

Deutsche Bank
Chief Investment Office



Perspectives 2021

CIO Insights



Mouvements tectoniques
Un nouveau monde post-Covid



Sommaire

Lettre aux investisseurs	p.2
Impact #1: Nos vies quotidiennes : pas de retour au statu quo ante	p.4
Le rôle croissant de l'Etat	
L'inégalité en point de mire	
L'infrastructure repensée	
Impact #2: Réinvention des entreprises : plus de changements en vue	p.7
Le soutien de l'Etat comporte des risques	
ESG - de plus en plus de succès	
La technologie a encore un rôle à jouer	
Le redressement des bénéfices est la clé	
Impact #3: L'économie politique : voir en "4D"	p.12
Prolongation de la magie monétaire?	
Inflation et autres menaces politiques potentielles	
La politique budgétaire sous pression	
L'aggravation de la dette	
Impact #4: Le nouvel ordre mondial : gagnants et perdants	p.17
L'Asie va de l'avant	
Divergence au sein des pays développés?	
Le multilatéral devient régional	
Les devises réinventées	
Encadré : Allocation d'actifs stratégique	
Impact #5: Thèmes d'investissement clés : immersion dans l'ESG	p.22
Le triangle TDD	
Encadré : l'économie bleue	
Annexe 1: Résumé de nos vues pour les classes d'actifs en 2021	p.25
Annexe 2: Prévisions macroéconomiques et pour les classes d'actifs	p.27

Lettre aux investisseurs



Christian Nolting
Global CIO

Mouvements tectoniques

Notre principal espoir pour 2021 est que nous puissions mettre la pandémie de coronavirus derrière nous : les vaccins semblent maintenant offrir une perspective réaliste à cet égard. Mais le débat sur la réponse politique à la crise sanitaire, et ses implications sociales et économiques, va probablement se poursuivre pendant plusieurs années. Historiquement, les grandes crises ont généralement mis beaucoup de temps à être pleinement comprises : les économistes universitaires se disputent encore sur la gestion et les implications de la Grande Dépression, neuf décennies plus tard.

Toutefois, à l'approche de 2021, nous ne pouvons pas attendre une analyse complète. Nous avons plutôt besoin d'un cadre initial pour commencer à examiner ce que les conséquences de la crise sanitaire signifieront pour les perspectives économiques, sociales et d'investissement.

Pour ce faire, nous avons structuré ces perspectives de manière à donner quatre points de vue différents sur ce que la crise a signifié. Nous abordons cette question du point de vue [des individus, des entreprises, de l'économie politique et de l'ordre mondial](#).

Les répercussions de la pandémie sur la politique, l'économie et les investissements semblent assez différentes lorsqu'on les considère sous chacun de ces quatre angles.

Une préoccupation immédiate est non seulement d'identifier ces impacts mais aussi d'évaluer leur degré de réversibilité en 2021. (Dans quelle mesure, par exemple, les employés retourneront-ils au bureau?).

Mais, si les perspectives de reprise à court terme sont importantes, nous devons également envisager la pandémie et ses implications sur un horizon plus long. En plus de créer de nouveaux problèmes, la pandémie a également accéléré ou exacerbé de nombreuses tendances économiques et d'investissements préexistantes. Et, à travers toutes ces tendances, les 4 "D" reviennent souvent au premier plan : [divergence](#) des revenus, de la richesse et de la progression économique au sein des économies et entre elles ; [digitalisation](#) et son impact sur le fonctionnement des individus, des entreprises et des gouvernements ; [démographie](#), parce que les changements préexistants à long terme dans la répartition de la population modifient les priorités politiques et économiques ; et, enfin, [dette](#) - tant publique (car les déficits budgétaires des gouvernements augmentent) que privée.

[Nous devons envisager la pandémie et ses implications sur un horizon plus long. Les 4 "D" - divergence, digitalisation, démographie et dette - seront des questions d'importance permanente.](#)

Envisager le coronavirus dans un contexte à long terme a deux grandes implications pour l'investissement.

01 Si on considère qu'il ne s'agit pas seulement d'une question de reprise à court terme, mais aussi d'une réponse aux changements structurels autour des relations économiques et d'investissement - les "plaques tectoniques" sur notre couverture - une réponse d'investissement ne doit pas seulement être tactique, mais également stratégique. Nous pensons que la meilleure façon d'avancer est un processus d'**allocation d'actifs stratégique (SAA)** qui puisse à la fois comprendre l'évolution changeante des relations entre les classes d'actifs et atténuer l'incertitude quant à leur développement futur.

02 Tant dans le cadre d'une SAA que dans les investissements satellites des portefeuilles existants, nous pensons qu'il est judicieux d'investir dans des thèmes clés qui joueront un rôle croissant dans le développement mondial à long terme. Comme nous l'expliquons, nous avons développé des thèmes clés depuis 2017 et nous en avons maintenant dix, qui s'inscrivent dans un triangle délimité par la technologie, la démographie et la durabilité (TDD en abrégé). Pour les raisons que nous évoquons, la durabilité - souvent sous la forme d'investissements ESG - est susceptible de gagner encore en importance à l'avenir. Cette année, nous approfondissons notre vision de la durabilité en lançant un nouveau thème clé sur l'économie bleue. D'autres thèmes clés pertinents pour 2021 pourraient inclure la cybersécurité, la 5G, les soins de santé, les Millennials et la gestion des ressources.

Christian Nolting

Christian Nolting
Global CIO

Perspectives instantanées

2021 en résumé

- Nous n'observerons pas un retour à la vie "pré-Covid" : les "plaques tectoniques" se sont vraiment déplacées.
- La pandémie a eu des impacts qui seront difficiles à inverser sur les individus, les entreprises et les gouvernements.
- La pandémie a également accéléré certaines tendances préexistantes à long terme.
- La divergence, la digitalisation, la démographie et la dette - les 4D - sont des questions qui resteront très importantes en 2021.
- Les changements à long terme nécessiteront une approche d'investissement stratégique, plutôt que purement tactique.
- La meilleure approche est de mettre en place une allocation d'actifs stratégique capable d'intégrer les relations changeantes entre les classes d'actifs.
- Investir dans des thèmes clés inclus dans le triangle TDD (technologie, démographie, durabilité) devrait également porter ses fruits.



Veuillez utiliser ce code QR pour accéder à une sélection des autres rapports du Deutsche Bank CIO Office.

Impact #1

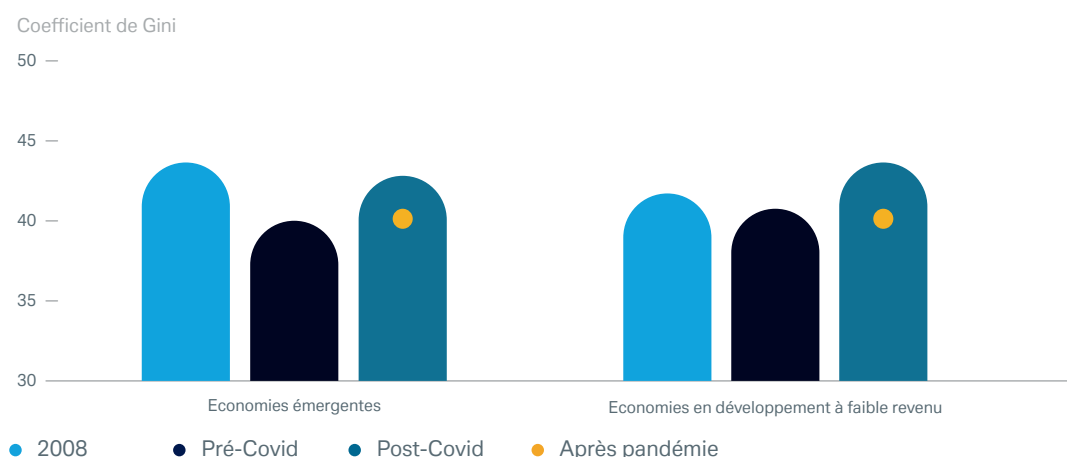
Nos vies quotidiennes : pas de retour au statu quo ante

L'impact du coronavirus sur les individus a énormément varié selon la géographie et la catégorie de revenus.

De nombreux employés professionnels, administratifs et de direction du monde entier ont utilisé la technologie digitale pour travailler à distance - à une époque où les travailleurs manuels et les soignants (ou ceux qui n'ont pas d'accès digital) ont dû se rendre au travail, partagés entre inquiétudes liées à l'infection par la maladie et à l'insécurité de l'emploi. Dans de nombreux pays émergents, les périodes de confinement ont peut-être été plus courtes, mais les problèmes d'inégalité ont également été mis en évidence. Le graphique 1 examine les tendances du coefficient de Gini, une mesure de l'inégalité, tant pour l'ensemble des marchés émergents que pour les économies en développement à faible revenu.

Graphique 1: La pandémie peut avoir inversé les progrès récents dans la réduction des inégalités au sein des pays émergents

Source: FMI, Deutsche Bank AG. Données d'octobre 2020. Le coefficient de Gini, exprimé en %, est une moyenne pour les groupes de pays. Les pandémies passées incluent le SRAS (2003), le H1N1 (2009), le MRES (2012), Ebola (2014) et le Zika (2016).



Différents groupes de population auront également des expériences différentes au cours des prochaines années. Mais plusieurs thèmes clés traverseront l'expérience de la plupart des gens, longtemps après que le pire de la pandémie de coronavirus sera derrière nous. Nous nous concentrons ci-dessous sur trois résultats de la crise.

Conséquence #1: Le rôle croissant de l'État

La présence croissante de l'État dans la vie des gens sera imputable à plusieurs facteurs.

La crise économique a conduit à un rôle plus important de l'État dans le domaine du chômage ou du soutien salarial et il est probable que ce rôle sera prolongé dans de nombreux cas jusqu'au moins la mi-2021. Il est toutefois peu probable que cela puisse pleinement compenser les changements structurels dans les niveaux d'emploi ou de salaires relatifs. Les questions relatives aux mérites de la responsabilité individuelle par rapport aux filets de sécurité sociale persisteront et seront un important sujet de débat politique.

La pandémie a souligné l'importance de l'État dans la [prestation de soins de santé](#) (même si cette prestation est généralement privée). Les inquiétudes concernant le contrôle des maladies et la santé des populations ne vont pas disparaître : les soins de santé sont l'un de nos thèmes clés, abordés en page 23.

Une autre question à long terme, qui ira certainement bien au-delà de 2021, est le [rôle de la technologie](#) dans l'octroi de l'aide publique, par exemple à l'aide de paiements aux particuliers via les devises digitales des banques centrales, que nous abordons en page 13.

Conséquence #2: L'inégalité en point de mire

La crise a accru le rôle de l'État mais a également révélé ses lacunes, sous la forme de l'augmentation à long terme des inégalités - avec des chiffres plus abstraits concernant les inégalités de richesse et de revenus (le graphique 2 montre les inégalités de richesse des ménages américains) se traduisant pendant la pandémie par une divergence sociale plus brutale dans l'accès aux soins de santé publics, les taux d'infection et l'évolution des maladies. Nous pourrions donc assister au retour des discussions sur des questions sociales telles que le revenu de base universel, même si les pressions budgétaires prolongées auraient normalement tendance à décourager les largesses du gouvernement. Il semble probable que nous assisterons à une augmentation de la taxation sur les individus les plus riches, en partie pour aider à financer l'augmentation substantielle des déficits publics suite à la pandémie, mais aussi pour répondre aux préoccupations croissantes en matière d'inégalité. Là encore, comme pour beaucoup d'autres soucis liés au coronavirus, cette tendance préexistante a été exacerbée par la pandémie. Les inquiétudes relatives aux inégalités risquent de s'intensifier encore si la pandémie entraîne une augmentation durable du chômage pour certaines catégories de revenus, ou si les gouvernements se voient contraints de réduire les réseaux d'aide sociale en raison de contraintes budgétaires.

Graphique 2: Distribution de richesse des ménages américains par percentile, 2e trimestre 2020

Source: Réserve fédérale, Deutsche Bank AG. Dernières données disponibles (sur base des résultats du recensement) au 1er décembre 2020. La richesse totale aux Etats-Unis au 2e trimestre 2020 est estimée à USD 112.2 trillions.



