

# Perspectives

Par Esty Dwek, Responsable de la Stratégie Marchés, Natixis Investment Manager Solutions

DÉCEMBRE 2019

## Perspectives 2020 – Optimistes, mais potentiel haussier limité

### EN BREF

- Nous prévoyons que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine continueront de s'apaiser en cette fin d'année et au cours de 2020. Les perspectives pour l'année prochaine sont de fait plutôt optimistes et l'activité devrait enregistrer un rebond modéré.
- Les marchés actions devraient tirer parti du regain de confiance, mais les valorisations élevées et la faible croissance des bénéfices pourraient limiter leur performance.
- Les rendements devraient être plus élevés qu'aujourd'hui, mais nous ne nous attendons pas à un mouvement très fort compte tenu de la faiblesse de l'inflation et des inquiétudes persistantes sur la croissance.

### L'apaisement des tensions géopolitiques réduit l'incertitude

Nos perspectives pour 2020 sont relativement optimistes, en raison des progrès constatés récemment sur différents fronts géopolitiques – ou du moins de l'absence de dégradation sur ces derniers. La guerre commerciale qui oppose les États-Unis et la Chine devrait demeurer le point majeur de l'année à venir. La détente récente a permis un rebond des marchés, mais aussi un regain de confiance, et a donc amélioré les perspectives de croissance pour 2020. Notre scénario de base, c'est que les deux parties ont maintenant besoin d'obtenir des avancées et qu'elles feront tout ce qui est en leur pouvoir pour conclure une « phase une » d'accord commercial cette année. Les discussions se poursuivront en 2020, même si la conclusion d'un accord global reste assez improbable.

En effet, la campagne en vue de la réélection de M. Trump va bientôt battre son plein et ce dernier doit veiller à ce que l'économie américaine reste solide tout au long de l'année prochaine. Les présidents américains sont généralement réélus lorsque l'économie est en phase d'expansion et, même s'il n'y a aucune certitude, les chances de Donald Trump seront d'autant plus grandes que le contexte économique sera favorable. En outre, le différend commercial a porté préjudice à certains secteurs correspondant à l'électorat base du président, comme l'agriculture et l'activité manufacturière. Il n'est donc pas surprenant que l'engagement de la part de la Chine d'accroître fortement ses achats de produits agricoles américains fasse partie de la « phase une » d'un accord commercial. Néanmoins, M. Trump ne peut laisser supposer qu'il se montre « compréhensif envers la Chine » ; il risque sinon d'être attaqué par les républicains les plus durs comme par les démocrates. Il lui faut donc naviguer avec prudence, suspendre les hausses de droits de douane futures et même, éventuellement, trouver un moyen d'annuler certaines des précédentes, tout en maintenant la pression sur les la propriété intellectuelle et la technologie. Nous ne prévoyons pas un retour des droits de douane à leur niveau d'avant 2018, mais nous espérons que certains d'entre eux seront supprimés au fil du temps.

Du côté de M. Xi, la volonté est forte de soutenir son économie en éliminant ces obstacles : la Chine a en effet pâti du conflit commercial, malgré des mesures de relance ciblées qui ont permis de limiter les dommages subis. Le maintien d'un niveau de croissance décent est essentiel pour éviter des troubles sociaux et une dissidence accrue en Chine ; pour cette raison, M. Xi devrait selon nous se montrer désireux de tirer parti du récent assouplissement dans la position de M. Trump.

Une amélioration est également attendue sur un autre front géopolitique, celui du Brexit, où une issue pourrait bientôt être trouvée. Certes, son effet sur la croissance mondiale serait bien moindre que celui d'un apaisement des tensions commerciales, mais la fin de l'incertitude actuelle ne pourrait que favoriser la croissance européenne. Si Boris Johnson et les conservateurs remportent effectivement les prochaines élections législatives, et qu'une majorité parlementaire vote son Accord de retrait, le premier chapitre de la saga du Brexit se refermera enfin. Même si l'accord de M. Johnson n'est pas aussi « modéré » que celui de Mme May, nous

estimons aujourd'hui qu'un Brexit maintenant serait mieux qu'une annulation potentielle du Brexit à un moment l'année prochaine. La période de transition pourrait alors commencer – et être prolongée – et les entreprises verraient enfin l'avenir se dégager.

