



PERSPECTIVES 2020

Atterrissage en douceur, retour des bénéfices des sociétés

Retrouvez les analyses macroéconomiques de nos experts,
ainsi que leurs prévisions pour les marchés Actions, Obligations,
Multi Asset, Asie et Immobilier.

Éditorial

Après une nouvelle année de politique monétaire accommodante et malgré les perturbations liées à la guerre commerciale, nous pensons que l'économie mondiale évitera une récession en 2020. Toutefois, plusieurs de nos Directeurs de Gestion soulèvent la question des rendements obligataires négatifs, qui sont désormais préoccupants sur le plan systémique. Avec des taux de Banques Centrales à leurs plus bas et des bons du Trésor américain à leurs valorisations les plus élevées en 100 ans, nous semblons proches d'une bulle, mais nous ignorons comment, ni quand celle-ci pourrait éclater. L'année 2020 pourrait être ce point d'inflexion, ou alors, les conditions actuelles pourraient encore persister.

Pendant ce temps, la liquidité est menacée par le déclin de la mondialisation. La fluidité des flux de capitaux dans le monde est davantage soumise à des barrières, telles que celles résultant des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Les capitaux étant confinés à des espaces plus réduits, cela affaiblira la capacité du système financier à résister à des chocs soudains, tels qu'un défaut inattendu d'une contrepartie. En tant que gérants actifs, nous cherchons à garder une longueur d'avance sur ces évolutions et à tirer parti des opportunités qui découlent de l'incertitude.

Enfin, nous pensons que les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) resteront un thème central pour les entreprises en 2020. Chez Fidelity, nous échangeons avec les sociétés sur leurs caractéristiques extra-financières au cours des milliers de réunions que nos analystes organisent avec elles chaque année.

En 2019, nous avons déployé notre système propriétaire de notation extra-financière des émetteurs actions et obligataires, qui offre une vue détaillée du positionnement ESG des sociétés. Ce système de notation nous permet d'identifier les entreprises leaders en matière d'ESG et celles qui enregistrent des progrès significatifs sur des domaines comme la décarbonisation. Les sociétés qui ont pris cette trajectoire du développement durable ne sont pas seulement bénéfiques pour la société dans son ensemble, mais devraient également générer des revenus et des multiples plus élevés à travers les cycles.

Je vous souhaite une heureuse année 2020.

Anne Richards

Directrice Générale, Fidelity International



Sommaire

Analyse macroéconomique

4

Les risques géopolitiques qui ont dominé l'actualité en 2019 – notamment la guerre commerciale et le Brexit – se sont atténués. Si ce calme fragile peut persister en 2020, nous devrions assister à un atterrissage en douceur de la croissance du PIB mondial.

Actions

5

Nous devrions éviter une contraction des bénéfices des entreprises. Dans ce scénario, les marchés actions pourraient de nouveau s'apprécier et la gestion « value » pourrait revenir en grâce, mais attention aux banques.

Obligations

8

Les rendements des emprunts d'État refuges étant susceptibles de demeurer faibles, nous nous attendons à de nouveaux flux de capitaux au sein des segments obligataires plus rémunérateurs tels que la dette émergente.

Multi Asset

11

Des expositions tactiques à des actifs non-américains tels que les marchés émergents, ainsi que les stratégies diversifiantes et de rendement, pourraient aider à faire face à un changement de régime de marché.

Asie

14

En relatif, les marchés asiatiques offrent une solide croissance des bénéfices et des valorisations modérées, mais il faudra s'attendre à une certaine rotation entre et au sein des différents marchés.

Immobilier

16

Dans cet environnement incertain, les entreprises devront faire face à des coûts en hausse, d'où l'importance d'avoir des locataires avec des baux à long terme, dotés de bilans solides, capables d'absorber ces coûts et de payer des loyers plus élevés.

Atterrissage en douceur de la croissance mondiale en vue



Wen-Wen Lindroth
Stratégiste en chef cross-asset

Les risques géopolitiques qui ont dominé l'actualité en 2019 - comme la guerre commerciale - se sont atténués. Si ce calme fragile peut persister en 2020, nous devrions assister à un atterrissage en douceur de la croissance du PIB mondial. La vague accommodante synchronisée des politiques monétaires des Banques Centrales en 2019 et la confiance des ménages favorisée par des marchés de l'emploi solides devraient suffire à empêcher une récession mondiale pour le moment dans les économies développées. Toutefois, des poches de fragilité subsistent, en particulier dans les secteurs manufacturier et industriel. Selon nous, l'inflation va s'accroître en 2020 sous l'effet de l'accentuation des pressions salariales dans un contexte de faibles taux de chômage. Par ailleurs, les tarifs douaniers vont soit accroître les coûts de production, soit leur suppression va favoriser une forte reprise de la croissance.

Les baisses de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) en 2019 aident le marché immobilier résidentiel américain, ajoutant ainsi un facteur de soutien important à l'économie. Selon nous, la croissance du PIB américain devrait s'établir à 1,9 %, pour autant que les Présidents Trump et Xi signent la « phase 1 » de l'accord et interrompent l'escalade des tarifs douaniers. Bien que Donald Trump continue de faire pression sur la Fed pour qu'elle baisse ses taux à l'approche de l'élection présidentielle, l'état de santé de l'économie et les niveaux record des marchés actions laissent entrevoir une pause dans l'assouplissement de la politique monétaire pour le moment. Les dynamiques de fin de cycle semblent appelées à durer encore un an. Nous pourrions bien assister à un regain d'appétit pour le risque en prévision de meilleures nouvelles en provenance des secteurs manufacturier et exportateurs, ce qui renforcerait les arguments en faveur d'une accélération de l'inflation aux États-Unis.

Dans le même temps, les économies européennes devraient elles aussi échapper à la récession avec une croissance du PIB de l'ordre de 1 % à 1,5 %. Dans ce contexte, des taux négatifs vont persister en Europe ; les rendements des bunds allemands devraient ainsi osciller au sein d'une fourchette comprise entre -20 à -60 points de base. Les bunds pourraient se rapprocher de zéro si les négociations commerciales se déroulaient exceptionnellement bien, mais des rendements positifs semblent peu vraisemblables tant que la Banque Centrale Européenne demeure en mode assouplissement. Si la guerre commerciale s'intensifie à nouveau, nous nous

attendrions à ce que l'attention se tourne vers la relance budgétaire dans certains pays. En effet, un plan budgétaire à l'échelle de l'ensemble de l'UE apparaît peu probable dans l'immédiat.

Nous anticipons un ralentissement de la croissance chinoise en 2020, mais de manière contrôlée grâce à des mesures de relance ciblées. Même avec une résolution de la guerre commerciale, des risques subsistent pour l'économie chinoise. Les pays émergents, qui ressentent l'impact des tensions commerciales de manière plus intense, seront vulnérables à la vigueur du dollar et à un ton plus offensif de la part de la Fed. A l'heure actuelle, les politiques monétaires demeurent accommodantes dans tous les pays émergents et, dans l'ensemble, les économies émergentes devraient générer une solide croissance en 2020. Pour autant, les investisseurs sur les marchés émergents vont devoir rester sélectifs et éviter certains risques idiosyncratiques - en particulier les troubles populistes qui ont fait plusieurs victimes parmi les chefs d'État de pays émergents au cours des 12 derniers mois.