Conséquence #3: L'infrastructure repensée

La crise a également modifié les comportements individuels. Le mouvement vers les achats en ligne a fait l'objet de nombreuses discussions : L'"adieu aux grandes rues commerçantes" est une tendance à long terme qui a été simplement accélérée par la crise. Mais le changement des modes de vie aura des implications beaucoup plus profondes.

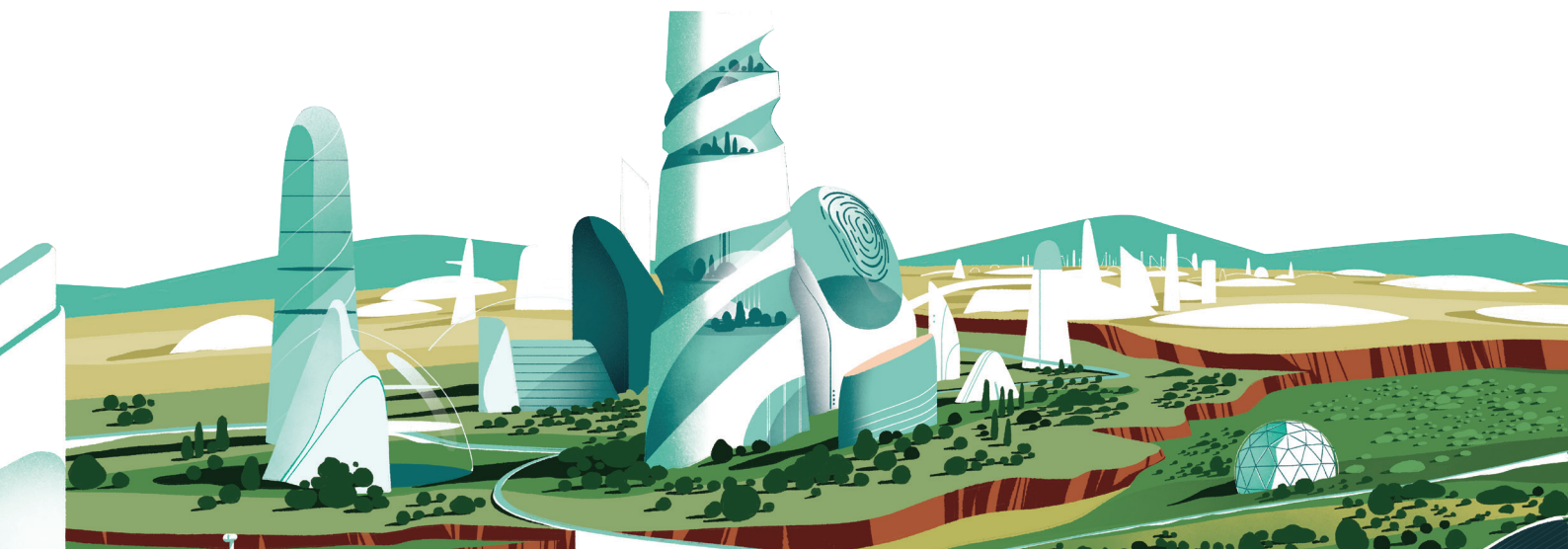
Par ailleurs, il faut aussi discuter du type d'infrastructures (un autre de nos thèmes d'investissement clés, page 23) nécessaires pour répondre à ces nouvelles demandes. D'autres aspects doivent aussi être pris en compte - nous pourrions, par exemple, voir un changement dans la façon dont les gens se déplacent dans les zones urbaines, avec la mobilité intelligente (un thème d'investissement clé, page 23) sous les projecteurs.

Les tendances sur le marché immobilier démontrent déjà la complexité de l'impact du coronavirus. Les problèmes de l'immobilier commercial sont bien documentés. Les pressions préexistantes du commerce électronique ont été amplifiées par le coronavirus et il est difficile de voir comment ces tendances peuvent être complètement inversées. Pour l'immobilier de bureau, de nombreuses transactions resteront probablement en attente pendant un certain temps : les entreprises peuvent changer la manière dont elles utilisent les espaces de bureau et la manière dont elles les achètent. Outre une baisse de la demande totale d'espaces de bureau sur certains marchés (par exemple ceux qui sont fortement exposés aux services financiers), nous pourrions assister à une diminution de la durée des baux et à d'autres innovations financières. L'immobilier industriel a connu quelques secteurs de croissance (centres de traitement du commerce électronique et soins de santé). Pour l'immobilier résidentiel, les perspectives sont mitigées : l'accessibilité dépendra de la reprise économique et des niveaux d'emploi, mais des moteurs à long terme subsistent (par exemple, les changements structurels dans la propriété des ménages et la croissance des ménages).

Impact #1 Nos vies quotidiennes : pas de retour au statu quo ante

Conséquences :

- Une plus grande présence de l'Etat.
- L'inégalité sous les feux des projecteurs.
- Les tendances en matière de comportements, de modes de vie et d'entreprises entraîneront des changements dans les infrastructures et la consommation (Millennials, économie de plateforme).



Impact #2

Réinvention des entreprises : plus de changements en vue

Les individus commenceront 2021 avec l'espoir d'un retour au statu quo ante - et les entreprises espéreront que l'atténuation des restrictions liées au coronavirus entraînera une reprise rapide de la demande mondiale. Mais, tout comme les individus, les entreprises ne pourront pas revenir à un monde pré-coronavirus : elles doivent continuer à s'engager dans un processus de réinvention de leur activité.

Conséquence #1: Le soutien de l'Etat comporte des risques

Les temps extrêmes nécessitent des politiques extrêmes - et l'extension du soutien de l'État aux entreprises du secteur privé pendant la pandémie n'a pratiquement pas été remise en question.

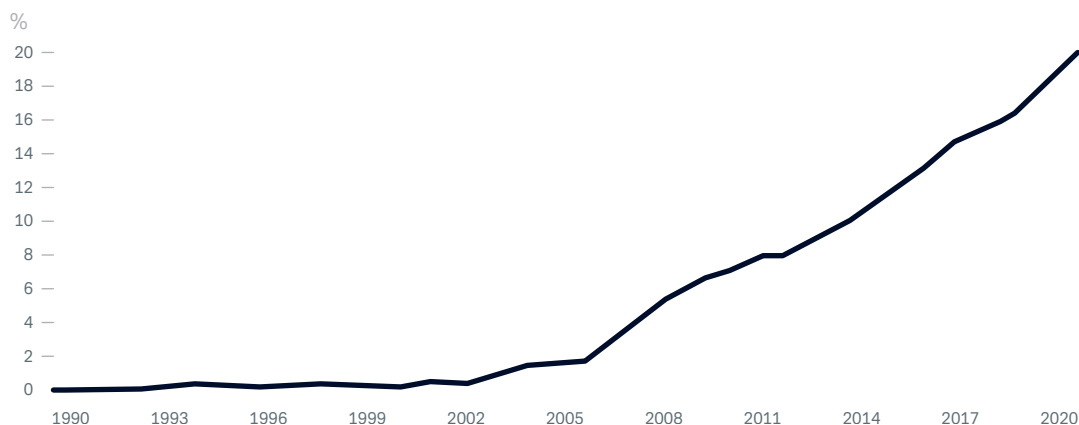
Ce soutien a été implicite (par exemple, faibles coûts d'emprunt, soutien au marché de l'emploi), sinon explicite (par exemple, prises de participation). Mais, quelle que soit la manière dont il est octroyé, le soutien de l'État comporte des risques.

L'un de ces risques est que, dans cette époque de changement rapide, le soutien de l'État limite en fin de compte la capacité d'une économie à se réinventer et à prospérer. Il faut permettre aux entreprises de prospérer ou de se restructurer au fur et à mesure que la forêt économique se renouvelle, comme l'a dit l'économiste anglais du XIX^e siècle Alfred Marshall. L'économiste autrichien Joseph Schumpeter avait quant à lui eu une tournure plus brutale : il l'avait qualifiée de "destruction créatrice".

Les aides d'État peuvent entraver ce processus de renouvellement, bien qu'un soutien temporaire soit le bienvenu si le modèle d'entreprise est clairement durable. Là encore, il s'agit d'un problème qui remonte à bien avant la réponse politique au coronavirus, mais qui s'est renforcé ces derniers temps. Depuis que la crise financière mondiale (à partir de 2007) a déclenché une politique monétaire radicale, les taux d'intérêt très bas ont contribué à maintenir de nombreuses entreprises à flot. Mais, dans de nombreux cas, cela a pu les encourager à s'endetter pour dissimuler des problèmes opérationnels sous-jacents (comme le graphique 3 l'illustre pour les États-Unis). L'inquiétude est que l'économie souffrira du nombre croissant de ces entreprises non compétitives, l'existence de participations de l'État dans certaines d'entre elles ou d'engagements en matière d'emploi pouvant rendre la restructuration économique plus difficile. Les engagements réglementaires pris à la suite d'un soutien de l'État peuvent également compliquer la situation. Investir dans des entreprises n'ayant pas un modèle opérationnel viable "post-Covid" ne semble pas être une stratégie pertinente à long terme et empêche une allocation efficiente du capital dans une perspective économique plus large.

Graphique 3: Entreprises US bien établies avec des coûts du service de la dette plus élevés que les bénéfices

Source: Datastream, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020. Entreprises ayant eu un ratio de couverture des intérêts inférieur à 1 pendant trois années consécutives et ayant plus de dix ans.



Conséquence #2: ESG – de plus en plus de succès

Dans un domaine, cependant, une intervention réglementaire peut être la bienvenue. La pandémie a démontré l'engagement continu de nombreux gouvernements envers les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) et l'intérêt croissant des investisseurs. Cela a défié les craintes initiales qu'un contexte opérationnel plus brutal n'entraîne l'abandon des normes environnementales, sociales et de gouvernance alors que les entreprises essayaient désespérément de réduire leurs coûts et de survivre. Cela n'a pas été le cas, avec des afflux importants et continus dans les actifs gérés selon les critères ESG tout au long de l'année. Morningstar, par exemple, a récemment estimé que les actifs des fonds durables représentaient désormais 9,3 % du total des actifs investis en fonds. Nous anticipons que la part des investissements ESG continuera de croître à travers le monde.

L'intérêt croissant pour les investissements ESG peut être attribué à quatre facteurs.

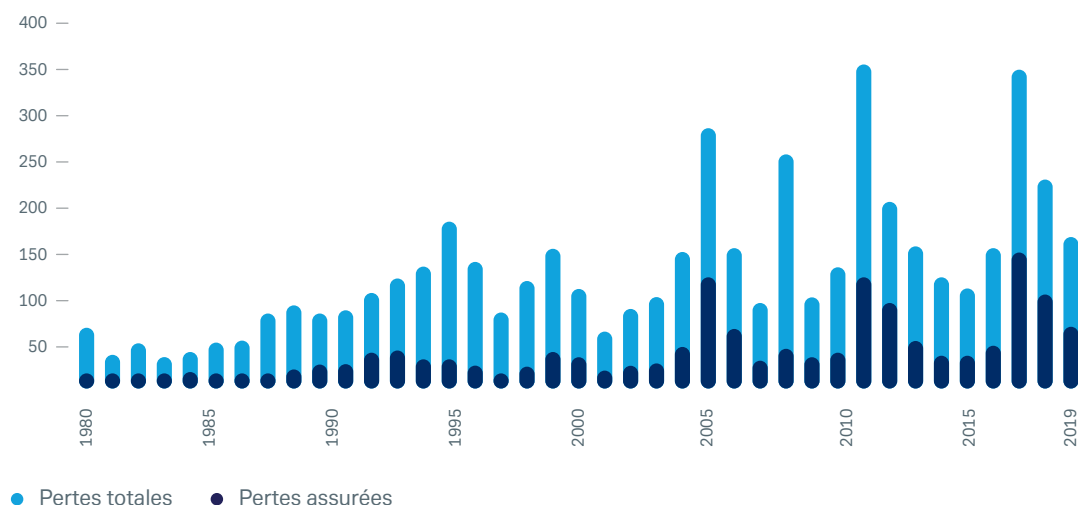
- 01 Une prise de conscience croissante du fait qu'un environnement opérationnel et de vie instable peut être en partie dû à des défaillances dans la gestion de l'environnement, qui peuvent et doivent être corrigées. L'intérêt croissant pour les dangers liés au changement climatique s'est étendu aux préoccupations grandissantes concernant le déclin de la biodiversité et ses conséquences potentielles. Une façon intéressante de traduire les préoccupations relatives aux événements climatiques extrêmes et autres est fournie par le graphique 4, qui montre l'augmentation des pertes des entreprises résultant de tels événements au cours des quatre dernières décennies.
- 02 La démographie signifie que l'intérêt des jeunes investisseurs pour les questions ESG se traduit par des niveaux d'investissement plus élevés ainsi que par un engagement politique. Les Millennials sont un de nos thèmes d'investissement clés, voir page 23. La couverture médiatique du mouvement pour le climat est un exemple frappant de leur engagement politique. Mais les jeunes s'engagent également sur le plan économique, par leurs choix d'investissement et de consommation.
- 03 Un nombre croissant de législations et d'exigences de conformité en matière d'ESG, non seulement en Europe mais aussi dans le monde entier. Nous n'entendons pas simplement par-là les grands objectifs de développement durable et les autres engagements des Nations Unies et d'autres organismes régionaux globaux. En complément, une réglementation plus spécifique et plus granulaire exige désormais des entreprises non seulement de modifier leurs modèles opérationnels physiques (par exemple pour réduire la pollution), mais aussi leurs modèles financiers et leurs engagements pour satisfaire aux critères ESG.
- 04 Il est de plus en plus évident que les investissements ESG peuvent doper les rendements à long terme. Des données ESG et des classifications d'investissement plus transparentes et plus cohérentes aideront à clarifier les questions en suspens dans ce domaine.