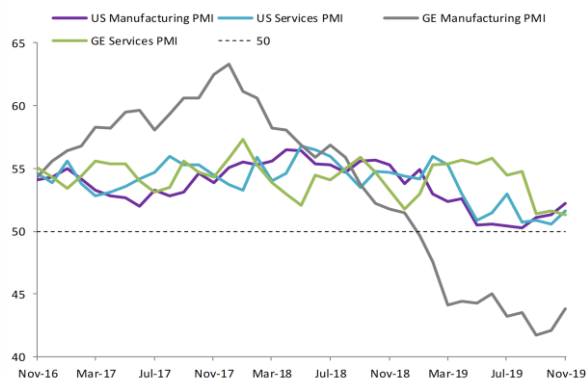
## Scénarios macroéconomiques

Notre scénario économique pour 2020 a pour point de départ une amélioration continue des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine, comme nous l'expliquons ci-dessus. Dans ce contexte, nous pensons que la croissance pourra se redresser en 2020, et que les risques de récession seront repoussés. En effet, il semble que nous observions déjà une amélioration des données économiques dans plusieurs grandes régions, ce qui permet de supposer que la plupart d'entre elles ont déjà atteint un point bas – bien qu'il faille reconnaître que les données sont toujours quelque peu contrastées. La confiance devrait probablement être l'un des principaux moteurs d'un rebond modéré de l'activité en cette fin d'année et en 2020, car les « données douces », telles que les sondages PMI, signalent une reprise grâce à l'amélioration enregistrée par les échanges commerciaux. Des « données dures » telles que la production industrielle ou les ventes au détail bénéficieraient également d'une demande mondiale accrue, ce qui stimulerait la croissance.

*A contrario*, nous pensons qu'une nouvelle aggravation du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, voire, pire encore, sur d'autres fronts, dont l'Europe, accroîtrait le risque d'une récession et augmenterait la probabilité d'un ralentissement important l'année prochaine. L'économie mondiale ne peut pas résister à autant de difficultés selon nous, en termes de tarifs comme d'incertitude. La consommation a bien résisté, mais cela tient en partie au fait que les entreprises ont réduit leurs marges et supporté le coût des tarifs plus élevés. Cependant, plus la situation dure, plus les entreprises en sont affectées et sont susceptibles de transférer les coûts aux consommateurs. En outre, leurs PDG sont plus réticents à se développer, à embaucher et à investir dans ce climat d'incertitude permanente, et pourraient même commencer à réduire dans leurs coûts en réduisant leurs effectifs.

Notre scénario de base ne suppose aucune relance budgétaire majeure – où que ce soit –, de sorte que tout plan de dépense significatif de la part des États, de l'Allemagne au Japon, viendrait renforcer notre scénario de croissance. Dans le même temps, les inquiétudes suscitées par une candidature ou une présidence d'Elizabeth Warren pourraient nuire davantage à la confiance. Si le conflit commercial n'était pas résolu d'ici l'élection présidentielle américaine, ces craintes pourraient même déboucher rapidement sur un scénario de croissance négative. Par

ailleurs, une incertitude accrue autour du Brexit serait d'autant plus préjudiciable pour l'Europe.



Sources : Bloomberg, Natixis IM Solutions, au 26 novembre 2019.

## Banques centrales

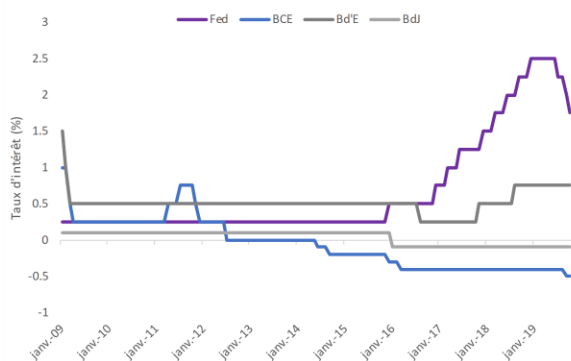
Dans un contexte de légère amélioration globale, nous prévoyons que les principales banques centrales demeureront attentistes tout au long de 2020. La Réserve fédérale (Fed) a annoncé sa décision de marquer une pause, à moins que les tensions commerciales ou les données économiques ne se dégradent significativement. L'institution a placé la barre haut pour une nouvelle baisse de taux, jugeant que l'ajustement de milieu de cycle qu'elle a opéré cette année, composé de trois réductions successives, est suffisant au vu de la conjoncture économique américaine actuelle. Elle a également durci ses conditions pour une hausse des taux, ce qui signifie que même si la croissance rebondissait et que l'inflation augmentait, la Fed y regarderait à deux fois avant d'agir. Au vu de ces éléments, nous pensons que la Fed ne prendra aucune nouvelle mesure.

L'une des dernières actions de M. Draghi en tant que président de la Banque centrale européenne a été le déploiement d'une nouvelle série de mesures de relance, y compris l'achat de nouveaux actifs. On peut ainsi supposer que Mme Lagarde attendra que ces mesures se soient répercutées sur l'économie de la zone euro avant d'agir elle-même. Nous ne pensons pas que la BCE éprouvera le besoin de réduire davantage ses taux, ce qui signifie que ces derniers resteront également inchangés. Les critiques envers la politique de taux négatifs ne devraient qu'augmenter, et Mme Lagarde pourrait même décider dans ce contexte d'adopter une approche « suédoise » courant 2020 et remettre en question les taux négatifs.