Selon nous, les risques politiques nationaux et internationaux demeurent les risques extrêmes les plus importants en 2020. Après avoir pris le relais presque aussi loin qu'elles le pouvaient au cours de la dernière décennie, les Banques Centrales n'ont plus l'influence qu'elles avaient. La façon dont les gouvernements vont désormais aborder les questions de la croissance, des inégalités et de la démographie sera déterminante pour les investisseurs au cours de la prochaine décennie.

Tableau : Nos prévisions de croissance et d'inflation pour 2020

	Croissance du PIB	Inflation	Taux directeurs
Monde	3,1%	3,0%	n/a
États-Unis	1,9%	2,1%	Inchangé
Zone euro	1,4%	1,5%	Inchangé
Royaume-Uni	1,3%	2,1%	Inchangé
Japon	0,6%	0,5%	Inchangé
Chine	5,9%	2,1%	Poursuite de l'assouplissement monétaire et budgétaire

Source : Fidelity International, novembre 2019

Actions

Retour des bénéfices des entreprises en 2020



Romain Boscher

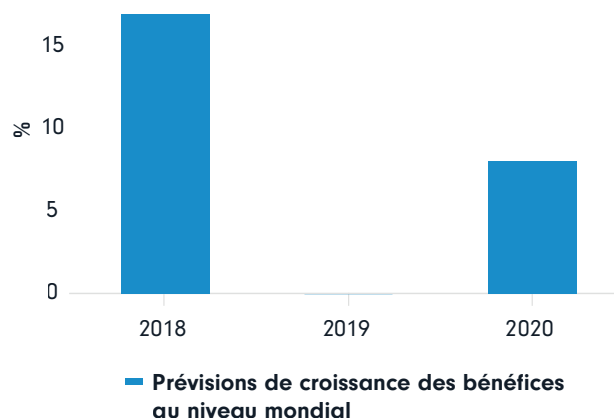
Directeur Monde de la Gestion - Actions

En résumé

- 2020 est l'année du retour des bénéfices des entreprises grâce à une politique monétaire accommodante et à la résilience du secteur de la consommation américain
- La récession devrait être évitée en dépit de la faiblesse du secteur industriel, mais des mesures budgétaires pourraient s'avérer nécessaires
- Les actions « value » pourraient connaître une renaissance, mais les banques demeurent pénalisées par la faiblesse des taux d'intérêt
- Il convient de surveiller le marché immobilier chinois au cas où la bulle éclaterait

Les marchés actions ont rebondi en 2019 et ce, après avoir digéré une période inconfortable de resserrement monétaire de la Fed et de ralentissement de la croissance des bénéfices. En dépit d'une intensification en milieu d'année de la guerre commerciale et des bouleversements politiques en Europe, la volte-face monétaire de la Réserve fédérale (Fed), qui a réduit ses taux trois fois et repris l'expansion de son bilan, a contribué à apaiser les craintes de récession. Le secteur industriel est certes entré en récession, mais compte tenu de son importance réduite dans le PIB global et de la résilience continue du secteur de la consommation américain, nous nous attendons à un atterrissage en douceur de l'économie mondiale en 2020. Les bénéfices devraient se stabiliser, avant de se redresser : après une année de stagnation en 2019, la croissance des bénéfices devrait s'établir à 8 % en 2020.

Graphique 1 : Reprise de la croissance des bénéfices en 2020



Source : Fidelity International, octobre 2019.

La quête de rendement devrait soutenir la performance des marchés actions

Les marchés commencent à refléter cette amélioration potentielle. Toutefois, tout signe d'exubérance excessive pourrait nous rendre plus prudents. En dépit de tout le bruit politique, nous restons centrés sur les bénéfices dans la mesure où ils représentent la majeure partie de l'évolution des cours des actions à moyen terme et, 80 %-90 % sur une décennie. Bien entendu, il convient également de prêter attention aux taux d'intérêt et aux flux de capitaux. Nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt restent bas, voire même qu'ils baissent davantage. Compte tenu des importantes sorties de capitaux enregistrées par les marchés actions en 2019, nous prévoyons une reprise en 2020, précisément parce que les taux d'intérêt resteront bas et que les investisseurs privés de rendement seront attirés par les performances.

Un possible retour en grâce des actions « value », mais les financières restent sous pression

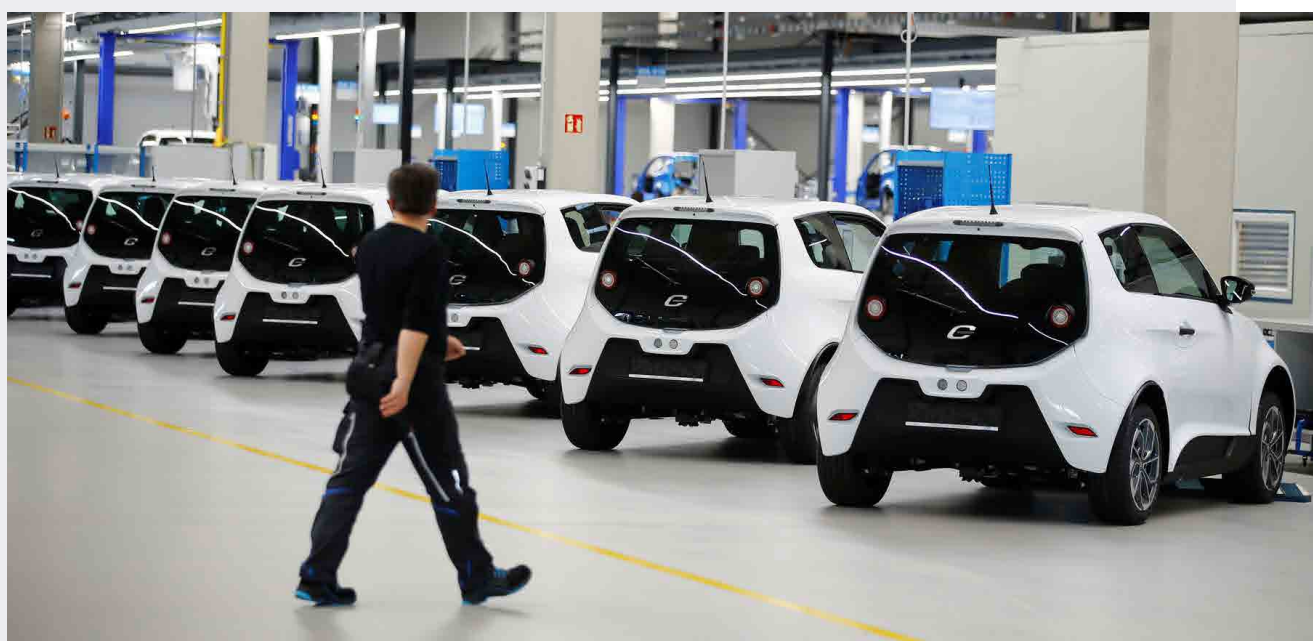
Néanmoins, nous continuons de nous méfier de la japonisation croissante des principales économies. Maintenir artificiellement les taux au plus bas pendant une longue période se traduit par une faible croissance économique et de la volatilité. Des taux peu élevés empêchent l'augmentation des défauts à court terme, mais ont pour effet d'accroître sur le long terme le nombre d'entreprises « zombies », maintenues en vie par un crédit bon marché plutôt que par une croissance solide de leurs bénéfices. Afin d'éviter ces « value traps », nous conservons un biais en faveur de la qualité et marquons une préférence pour les entreprises dotées de bilans solides.

