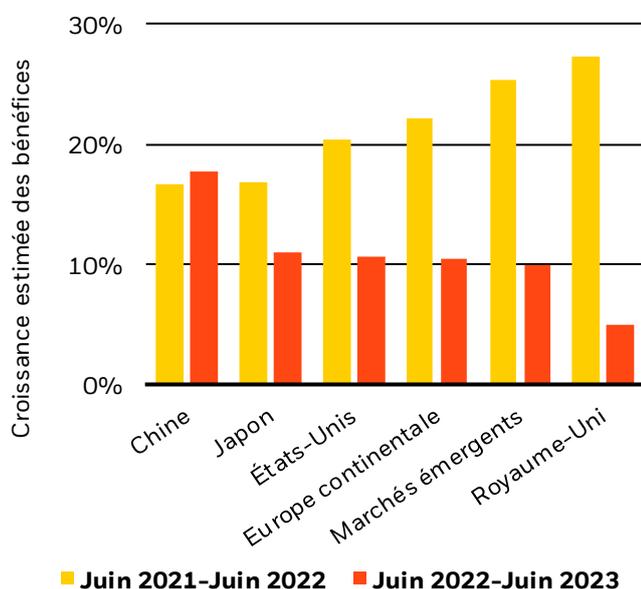
Toutefois, une tendance importante se dessine : les divergences sectorielles sont encore plus prononcées que les divergences régionales. Nous présentons un cadre pour les hypothèses relatives aux marchés financiers au niveau sectoriel pour les États-Unis et l'Europe qui, selon nous, peut aider à mieux exploiter les changements sectoriels en cours dans le monde post-Covid. Nous voyons des raisons à moyen et long terme pour cela. Sur le premier point, le redémarrage s'est accompagné de divergences importantes entre les performances des différents secteurs. Le graphique de droite montre comment les dernières estimations de bénéfices à 12 mois pour les secteurs des indices MSCI USA et MSCI EMU se situent par rapport aux estimations pré-Covid pour chaque secteur en décembre 2019. Il fait apparaître que les secteurs aux États-Unis, à l'exception de l'énergie, ont pour la plupart dépassé leurs estimations pré-Covid, tandis que leurs homologues de la zone euro atteignent tout juste ces niveaux aujourd'hui, témoignant ainsi de l'élargissement de l'assise du redémarrage et le fait que l'Europe prend désormais le relais des États-Unis.

Il existe des divergences importantes entre les secteurs au sein d'une même région. Une partie de cette situation peut être attribuée au rebond des secteurs cycliques liés à la croissance, mais il y a d'autres raisons. En effet, certaines dynamiques sectorielles peuvent s'expliquer par la nature unique du choc de la pandémie. Les secteurs fondés sur les services et les contacts fréquents ont souffert des épisodes de confinement et accusent toujours un retard sur les secteurs basés sur les biens manufacturés. Le redémarrage favorise désormais une forte demande dans certaines régions en raison d'une demande refoulée et d'un surplus d'épargne, mais provoque également des pénuries d'approvisionnement. Nous considérons que cette situation est différente d'une rotation cyclique typique : les prévisions de croissance ont certes été revues à la hausse, mais les taux d'intérêt sont restés bas, soutenant ainsi les valorisations des secteurs synonymes de solides flux de trésorerie à plus long terme tels que celui de la technologie.

La pandémie a accéléré la transition vers la durabilité. Nous pensons que les secteurs qui sont gros émetteurs de carbone, tels que l'énergie et les services aux collectivités, sont très exposés aux risques de transition qui entraîneront probablement pour eux une hausse du coût du capital et une baisse de la rentabilité. La récente solide performance du secteur de l'énergie est, selon nous, la manifestation du rebond de l'activité à court terme, de la vigueur de la demande et des pénuries d'approvisionnement ayant pour effet de tirer à la hausse les prix du brut. Nous pensons que ce phénomène pourrait être de courte durée dans la mesure où la transition vers la neutralité carbone va conduire à un pic de la demande. Nos estimations de performance pour le secteur de l'énergie diminuent fortement sur un horizon à moyen terme. À l'inverse, nous apprécions la santé et la technologie sur un horizon stratégique. Cela pour deux raisons : premièrement, nous considérons que la technologie et la santé sont en phase avec la transition verte. Deuxièmement, ces deux secteurs bénéficient de l'environnement caractérisé par des taux à court terme bas auquel nous nous attendons dans le cadre du nouveau régime nominal. Nous anticipons une forte croissance des bénéfices, non seulement à court terme mais également après le redémarrage. Enfin, nous ne considérons pas que les secteurs de la santé et de la technologie sont chers par rapport à notre estimation de leur juste valeur à long terme basée sur la prime de risque sur actions.