La Banque du Japon a maintenu une posture accommodante ; elle est presque à court de munitions cependant et ne pourra pas aller plus loin dans son assouplissement monétaire. La Banque d'Angleterre (BoE) attend d'y voir plus clair sur le Brexit avant de prendre des mesures ; nous pensons toutefois que cette situation sera réglée au début de 2020. En soi, la BoE ne devrait pas

avoir à agir. Des données récentes ont néanmoins mis en lumière la fragilité de l'économie britannique, ce qui ne permet pas d'exclure d'éventuelles baisses de taux. Les banques centrales des marchés émergents ont abaissé leurs taux, profitant pour ce faire d'une Fed plus accommodante, sans trop affaiblir leurs devises pour autant. Nous estimons que cette tendance à la baisse des taux se poursuivra, et nous prévoyons qu'elle sera complétée par un assouplissement budgétaire partout où cela sera possible.

Pour tous ces scénarios, nous nous attendons à ce que les responsables des banques centrales – à l'exception peut-être de la Fed – accroissent la pression exercée sur leurs gouvernements pour obtenir une relance budgétaire, en plus du soutien monétaire existant. En Europe, en particulier, nous pensons que la politique monétaire ne suffira pas à amener une reprise du Vieux Continent, même s'il nous paraît difficile d'obtenir l'aide budgétaire nécessaire. Nous nous attendons à ce que Mme Lagarde pousse pour ces mesures avec plus de vigueur que son prédécesseur.

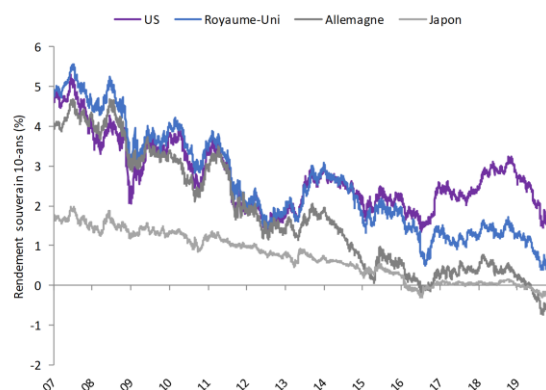


Sources : Bloomberg, Natixis IM Solutions, au 26 novembre 2019.

## Obligations

Comme nous l'avons vu ces dernières années, il est devenu de plus en plus difficile de "prévoir" l'évolution des taux. Pour cette raison, nous pensons que l'interrogation majeure est de savoir si les taux seront plus élevés ou plus bas à la fin de l'année prochaine. Les rendements devraient continuer à augmenter progressivement, grâce à une évolution géopolitique positive et à l'optimisme qui s'ensuit. Cependant, ils resteront probablement limités compte tenu des inquiétudes persistantes sur la croissance. Nous sommes assez avancés dans le cycle économique et les préoccupations en matière de croissance ne devraient donc pas s'estomper, même si elles se portent sur 2021. En outre, l'inflation reste faible et les banques centrales accommodantes, ce qui réduit la probabilité d'un fort rebond des rendements. Les risques se maintiennent et, même si nous demeurons optimistes quant aux perspectives, nous ne nourrissons pas de fortes attentes en termes de performances du marché. Cela dit,

nous pensons que les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans seront supérieurs à 2 %, avec notre scénario de base.



Sources : Bloomberg, Natixis IM Solutions, au 26 novembre 2019.

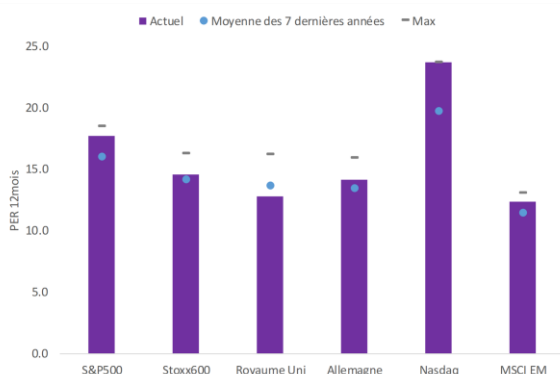
Les indicateurs de crédit demeurent sains et nous continuons de penser que le crédit surperformera les obligations souveraines. Certes, les niveaux d'endettement ont augmenté, mais les ratios de couverture des intérêts restent bons, tant aux États-Unis qu'en Europe, et les valorisations sont aujourd'hui plus intéressantes. Pour cette raison, nous estimons que les spreads de crédit devraient être en mesure d'absorber des rendements légèrement supérieurs. La demande d'obligations Investment Grade devrait se maintenir au fur et à mesure que nous avançons dans le cycle, mais le segment du High Yield offrira probablement certaines opportunités grâce au soutien des banques centrales et à de meilleures perspectives de croissance. Les taux de défaut augmenteront probablement, mais dans les limites normales, et nous n'anticipons pas de risque systémique à ce stade.