Toutefois, si la croissance commence à rebondir en 2020, on pourrait observer un regain d'intérêt pour les entreprises « value » et cycliques précédemment négligées.

Les banques sont l'exception. Les niveaux de leur matière première, à savoir les taux d'intérêt, vont demeurer extrêmement bas, voire peut-être devenir encore plus négatifs. Selon moi, il n'existe pas de taux d'intérêt négatif. En fait, il s'agit d'une taxe sur les banques et les épargnants, notamment les fonds de pension. Des taux négatifs introduisent une sorte de défaut insidieux sur les actifs. Normalement, les Banques Centrales tentent de provoquer de l'inflation afin d'alléger les niveaux d'endettement intenable après une crise financière, mais cette fois-ci, en dépit de taux au plus bas et de l'assouplissement quantitatif, elles ont échoué.

Ma devise pour 2020 : c'est surtout une question budgétaire

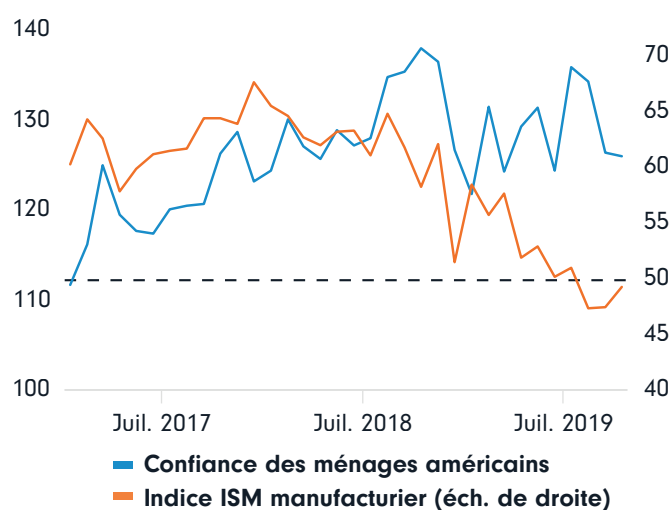
Les Banques Centrales étant à court de munitions pour stimuler la croissance, nous nous attendons à ce que l'attention se porte sur la politique budgétaire. Ma conviction pour 2020 : c'est surtout une question budgétaire (en référence à l'ancienne Directrice du Fonds Monétaire International, Christine Lagarde qui avait plaidé en faveur d'une expansion budgétaire). Nous sous-estimons probablement la marge de manœuvre budgétaire de la Chine et des États-Unis, tandis que les Banques Centrales du Japon et européenne demandent à leurs États respectifs de dépenser davantage. Ce sont les États-Unis et le Japon qui pourraient bénéficier le plus d'une réorientation des dépenses vers de nouvelles industries telles que les véhicules électriques et la robotique, tandis que les industries allemandes plus traditionnelles risquent de rester sur le carreau.



États-Unis : écart de santé entre les secteurs de l'industrie et de la consommation

Une autre première : le secteur de la consommation aux États-Unis est en pleine forme, alors même que les groupes industriels du pays sont en récession avec des déclinés similaires à ceux de 2008. En général, les secteurs de la consommation et de l'industrie évoluent de concert. Mais, malgré la guerre commerciale, les dépenses de consommation demeurent solides aux États-Unis, soutenues par les politiques monétaire et budgétaire. Les ménages américains profitent de la baisse des taux d'intérêt pour refinancer leurs crédits hypothécaires. Dans le même temps, l'industrie représente désormais une part beaucoup moins importante de l'économie qu'il y a dix ans ; sa récession a donc un impact moindre. Dans ces conditions, nous prévoyons un atterrissage en douceur du PIB en 2020 et peut-être même qu'aucun trimestre ne témoignera d'une croissance négative. Il en est de même pour les consommateurs européens qui résistent eux aussi relativement bien, en dépit de l'atonie de la croissance économique et de l'accès de faiblesse de l'industrie allemande.

Graphique 2 : écart de santé entre les secteurs industriels et de la consommation



Source : Refinitiv, Fidelity International, octobre 2019.

Le secteur immobilier chinois est vulnérable

Nous continuons de surveiller les différents risques tels que le conflit commercial, les répercussions du Brexit, la dette italienne et l'incertitude liée à l'élection présidentielle aux États-Unis. Toutefois, nous nous concentrons davantage sur les risques que nous ne pouvons pas encore pleinement anticiper, comme la limite d'emprunt dans une économie étatique comme la Chine. Le ratio dette totale/PIB de la Chine est sujet à caution car il dépend de la façon dont on agrège la dette nationale, la dette des entreprises et la dette

financière. Mais, en gros, la dette totale en pourcentage du PIB de la Chine a considérablement augmenté au cours de la dernière décennie en passant de 140 % à près de 300 %. Par comparaison, les niveaux élevés de la dette en pourcentage du PIB d'économies telles que les États-Unis et le Japon n'ont quant à eux que légèrement augmenté¹.

Nous anticipons ainsi un atterrissage en douceur du PIB mondial en 2020, peut-être même sans le moindre trimestre de croissance négative. Cela est aussi vrai pour le secteur de la consommation en Europe qui résiste également assez bien, malgré le contexte de faible croissance et de faiblesse industrielle allemande.

Le marché immobilier est également une source de préoccupation. La Chine, ainsi que le Canada et l'Australie, ont évité le pire de la crise financière provoquée par l'endettement il y a dix ans, mais chacun de ces pays a depuis connu une bulle immobilière. Des estimations officielles tendent à indiquer qu'environ 50 millions d'appartements en Chine sont vides, les investisseurs misant davantage sur la croissance du capital que sur les revenus locatifs². (L'immobilier représente un cinquième du PIB de la Chine)³. Mais, il est difficile de prédire quand la bulle pourrait éclater. Les prix ont baissé deux fois au cours des cinq dernières années en Chine sans pour autant provoquer une récession officielle de l'immobilier. Au Canada et en Australie, la baisse des prix est déjà visible.

Conclusion

Nous nous attendons à une modeste amélioration de l'univers des actions en 2020, sous l'effet de la stabilisation et du redressement des bénéfices des entreprises grâce aux politiques monétaires accommodantes aux États-Unis, en Europe et en Chine et à la solidité persistante de la consommation des ménages. Toutefois, à mesure que la politique monétaire s'essouffle et que les taux négatifs commencent à pénaliser les détenteurs d'obligations, des mesures de relance budgétaire seront nécessaires pour stimuler la croissance.