Graphique 4: Pertes liées à des événements climatiques extrêmes

Sources: Munich RE, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020.

Dommages ajustés pour l'inflation (milliards USD)



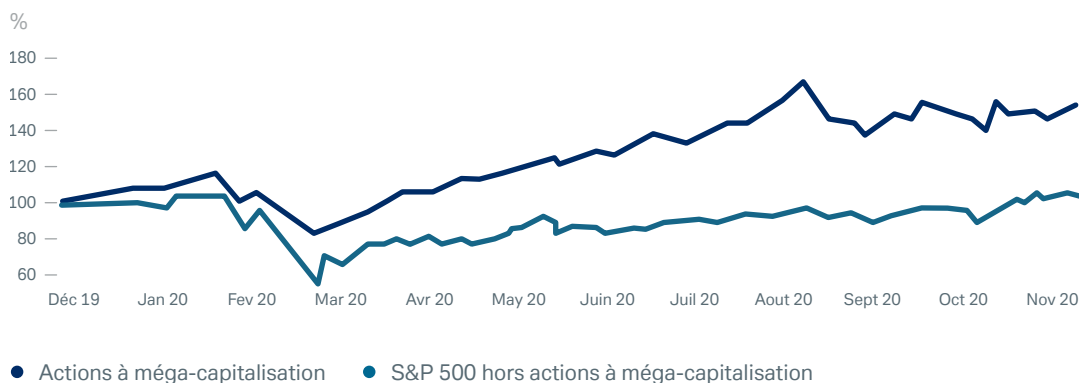
Ceci est étayé par le fait qu'il y aura un volet environnemental et social dans la plupart des discussions sur la reconstruction post-pandémie - "Reconstruire mieux" est l'expression utilisée aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'ESG, et certaines de ses composantes, reste l'un de nos thèmes d'investissement clés pour 2021 (page 23).

Conséquence #3: La technologie a encore un rôle à jouer

Les entreprises ont été confrontées à l'évolution des besoins des consommateurs en 2020. La pandémie a d'abord fait des gagnants évidents pendant la majeure partie de l'année (technologie, soins de santé, services de livraison en ligne) et des perdants. La technologie a joué un rôle clé dans le maintien des marchés boursiers pendant une grande partie de l'année 2020. Le graphique 5 compare la performance des 10 méga-capitalisations boursières du S&P 500 (généralement centrées sur la technologie) et de l'indice sans ces actions.

Graphique 5 : Comment les 10 actions à méga-capitalisation ont tiré le rallye boursier US en 2020

Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020. Capitalisations boursières rebasées au 31 décembre 2019 = 100



Vers la fin de l'année 2020, les nouvelles concernant le développement de vaccins ont entraîné des variations importantes du prix relatif des actions du secteur, les marchés intégrant l'espoir d'une réouverture et d'une reprise économique plus rapides que prévu. Ces préférences sont susceptibles de changer à nouveau dans le courant de 2021.

Les préférences sectorielles ayant été réévaluées, une question s'est posée : la technologie continuera-t-elle à jouer un rôle aussi prépondérant dans les performances du marché boursier ? Certains arguments contre la technologie (dans un contexte d'investissement) sont fondés sur la conviction que le retour à des conditions de travail plus normales réduira la demande de services technologiques. Mais cela semble peu probable - les conditions de travail ne s'inverseront pas complètement, et la technologie est trop profondément ancrée dans ce que nous faisons. Comme nous le notons à la page 23, beaucoup de nos thèmes clés sont axés sur la technologie et comprennent des questions technologiques spécifiques telles que l'intelligence artificielle et la cybersécurité. Au niveau du marché, de nombreuses actions technologiques offrent toujours les avantages majeurs de bénéfices apparemment résilients et de bilans robustes.

Les préférences sectorielles ont commencé à changer vers la fin de 2020, et changeront à nouveau dans le courant de 2021. Mais il y a encore de bonnes raisons d'apprécier la technologie sur le long terme.

Conséquence #4: Le redressement des bénéfices est la clé

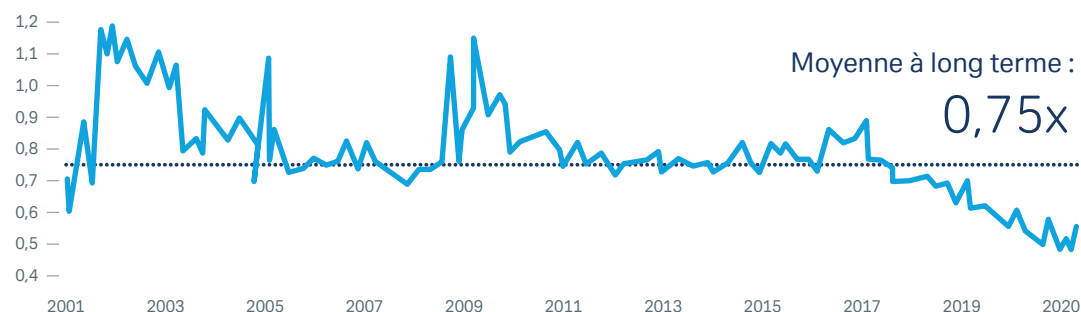
Les marchés resteront probablement volatils en 2021, la progression du déploiement des vaccins (et les dommages économiques causés par le coronavirus) continuant d'être réévalués. Les arbitrages au niveau des préférences de secteurs et de styles se poursuivront : les tendances pourraient être éphémères et l'optimisme du marché pourrait se transformer en pessimisme. (Par exemple, au moment où nous écrivons ces lignes, nous ne connaissons pas la durée de l'immunité à l'infection que les différents nouveaux vaccins conféreront : si l'immunité n'est que de courte durée, ou si la mise en œuvre du vaccin s'avère plus difficile que prévu, les marchés pourraient alors redevenir plus pessimistes quant aux perspectives économiques).

En résumé, nous suggérons ici d'adopter un style équilibré : les actions "de croissance"¹ - qui ont enregistré des résultats solides pendant une grande partie de l'année 2020 et les années précédentes - ne seront probablement pas complètement remplacées par des actions "cycliques" ou "de valeur" à mesure que l'économie mondiale se redresse. Le graphique 6 illustre la décote entre le rapport cours/bénéfices des actions "de valeur" par rapport à celui des actions "de croissance" - il est à noter que cette décote s'est creusée depuis quatre ans, et pas seulement pendant la pandémie. Comme observé fin 2020, les espoirs de réouverture de l'économie peuvent profiter aux actions "cycliques", mais une surperformance des actions "de valeur" nécessitera des taux obligataires plus élevés, ce qui ne semble pas très probable dans les années à venir en raison de la crise - bien qu'une inflation plus élevée ne puisse être exclue.

¹ Les actions "de croissance" sont celles dont on pense qu'elles peuvent croître plus vite que la moyenne du marché, par exemple la technologie. Les actions "cycliques" sont celles qui bénéficient généralement d'une reprise économique, les oiseaux précoces incluant souvent les secteurs des métaux, des mines, de la chimie et des services aux consommateurs. Les actions "de valeur" sont celles qui sont considérées comme se traitant à un cours inférieur à leur valeur fondamentale.

Graphique 6: Les valorisations (rapports cours/bénéfices) des actions "de valeur" ont encore reculé par rapport à celles des actions "de croissance"

Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020.



En fin de compte, les espoirs de reprise sectorielle du marché devront cependant être soutenus par un redressement des bénéfices. Pour les économies développées, ce processus pourrait être plutôt lent - en Europe, les bénéfices pourraient ne pas revenir à leurs niveaux de 2019 avant 2023 mais, dans l'intervalle, les petites et moyennes capitalisations pourraient être un moyen efficace de bénéficier de la réouverture de l'économie. Pour de nombreux marchés émergents, en particulier en Asie, une croissance économique plus forte signifie que ce processus de redressement des bénéfices pourrait être plus rapide, ce qui profiterait à la fois aux entreprises et aux investisseurs. Les actions des marchés émergents (ainsi que les obligations d'entreprises des marchés émergents) en profiteront également. Une croissance bénéficiaire plus forte reste essentielle pour ramener les valorisations à des niveaux plus normaux, et les progrès dans ce domaine seront évidents en 2021.

Impact #2 Réinvention des entreprises : plus de changements en vue

Conséquences :

- Le soutien de l'État limite la capacité d'une économie à se réinventer.
- L'ESG est soutenu par un engagement et une demande plus forts.
- Les marchés boursiers restent centrés sur la technologie, mais les cycliques ont de l'attrait.



Impact #3

L'économie politique : voir en "4D"

Ainsi, du point de vue des individus et des entreprises, il ne s'agira pas d'un retour au monde pré-Covid. Les gouvernements en sont bien conscients et doivent gérer la plupart des problèmes à moyen terme autour des questions de transition et de reprise à long terme.

Comme déjà discuté, nous pensons que les 4D - divergence, digitalisation, démographie et dette - caractériseront de nombreux aspects du monde post-Covid. Ces 4D prendront encore plus d'importance lorsque l'on considère les tendances futures de l'"économie politique", c'est-à-dire si l'on élargit les considérations économiques pour y inclure les questions sociales, politiques et institutionnelles.

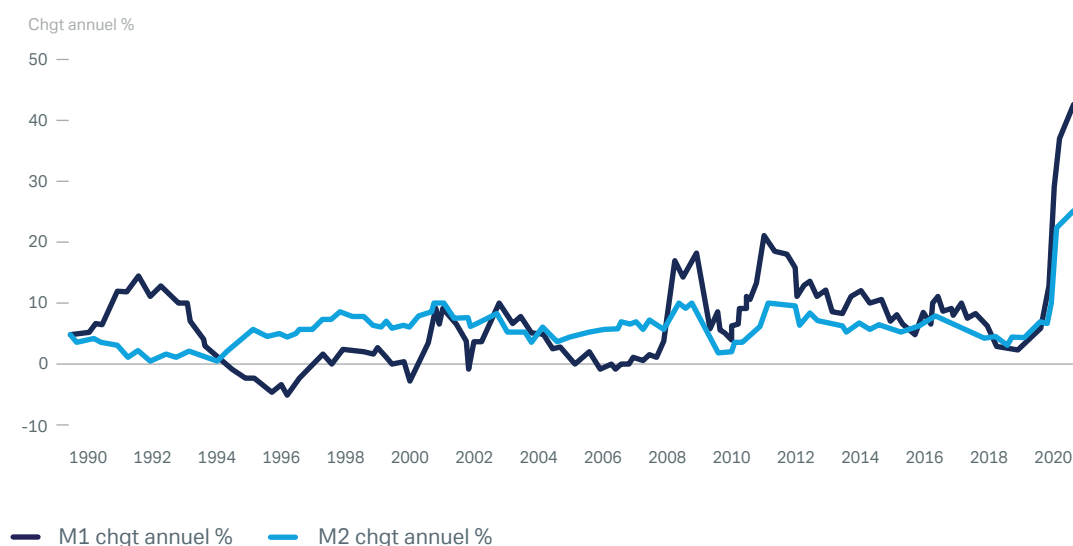
Conséquence #1: Prolongation de la magie monétaire?

