

FLASH MARCHÉS

Document destiné aux clients non-professionnels

Election d'Emmanuel Macron : quelles perspectives pour les marchés?

Nuno Teixeira

Directeur des gestions institutionnelles et réseaux
Pôle d'expertise Investissement et solutions clients

Le second tour des élections présidentielles a abouti à la victoire d'Emmanuel Macron, avec plus de 66 % des suffrages exprimés. Ce résultat marque une rupture forte par rapport à la trajectoire politique des 50 dernières années, puisqu'aucun grand parti de traditionnel n'a vu son représentant qualifié pour le second tour.

Le candidat d'En Marche s'inscrit dans une tradition réformiste et progressiste. Contrairement au scénario qui aurait prévalu en cas d'élection d'un candidat « anti-système », favorable à une sortie de la France de l'euro, cette issue ne devrait donc pas avoir d'impact économique et financier majeur à court terme sur la zone euro. Elle peut, à l'inverse, préfigurer des initiatives économiques fortes entre la France et l'Allemagne, de nature à donner un nouvel élan à cette zone. Elle permet aussi aux investisseurs de se concentrer à nouveau sur les fondamentaux économiques et financiers, qui ne cessent de s'améliorer depuis l'annonce par la BCE en mars 2015 de son programme d'achat d'obligations.

Quel est l'impact immédiat sur les marchés ?

L'élection nette et sans appel d'Emmanuel Macron, associée à une future majorité parlementaire pro-européenne et favorable à des réformes libérales, est désormais susceptible d'offrir un nouvel élan à l'économie française. Certes, elle laisse encore ouverte la question de savoir qui sera le futur premier ministre (intérimaire ou définitif) et sur quelle majorité le président pourra s'appuyer, mais nous ne pensons pas que la réponse définitive à ces deux questions sera décisive pour l'orientation future des marchés d'actions européens. Même si les projections sont délicates, un sondage OpinionWay du 4 mai suggérait déjà qu'En Marche pourrait obtenir entre 249 et 286 sièges à l'Assemblée Nationale et être en capacité d'atteindre de peu - avec les circonscriptions d'Outre-mer et des Français de l'étranger - la barre des 290 sièges, synonyme de majorité absolue. Nous verrons ce qu'il en est en juin prochain, mais l'essentiel est de pouvoir compter sur une ambition réformatrice en France, quel que soit le futur gouvernement issu des urnes.

Le résultat du 2^{ème} tour est allé au-delà des intentions de vote en faveur Emmanuel Macron exprimées dans les sondages des deux dernières semaines, mais une nette victoire du candidat d'En Marche avait été largement anticipée par les investisseurs depuis le 1^{er} tour, comme en témoignait, entre autres, la hausse de près de 8 % de l'indice CAC et la baisse du spread Bund/OAT 10 ans de 69 à 43 points de base. L'ensemble de la zone euro a d'ailleurs été entraînée dans

ce vent d'optimisme, puisque l'indice EuroStoxx 50 avait également progressé de plus de 7 % sur la période et que le spread des dettes périphériques (Italie, Espagne, Portugal) contre Bund s'était également contracté. La perspective d'une victoire d'un candidat réformiste en France levait une incertitude importante sur les marchés financiers de la zone euro, à l'origine d'une décote de valorisation vis-à-vis du marché américain. Même si cette décote s'est en partie résorbée depuis

les résultats du référendum italien de début décembre 2016, passant d'environ 25 % à 15 %, elle demeure supérieure à son niveau historique et d'autant plus significative que le potentiel de rebond des marges et des résultats des entreprises européennes est sensiblement plus élevé que celui de leurs homologues américaines. Rappelons que les marchés de la zone euro se traitent aujourd'hui à un multiple raisonnable d'environ 15 fois les résultats attendus pour 2017 (7 % en dessous de la moyenne des années 2001-2006) et que les fonds d'actions européennes affichent encore depuis janvier 2016 un solde de rachats nets de près de 90 milliards de dollars.