1. Reuters 2019 <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-debt/chinas-debt-tops-300-of-gdp-now-15-of-global-total-iif-idUSKCN1UD0KD>

2. CICC

3. FT 2019 <https://www.ft.com/content/bbc8e56-2491-4c76-860f-3f0ca60cb289>

Obligations

Pas de récession en 2020, mais attention à l'inflation



Steve Ellis

Directeur Monde de la Gestion - Obligations

En résumé

- L'assouplissement synchronisé des Banques Centrales pourrait se poursuivre en 2020
- Compte tenu de la faiblesse des rendements des emprunts des pays développés, il faut s'attendre à de nouveaux flux vers les segments plus rémunérateurs tels que les marchés émergents ; mais attention aux devises émergentes
- Le pessimisme des marchés vis-à-vis de l'inflation est exagéré ; ce qui signifie que c'est désormais le bon moment d'envisager les obligations indexées sur l'inflation

En 2019, les Banques Centrales sont revenues à un assouplissement monétaire synchronisé pour la première fois depuis la crise financière. Nous pensons que cette situation va perdurer en 2020 dans la mesure où elles vont recourir à tous les outils dont elles disposent pour stimuler la croissance et éviter une récession de grande envergure. Les rendements des emprunts d'État refuges étant appelés à demeurer faibles (comme celui de l'emprunt d'État américain à 10 ans qui est inférieur à 2 %), nous nous attendons à de nouveaux flux de capitaux vers les segments obligataires plus rémunérateurs. Les rendements des émissions « Investment Grade » défensives sont déjà peu élevés, raison pour laquelle les investisseurs devraient selon nous se tourner vers les segments à plus haut rendement tels que la dette des marchés émergents. Les tensions inflationnistes continuent de s'accroître aux États-Unis, ce qui pourrait offrir des opportunités au sein des obligations indexées sur l'inflation à l'avenir.

La récession est un risque, mais elle sera évitée en 2020

Les principaux risques en 2020 sont les suivants : les politiques des Banques Centrales ne parviennent pas à générer de la croissance, les gouvernements se dérobent devant l'idée de la relance budgétaire et l'économie mondiale sombre dans la récession. Selon nous, la récession va être évitée et l'économie mondiale connaîtra un atterrissage en douceur. Toutefois, en cas de récession aux États-Unis, le risque de défaut augmenterait et la solidité des bilans deviendrait un facteur encore plus important. Même si les « spreads » s'élargissaient dans ce scénario, leur hausse devrait être compensée par l'extrême faiblesse persistante des rendements des emprunts d'État refuges. Ainsi, en termes de performance totale, avoir une exposition à la durée ou aux taux d'intérêt devrait être positif. Un autre risque majeur pour les marchés est le résultat de l'élection présidentielle aux États-Unis. Si Elizabeth Warren est choisie comme la candidate du Parti démocrate et que le processus de destitution éclipse Donald Trump, les cours des actions des entreprises américaines pourraient en être durement affectés.

Des taux négatifs montrent les limites de la politique monétaire

Nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt restent peu élevés aux États-Unis, voire davantage négatifs en Europe, mais nous pensons nous approcher des limites de ce que la politique monétaire peut accomplir. Plus de 16 000 milliards de dollars d'obligations offrent désormais des rendements négatifs, principalement au sein de la dette souveraine européenne. En octobre, la Grèce - qui, il y a quelques années, a eu besoin du plus important sauvetage de l'histoire - a émis une obligation à trois mois avec un rendement de -0,02 %, selon des rapports¹. Si l'économie, en particulier en Europe, se rapproche encore un peu plus d'une récession, on verrait davantage de taux d'intérêt devenir négatifs. Le taux de la Banque Centrale Européenne est actuellement de -0,5 % et devrait encore baisser de 10 points de base d'ici la fin de l'année prochaine. Cela pourrait aider ou non la croissance à court terme, mais les économies sont peu susceptibles d'accomplir des progrès sans l'introduction de vastes mesures de relance budgétaire.

La quête de rendement favorise l'Asie, mais attention aux devises émergentes

Dans ce contexte de taux bas et négatifs, la dette émergente en devise forte, en particulier le « High Yield » asiatique, semble attractive. Même si notre scénario central selon lequel une récession est évitée s'avère erroné, il est peu probable que la contraction soit très sévère ou entrave le refinancement à l'échelle mondiale comme ce fut le cas pendant la crise financière. Selon nous, les défauts ne devraient pas fortement augmenter, mais il pourrait toutefois être judicieux de rester prudent.

Nous apprécions la dette chinoise qui offre des rendements satisfaisants. L'endettement global augmente en Chine, mais il est surmontable pour le moment. Si la guerre commerciale s'intensifie et que les conditions s'aggravent, Pékin interviendra probablement en prenant des mesures de relance budgétaire ou d'assouplissement monétaire, mais de manière ciblée comme actuellement. La Banque Centrale a réduit le ratio des réserves obligatoires et les taux au jour le jour, tandis que le déficit budgétaire de la Chine est d'environ 6,5 % du PIB. Nos indicateurs internes suggèrent que les mesures de relance actuelles ont déjà un impact.

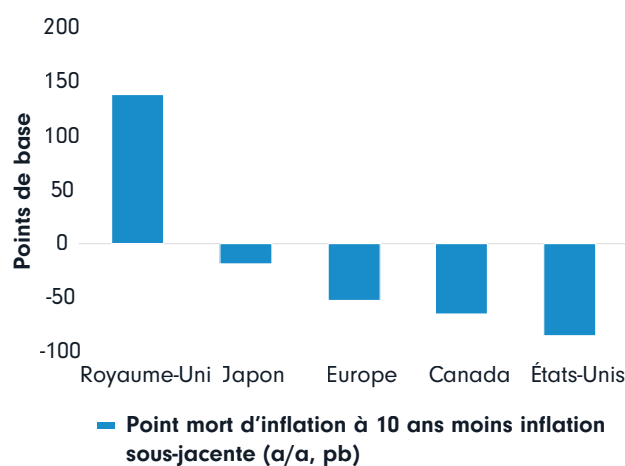
Nous pensons également que les emprunts d'État chinois sont attractifs : les obligations à 10 ans offrent un rendement de près de 3,5 % et pourraient encore baisser. La Chine est largement financée en interne par de très importants taux d'épargne. Les niveaux de la dette extérieure sont plutôt faibles par rapport à ceux d'autres pays, mais suivent une tendance similaire à celle du Japon.

En revanche, nous nous montrons plus prudents à l'égard des devises émergentes. La classe d'actifs a pâti de la solidité du dollar en 2019 et, même si la Fed baisse ses taux, d'autres pays dans le monde assouplissent également leurs politiques monétaires, d'où une moindre chance d'une baisse du billet vert. Enfin, les devises émergentes sont également sensibles à tout ralentissement de la croissance, ce à quoi nous nous attendons en 2020 même si nous évitons une récession.

Le pessimisme à l'égard de l'inflation est exagéré

L'inflation s'est révélée inférieure à l'objectif au cours des dernières années, mais pourrait s'accélérer dans une certaine mesure à partir de 2020. Selon nous, le marché est trop pessimiste au sujet de l'inflation, les points morts d'inflation au niveau mondial présentant une décote par rapport à l'inflation sous-jacente. L'exception est le Royaume-Uni où les anticipations inflationnistes ont oscillé au rythme de l'évolution de la livre sterling et de la situation sur le plan du Brexit. Les prévisions du consensus en matière d'inflation aux États-Unis s'établissent à 2,1 % en 2020. Mais notre estimation se rapproche davantage de 2,5 %, sous l'effet des pressions salariales grandissantes, dans un contexte de chômage historiquement bas et de solides dépenses de consommation des ménages américains.