L'an dernier, le titre de nos perspectives annuelles était "La fin de la magie monétaire?". Notre réponse à cette question avait été "non" parce que nous pensions que, bien que son efficacité pouvait diminuer, elle restait un instrument de politique crucial, surtout si elle était complétée par la politique budgétaire. Face à la situation extrême résultant de la pandémie de coronavirus, les décideurs politiques ont creusé encore plus profondément dans leurs boîtes à outils de magie monétaire en 2020. Cela s'est fait non seulement en maintenant les taux bas et en augmentant la taille des bilans, mais aussi par d'autres interventions sur les marchés financiers (par exemple, les obligations d'entreprises).

Malgré les inquiétudes persistantes quant à l'affaiblissement éventuel de la puissance de chaque nouvelle mesure d'assouplissement monétaire, il faut encore trouver une solution de remplacement (malgré un consensus sur la nécessité de développer davantage des approches complémentaires, par exemple la politique budgétaire, les réformes structurelles, etc.). Il y a un an, il était clair que de nombreux facteurs pénalisant la performance économique étaient de nature non monétaire et dépassaient donc le champ d'action de la seule politique monétaire pour y remédier ou les améliorer. Cela reste le cas et des efforts doivent encore être mis dans des approches politiques alternatives. Comme nous l'évoquons dans Conséquence #3, la politique budgétaire restera importante en 2021.

Graphique 7: La croissance de l'offre de monnaie US atteint des records

Source: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Données au 15 décembre 2020. M1 inclut le cash et les dépôts à vue, M2 ajoute les comptes épargne et à terme, et d'autres comptes similaires.



Cette brochure est un document marketing. Les résultats du passé ne constituent pas un indicateur fiable pour les résultats futurs. Les lecteurs devraient se référer aux commentaires et avertissements liés aux risques à la fin de ce document. Rédigé en décembre 2020.

Conséquence #2: Inflation et autres menaces politiques potentielles

Les menaces immédiates pesant sur la politique monétaire semblent pouvoir être contenues. Le consensus politique est toujours favorable à une politique monétaire très accommodante et la conséquence sera des rendements faibles pendant encore plus longtemps, ce qui alimentera la chasse au rendement.

Ceci étant, nous ne serions pas complètement détendus en ce qui concerne l'inflation, qui reste une menace potentielle pour la politique monétaire. La menace immédiate posée par l'inflation semble actuellement faible, compte tenu de la persistance de capacités inutilisées et de la prudence des consommateurs sur de nombreux marchés (liée en partie aux craintes persistantes concernant le chômage). Nos prévisions en tiennent compte. Mais, bien que l'on ait accordé beaucoup d'attention au thème de la "Japonisation" (c'est-à-dire une croissance et une inflation très faibles), ce n'est pas nécessairement ainsi que les choses vont évoluer. Des inquiétudes subsistent par exemple à propos du niveau élevé de la masse monétaire et une hausse des rendements ne peut être exclue. Les changements dans le modèle d'exploitation des sociétés de services (compte tenu des difficultés liées à la génération de revenus dans un environnement de distanciation sociale) peuvent également accroître les pressions à la hausse sur les prix. Il y a aussi des inquiétudes plus générales sur les conséquences possibles à long terme de la déglobalisation ou de la régionalisation sur le niveau des prix.

D'autres menaces à long terme subsistent également pour la politique monétaire. La politique monétaire est par essence un instrument imprécis et ne peut pas traiter facilement les questions de [divergence](#) au sein des économies ou entre elles (en effet, une politique monétaire accommodante peut aggraver les inégalités sociales en gonflant la valeur de certains actifs). La politique monétaire se heurtera également à des problèmes structurels dans les économies, peut-être causés par la [démographie](#) (qui peut avoir tendance à faire augmenter l'épargne, indépendamment d'une politique accommodante) ou par l'augmentation rapide des niveaux de [dette](#) (Conséquence #4). Il faut s'attendre à ce que le débat sur ces questions s'intensifie au plus les mesures non conventionnelles resteront en place.

Le "D" restant - la [digitalisation](#) - pourrait être à la fois une menace et une opportunité pour la politique monétaire. De nouveaux tests (par exemple via les programmes régionaux déjà en place en Chine) et le déploiement des devises digitales des banques centrales à travers le monde offrent la perspective d'une politique monétaire/fiscale beaucoup plus ciblée - par exemple, par des transferts limités dans le temps et orientés vers les dépenses. Ce ciblage - en particulier s'il comporte une composante limitée dans le temps - peut éventuellement offrir une issue à la "trappe à liquidité", lorsque des taux bas ou négatifs réduisent l'efficacité de la politique monétaire en supprimant l'effet dissuasif de la détention de liquidités. Mais les incertitudes qui continuent à entourer le fonctionnement des devises digitales comportent également des risques pour la politique monétaire dans son ensemble, et les implications politiques du ciblage pourraient également finir par éroder l'indépendance des banques centrales - comme certains le souhaiteraient.

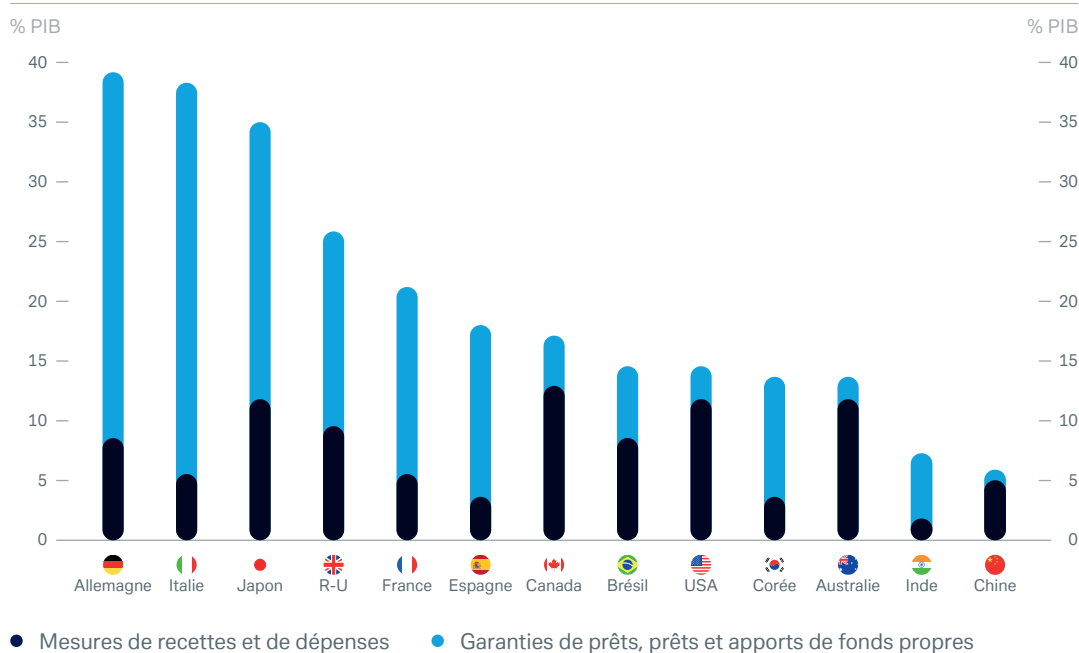
Les menaces immédiates pesant sur la politique monétaire semblent pouvoir être contenues, mais nous ne serions pas complètement détendus en ce qui concerne l'inflation. La divergence, la démographie, l'endettement et la digitalisation posent également des risques pour la politique monétaire – bien que les devises digitales des banques centrales puissent aussi créer des opportunités significatives.

Conséquence #3: La politique budgétaire sous pression

La politique budgétaire est ouvertement politique, à un niveau tel que la politique monétaire ne l'a plus été dans la plupart des économies de marché développées depuis les années 1990. Cette politisation de la politique budgétaire a un certain nombre d'implications. Tout d'abord, la politique peut être soumise à un changement du sentiment général - l'acceptation générale d'une relance budgétaire massive en 2020 sur la base de "besoins incontournables" pourrait ne pas être maintenue éternellement, bien qu'il soit généralement beaucoup plus difficile de refermer le robinet de la politique budgétaire que de l'ouvrir. Deuxièmement, la politique budgétaire peut être prise dans des débats politiques distincts (comme l'ont été, fin 2020, le deuxième paquet de soutien budgétaire aux États-Unis et le fonds de relance européen). Troisièmement, la politique budgétaire devra être considérée comme s'attaquant directement aux problèmes de divergence dans la société, les changements démographiques ayant un impact à la fois sur la nécessité et sur la force des voix politiques en jeu - dont l'une sera celle des Millennials (un thème clé, page 23). Les soins de santé pourraient rester une priorité pour les dépenses budgétaires, mais les infrastructures (encore un thème clé, page 23) exigeront également de l'attention.

Graphique 8: Mesures budgétaires annoncées dans les économies du G20 (jusque septembre 2020)

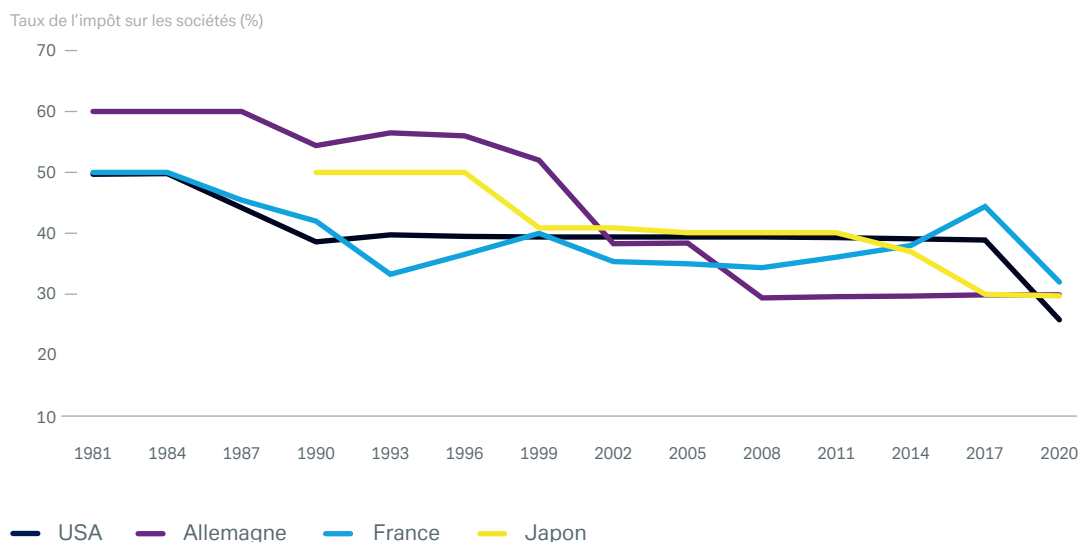
Source: FMI, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020.



Quelle que soit la façon dont ces débats politiques se déroulent, il est difficile d'envisager une situation où nous ne verrons pas une certaine augmentation de la fiscalité, étant donné l'ampleur des mesures budgétaires dévoilées en 2020 (graphique 8). En particulier, la course vers le bas en matière de fiscalité des entreprises - évidente depuis le début des années 1980 (graphique 9) - pourrait maintenant toucher à sa fin. Les ministres des finances du monde entier vont devoir affronter un certain nombre de priorités concurrentes : la politique budgétaire sera soumise à une forte pression et ce, comme indiqué plus haut, à un moment où la composition de l'électorat qui la contrôle en dernier ressort est également en train de changer (graphique 10). Des appels continueront d'être lancés en faveur d'une augmentation des impôts pour ceux qui sont perçus comme étant relativement moins touchés par la crise (c'est-à-dire les personnes avec des revenus plus élevés et les riches) - en particulier parce que ce dernier groupe est considéré comme bénéficiant des politiques monétaires souples via l'augmentation de la valeur réelle des actifs. Il est tout à fait possible que l'on assistera à des hausses d'impôts, non seulement sur les entreprises mais aussi sur les citoyens les plus riches, pour faire face aux inégalités perçues et financer des déficits budgétaires accrus.

