

Perspectives 2020

Après la forte progression des marchés actions en 2019, dans un contexte de faible croissance économique et de taux d'intérêt réels toujours négatifs, il est légitime de s'interroger sur le caractère durable de ce mouvement. Assistons-nous, en effet, à l'émergence d'une bulle, favorisée par le niveau des taux d'intérêt ou s'agit-il, tout simplement, d'une revalorisation du marché en ligne avec le niveau de croissance des bénéfices ? **Il nous semble que les marchés actions devraient continuer à être bien orientés. Toutefois, quelques interrogations demeurent concernant le potentiel de la hausse, les secteurs à surexposer et l'évolution de l'inflation.**

Environnement économique

L'environnement demeure favorable à de nombreux égards. Les facteurs qui ont permis à l'activité de résister, malgré le recul de la production industrielle, sont toujours présents : progression de l'emploi et des salaires réels, politiques monétaires expansionnistes, politiques budgétaires favorables... Par ailleurs, les indicateurs avancés semblent confirmer la reprise progressive de l'activité industrielle, avec probablement un effet de stockage contributif, à l'instar de la situation allemande. La croissance du PIB en Allemagne devrait s'afficher à seulement 0,6% en 2019, mais avec un impact négatif des stocks de 0,9% : hors cet effet stock, la croissance aurait été de 1,5%, illustrant la résilience de l'activité outre-Rhin. La détente commerciale, même partielle, entre les Etats-Unis et la Chine pourrait ramener de la confiance dans les entreprises et soutenir l'investissement. Ainsi, comme l'ampleur du ralentissement en 2019, le redressement en 2020 pourrait être sous-évalué.

Même si le cycle économique devrait se poursuivre en 2020, les investisseurs intègrent dans la valorisation des actions le fait que le retournement finira par survenir. La prime de risque, très élevée en début ou en milieu de cycle, justifierait des anticipations de hausse des marchés très significatives. A ce stade, il est logique d'anticiper des retours plus modestes. Il en va de même au niveau sectoriel. La réaccélération de l'activité milite pour un positionnement sur les secteurs cycliques qui ont sous-performé fortement

depuis mi-2018. Toutefois, les ratios de capitalisation des bénéfices en hausse seront plafonnés par les anticipations d'un retournement à venir. En fin de cycle, il peut être tentant de se positionner sur les valeurs qui possèdent un solide « business model », mais ces dernières ont déjà bénéficié d'une forte revalorisation. Les choix d'investissements vont donc être compliqués et probablement moins tranchés sectoriellement mais plus déterminés par des cas spécifiques.

Enfin, il faut s'interroger sur les perspectives d'inflation. Il existe aujourd'hui un consensus fort sur le fait que les prix devraient peu progresser en 2020. Pourtant, les pressions semblent augmenter du côté des salaires : les taux de chômage sont à des niveaux historiquement bas et, même si l'accélération des salaires reste modérée, elle commence à avoir un impact sur les coûts unitaires du fait des faibles gains de productivité. Alors que le consensus table sur une stabilité des politiques monétaires, il pourrait en être autrement si l'inflation devait accélérer trop fortement. Compte tenu des taux de rendement et des « spreads », le marché obligataire apparaît globalement peu attractif. Avec des potentiels de rendement limités, ce risque de retour de l'inflation et de hausse des taux rend l'investissement sur la classe d'actifs très asymétrique.

Valorisation

La progression des marchés peut donc surprendre et certains évoquent des marchés surévalués. Ce n'est pas notre position, en particulier pour l'Eurozone. Il faut rappeler qu'ils avaient enregistré un recul violent fin 2018 (-13% sur les 3 derniers mois), alors que les résultats avaient progressé au cours de l'exercice. Ainsi, ramenée sur les deux années 2018/2019, la hausse de l'Eurostoxx n'est que de 4,8% ! Ensuite, avec un PER de 14,5 fois, le marché européen demeure très attractif comparé à tous les autres actifs. Si ce niveau de 14,5 correspond à la moyenne des 18 dernières années, la prime de risque demeure à des sommets. Les bénéfices rapportés aux capitalisations boursières représentent un rendement de 7%. Un tel écart avec les taux souverains ne peut se justifier que par l'anticipation d'une chute importante des résultats des entreprises au cours des prochains trimestres. Ce scénario semble peu probable pour 2020.

La sélection de titres va être primordiale en 2020, dans des marchés qui vont restés volatils et dépendants des Banques Centrales.

Les marchés obligataires présentent des profils asymétriques avec peu d'espérance de gains et un niveau de risque élevé sur certains segments du marché du crédit. Il faut donc se tourner vers des profils plus convexes comme les obligations à taux variables, les obligations indexées et les obligations convertibles.

Les perspectives demeurent favorables aux marchés des actions européennes, dans un contexte où le rendement des placements sans risque reste franchement négatif. Les choix sectoriels vont, en revanche, être plus difficiles entre niveau de valorisation et perspectives de retournement de cycle. L'inflation pourrait également être un élément déterminant.

Une nouvelle incertitude est survenue en ce début d'année : l'épidémie de Coronavirus en Chine et sa possible propagation au reste du Monde. Ce type d'événement pourrait nous amener à adopter un positionnement temporairement plus défensif.

Zone euro	Prévisions 2020	
	Prévisions 2020	31/12/2019
Croissance	1,20%	1,20%
Inflation	1,50%	1,30%
Taux courts	-0,40%	-0,45%
Taux longs	0,40%	0,11%
Euro / dollar	1,20	1,12
CAC 40	6 500	5 978