Graphique 1 : Les anticipations inflationnistes du marché apparaissent trop pessimistes



Source : Fidelity International, Bloomberg, octobre 2019. Le graphique illustre le point mort d'inflation à 10 ans moins l'inflation sous-jacente en glissement annuel.

La détente de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine représente l'autre possible coup de fouet qui pourrait être donné à l'inflation. Si la suppression des droits de douane pourrait réduire les pressions haussières sur les prix, cela devrait être plus que neutralisé par le rebond de la croissance qui s'ensuivrait, donnant ainsi lieu à une accélération de l'inflation.

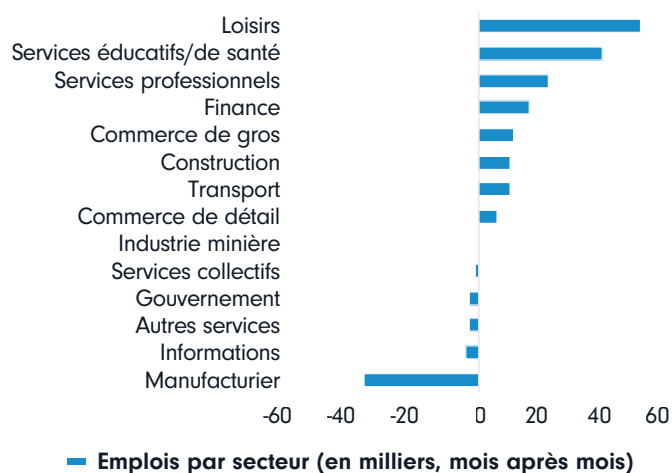
1. FT.com <https://www.ft.com/content/5dde46c4-ea83-11e9-a240-3b065ef5fc55>



Dans la mesure où les Banques Centrales conservent des politiques monétaires accommodantes et que l'économie mondiale se stabilise, l'inflation est de plus en plus susceptible de faire son retour. Les secteurs de la consommation sont déjà à l'origine de la majeure partie de l'augmentation de l'emploi aux États-Unis, une situation qui a permis au pays d'éviter une contraction du PIB en dépit de l'extrême faiblesse persistante du secteur manufacturier. Selon nous, ce contexte offre des opportunités au sein des obligations indexées sur l'inflation à moyen terme.

Graphique n° 2 : La solidité du secteur de la consommation aux États-Unis se traduit par une augmentation de l'emploi dans les secteurs des loisirs et de la santé

Évolution des créations d'emplois non agricoles par secteur en octobre



Source : Haver Analytics, novembre 2019.

Conclusion

Nous pensons que les perspectives sont positives pour les obligations en 2020, grâce à l'environnement monétaire accommodant et à la possible atténuation du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Les performances pourraient ne pas renouer avec leurs niveaux enregistrés en 2019 dans la mesure où les « spreads » se sont déjà considérablement contractés. Mais, en l'absence d'une récession ou d'un choc inflationniste, nous nous attendons à de solides performances au sein des segments plus rémunérateurs des marchés obligataires internationaux. Le moment est peut-être venu d'envisager une protection contre l'inflation, alors même que les marchés se montrent si pessimistes au sujet de la hausse future des prix.

Multi Asset

A l'approche d'un tournant



Andrew McCaffery

Directeur Monde de la Gestion - Alternatifs et Solutions

En résumé

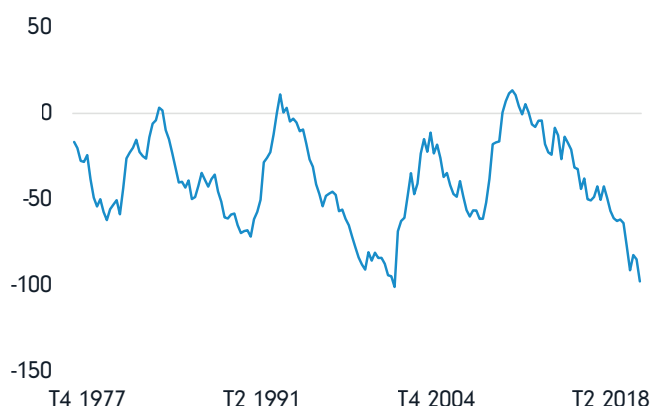
- 2020 pourrait être plus ou moins à l'image de l'année 2019 - des politiques monétaires accommodantes et une prédominance des États-Unis - ou être caractérisée par une nette réallocation des capitaux vers d'autres régions du monde
- Les entreprises américaines sont moins confiantes que les ménages et pourraient réduire leurs emprunts et leurs investissements
- Le fait qu'Elizabeth Warren devienne candidate du Parti démocrate risque d'exacerber cette prudence dans la mesure où les entreprises et les consommateurs s'attendent à une hausse des impôts, plus de réglementation et moins de créations d'emplois
- Des expositions tactiques à des actifs non-américains tels que les marchés émergents, ainsi que des stratégies diversifiantes et des actifs générateurs de rendement, pourraient aider à faire face au changement de régime de marché

Au cours des dernières années, les États-Unis ont été la locomotive de l'économie mondiale et des marchés de capitaux internationaux grâce à des politiques monétaire et budgétaire favorables. En 2020, la situation pourrait être plus ou moins à l'image de 2019 ou marquer un tournant en étant caractérisée par une nette réorientation des capitaux des États-Unis vers des régions telles que les marchés émergents. Je pense que cette dernière possibilité est plus probable sous l'effet des inquiétudes liées à l'élection présidentielle aux États-Unis. Beaucoup dépendra de la confiance des entreprises et des ménages américains et de l'orientation du dollar, mais les actifs non-américains, les stratégies diversifiantes et des actifs générateurs de rendement, pourraient aider à faire face à cet environnement.

Les entreprises américaines sont moins confiantes que les ménages

Les ménages américains demeurent optimistes en dépit de la récession du secteur industriel. Mais, comme l'illustre le graphique 1, les entreprises américaines ne partagent pas la confiance des consommateurs. Après une période marquée par d'importantes émissions de dette pour racheter des actions dans un contexte de faible croissance réelle des chiffres d'affaires, les entreprises - sauf dans quelques secteurs comme la technologie - se montrent moins disposées à emprunter. Elles pourraient même commencer à réduire leurs émissions et à retirer des liquidités du marché. Cela pourrait certes contribuer à renforcer leurs bilans, mais également créer une pénurie de liquidités sur le marché qui aurait pour effet de durcir les conditions pour les entreprises les plus endettées.

Graphique 1 : Les entreprises américaines ne partagent pas l'optimisme des ménages



■ Anticipations des chefs d'entreprise moins anticipations des ménages aux États-Unis

Source : Haver Analytics, novembre 2019.