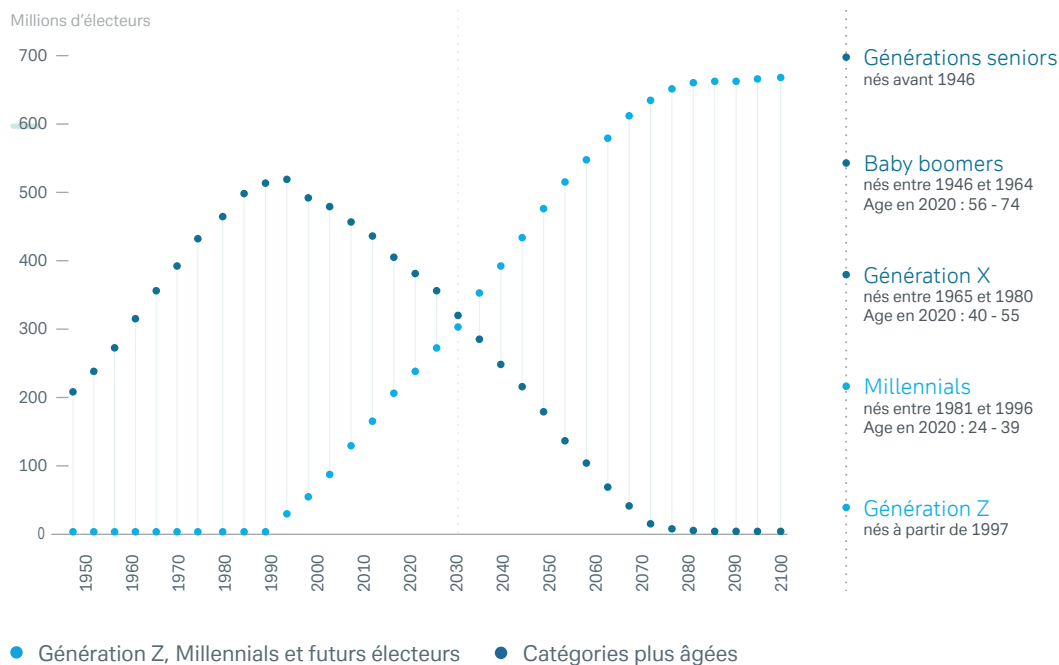
Graphique 9: Impôts des sociétés : la fin de quatre décennies de réductions ?

Source: OCDE, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020.



Graphique 10: Le pouvoir de vote des différentes générations évolue au fil du temps

Source: Nations Unies, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020. Le graphique montre pour chaque point le total combiné de la Génération Z, des Millennials et des futurs électeurs par rapport aux électeurs nés avant 1981. La définition des catégories d'âge est donnée à droite du graphique.



Conséquence #4: L'aggravation de la dette

La politique budgétaire expansionniste et l'aggravation des déficits budgétaires n'ont fait qu'exacerber une tendance existante - comme nous en avons discuté dans un précédent rapport ("Le pic d'endettement : soutenabilité et implications pour l'investissement" publié en 2019).

Quelles sont les conséquences de tout ceci pour les obligations en tant que classe d'actifs? L'augmentation des niveaux d'endettement n'a jusqu'à présent pas perturbé les marchés financiers - il y a encore des acheteurs disposés à acheter de la dette étatique - mais l'inquiétude pourrait augmenter. Il y aura plusieurs raisons à cela. La dette contractée en 2020 pour faire face à la chute de l'activité induite par le coronavirus s'est substituée aux revenus perdus - elle n'a pas été dépensée dans l'espoir de stimuler une croissance plus rapide, selon la prescription keynésienne. Et l'espoir que les économies pourront croître et se désendetter - la voie habituelle - pourrait être entravé par les inquiétudes liées au resserrement des politiques budgétaires et à l'absence d'amélioration de la productivité, jusqu'à ce que les investissements technologiques (par exemple l'intelligence artificielle et la 5G, deux de nos thèmes clés) commencent à porter leurs fruits. Il semble également peu probable que l'inflation apporte un grand soulagement. En attendant, les pays pourraient être confrontés à une hausse des pressions démographiques (à l'instar du Japon), augmentant encore le niveau de la dette. Les marchés finiront par s'inquiéter, et la possibilité d'une forte remontée des taux obligataires en 2021 est réelle, même si la perspective à long terme pour les rendements est de rester plus bas pendant plus longtemps, avec de multiples conséquences pour toutes les classes d'actifs. La répression financière (c'est-à-dire les taux réels négatifs) sera une conséquence notable.

L'aggravation des déficits budgétaires a exacerbé une tendance existante à l'augmentation des niveaux d'endettement. Actuellement, les marchés ne semblent pas s'inquiéter de ces emprunts, mais ne prenez pas cette approche détendue pour acquis.

Impact #3 L'économie politique : voir en 4D

Conséquences :

- La magie monétaire se poursuit, complétée par la politique budgétaire.
- Répression financière.
- L'augmentation de la dette conduit à un nouveau débat fiscal.

Impact #4

Le nouvel ordre mondial : gagnants et perdants

Les changements dans le mode de fonctionnement des individus et des entreprises, et les réponses politiques des gouvernements, s'accompagneront de changements dans le contexte international à mesure que nous nous dirigerons vers un nouvel ordre mondial au fil du temps.

Les perspectives pour l'économie mondiale dans l'immédiat sont largement dépendantes de la rapidité avec laquelle les vaccins seront produits et administrés. Notre hypothèse est que nous aurons une large vaccination dans les pays développés à partir du 2e trimestre 2021, après une utilisation prioritaire au 1er trimestre. La vaccination devrait permettre d'éviter de nouveaux lockdowns massifs, au moins après la mi-2021. La demande réfrénée et des taux d'épargne élevés devraient stimuler la reprise économique, bien qu'une déconnexion entre les économies soit possible, du moins dans un premier temps.

Les taux de croissance du PIB seront positifs en 2021 après des contractions historiques en 2020. Nos prévisions sont reprises en page 27, mais les chiffres exacts sont ici moins importants que les changements structurels qui les sous-tendent. Deux questions resteront particulièrement pertinentes. Premièrement, quelle sera la durée des dégâts causés par la Covid-19? Deuxièmement, comment la pandémie affectera-t-elle la force relative des économies?

L'impact à long terme de la pandémie pourrait être moins grave que celui de la crise financière mondiale (GFC) car cette crise a été provoquée par un choc exogène (le virus) plutôt que par des déséquilibres économiques internes. Les politiques budgétaires et monétaires ont également réagi plus rapidement que pendant la GFC, empêchant des effets de "second tour" plus nombreux et plus graves, par exemple en introduisant des régimes de chômage partiel pour préserver l'emploi. Malgré cela, nous pensons que les États-Unis ne retrouveront pas les niveaux de production d'avant-crise (T4 2019) avant la fin de 2021 ou le début de 2022 et que la zone euro devra attendre jusqu'en 2022.

Conséquence #1: L'Asie va de l'avant

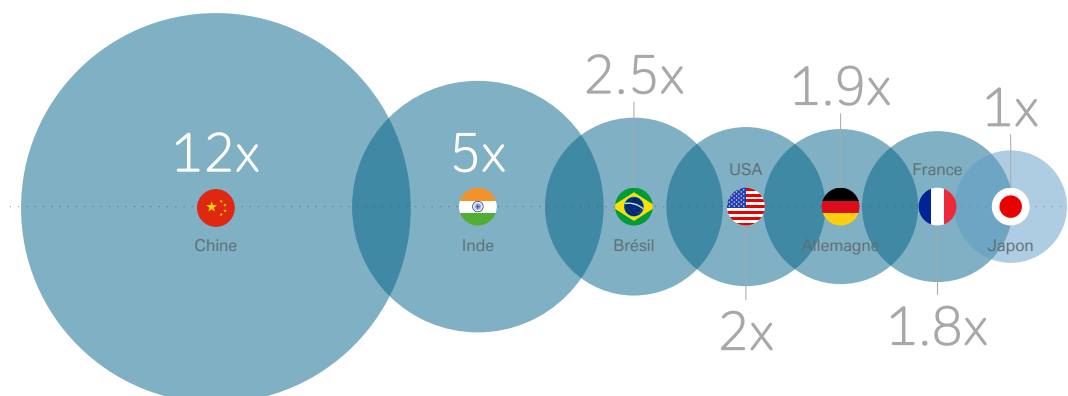
En revanche, la Chine a enregistré une croissance estimée à 2,2% en 2020 et devrait croître de plus de 8% en 2021. Beaucoup d'autres économies asiatiques se sont également bien comportées, à l'exception évidente de l'Inde (dont l'économie pourrait s'être contractée de -9,5% en 2020, avant une expansion attendue de 10% en 2021).

L'émergence de l'Asie (dans l'ère moderne) n'est pas une histoire nouvelle - elle remonte à plus de 40 ans, au début des réformes économiques en Chine à la fin des années 1970, voire plus loin encore. La pandémie, ici comme ailleurs, n'a fait qu'accélérer une tendance de fond. La croissance chinoise à un moment où l'économie américaine est en difficulté pourrait bien avancer le moment où le PIB de la Chine dépassera celui des États-Unis. La Chine a déjà marqué la fin de l'année 2020 grâce à la signature d'un important partenariat économique régional global (PREG). La publication officielle de son prochain plan quinquennal en mars 2021 lui donnera une nouvelle occasion de définir exactement la direction qu'elle souhaite prendre à partir de là.

Ces changements relatifs à long terme dans la puissance économique régionale ne sont pas nouveaux, et ont été manifestes dans les tendances divergentes de la croissance du revenu par habitant ces dernières décennies (graphique 11). Mais les changements relatifs à court terme ont également un impact. Une reprise économique plus rapide en Asie aura un impact immédiat sur la santé des entreprises des pays émergents, où les estimations de bénéfices par action sont déjà proches des niveaux d'avant-crise, contrairement à leurs homologues des marchés développés - comme l'illustre le graphique 12. Cela renforce les arguments en faveur des actions et des obligations des marchés émergents en 2021, mais l'importance des marchés émergents ne peut pas davantage être ignorée à plus long terme.

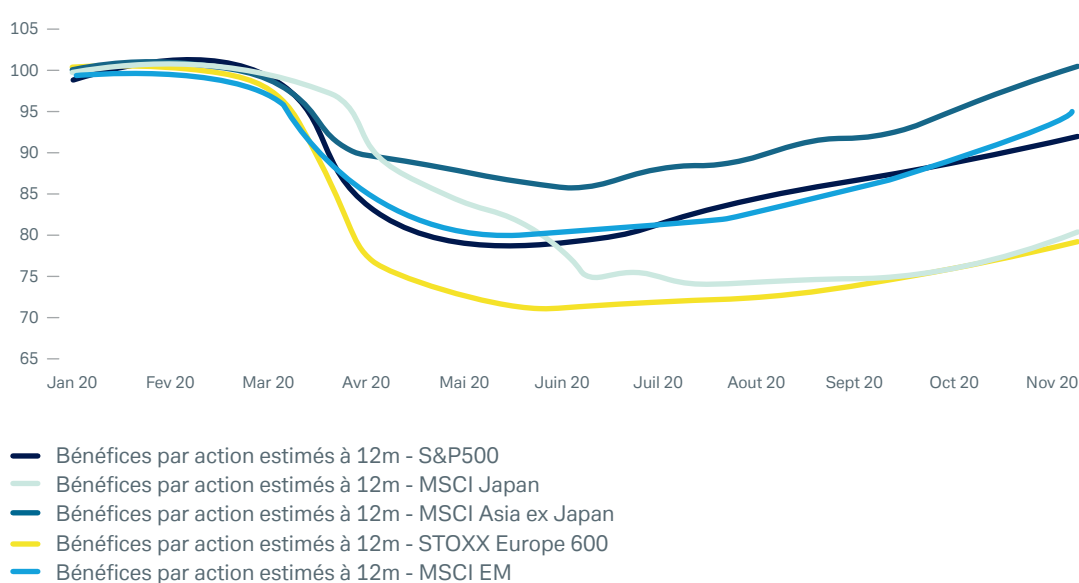
Graphique 11: Croissance du revenu par habitant ces 2 dernières décennies : la Chine a tenu ses promesses

Source: FMI, Deutsche Bank AG. Données jusqu'en 2019. Au 1er décembre 2020.



Graphique 12: Révisions des bénéfices par action en 2020 : l'Asie a moins baissé et s'est redressée plus vite

Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020. Rebasé au 31 décembre 2019 = 100.