## Actions

Les marchés actions devraient bénéficier du regain de confiance résultant de l'optimisme suscité par des évolutions géopolitiques encourageantes, mais nous ne prévoyons pas de performance significative. L'essentiel du rebond actuel provient d'une expansion des multiples, et les valorisations sont élevées, voire excessives, même si elles le sont moins que celles de la dette souveraine. Aux États-Unis, le P/E du S&P 500, qui atteint 17,6, est supérieur à sa moyenne (16 sur les sept dernières années), tandis que celui du Nasdaq est à son plus haut niveau, à 23,7. Les indices européens sont pour leur part en ligne avec leurs moyennes à plus long terme (14,5), et l'indice MSCI EM se situe juste au-dessus, mais aucun d'entre eux ne peut être considéré comme réellement bon marché, hormis le Royaume-Uni. Les bénéficiaires devraient croître quelque peu en 2020, mais leur croissance a peut-être déjà atteint un plafond limitant ainsi leur hausse l'année prochaine. Les marges ont été comprimées par l'augmentation des tarifs, et bien qu'elles puissent se

rétablir pour partie, nous ne nourrissons pas trop d'espoirs en la matière. Dans un tel contexte, nous nous attendons à des performances positives, mais pas exceptionnelles.

Il est probable que l'Europe tire parti d'un appétit accru pour le risque, de perspectives de croissance plus favorables et de taux plus élevés, mais combien de temps cet avantage durera est difficile à déterminer compte tenu du faible potentiel de hausse des taux. Les États-Unis devraient continuer à bien performer, en raison d'une croissance et de bénéfices plus élevés, même si les valorisations sont plus hautes, ce qui pourraient ainsi limiter la performance. Les marchés émergents ont les moyens de rattraper leur retard mais font toujours face à des difficultés – notamment d'important troubles sociaux – et ce même si la croissance et les échanges commerciaux mondiaux s'améliorent en 2020.



Sources : FactSet, Natixis IM Solutions, au 26 novembre 2019.

## Risques

Nous brossons un tableau plutôt optimiste pour 2020 ; les performances ne devraient cependant pas s'avérer spécialement élevées vu leur point de départ. Néanmoins, des risques perdurent. Comme nous l'évoquons ci-dessus, la plus grande opportunité constitue aussi le plus grand risque : le commerce mondial. L'imprévisibilité de M. Trump, la volonté de la Chine d'obtenir de trop nombreuses concessions, l'agitation à Hong Kong... tout cela pourrait faire échouer les négociations et empêcher. Il en est de même pour le Brexit : les sondages peuvent s'avérer au final peu fiables. La politique américaine devrait rester sous les projecteurs en raison des élections à venir ; et la procédure de destitution en cours pourrait accroître la volatilité, même si nous prévoyons toujours qu'elle n'aboutira pas, sauf si les républicains se retournent contre leur président. Enfin, la politique italienne pourrait refaire parler d'elle, la coalition actuellement au pouvoir semblant de plus en plus fragile.

## Conclusion

Si la situation géopolitique continue de s'améliorer, grâce à l'atténuation des tensions commerciales et de l'incertitude globale, les perspectives pour 2020 pourraient être plutôt bonnes. L'environnement demeure toutefois complexe et nous ne nous attendons pas à des performances exceptionnelles sur les marchés. Dans ce cadre, nous privilégions toujours les stratégies flexibles et à rendement absolu, telles que les stratégies alternatives liquides, en plus des classes d'actifs traditionnelles. Nous nous tournons également vers des stratégies moins liquides pour accroître les rendements, dans la mesure où nous nous attendons à ce que les taux restent bas sur une longue période. Au fur et à mesure que nous avançons dans le cycle – même si nous pensons qu'il va encore se prolonger –, nous conservons certains actifs cœur à des fins de protection et nous sommes plus que jamais convaincus de l'importance cruciale d'une gestion active.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France** : le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**En Suisse** : le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

**Au Luxembourg et en Belgique** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations. La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

**Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.**

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

**NATIXIS INVESTMENT MANAGERS**

RCS Paris 453 952 681 - Capital : €178 251 690  
Société anonyme au capital de €178 251 690  
Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris  
www.im.natixis.com

**NATIXIS INVESTMENT MANAGERS INTERNATIONAL**

Société anonyme au capital de 51 371 060,28 euros euros - 329 450 738 RCS Paris  
Agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009 Financiers (French Financial Markets Authority - AMF) under no. GP 90-009.  
Siège social : 43, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris  
www.im.natixis.com