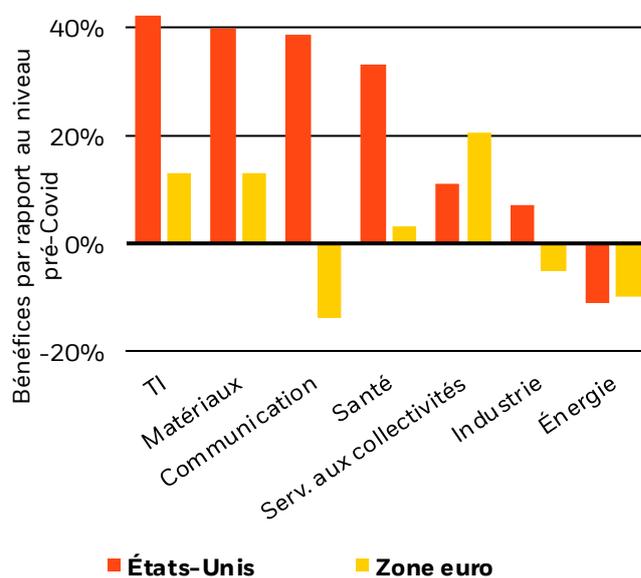
## Un redémarrage, non une reprise

Prévisions de bénéfices à 12 et 24 mois



## Une grande dispersion entre les secteurs

Prévisions de bénéfices à 12 mois par rapport au niveau pré-Covid, août 2021



Il n'existe aucune certitude que les estimations prévisionnelles se réaliseront. Sources : BlackRock Investment Institute, ainsi que des données de Refinitiv Datastream, juillet 2021.

Notes : le graphique de gauche montre les prévisions de croissance des bénéfices sur 12 mois pour les périodes comprises entre les mois de juin 2021-2022 et les mois de juin 2022-2023. Le graphique de droite illustre les bénéfices prévus à 12 mois pour les secteurs indiqués au sein des indices MSCI USA et MSCI EMU par rapport à leur tendance pré-Covid. Les indices sectoriels MSCI respectifs sont utilisés comme indicateurs.

Les indices ne sont pas gérés et ne sont pas soumis à des frais de gestion. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

# Annexe

## Indices utilisés

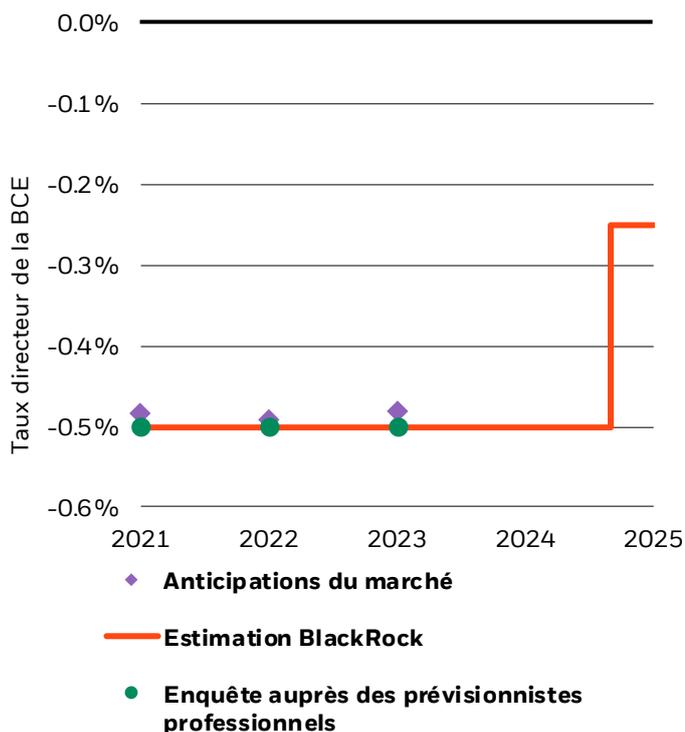
Actif	Indice
<b>Actions</b>	MSCI Developed - US Gross TR Index
	MSCI Developed - United Kingdom
	MSCI EMU Index
	MSCI Developed Europe ex UK Gross TR Ind
	MSCI Developed - Japan Gross TR Index -
	MSCI Daily TR Gross Developed Pacific Ex
	MSCI China A Inclusion NET Index
	MSCI Emerging - China in CNY
<b>Obligations</b> (Obligations souveraines et investment grade)	MSCI Emerging Markets ex China (Net)
	Bloomberg Barclays U.S. Treasury 1-10 Yr Index
	Bloomberg Barclays U.S. Treasury 10+ Yr Index
	Bloomberg Barclays Euro Treasury 1-15 Year Index
	Bloomberg Barclays Euro Treasury 1-15 Year Index
	Bloomberg Barclays Sterling Aggregate Gilts (1-10)
	Bloomberg Barclays Asian Pacific Japan Treasury
	Bloomberg Barclays China Treasury + Policy Bank Total Return Index
	Bloomberg Barclays US Government Inflation-Linked Bond 1-10yr Index
	Bloomberg Barclays U.S. Tips Index 10Yr Plus - USD GROSS TR
	Bloomberg Barclays Euro Government Inflation-Linked 1-10 Years Index
	Bloomberg Barclays Inflation Linked Eurozone Inflation 10+Y
	Bloomberg Barclays MBS Index
	Bloomberg Barclays U.S. Credit Index
	FTSE Actuaries UK Index-Linked Gilts up to 5 Years Index
	FTSE Actuaries UK Index-Linked Gilts over 5 Years Index
	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Index
Bloomberg Barclays Sterling Aggregate Corporate Bond Index	
<b>Obligations</b> (Haut rendement)	Bloomberg Barclays U.S. Credit Index
	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Index
	JP Morgan EMBI Global Diversified Index
	JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index
<b>Marchés privés de rendement et de croissance*</b>	Capital-investissement américain
	Prêts directs internationaux
	Actions d'infrastructure internationales
	Immobilier « core » américain
	Dettes mezzanine immobilière
	Hedge funds (internationaux)
	Dettes d'infrastructure américaine
Dettes d'infrastructure des marchés développés	