Conséquence #2: Divergence au sein des pays développés?

En revanche, de nombreux marchés développés commencent l'année 2021 avec beaucoup à prouver.

Le résultat des [élections américaines](#) aura des implications multiples pour la croissance économique. Une forme ou une autre de plan de relance est probable, et le second tour des élections sénatoriales en Géorgie, le 5 janvier, constituera un point de départ pour l'agenda politique (en déterminant quel parti contrôle le Sénat). Nous pensons qu'il y aura une pression continue pour une augmentation des impôts, à laquelle le Sénat pourrait bien accéder, mais le changement de régime de la politique de la Fed contribuera à maintenir une politique accommodante, et les États-Unis ont de bons antécédents en matière de reprise après des crises.

À plus long terme, la nature flexible et dynamique de l'économie américaine restera un soutien pour sa reprise, et si l'accent sera mis sur la lutte entre la Chine et les USA pour devenir la première puissance économique mondiale, il faut aussi envisager une éventuelle divergence entre les principaux pays développés.

Les perspectives de la zone euro semblent certainement problématiques. Le fonds de relance européen devrait contribuer à atténuer dans une certaine mesure les divergences intrarégionales une fois mis en œuvre en 2021 et montre le potentiel d'intégration européenne. Les **divergences** entre et au sein des pays de la zone euro resteront toutefois une réelle préoccupation, tout comme (pour certains d'entre eux) les niveaux d'endettement. Le fonds de relance européen est considéré par beaucoup comme un facteur de changement majeur, car les subventions qu'il prévoit marqueraient un changement de cap majeur de l'austérité vers la solidarité. Mais nous ne savons pas encore comment la question des divergences sera pleinement traitée en l'absence d'un autre choc extérieur et les dissonances actuelles entre certaines économies d'Europe de l'Est et les autres Etats membres de l'UE pourraient être un avant-goût des troubles à venir. Le Brexit, qui se dirige peut-être vers une issue désordonnée, montre à quel point les forces centrifuges peuvent être perturbatrices. À plus long terme, l'UE doit trouver une réponse à cette problématique de divergence, et aux implications du vieillissement de sa population (contrairement aux États-Unis). La digitalisation pourrait cependant apporter des signes de progrès : une décision pourrait intervenir concernant l'introduction d'un projet pilote d'euro digital dans le cadre de l'examen stratégique de la BCE, qui doit être annoncé en milieu d'année.

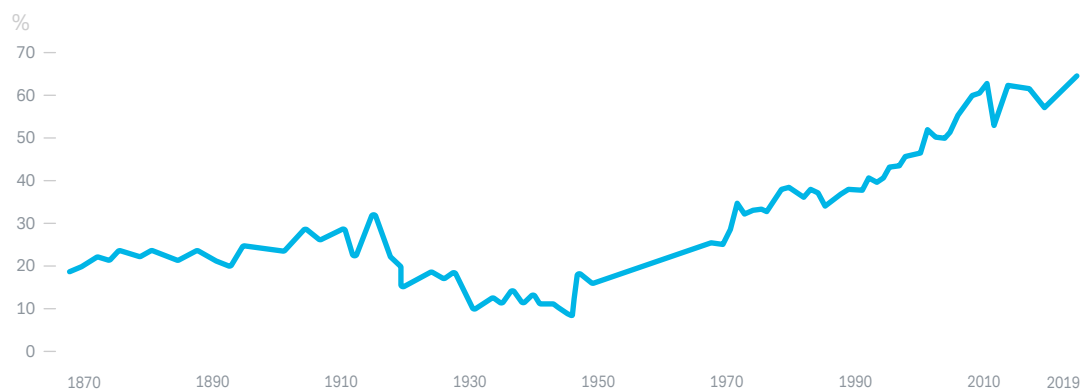
Conséquence #3: Le multilatéral devient régional

Au début de la crise du coronavirus, on parlait beaucoup de graves perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. En l'occurrence, les perturbations ont été moins importantes que ce que beaucoup craignaient et les discours sur la démondialisation sont peut-être exagérés. Toutefois, des changements plus subtils ont eu lieu, les entreprises repensant les chaînes d'approvisionnement, souvent en faveur de partenaires plus locaux. (Le Brexit a peut-être aussi suscité une réévaluation, mais à une échelle beaucoup plus réduite).

La croissance du commerce mondial était déjà à bout de souffle avant 2020 (graphique 13), et l'aggravation des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine était bien antérieure à la pandémie. Mais ce qui est nouveau, c'est l'apparition de nouveaux accords régionaux sans même une présence théorique des USA.

Graphique 13: Le commerce mondial a-t-il atteint un sommet par rapport au PIB mondial ?

Source: Banque mondiale, Klasing and Milionis (2014), Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020.



La signature, en novembre 2020, d'un partenariat économique régional global (PREG) entre la Chine et 14 autres pays d'Asie et d'Australasie illustre cette tendance. Le PREG (conclu après huit ans de négociations) promet d'améliorer les liens commerciaux dans la région, surtout par des réductions (ou suppressions) importantes des droits de douane, bien que les calendriers et les données publiés soient encore rares. Nous n'anticipons pas que la transition vers un système régional (ici ou ailleurs) soit rapide ou sans heurts. Les partenaires commerciaux peuvent se brouiller sur les détails et il y aura des inquiétudes justifiées sur la domination de la Chine au sein du PREG et de la région en général - l'Inde a suggéré que les entreprises devraient suivre une stratégie "Chine +1" pour les fournisseurs. La digitalisation ouvre également de nouveaux domaines de préoccupation dans les relations commerciales ou autres (par exemple autour des produits pharmaceutiques) : la cybersécurité est l'un de nos thèmes clés (page 23).

La nécessité d'un cadre multilatéral mondial qui fonctionne bien demeure également. La menace de conflits commerciaux entre régions (ou à l'intérieur de celles-ci) subsiste, et l'extension des politiques "d'achat local", telles que préconisées dans le passé par le président élu Biden et d'autres, est également une inquiétude potentielle. Plus important encore, une approche multilatérale restera nécessaire pour faire face aux défis posés par les questions d'environnement, de biodiversité et de changement climatique - ce qui est pertinent pour nos thèmes d'investissement clés sur l'ESG, la gestion des ressources et l'économie bleue.

Conséquence #4: Les devises réinventées

Nous pourrions également observer un changement dans la perception de la dynamique des devises. Les devises sont généralement perçues comme étant influencées par des facteurs multiples, à la fois à court terme (par exemple, les écarts de taux d'intérêt) et à long terme (par exemple, la croissance économique relative). Le coronavirus a changé cette perception en 2020. À partir de mars, la plupart des principales paires de devises ont été largement influencées par l'évolution du sentiment du marché. Ainsi, par exemple, lorsque les marchés sont passés en mode « risk-off » en raison des craintes accrues liées au coronavirus, la demande pour le dollar US en tant que valeur refuge a augmenté et la devise s'est appréciée - malgré une économie américaine chancelante et la politique ultra-accommodante de la Fed.

Le retour à un environnement économique plus normal et à des marchés plus systématiquement en mode « risk-on » inversera-t-il ces tendances, affaiblissant le billet vert ? Nous ne nous attendons pas à un changement radical. Un retour à un environnement économique plus normal pourrait atténuer le lien entre le sentiment général du marché et les mouvements des devises, et peut-être que le taux de change le plus important pour le dollar - par rapport à l'euro - pourrait finir par être aussi influencé par la faiblesse de l'euro, si les problèmes politiques de l'Europe ne sont pas résolus. Par conséquent, notre prévision à fin 2021 pour le taux de change EUR/USD est de 1,15 - impliquant un dollar plus fort qu'en décembre 2020.

D'autres tendances à long terme pour les devises pourraient être plus profondes. Il faudra par exemple surveiller l'évolution relative à l'internationalisation à long terme du CNY, ce dernier étant peut-être appelé à devenir une devise de réserve plus importante dans certains pays ayant des liens profonds avec la Chine. La digitalisation, sous la forme des devises digitales des banques centrales, pourrait également avoir un impact sur les marchés des changes mondiaux en 2021 et au-delà.

Plus de détails sont disponibles dans notre publication "Les devises digitales des banques centrales - la monnaie réinventée" parue en 2020.

Impact #4 Le nouvel ordre mondial : gagnants et perdants

Conséquences :

- Le leadership économique mondial va changer.
- La digitalisation va changer la façon dont nous traitons les devises.
- L'allocation d'actifs stratégique (SAA) reste clé.

Encadré 1

L'allocation d'actifs stratégique dans un monde en mutation

Nous savons qu'une allocation d'actifs stratégique (SAA) efficace contribue à la majeure partie des rendements des portefeuilles. Il est primordial de le faire correctement dans un monde caractérisé par des changements à la fois temporaires et structurels de la valeur des actifs.

Les mouvements brusques des marchés en 2020 ont démontré deux choses. Tout d'abord, ils ont souligné qu'il est très difficile d'avoir un bon timing de marché de manière cohérente et que se tromper peut s'avérer très coûteux pour la performance des portefeuilles. Une approche stratégique est nécessaire bien qu'elle puisse être complétée par des décisions d'investissement tactiques. Ensuite, la corrélation entre les prix des actifs en 2020 a montré qu'une diversification simple et très statique ne permet pas de se protéger contre les évolutions du marché - comme l'a montré la crise financière mondiale, les prix de plusieurs classes d'actifs peuvent baisser simultanément. Une approche plus sophistiquée de la diversification est donc nécessaire.

Nous pensons que toute allocation d'actifs stratégique doit reconnaître que les relations entre les classes d'actifs peuvent changer et que la force et la certitude entourant certaines relations sont plus grandes que pour d'autres. Une approche de l'allocation d'actifs stratégique adaptée à des situations changeantes peut nécessiter d'échanger une performance théorique future légèrement supérieure contre une performance théorique future légèrement inférieure - mais pour un résultat beaucoup plus certain. Il peut également être judicieux de compléter l'allocation d'actifs stratégique par une couche supplémentaire de ce que nous appelons l'ingénierie risque-rendement.

Impact #5

Thèmes d'investissement clés : Immersion dans l'ESG

L'évolution rapide de l'environnement extérieur renforce la nécessité de se pencher sur des thèmes d'investissement clés, car les investisseurs recherchent des indicateurs des tendances à long terme.

Graphique 14: Nos thèmes d'investissement clés : le triangle TDD

Source: Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020.



Comme le montre le graphique 14, nos thèmes d'investissement clés peuvent être comparés au sein de trois dimensions : technologie, démographie et durabilité – en résumé, le triangle TDD. La crise sanitaire a de nouveau souligné l'importance de chacune de ces dimensions. La technologie joue un rôle de plus en plus important dans de nombreux secteurs et dans nos vies - des soins de santé au travail à domicile. Les investisseurs sont également de plus en plus conscients des questions liées à la démographie, ce qui est susceptible d'avoir un impact croissant sur les priorités des entreprises et des gouvernements (et donc sur les décisions de dépenses et d'investissement). Parallèlement, l'intérêt croissant pour la durabilité est une autre tendance préexistante, accélérée par la crise. Parmi les dix thèmes d'investissement clés du graphique 14, la cybersécurité, la 5G, les soins de santé, les Millennials, la gestion des ressources et l'économie bleue pourraient s'avérer particulièrement intéressants en 2021.

Nos dix thèmes d'investissement peuvent être résumés comme suit :

Technologie

- La **cybersécurité** est une condition préalable dans un monde globalisé - par exemple pour protéger les infrastructures critiques, les systèmes de mobilité connectés et le système de santé digital dans notre réponse au stress pandémique. Dans le nouvel environnement de travail de plus en plus digitalisé, la cybersécurité est essentielle pour les entreprises, les individus et les gouvernements.
- La **mobilité intelligente** va bien au-delà de la conduite autonome pour englober la gestion du trafic et les infrastructures. C'est une réponse nécessaire à la fois à l'augmentation des niveaux de trafic et à l'évolution des modes de vie urbains. Par conséquent, elle aura des implications non seulement pour les industries automobiles et des composants, mais aussi pour l'approvisionnement en énergie et d'autres secteurs.
- L'**intelligence artificielle** est la recherche d'une automatisation "intelligente" des tâches répétitives, d'une anticipation des actions/préférences humaines et cette approche de résolution disciplinée des problèmes offrira encore de multiples possibilités d'investissement. L'intelligence artificielle exerce un impact sur de multiples secteurs, en ce compris la mobilité intelligente.
- La **5G** nous aidera non seulement à travailler et à communiquer plus efficacement, mais aussi à utiliser les "mégadonnées" et à stimuler la productivité industrielle dans de nombreux domaines, incluant notamment les soins de santé, l'automobile, la vente au détail, l'éducation et l'industrie des loisirs. Ses capacités iront donc bien au-delà de la portée des "générations" de réseaux précédentes et s'étendront à de nouvelles industries et utilisations.