Largement anticipée, l'élection d'Emmanuel Macron n'a finalement qu'un impact limité sur les marchés financiers européens ce lundi matin, jour férié en France - mais pas dans la plupart des autres pays européens. Les investisseurs ont préféré prendre leurs profits après deux semaines de forte hausse : après trois heures de cotation, on observe un recul de l'indice EuroStoxx 50 de -0,45 %, quelque peu amplifié pour le CAC 40 (-0,90 %). Les valeurs bancaires de la zone euro qui avaient connu une envolée de plus de 11 % par rapport à leur niveau de la veille du 1er tour des présidentielles françaises, consolident également (-0,8 %) Parallèlement, l'écart entre OAT/Bund à 10 ans, véritable mesure de la prime de risque de la France, s'est stabilisé autour de 42,5bps, à comparer au plus haut de 79bps atteint le 21 février, mais sensiblement au même niveau que vendredi dernier. L'euro est lui-même connu en léger recul d'environ 0,6 % contre dollar autour de 109,32.

Quel impact macro-économique ?

Si l'on ignore quelle sera la majorité de gouvernement, on peut observer que, sur le fond, les programmes économiques de *En Marche* et de LR - même si l'on s'en réfère au programme de François Fillon - sont relativement proches.

En effet, si l'on met de côté le scénario d'une majorité absolue pour le mouvement d'Emmanuel Macron, les autres scénarii les plus crédibles seraient une majorité relative forte pour EM, une coalition EM/LR ou une majorité relative voire absolue pour LR. Dans ce dernier cas, Emmanuel Macron serait contraint à une cohabitation, avec la mise en œuvre d'un programme économique probablement adouci par rapport à celui prôné par François Fillon. Pour l'essentiel, le programme de Macron partage avec la droite une volonté de réduire la pression fiscale (baisse de l'IS de 33 % à 25 %), de couper dans les dépenses publiques inefficaces, de rendre le marché du travail plus flexible et de réformer les régimes de sécurité sociale. En revanche, le programme de LR serait a priori plus « agressif » dans les coupes budgétaires, mais aussi dans les allègements de charges.

Si le programme de la droite devait être appliqué « en l'état », cela impliquerait une baisse conséquente des dépenses publiques (de l'ordre de 20 mds d'€ par an, soit près d'un point de PIB), ce qui pourrait peser sur la croissance à court terme, alors que l'impact sera moindre du côté de Macron (12 mds d'€ par an). Du côté des entreprises, la baisse de l'IS et (côté droite) la réduction programmée des charges patronales, aurait un impact majeur sur les résultats des entreprises, de l'ordre de 20 % pour le programme de LR et de 10 % pour celui de EM. Il est donc raisonnable de s'attendre à des révisions bénéficiaires positives pour les entreprises françaises, ce qui devrait soutenir les valeurs françaises.

Globalement, le programme économique de Macron nous semble plus facile à faire accepter par l'opinion française que celui de la droite (si l'on s'en tient bien-sûr à la « copie » Fillon), car allant a priori moins loin dans la remise en cause du modèle social national. La suppression de 500000 emplois publics proposée par Fillon durant le quinquennat n'est du reste plus d'actualité car trop difficile à mettre en œuvre. Du côté de Macron, l'ambition est de tendre vers un modèle proche de celui des pays d'Europe du nord, un alignement sur les meilleures pratiques de ces pays étant susceptible de faire gagner à la France entre 0,5 % et 1 % de croissance du PIB par an (cf. étude de l'OCDE « *Raising Potential Growth After Crisis* » de 2011).

Vers une diminution nette du risque politique en Europe

L'un des enjeux résiduels pour les semaines à venir sera de savoir si le nouveau président élu obtiendra une majorité absolue ou quasi-absolue lors des prochaines législatives ou si la majorité parlementaire issue des urnes lui imposera une cohabitation. Depuis l'adoption du quinquennat en 2000, les Français ont toujours donné une majorité au président de la République fraîchement élu. Toutefois, avec Emmanuel Macron, la situation est inédite car il n'a pas noué d'alliances avec d'autres partis. Cette situation ne lui facilitera pas les choses car, face aux « nouveaux visages » du mouvement *En Marche*, les députés sortants issus des partis de gouvernement traditionnels (PS, LR), continueront à bénéficier d'un avantage de notoriété. Si l'élection présidentielle a largement ébranlé le traditionnel clivage droite-gauche, on peut s'attendre à une certaine résistance au positionnement « anti-système » lors des législatives, ce qui peut donner lieu à beaucoup de triangulaires, voire de quadrangulaires.

