

# 2019, l'année de la redistribution ?

- Un ralentissement synchronisé mais modéré de l'économie mondiale.
- Le pouvoir d'achat, pilier de la croissance en 2019.
- Un changement de paradigme ?

PAR JEAN-CHARLES MÉRIAUX, DIRECTEUR DE LA GESTION ET PASCAL GILBERT, GÉRANT OBLIGATAIRE

## 2018, une désynchronisation de la croissance mondiale

En 2018, les barrières douanières, les hausses des taux d'intérêts américains et du prix du pétrole ont pesé sur l'activité. La croissance mondiale s'est désynchronisée entre les Etats-Unis dopés par la relance budgétaire et le reste du Monde. Le taux de croissance de +3,6% reste néanmoins au dessus du taux potentiel. Le taux de chômage dans le monde s'affiche ainsi au plus bas depuis 40 ans alors que l'écart entre le niveau d'activité réel et le niveau d'activité potentiel apparaît totalement comblé dans de nombreux pays.

## 2019, un ralentissement généralisé des économies mais pas de récession en vue

La révision des attentes à la baisse touche l'ensemble des économies développées. Cependant, rien ne laisse entrevoir une récession. Ce ralentissement qui devrait être modéré, s'explique en partie par l'essoufflement des mesures fiscales américaines. En zone euro, malgré des soubresauts politiques encore gérés de manière désordonnée, la confiance reste présente et les fondamentaux solides. En Chine, pour faire face au ralentissement de l'économie au deuxième semestre 2018, les autorités mettent en place des mesures budgétaires et monétaires de soutien à la croissance. L'économie chinoise progressera à un rythme plus réduit d'environ +6% pour 2019. Ainsi, l'activité mondiale devrait se maintenir au niveau de son potentiel.

### La croissance mondiale 2018 et 2019\*

	Prévisions FMI 2018		Prévisions 2019		
	Janvier	Révision	FMI	Économistes	
 Monde	3,9%	-0,3%	3,7%	2,8%	3,8%
 États Unis	2,7%	0,2%	2,5%	2,0%	3,0%
 Zone euro	2,2%	-0,3%	1,9%	1,3%	1,8%
 Allemagne	2,3%	-0,7%	1,9%	1,2%	1,9%
 France	1,9%	-0,3%	1,6%	1,3%	1,9%

## Le pouvoir d'achat, pilier de la croissance en 2019

Aux États-Unis, le taux de chômage historiquement bas (3,7%) et 7 millions d'emplois non pourvus tirent les salaires à la hausse. En zone euro également on observe une dynamique positive des salaires depuis longtemps atones. Elle s'explique à la fois par une pénurie de main d'œuvre dans certains secteurs et la nécessité de redistribuer la valeur ajoutée au profit des salariés. Si la relance budgétaire s'atténue en 2019 aux Etats-Unis, elle sera soutenue en zone euro et encore plus en Chine. La chute des prix de l'énergie fin 2018 va contribuer à modérer le niveau d'inflation. Tous ces éléments se cumulent au premier semestre 2019 pour doper le pouvoir d'achat des ménages et soutenir la croissance.

## La montée du populisme et du protectionnisme incitent les Etats à prendre le relais des banques centrales

Alors que les banques centrales ne disposent que de faibles marges de manœuvre, le rejet du modèle néolibéral par une part croissante des populations force les Etats à réagir. Bien que peu efficaces sur le long terme, ces mesures auront le mérite de soutenir l'activité à court terme. La montée du populisme, le retour du protectionnisme indiquent peut-être qu'un changement de paradigme est à l'œuvre.

\*Estimation sources : FMI, Bloomberg, DNCA Finance

## Prudence sur les emprunts d'État

Après une période bénie de 35 ans de baisse des taux, les rendements des obligations d'État se situent nettement en-deçà du taux de croissance nominale. En zone euro, les taux réels largement négatifs ne protègent plus les détenteurs de dette souveraine contre l'érosion de leur capital.

Nous gardons la conviction forte que les emprunts d'État sont une fausse valeur refuge dans un contexte de taux bas. Dans les prochaines années, la redistribution des classes d'actifs sera défavorable aux porteurs de dette souveraine. Seules les obligations périphériques de la zone euro et les indexées pourraient tirer leur épingle du jeu si l'Union Européenne cesse d'être malmenée par ses divisions internes.

Les obligations investment grade<sup>1</sup> sont exposées au risque de contagion en cas de hausse des taux souverains. Par contre, le spread<sup>2</sup> de plus de 500 points sur le high yield<sup>3</sup> offre une bonne rémunération du risque. Le cash est intéressant dans une position d'attente tant que des questions telles que le Brexit ou la volonté de consolider la construction européenne ne sont pas réglées.

## La valorisation des actions au plus bas depuis 5 ans

Les niveaux de valorisation des marchés d'actions en Europe, au plus bas depuis 5 ans, anticipent d'ores et déjà une révision à la baisse des marges bénéficiaires et des résultats dans les prochaines années sous l'effet de la hausse des coûts des facteurs de production dont le travail en particulier.

### La "value" atteint un point bas historique



Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018.

## Une redistribution des styles de gestion favorable à la « value »

La hausse des taux d'intérêt pourrait offrir un catalyseur aux titres "value"<sup>4</sup>, qui ont atteint un point bas historique par rapport aux valeurs de croissance selon l'indice MSCI World. En Europe, le différentiel de performance entre les deux styles de gestion est de 50 % sur 10 ans.

Le retour à la moyenne pourrait être favorable aux secteurs décotés, comme les banques, les télécoms et les utilities<sup>5</sup>. L'or, enfin, continuera à faire office de valeur refuge dans les prochaines années.

Classes d'actifs	Zone euro	Commentaires
Euro	✓	À moyen terme
Cash	⊖	Position d'attente
Souverains	✗	Opinion neutre sur les périphériques et indexées inflation
Crédit Investment Grade	⊖	Risque de contagion des taux souverains
Crédit HY	✓	Prime de risque reconstituée
Actions	✓	Long «Value» vs «Qualité/Croissance»
Or	✓	Rendements réels négatifs sur les souverains

<sup>1</sup> Les obligations de la catégorie « Investissement » sont émises par les emprunteurs qui reçoivent une note allant de AAA à BBB- chez Standard & Poor's. <sup>2</sup> écart de crédit. <sup>3</sup> Haut rendement, de nature spéculative, dont la notation est inférieure à BBB- chez Standard & Poor's ou Baa3 chez Moody's. <sup>4</sup> Valeurs décotées. <sup>5</sup> Valeurs de services des collectivités comme la production et la distribution de l'eau, du gaz et de l'électricité.