Démographie

- Les **infrastructures** sont un moteur essentiel de la croissance à long terme ainsi qu'un moyen de relance budgétaire plus immédiat dans l'optique de "Reconstruire mieux". Elles doivent refléter l'évolution des modes de vie et de travail et auront une composante verte importante. Les infrastructures comprennent de multiples éléments, des routes et des chemins de fer aux réseaux électriques, à l'approvisionnement en eau ou aux écoles et bien d'autres encore. Elles façonneront le monde dans lequel nous vivrons demain.
- Les **soins de santé** sont une composante essentielle de la société, comme l'a souligné la crise sanitaire. Les sociétés vieillissantes ont besoin de systèmes de santé fiables. L'augmentation de la demande et l'innovation en matière de traitements créeront certainement de multiples opportunités d'investissement.
- Les **Millennials** (nés dans les années 1980 et 1990) ont des habitudes de consommation différentes de celles de leurs aînés et ont accéléré le mouvement vers l'économie digitale et de partage. Au fil du temps, leur importance économique et politique relative s'est accrue et leurs comportements en matière d'investissements et de dépenses affecteront tant l'évolution économique que politique.

Durabilité

- L'investissement **ESG** (environnement, social, gouvernance) en général a poursuivi son essor, avec une prise de conscience croissante des défis auxquels nous sommes confrontés. L'action des pouvoirs publics a complété l'intérêt des investisseurs, les jeunes générations en étant la force motrice.
- La **gestion des ressources** (la gestion, l'utilisation et la conservation des ressources rares) reste essentielle dans un monde où la population et la richesse augmentent. Les investissements doivent relever les défis liés à l'augmentation des populations de la classe moyenne et à l'urbanisation. Une réglementation plus stricte de la part des autorités et l'accent mis sur l'"écologisation" du secteur des déchets ("récupérer, recycler, réutiliser et réduire") sont déjà évidents et devraient entraîner des dépenses d'investissement plus importantes.

- L'économie bleue est la gestion efficace des ressources aquatiques de la terre et est essentielle pour préserver la biodiversité et limiter le changement climatique. Les modèles de financement évoluent, la technologie nous permettant de mieux appréhender son fonctionnement.

Encadré 2

Nouveau thème d'investissement clé pour 2021 : l'économie bleue

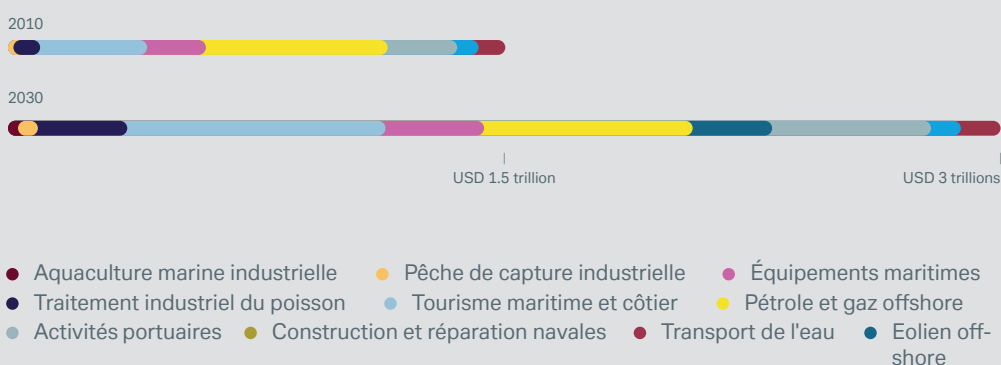
L'économie bleue – l'activité dans les océans, les régions côtières et les zones d'eau douce – est complexe et imparfaitement comprise. Selon les estimations, elle génère environ 2.500 milliards de dollars par an en termes de valeur économique, et cette valeur est appelée à augmenter.

L'économie bleue fait face à de multiples défis, certains géographiquement spécifiques et d'autres plus larges et plus existentiels – par exemple autour du réchauffement des océans et de son impact sur leur capacité à lutter contre le changement climatique. Les régimes de gestion des océans sont fragmentaires et souffrent de la "tragédie des biens communs" (lorsque des actions individuelles aggravent la situation collective). Les systèmes de financement sont par ailleurs sous-développés. Les défis actuels en matière d'investissement comprennent le poids important des investissements publics et un manque d'alignement autour des taxes, des subventions et autres incitants économiques.

Mais nous observons aujourd'hui des schémas de financement plus innovants pour investir dans l'économie bleue. La technologie est susceptible de jouer un rôle toujours plus important, notamment en fournissant des données. Cela nous permettra de mieux comprendre le fonctionnement des relations complexes entre les milieux marins et de concilier l'entreprise et l'environnement. Cela se fera probablement en réorientant les industries marines existantes et en en créant de nouvelles (graphique 15). Il s'agit d'un domaine où les investisseurs soucieux de l'environnement peuvent vraiment faire la différence.

Graphique 15: Contributions attendues à la production de l'économie bleue

Source: OCDE, Niehörster and Murnane (2018), Deutsche Bank AG. Données au 1er décembre 2020.



Annexe 1

Résumé de nos vues pour les classes d'actifs en 2021 (1/2)

Beaucoup de développements à long terme que nous décrivons dans ce document se dérouleront en 2021 et façonneront le contexte d'investissement pour l'année à venir. Des rendements faibles pendant plus longtemps, ainsi qu'une reprise économique divergente (l'Asie étant la première à entrer dans la crise et à en sortir) figurent parmi les principaux moteurs de notre vision des marchés financiers résumée ci-dessous.



Emprunts d'État : ne pas surpondérer. Les taux obligataires américains devraient augmenter légèrement, mais le risque d'une remontée plus forte peut affecter les investissements. Les rendements très faibles ou négatifs ailleurs (par exemple en Allemagne, au Japon) réduisent le potentiel de gains et le rôle comme diversification du portefeuille est limité. **Prévisions à fin décembre 2021 : Bons du Trésor américains à 10 ans 1.00% ; Emprunts d'Etat japonais à 10 ans 0.0% ; Bunds allemands à 10 ans -0.50%.**



Investment Grade : gains limités. Les spreads de crédit ont fortement baissé mais pourraient encore un peu se resserrer grâce à un contexte technique favorable - incluant la probabilité d'une offre beaucoup plus faible en 2021 après le niveau record de 2020. Mais les rendements sont faibles, voire négatifs, et le soutien des banques centrales n'est pas garanti à jamais. **Prévisions de spreads à fin décembre 2021 : IG US (BarCap U.S. Credit) 90 bps, IG EUR (iBoxx EUR Corp) 85 bps.**



High Yield : opportunités sélectives. La liquidité élevée des banques centrales est un adjuvant, du moins pour l'instant, le portage élevé est un attrait et les craintes de défaut de paiement ne se sont pas entièrement concrétisées. Mais la prudence est de mise concernant certaines industries affectées par le coronavirus. **Prévisions de spreads à fin décembre 2021 : U.S. HY (Barclays U.S. HY) 370 bps, EUR HY (ML EUR Non-Financials) 380 bps.**



Dettes émergentes en devises fortes : attrayante. Les souverains sont attrayants sur une base sélective, mais les entreprises des pays émergents pourraient l'être davantage pour trois raisons : un risque de duration plus faible, des indices plus granulaires (facilitant la diversification) et la capacité des entreprises à profiter de la reprise du commerce mondial et des accords commerciaux régionaux, surtout en Asie. **Prévisions de spreads à fin décembre 2021 : EM Sovereign (EMBIG Div) 350 bps, EM Credit CEMBI Broad 320 bps.**



Actions américaines : encore de la marge. De nouveaux gains sont probables, mais avec de la volatilité. Les taux d'intérêt sont toujours bas et les liquidités abondantes, le poids de la technologie reste un avantage. Les valorisations ont toutefois augmenté suite à chute des bénéfices en 2020 et l'incertitude persiste quant à la rapidité de la reprise des bénéfices en 2021. **Prévision à fin décembre 2021 pour le S&P 500 : 3.800 points.**

Annexe 1

Résumé de nos vues pour les classes d'actifs en 2021 (2/2)



Actions européennes : une bataille difficile. Le redressement des bénéfices pourrait être entravé par une reprise post-coronavirus à la traîne en Europe. La BCE continuera à apporter son soutien, mais plusieurs risques politiques subsistent. La capacité bénéficiaire des entreprises ne sera pleinement restaurée qu'en 2023 et, dans l'intervalle, une composition sectorielle moins favorable et des révisions à la hausse hésitantes suggèrent une décote continue par rapport aux Etats-Unis. **Prévisions à fin décembre 2021 : Euro Stoxx 50 : 3.500 points ; Stoxx Europe 600 : 400 points.**



Actions japonaises : des raisons d'espérer. Les entreprises restent soutenues par des bilans solides, un faible endettement et la politique monétaire accommodante de la BoJ. Le gouvernement Suga soutiendra également les investissements dans la technologie. Mais les entreprises orientées vers l'exportation doivent encore naviguer dans un environnement extérieur difficile. La décote par rapport au S&P 500 évolue dans une fourchette. **Prévisions à fin décembre 2021 pour le MSCI Japan : 1.100 points.**



Actions des marchés émergents : positif, en particulier sur l'Asie. La Chine et ses partenaires commerciaux régionaux bénéficient d'une reprise rapide après le coronavirus, et la Corée du Sud et Taïwan d'un contenu technologique élevé. Les bénéfices des entreprises asiatiques se redressent également plus rapidement. L'avantage régional devrait être maintenu dans le cadre d'un transfert structurel vers l'Asie. **Prévisions à fin décembre 2021 pour le MSCI Emerging Markets : 1.280 points.**



Or : pas un ami du beau temps. Le prix pourrait être mis sous pression par la reprise économique mondiale en 2021, malgré le soutien apporté par les régimes de politique monétaire et fiscale accommodants à travers le monde. Des revers dans la reprise mondiale et/ou des preuves accrues d'inflation pourraient donner un coup de fouet temporaire au prix de l'or grâce à une demande d'investissement plus élevée, mais la faiblesse du dollar pourrait s'inverser. Les rendements réels négatifs devraient offrir du soutien à l'or. **Prévisions à fin décembre 2021 pour le prix de l'or : USD 2.100/once.**



Pétrole : des gains limités. La reprise économique mondiale stimule lentement la demande alors que les efforts de l'OPEP+ pour contenir l'offre pourraient se relâcher, notamment en raison de la menace d'une reprise de la production de schiste aux États-Unis. Une discipline de production continue est nécessaire pour ramener les stocks à des niveaux historiques plus normaux et préparer le terrain pour une reprise durable des prix. **Prévisions à fin décembre 2021 pour le prix du pétrole WTI : USD 49/baril.**

Annexe 2

Prévisions macroéconomiques

	Prévisions 2020	Prévisions 2021
Croissance du PIB (%)		
Etats-Unis*	-4,4	4,0
Zone euro (dont)	-8,5	5,5
Allemagne	-6,0	4,5
France	-9,5	6,5
Italie	-10,0	5,0
Espagne	-12,0	6,5
Royaume-Uni	-10,0	4,5
Japon	-5,5	3,0
Chine	2,2	8,2
Inde	-9,5	10,0
Russie	-4,0	3,0
Brésil	-5,5	2,5
Monde	-4,3	5,2
Inflation (%)		
Etats-Unis*	1,6	1,8
Zone euro	0,3	1,0
Allemagne	0,4	1,2
Japon	0,0	0,2
Chine	2,9	2,0

* Pour les États-Unis, la prévision pour la croissance du PIB T4/T4 est de -4.6% en 2020 et 5.0% en 2021. La prévision pour l'indice core PCE de décembre à décembre est de 1.4% en 2020 et 1.7% en 2021. La prévision pour l'indice Headline PCE (décembre/ décembre) est de 1,5% en 2020 et 1,9% en 2021. Source : Deutsche Bank AG, données au 12 novembre 2020.

