

Cinq thèmes et une hibernation pour 2020

EMMANUEL FERRY

Directeur des Investissements **BANQUE PÂRIS BERTRAND**



Le bear market devrait rester endormi grâce à l'absence de resserrement des conditions monétaires et de crédit et à la solidité de l'emploi aux Etats-Unis.

Le fait marquant en 2019 a été l'interruption du bear market initié en 2018 (baisse cumulée de 20% du S&P500). Les valorisations des marchés actions avaient atteint un pic en janvier 2018. L'inflexion radicale et généralisée de la politique monétaire initiée par la Fed en début d'année 2019 a permis une remontée de l'ensemble des classes d'actifs, avec comme facteur commun la chute des taux d'intérêt nominaux et réels. Le portefeuille équilibré 60/40 en dollar (60% obligations d'Etat, 40% actions américaines) enregistre ainsi sa meilleure performance depuis plus de 20 ans, avec une performance réelle de 12% contre une moyenne de long terme de 5%. Toutes les classes d'actifs sont en hausse cette année, à l'inverse de 2018 et à l'image de 2017. Finalement, le retour du risque ne date que du mois de septembre, comme en témoignent la surperformance très récente des sociétés les plus cycliques et la repentification de la courbe des taux. Auparavant, la préférence se fixait sur les actifs refuges sensibles à la baisse des taux d'intérêt. Les actions mondiales viennent seulement de sortir par le haut du range qui prévalait depuis deux ans.

L'année prochaine sera dominée par le retour de la dispersion des rendements des classes d'actifs

Le bear market devrait rester en hibernation en raison de l'absence de resserrement des conditions monétaires et de crédit et de la solidité du marché de l'emploi aux Etats-Unis. Dès lors, cinq thématiques sont susceptibles de structurer la feuille de route pour 2020. D'abord, le retour de la dispersion des rendements des classes d'actifs, pour la première fois depuis 2016. Cette dispersion devrait venir de l'inflexion confirmée du cycle économique, du soutien du policy-mix (monétaire et budgétaire), de la remontée des taux d'intérêt à long terme et de la préférence relative pour les actions en raison d'une prime de risque supérieure. Le deuxième thème porte sur le changement de leadership au sein des marchés actions. La préférence pour les thèmes défensifs de croissance a atteint son paroxysme lors de l'épisode d'inversion de la courbe des taux en août. Les actifs positivement corrélés au cycle économique n'ont jamais été aussi décotés. La bulle de pessimisme pourrait se dégonfler sous l'effet du reset des banques centrales et de l'inflexion des perspectives de croissance.

Les portefeuilles des investisseurs demeurent calés sur des scénarios de récession/déflation.

Le troisième thème réside dans le rééquilibrage des flux entre les obligations et les actions. Les portefeuilles des investisseurs demeurent calés sur des scénarios de récession/déflation. Le rééquilibrage entre classes d'actifs constituera une force de rappel puissante. Le thème suivant porte sur le retour de la liquidité abondante, qui constitue le carburant nécessaire à la rotation fondamentale et financière. Fin 2018, le monde était en contraction monétaire. Il est désormais en expansion, accréditant l'idée d'une accélération de la croissance mondiale d'ici le second semestre 2020. Enfin, le dernier thème porte sur l'élection présidentielle aux Etats-Unis. L'année électorale est historiquement la deuxième meilleure année après l'année pré-électorale. La saisonnalité est intéressante: soutenue jusqu'en avril (prolongation de la hausse), faible par la

suite (incertitudes sur le scrutin), et forte à nouveau au cours de l'été (levée des aléas). Le scénario haussier repose sur la reconduction du parti au pouvoir. Une alternance se traduit en revanche par une tendance baissière.

Le consensus est relativement prudent pour deux raisons opposées: 1. le traumatisme de 2018 encore présent dans les esprits; 2. les indices boursiers au plus haut mais des portefeuilles trop défensifs. Face à ce dilemme, conserver un biais pro-risque semble encore approprié.