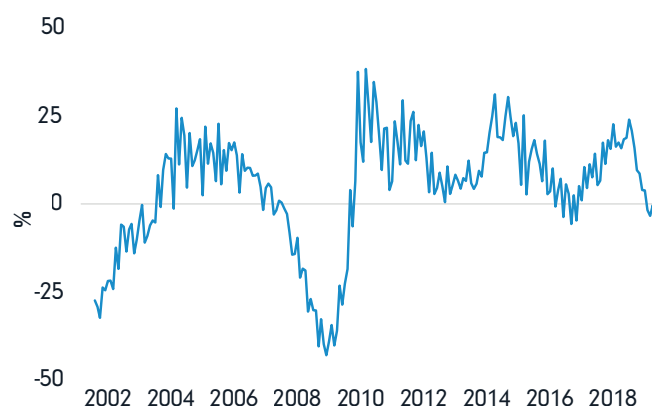
Les émissions de titres d'entreprises fortement endettées (« Leveraged loans ») accusent une forte baisse en 2019, tandis que le marché des introductions en bourse a pâti d'une mauvaise allocation de capitaux vers quelques nouvelles entreprises disruptives dont le potentiel de bénéfice n'est encore que purement spéculatif. Cela pourrait davantage éroder la volonté des entreprises de lever de nouveaux capitaux. Si les émissions diminuent de façon plus générale, les inquiétudes liées au cycle de défaut et à la récession se propageront des émetteurs « High Yield » aux émetteurs « Investment Grade », rendant ainsi vulnérables les « spreads » de crédit.

Le principal risque pour les investisseurs en 2020 est qu'Elizabeth Warren soit la candidate désignée du Parti démocrate et que les marchés reculent sous l'effet de la détérioration des conditions de liquidité. Les capitaux privés sont également susceptibles d'être une cible pour Elizabeth Warren compte tenu de sa détermination à taxer les sociétés.

Le risque lié à l'élection présidentielle aux États-Unis pourrait davantage peser sur la confiance

Si la politique de la Fed va probablement rester accommodante, elle ne peut toutefois pas prolonger le cycle indéfiniment. Dans ce contexte, les craintes post-électorales de hausse d'impôt (et de durcissement de la réglementation) pourraient inciter encore plus

Graphique 2 : Décélération marquée des créations d'emploi en 2019



■ JOLTS : Offres d'emploi : total (fin de période, cvs, % a/a)

Source : Haver Analytics, novembre 2019.

d'entreprises à constituer des réserves de liquidités. Ainsi, le principal risque pour les investisseurs en 2020 est qu'Elizabeth Warren soit la candidate désignée du Parti démocrate et que les marchés reculent sous l'effet de la détérioration des conditions de liquidité. Les capitaux privés sont également susceptibles d'être une cible pour Elizabeth Warren compte tenu de sa détermination à taxer les sociétés.

Si le secteur de la consommation américain a aidé l'économie à ne pas tomber en récession en 2019, certains signes indiquent toutefois que le taux d'emploi pourrait être proche de son plus haut. Les nouvelles offres d'emploi sont devenues négatives en 2019 et pourraient le rester en 2020. Si les ménages, comme les entreprises, commencent à croire que leurs impôts vont augmenter, les dépenses de consommation pourraient marquer une soudaine pause.

Les actifs non-américains pourraient surperformer

Cette opinion peut sembler quelque peu pessimiste. Mais, d'un point de vue « Multi Asset », elle offre la possibilité de générer de la performance grâce à des allocations tactiques et ainsi mieux se couvrir contre le risque. Elle démontre également les avantages de la diversification. En cas de rotation des capitaux, il existera alors davantage d'opportunités en dehors des États-Unis, en particulier sur les marchés émergents et en Europe. Les progrès accomplis par le Japon en matière de gouvernance d'entreprise sont également intéressants. La récente hausse de la TVA dans le pays pourrait, pour la première fois en 20 ans, créer de meilleures conditions pour les investisseurs. Si les investisseurs commencent à croire que les prix ne baisseront plus, le Japon se trouvera alors sur une trajectoire différente de presque toutes les autres grandes économies.

L'influence chinoise subsiste

L'orientation du dollar demeure un facteur essentiel pour les marchés émergents. Toute faiblesse du dollar liée à l'incertitude entourant les États-Unis pourrait entraîner une surperformance de diverses économies. Selon moi, les dynamiques dans des pays tels que l'Indonésie sont plus attractives que dans d'autres comme Singapour ou la Corée. Des pays comme le Vietnam et le Cambodge qui ont bénéficié de la relocalisation de chaînes d'approvisionnement ne doivent pas non plus être négligés.

La Chine connaît une transition naturelle en passant d'une économie émergente à une économie développée. Il existe des risques au regard du profil actif/dette et du nombre d'entreprises « zombies ». Mais, les autorités ont encore la possibilité d'utiliser la devise et les réserves de capitaux pour compenser les émissions de dette. Je ne suis toujours pas convaincu que les Chinois veuillent autre chose qu'un accord purement manufacturier avec les États-Unis dans la mesure où son secteur de la consommation gagne en maturité. Au cours de la prochaine décennie, la création de richesse en Chine et en Asie est appelée à se poursuivre et l'influence plus large de la Chine ne va pas disparaître.

Les stratégies diversifiantes : les énergies renouvelables et les *royalties*

Un autre moyen de faire face à un environnement plus difficile en 2020 consiste à adopter un positionnement plus

défensif via des stratégies de couverture, acheteuses de volatilité et des stratégies diversifiantes génératrices de rendement. Celles-ci peuvent inclure des infrastructures durables comme les énergies renouvelables et potentiellement, des investissements offrant des revenus provenant de *royalties* de grande qualité. Les niveaux des liquidités pourraient augmenter, mais seulement dans un but de rééquilibrage et de réinvestissement à de meilleurs niveaux d'entrée.

Conclusion

Nous approchons d'un tournant. Soit le cycle change, soit il continue jusqu'à l'élection présidentielle américaine. L'année 2019 a été marquée par les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, le Brexit et la reprise de la relance monétaire. L'année 2020 pourrait être caractérisée par un point d'inflexion pour les bénéfices et les liquidités. Les inquiétudes des entreprises en matière d'endettement ne feront que s'accroître, si le Parti démocrate se rapproche de remporter l'élection présidentielle aux États-Unis et si les Banques Centrales ne disposent pas de beaucoup de munitions pour combattre ces dynamiques de fin de cycle. Si le dollar se déprécie en conséquence, cette situation pourrait offrir des opportunités au sein d'actifs non-américains.



Une valeur cachée pourtant évidente



Paras Anand

Directeur Asie-Pacifique de la Gestion d'Actifs

En résumé

- Comparativement, les marchés asiatiques offrent une solide croissance des bénéfices et des valorisations modérées
- Il faudra s'attendre à une certaine rotation entre et au sein des différents marchés
- Les réformes et les restructurations des entreprises peuvent aider à stimuler la croissance de leurs bénéfices

A l'aube de l'année 2020, une rotation semble possible sur les marchés. Si les politiques monétaires des Banques Centrales demeurent accommodantes partout dans le monde, il existe toutefois un risque que les performances des stratégies qui en ont le plus bénéficié se soient en grande partie déjà concrétisées. C'est pourquoi les investisseurs sont peut-être déjà en train de songer à la destination que vont prendre les capitaux et à la façon dont un changement de leadership sur le marché va influencer leurs portefeuilles. Comme toujours, les valorisations et les rendements vont jouer un rôle important. Dans ce contexte, nous pensons que les marchés asiatiques offrent globalement une bonne croissance des bénéfices et des valorisations moins élevées par rapport à de nombreux marchés développés.