Cette brochure est un document marketing. Les résultats du passé ne constituent pas un indicateur fiable pour les résultats futurs. Les lecteurs devraient se référer aux commentaires et avertissements liés aux risques à la fin de ce document. Rédigé en décembre 2020.

Annexe 2

Prévisions pour les classes d'actifs

Prévisions pour les taux obligataires et les spreads à fin 2021

Etats-Unis (Bons du Trésor à 2 ans)	0,25%
Etats-Unis (Bons du Trésor à 10 ans)	1,00%
Etats-Unis (Bons du Trésor à 30 ans)	1,75%
Investment Grade USD (BarCap US Credit)	90bp
High Yield USD (Barclays US HY)	370bp
Allemagne (Schatz à 2 ans)	-0,80%
Allemagne (Bunds à 10 ans)	-0,50%
Allemagne (Bunds à 30 ans)	-0,10%
Royaume-Uni (Gilts à 10 ans)	0,30%
Investment Grade EUR (iBoxx EUR Corp all)	85bp
High Yield EUR (ML EUR Non-Fin HY Constr.)	380bp
Japon (JGB à 2 ans)	-0,10%
Japon (JGB à 10 ans)	0,0%
Crédit Asie (JACI)	300bp
Dette émergente (EMBIG Div.)	350bp
Dette émergente (CEMBI Broad)	320bp

Prévisions devises à fin 2021

EUR/USD	1,15
USD/JPY	105
EUR/JPY	120
EUR/GBP	0,90
GBP/USD	1,27
USD/CNY	6,80

Prévisions pour les indices boursiers à fin 2021

Etats-Unis (S&P 500)	3.800
Allemagne (DAX)	14.000
Eurozone (Euro Stoxx 50)	3.500
Europe (Stoxx Europe 600)	400
Japon (MSCI Japan)	1.100
Suisse (SMI)	10.900
Royaume-Uni (FTSE 100)	6.400
Marchés émergents (MSCI EM)	1.280
Asie hors Japon (MSCI Asia ex Japan)	850
Australie (MSCI Australia)	1.250

Prévisions pour les matières premières à fin 2021

Or (USD/once)	2.100
Pétrole (WTI, USD/baril)	49

Source: Deutsche Bank AG. Prévisions au 12 novembre 2020.

Cette brochure est un document marketing. Les résultats du passé ne constituent pas un indicateur fiable pour les résultats futurs. Les lecteurs devraient se référer aux commentaires et avertissements liés aux risques à la fin de ce document. Rédigé en décembre 2020.

Glossaire

L'**économie bleue** se réfère à l'activité dans les océans, les zones côtières et les zones d'eau douce.

CNY est le code devise du yuan chinois.

L'**indice des prix à la consommation (IPC)** mesure le prix d'un panier de produits et de services qui est basé sur la consommation type d'un ménage privé.

Les **investissements ESG** poursuivent des objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise.

La **Réserve fédérale (Fed)** est la banque centrale des États-Unis. Son comité de politique monétaire ou **comité fédéral d'open market (FOMC)** se réunit pour déterminer la politique des taux d'intérêt.

La **politique budgétaire** se réfère à l'utilisation des dépenses et des recettes du gouvernement pour des objectifs généraux ou spécifiques.

Les approches **keynésiennes** cherchent à utiliser le niveau de la demande globale pour influencer la production économique.

La **trappe à liquidité** est une situation, en période de taux d'intérêt bas ou négatifs, où les gens préfèrent de s'asseoir sur des liquidités, ce qui entrave le fonctionnement de la politique monétaire.

Alfred Marshall (1842-1924) était un économiste anglais considéré comme l'un des fondateurs de la théorie néoclassique.

Les **méga-capitalisations** sont des entreprises à très forte capitalisation boursière, ce qui les rend très importantes dans la performance des indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière.

Millennials est un terme utilisé pour désigner les personnes nées dans les années 1980 et 1990, bien que cette définition puisse varier : une période commune est utilisée, à savoir 1981-1996.

La **politique monétaire** fonctionne traditionnellement en modifiant les taux d'intérêt ou la masse monétaire pour atteindre ses objectifs.

Morningstar est une société de recherche et de notation financière indépendante.

L'**indice S&P 500** comprend 500 sociétés américaines de premier plan qui couvrent environ 80 % de la capitalisation boursière américaine disponible.

Joseph Schumpeter (1883-1950) était un économiste autrichien, auteur de travaux sur les cycles économiques et développement.

Le **Stoxx Europe 600** regroupe 600 entreprises à travers 18 pays de l'Union européenne.

Un processus d'**allocation d'actifs stratégique** consiste à définir des allocations préférentielles pour les classes d'actifs à moyen et à long terme.

Informations générales

Informations générales

Le présent document ne peut être distribué ni au Canada ni au Japon. Il n'est destiné qu'aux clients particuliers ou professionnels.

Le présent document est communiqué de bonne foi par l'intermédiaire de Deutsche Bank AG, ses succursales (tel qu'autorisé dans la juridiction concernée), ses sociétés affiliées et ses dirigeants et employés (collectivement « Deutsche Bank »). Le présent document est communiqué à titre informatif exclusivement et ne constitue pas une offre, une recommandation ou une sollicitation d'une offre d'acheter ou de vendre tout investissement, valeur mobilière, instrument financier ou autre produit spécifique, de conclure une transaction ou de fournir tout service ou conseil d'investissement, ou de fournir une recherche, recherche d'investissement ou recommandation d'investissement, dans une quelconque juridiction. Tous les éléments de la présente communication doivent être examinés dans leur intégralité.

Si un tribunal compétent juge inopposable toute stipulation de la présente exonération de responsabilité, les stipulations restantes resteront pleinement en vigueur et conserveront leurs effets. Le présent document a été préparé comme un commentaire général sur le marché sans prendre en compte les besoins d'investissement, les objectifs ou la situation financière d'un investisseur. Les investissements sont soumis aux risques des marchés qui découlent de l'instrument, sont spécifiques à l'instrument, ou concernent un émetteur particulier. Si ces risques se concrétisent, les investisseurs peuvent subir des pertes, notamment (sans limitation) la perte totale du capital investi. La valeur des investissements peut diminuer ou augmenter et vous pouvez ne pas récupérer le montant investi à l'origine à tout moment. Le présent document n'identifie pas tous les risques (directs ou indirects) ou les autres considérations qui peuvent être importantes pour un investisseur qui décide d'investir.

Le présent document et toutes les informations qui y sont incluses sont fournis « en l'état », « selon la disponibilité » et aucune déclaration ou garantie quelle qu'elle soit, expresse, tacite ou légale, n'est faite ou donnée par Deutsche Bank concernant tout énoncé ou information contenus aux présentes ou connexes au présent document. Les opinions, cours, estimations, déclarations prospectives, hypothèses, rendements prévisionnels ou autres opinions conduisant à des conclusions financières qui sont présentés dans ce document reflètent le jugement subjectif de Deutsche Bank à la date du présent rapport. Sans limitation, Deutsche Bank ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation, l'exhaustivité, la fiabilité, l'opportunité ou la disponibilité de la présente communication ni les informations du présent document et décline expressément toute responsabilité au titre des erreurs ou omissions qui y sont contenues. Les déclarations prospectives impliquent des éléments significatifs de jugements et d'analyses subjectifs et les modifications de ces jugements et analyses et/ou la prise en compte de facteurs différents ou supplémentaires pourraient avoir un impact significatif sur les résultats indiqués. Par conséquent, les résultats réels peuvent être différents, peut-être de manière importante, des résultats présentés.

Deutsche Bank n'assume aucune obligation d'actualiser les informations contenues dans le présent document ou d'informer les investisseurs des informations actualisées disponibles. Les informations contenues dans le présent document sont sous réserve de modification sans préavis et dépendent d'un certain nombre d'hypothèses qui peuvent s'avérer erronées et peuvent être différentes des conclusions présentées par d'autres services de Deutsche Bank. Bien que les informations présentées dans ce document aient été rassemblées avec diligence par Deutsche Bank et tirées de sources que Deutsche Bank estime fiables et dignes de confiance, Deutsche Bank ne garantit pas, ou ne peut pas garantir l'exhaustivité, la loyauté ou l'exactitude des informations qui ne peuvent pas fonder une décision en tant que telles. Le présent document peut donner, à des fins de commodité, des références à des sites Internet et à d'autres sources externes. Deutsche Bank n'assume aucune responsabilité au titre de leur contenu et leur contenu ne fait pas partie du présent document. Vous accédez à ces sources externes à votre propre risque.

Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent réfléchir, avec ou sans l'assistance d'un conseiller en investissements, au caractère approprié des investissements et stratégies décrits ou fournis par Deutsche Bank, au vu de leurs besoins particuliers d'investissements, de leurs objectifs, de leur situation financière et des spécificités de l'instrument. Pour prendre une décision d'investissement, les investisseurs potentiels ne doivent pas se fier au présent document mais s'appuyer exclusivement sur le contenu des documents d'offre définitifs relatifs à l'investissement.

En qualité de prestataire mondial de services financiers, Deutsche Bank est parfois confronté à des conflits d'intérêts réels ou potentiels. La politique de Deutsche Bank consiste à prendre toutes les mesures nécessaires pour maintenir et observer des dispositions organisationnelles et administratives efficaces pour identifier et gérer de tels conflits. La direction de Deutsche Bank assume la responsabilité de veiller à ce que les systèmes, contrôles et procédures de Deutsche Bank soient adéquats pour identifier et gérer les conflits d'intérêts.

Deutsche Bank ne donne pas de conseils fiscaux ou juridiques, y compris dans le présent document, et aucune mention du présent document ne doit être interprétée comme la prestation par Deutsche Bank à toute personne d'un conseil d'investissement. Les investisseurs doivent demander conseil à leurs propres spécialistes fiscaux, avocats et conseillers en investissement pour analyser les investissements et stratégies décrits par Deutsche Bank. Faute d'indication contraire dans un cas particulier, les instruments d'investissement ne sont assurés par aucune entité gouvernementale, ne sont pas visés par des régimes de protection des dépôts et ne sont pas garantis, notamment par Deutsche Bank.

Informations générales

Le présent document ne peut pas être reproduit ou diffusé sans l'autorisation expresse écrite de Deutsche Bank. Deutsche Bank interdit expressément la diffusion et la transmission de ce document à des tiers. Deutsche Bank n'assume aucune responsabilité quelle qu'elle soit découlant de l'utilisation ou de la diffusion du présent document ou de toute action ou décision prise eu égard aux investissements mentionnés dans le présent document que l'investisseur peut avoir souscrits ou souscrire à l'avenir.

La diffusion ou la transmission du présent document peut être interdite par la législation ou la réglementation de certains pays, y compris, sans limitation, les États-Unis. Le présent document n'est pas destiné ni conçu pour être diffusé ou utilisé par toute personne physique ou morale qui est un national ou un résident ou est situé dans une localité, un état, un pays ou une autre juridiction dans lesquels la diffusion, la publication, la disponibilité ou l'utilisation serait contraire à la législation ou à la réglementation ou qui soumettrait Deutsche Bank à une obligation d'enregistrement ou d'agrément qui n'est actuellement pas respectée dans une telle juridiction. Les personnes qui peuvent se trouver en possession du présent document doivent s'informer de ces interdictions et les respecter.

La performance passée ne garantit pas les résultats futurs ; aucune mention des présentes ne constitue une déclaration, une garantie ou une prédiction de la performance future. D'autres informations sont disponibles sur demande de l'investisseur.

Royaume de Belgique

Le présent document a été diffusé en Belgique par Deutsche Bank AG agissant par l'intermédiaire de sa Succursale de Bruxelles. Deutsche Bank AG est une société anonyme (« Aktiengesellschaft ») de droit allemand agréée pour exercer l'activité bancaire et fournir des services financiers sous la surveillance et le contrôle de la Banque Centrale Européenne (« BCE ») et de l'Autorité de surveillance financière de la République Fédérale d'Allemagne (« Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht » ou « BaFin »). Deutsche Bank AG, Succursale de Bruxelles a son siège social Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles, et est immatriculé au RPM de Bruxelles sous le numéro de TVA BE 0418.371.094. D'autres détails sont disponibles sur demande ou peuvent être consultés sur www.deutschebank.be.