\*Nous utilisons des indicateurs BlackRock pour certains marchés privés en raison de l'absence de données suffisantes. Ces indicateurs reflètent la combinaison d'expositions aux facteurs de risque qui, selon nous, représente la sensibilité économique de la classe d'actifs donnée.

# Annexe

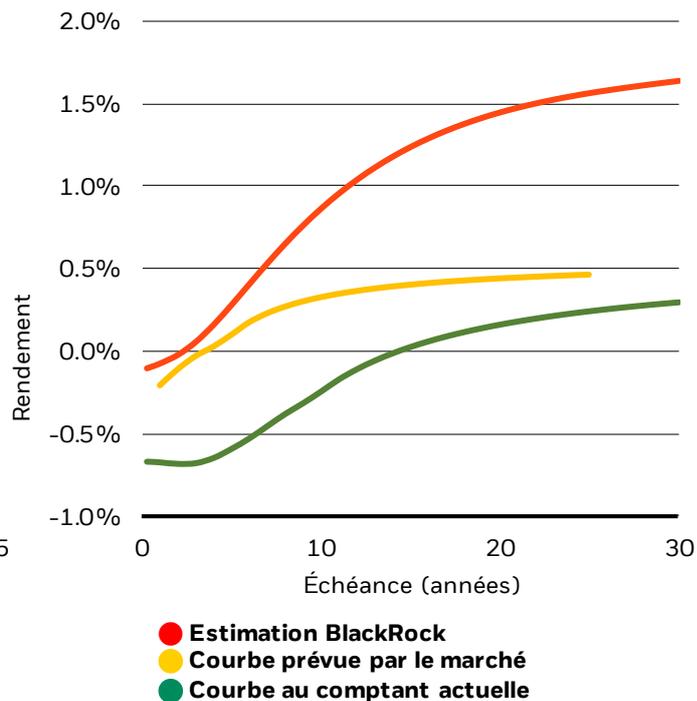
## Taux directeurs de la zone euro

Anticipations à l'égard des taux d'intérêt directeurs de la zone euro, 2021-2025



## Courbes des taux de la zone euro

Courbe des taux au comptant de la zone euro par rapport à l'estimation, août 2021



Il n'existe aucune certitude que les estimations prévisionnelles se réaliseront. Sources : BlackRock Investment Institute, Banque centrale européenne, ainsi que des données de Refinitiv Datastream, août 2021. Notes : le graphique de gauche illustre nos anticipations concernant le taux directeur de la Banque centrale européenne, la trajectoire anticipée par le marché de ce même taux à partir de la fin juillet 2021 et la projection moyenne de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Les anticipations du marché sont basées sur les contrats à terme sur le taux swap Euro Overnight Index. L'estimation BlackRock fait partie du modèle macroéconomique dans le cadre de nos hypothèses relatives aux marchés financiers. L'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels : [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html) Le graphique de droite compare notre estimation de la courbe des taux européens dans cinq ans avec une estimation prévue par le marché et la courbe des taux au comptant au 30 juin 2021.