Ces valorisations modestes devraient être synonymes pour les investisseurs de performances raisonnables au sein de la région en 2020, tandis que les pays développés en dehors des États-Unis peinent à stimuler leur croissance. Mais, il demeure important de faire preuve de sélectivité dans la mesure où nous prévoyons une certaine rotation au sein des marchés. En Chine, en particulier, les secteurs prisés de la technologie et de la consommation pourraient générer des performances plus faibles, tandis que d'autres pourraient voir leurs performances s'améliorer.

Tableau : Les perspectives de bénéfices en Asie semblent solides par rapport à celles de nombreux marchés développés

Croissance des bénéfices	2019	2020	2021
Monde	0,0 %	8,0 %	9,1 %
Asie-Pacifique hors Japon	2,8 %	9,3 %	13,0 %
Europe	-3,6 %	6,0 %	6,2 %
Pays émergents	3,4 %	9,9 %	13,0 %
Japon	1,0 %	4,6 %	7,5 %
États-Unis	0,0 %	9,5 %	9,4 %
Chine	13,5 %	6,2 %	11,4 %

Source : Fidelity International, au 12 novembre 2019

Les réformes et les efforts individuels au niveau des entreprises peuvent favoriser la croissance

D'autres thèmes font leur apparition. Après sa réélection, le Premier ministre indien Narendra Modi semble être l'élément moteur de la poursuite concertée de la réforme de l'économie, à l'image notamment de la récente décision de réduire les taux d'imposition sur les sociétés. Ces mesures témoignent de sa volonté de créer un environnement plus favorable aux entreprises.

Le Japon est également le témoin de changements majeurs en matière de restructuration et de réallocation du capital des entreprises. Si la croissance globale peut sembler peu enthousiasmante, les entreprises japonaises deviennent toutefois des exemples classiques d'initiatives individuelles en restructurant leurs portefeuilles, en cédant leurs activités non rentables et en gérant activement leurs bilans. Pour autant, les inquiétudes liées à l'environnement général sur le front de la demande et à l'absence d'inflation continuent de peser sur les valorisations.

De même, la gouvernance d'entreprise évolue en Chine, parallèlement à l'ouverture des marchés de capitaux. La thématique de la consommation en Chine demeure solide, même s'il est intéressant de constater que des marques nationales se développent désormais à un rythme plus rapide que des marques internationales dans toute une série de différentes catégories, dont les produits alimentaires et le luxe. En fait, des marques de luxe chinoises pourraient bientôt prendre pied sur des marchés occidentaux à l'instar des marques japonaises dans les années 80, une situation qui est révélatrice d'un recentrage de l'influence mondiale. Les économies du sud-est asiatique devraient quant à elles bénéficier de leur développement économique, ainsi que d'investissements internationaux tels que l'initiative chinoise « belt and road ».

Le ralentissement mondial est un plus grand risque pour la Chine que la dette

L'endettement de la Chine demeure un thème important pour les investisseurs internationaux, mais il convient néanmoins de replacer le risque dans son contexte. Si la balance courante de la Chine est passée d'excédentaire à déficitaire, cette situation témoigne toutefois en partie de l'évolution de l'économie chinoise en faveur d'un modèle de croissance moins fortement dépendant des exportations et plus équilibré. L'endettement est plus important au niveau des ménages qui se sont empressés d'acheter des biens immobiliers, mais les entreprises publiques se sont désendettées et des mesures monétaires ont limité la croissance globale du crédit.

La faiblesse du dollar pourrait soutenir les performances

La dépréciation du dollar américain en 2020 contribuerait non seulement à soutenir les conditions sous-jacentes de croissance et de liquidité, mais également les performances des investisseurs internationaux. Certains ont pensé que la baisse des taux directeurs représentait une tentative de la Chine de dévaluer sa devise afin d'accroître sa compétitivité. Toutefois, l'ambition du pays de faire du yuan une devise internationale donne à penser que la stabilité est une plus grande priorité à long terme. Par ailleurs, les marchés de la dette souveraine et « High Yield » en Asie apparaissent comparativement attractifs au regard des rendements, des taux de croissance et du mouvement de désendettement.

Conclusion

Nous sommes de plus en plus négatifs sur le dollar compte tenu de la politique monétaire de plus en plus accommodante aux États-Unis. On constate que la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine a cessé de s'intensifier, mais un accord est néanmoins difficile à conclure. L'Asie ayant opéré une transition vers une économie davantage axée sur la consommation, les tensions commerciales devraient avoir moins d'impact sur sa croissance que beaucoup ne l'avaient craint. Grâce à la gestion de leurs bilans et à la demande sous-jacente, les entreprises ont encore la possibilité d'enregistrer une forte croissance de leurs bénéfices.

Enfin, à mesure que certains des facteurs favorables qui avaient soutenu les leaders du marché aux cours des dernières années montrent des signes d'essoufflement, nous pourrions assister à une rotation en faveur des classes d'actifs et des secteurs du marché présentant des valorisations plus attractives. Être attentif aux niveaux de liquidité pourrait également devenir plus important si les conditions favorables dont les investisseurs ont bénéficié ces derniers temps commencent à changer. Tous ceux en quête de rendement au sein des actifs moins liquides pourraient soudainement se rendre compte qu'ils passent à côté de la valeur cachée pourtant évidente que recèlent de grandes entreprises asiatiques cotées.

Plus ou moins similaire à 2019 ou un possible choc ?



Neil Cable

Directeur de la Gestion - Immobilier Europe

En résumé

- Les marchés se préparent à la prochaine phase du cycle économique. Les valorisations immobilières sont globalement élevées et certains marchés d'Europe continentale ont atteint des niveaux record
- L'environnement prolongé, ou interminable, de taux d'intérêt au plus bas et d'inflation obstinément faible pourrait se poursuivre ou une « inconnue inconnue » pourrait heurter le système
- Dans cet environnement incertain, il convient de privilégier les actifs immobiliers générant des rendements pérennes

A l'approche de 2020, nous anticipons l'un des deux scénarios suivants. Le premier est la poursuite du cycle actuel dans le cadre duquel les rendements immobiliers - bien que soi-disant faibles pour les investisseurs immobiliers - devraient encore offrir une prime par rapport à d'autres classes d'actifs, en particulier les obligations dont les rendements se sont effondrés. Dans un tel scénario, la croissance économique sera modérée en raison du caractère avancé du cycle et les revenus locatifs seront plus difficiles à augmenter.

Il existe un fort consensus sur le marché en faveur de ce scénario dans la mesure où nous avons vu les autorités monétaires chercher et ne pas parvenir à relever les taux d'intérêt. La Fed a dû faire marche arrière et baisser ses taux d'intérêt à trois reprises en 2019.

Le second scénario est plus préoccupant. Si un facteur inconnu provoque un choc sur les marchés, les valeurs vénale pourraient alors rapidement baisser. Par exemple, si l'inflation s'accélère, toutes les classes d'actifs seront touchées sous l'effet de la hausse des rendements et de la baisse des bénéfices. Une fois sorti de sa lampe, le génie de l'inflation ne peut être contrôlé par l'assouplissement quantitatif ou la baisse des taux d'intérêt. L'accélération de l'inflation pourrait entraîner un changement structurel sur les marchés et les investisseurs auraient alors bien du mal à faire face aux répercussions.