Toutefois, le risque politique français semble clairement s'effacer et les investisseurs devraient tourner leur regard vers d'autres pays. A cet égard, là aussi les risques politiques semblent orientés à la baisse :

- En Allemagne, que le vainqueur des élections soit Angela Merkel (CDU) ou Martin Schulz (SPD) en septembre, il n'y a guère de place pour un scénario populiste compte tenu du niveau de popularité relativement contenu du parti anti-européen AfD dans les sondages ;
- En Italie, la situation politique demeure certes problématique, sachant que le mouvement 5-Etoiles demeure en tête dans les sondages tandis que le Parti Démocrate a été récemment fragilisé par la scission récente de son aile gauche. Néanmoins, le scénario le plus probable est qu'aucune élection n'interviendra avant février 2018 (compte tenu de l'insistance du président Mattarella sur la nécessité d'une réforme électorale avant toute élection et la position relativement faible du PD au pouvoir). Il y a donc assez peu de chances que le risque politique italien ne s'intensifie avant plusieurs mois ;
- En Grèce, l'accord entre le gouvernement Syriza et la Troïka (FMI, Commission Européenne, BCE) le 2 mai dernier se traduit par une promesse de réduction de la dette en échange de réformes structurelles et réduit le risque de voir la Grèce faire les gros titres des journaux au cours des prochains mois. Rappelons que Macron s'est dit prêt à se battre « pour une restructuration de la dette grecque », c'est-à-dire celle détenue par les organismes supra-nationaux (la dette privée ayant déjà été restructurée) : une telle avancée, si elle devait se confirmer, serait un signal fort de la volonté des Allemands de rechercher des solutions pour l'avenir de la zone euro et de la solidarité du couple franco-allemand.

Quelle stratégie d'investissement en 2017 ?

Au sein des allocations d'actifs de nos portefeuilles diversifiés, nous avons maintenu durant ces deux dernières semaines une surpondération en actions (+5 % pour un benchmark 50 % actions/50 % taux), avec un biais particulièrement offensif sur les marchés de la zone euro (+8 % par rapport à une position neutre de 10 %), incluant des positions tactiques offrant une sensibilité spécifique au cycle de reprise de la croissance dans cette zone (petites valeurs, valeurs financières, marché italien), même si nous n'avions pas affiché de biais spécifique sur les actions françaises.

Notre position tactique pro-cyclique sur les actions européennes tient au constat que l'activité s'est maintenue en Europe à un rythme encourageant (+0,5 % pour le PIB, comme au dernier trimestre 2016) tandis que les données d'enquêtes d'activité (PMI et Commission européenne) sont désormais à des niveaux très supérieurs à leur moyenne de long terme. Nous sommes notamment convaincus que l'écart qui existe entre des « soft data » au plus haut depuis 2011 (les enquêtes de type PMI notamment) et des « hard data » encore hésitantes (production industrielle, ventes au détail, etc...) va se combler par une révision à la hausse de la croissance économique.

Par ailleurs, notre confiance est également liée à la tendance très favorable observée sur les bénéfiques par action (BPA) qui a confirmé la plus forte saison européenne en 15 ans, reflet de la

reprise synchronisée du cycle de croissance mondial, une tendance à laquelle les entreprises européennes sont plus sensibles que leurs homologues américaines. On peut ainsi s'attendre à une progression de l'ordre de 15 % des BPA en zone euro cette année.

En conclusion, la hausse de plus de 12 % des marchés de la zone euro depuis le début de l'année - et de 22 % depuis l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis - peut certes nous inciter à réduire l'ampleur de nos paris et prendre quelques bénéfices au cours des prochains jours.

Il n'en reste pas moins que les données économiques fondamentales de la zone euro sont bonnes et que la prime de risque encore offerte par les marchés d'actions de cette zone par rapport aux marchés obligataires est très attractive, avec un rendement des dividendes qui atteint 6,6 % soit 6,2 % de mieux que le rendement du Bund 10 ans. Ces éléments nous suggèrent que le potentiel de hausse de ces marchés demeure encore significatif d'ici à la fin de l'année 2017, car la cherté est aujourd'hui bien davantage du côté des dettes souveraines que de celui des marchés d'actions. Nous favorisons donc une surpondération des actions européennes dans les allocations d'actifs.

Achévé de rédiger le 8 mai 2017

Retrouvez les analyses macro et marchés de Natixis Asset Management sur   

et sur **www.nam.natixis.com**

[Cliquez sur ce lien pour consulter le glossaire financier de Natixis Asset Management](#)

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.