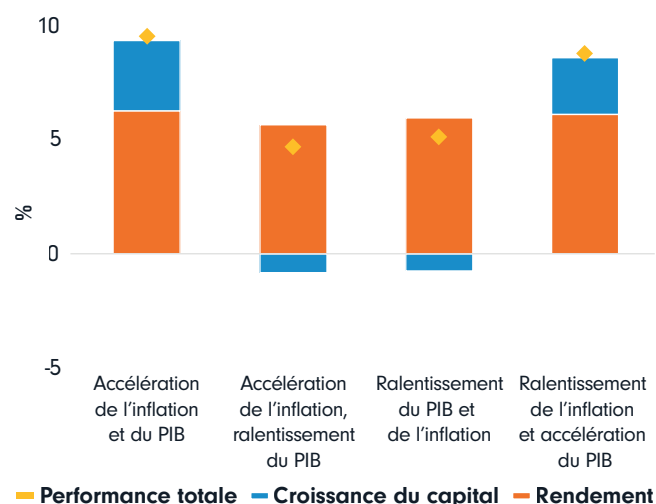
L'immobilier en tant que protection

Dans un tel scénario, les investisseurs devraient ajuster leurs portefeuilles en réponse à l'inflation. Une hausse de seulement quelques points de pourcentage constituerait encore un choc. Mais, dans un environnement reflationniste modéré, les revenus locatifs pourraient rester stables, voire augmenter. Les entreprises pourraient accroître le prix de leurs produits (tant qu'il s'agit de la reflation et non de la « stagflation » plus néfaste), mais elles seraient également confrontées à une augmentation de leurs coûts, d'où l'importance d'avoir des locataires dotés de bilans solides et à même d'absorber ces coûts et de payer des loyers plus élevés - et c'est encore mieux s'ils ont signé un bail à long terme.

Dans cet environnement reflationniste, les propriétaires devraient pouvoir demander des loyers plus élevés en raison de l'absence d'offre excédentaire dans la mesure où nous n'avons pas observé ces mêmes projets de promotion spéculative excessifs qui avaient caractérisé les cycles précédents. Les actifs immobiliers offrent donc généralement une protection contre une légère accélération de l'inflation, en particulier en Europe continentale où les contrats sont indexés sur la hausse des prix à la consommation.

Graphique 1 : L'immobilier peut offrir une protection contre l'inflation

Performance annualisée dans différentes conditions économiques T2 2004 - T2 2019



Source : indice MSCI Pan-European Property Fund, 2^{ème} trimestre 2019.

Le risque du Brexit est intégré, mais les capitaux asiatiques pourraient fuir

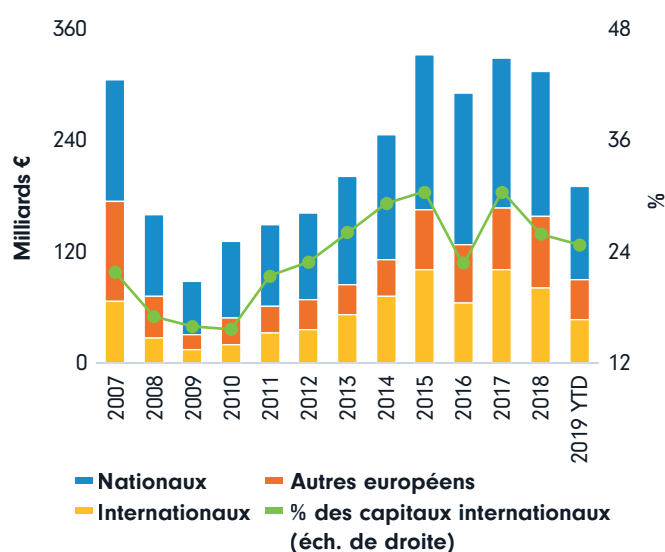
Au nombre des autres risques figure notamment celui de l'assèchement de l'univers diversifié d'investisseurs dans l'immobilier européen. L'un des principaux facteurs ayant soutenu le marché jusqu'à présent a été le volume et la diversité des capitaux, en particulier en provenance d'Asie. Si le nombre d'investisseurs chinois a diminué ces dernières années en raison de changements de règles, cette baisse a été compensée par l'arrivée d'investisseurs issus d'autres

pays comme la Corée du Sud. Mais, si cette tendance devait s'inverser ou si les flux de capitaux internationaux devaient diminuer, les valorisations élevées actuelles ne seraient plus soutenues et les rendements augmenteraient. Les marchés où les investisseurs nationaux sont fortement présents, comme l'Allemagne, seraient moins vulnérables.

Le feuilleton du Brexit continue de dominer l'actualité au Royaume-Uni. Mais, nous identifions des opportunités sur ce marché dans la mesure où la majeure partie de l'incertitude a déjà été intégrée dans les prix.

Graphique 2 : Les capitaux non-européens sont devenus de plus en plus importants pour la liquidité du marché

Volumes d'investissement européens



Le terme « Internationaux » indique les investissements en provenance de l'extérieur de l'Europe.
Source : Real Capital Analytics, 3^{ème} trimestre 2019.

L'amélioration de la durabilité accroît la valeur

Enfin, les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance font partie d'une initiative majeure pour nous et qui se poursuivra en 2020. En effet, nous avons pour objectif d'améliorer de 40 % notre score dans le classement de l'indice Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) au cours des trois prochaines années. L'immobilier est au cœur de notre initiative de durabilité car les bâtiments sont responsables d'environ 40 % des émissions mondiales de carbone. Les entreprises accordent une valeur monétaire de plus en plus élevée aux biens immobiliers plus économes en énergie et nous collaborons avec nos locataires afin d'améliorer leur efficacité énergétique et la durabilité des bâtiments.

Conclusion

Les actifs immobiliers offrent une protection diversifiée et, dans l'environnement incertain qui caractérisera l'année prochaine, un rendement stable. La sélectivité et l'évaluation active de la qualité des locataires aideront à optimiser et pérenniser les revenus en 2020.

Informations importantes

Ce document ne peut être reproduit ou distribué sans autorisation préalable.

Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits et n'émet pas de recommandations d'investissement fondées sur des circonstances spécifiques, ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé.

Fidelity International fait référence au groupe de sociétés qui forme la structure globale de gestion de placements qui fournit l'information sur les produits et services dans les juridictions désignées à l'exception de l'Amérique du Nord. Cette information n'est pas destinée et ne peut être utilisée par des résidents au Royaume Uni ou aux Etats-Unis ; Ce document est destiné uniquement aux investisseurs résidant en France.

Sauf cas contraire, toutes les informations communiquées sont celles de Fidelity International, et tous les points de vue exprimés sont ceux de Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, le logo Fidelity International ainsi que le symbole F sont des marques déposées de FIL Limited. Les spécialistes d'investissement inclus à la fois des analystes et associés. Le présent document a été établi par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le N°GP03-004, 21 Avenue Kléber, 75016 Paris. PM 2824. IC19-257.