

Élections européennes : pas de nouvelle donne, opportunités dans les divergences



Didier BOROWSKI
Directeur de la Recherche macroéconomique



Eric BRARD
Responsable mondial des gestions taux



Kasper ELMGREEN
Responsable Actions



Tristan PERRIER
Économiste senior

- **Résultats des élections :** les résultats sont globalement conformes à ce que les sondages avaient indiqué, bien qu'avec une petite surprise « pro-institutions ». Dans leur ensemble, les forces pro-institutions et pro-européennes représentent environ 67 % des membres du Parlement contre 70 % avant les élections. Les deux grands partis traditionnels peuvent former une majorité en s'alliant au centre libéral ou avec les Verts : ce sera un peu plus difficile qu'auparavant, mais sans être insurmontable.
- **Conséquences sur le Brexit :** au Royaume-Uni, la situation politique reste très ouverte. Les conservateurs et les travaillistes ont été sanctionnés par les électeurs. Le grand vainqueur est le parti du Brexit de Nigel Farage. Boris Johnson a donc le vent en poupe pour succéder à Theresa May. Toutefois, rien n'est acquis et toutes les options sont encore ouvertes. Ailleurs, la bonne nouvelle est que les partis protestataires/populistes européens sont de moins en moins nombreux à militer en faveur d'une sortie de l'euro (qui impliquerait une sortie de l'Union européenne). La crise britannique serait-elle en train de les dégriser ?
- **Conséquences en matière d'investissement :** le marché est resté sans réaction et se concentre désormais sur les données économiques et les conséquences de l'escalade des conflits commerciaux, l'économie européenne étant ouverte et sensible au cycle mondial. Cela dit, la demande intérieure reste vigoureuse, les conditions financières sont très accommodantes et la BCE s'est engagée à mettre en œuvre toutes les mesures nécessaires pour éviter toute détérioration de la situation économique.
- **Du point de vue obligataire :** nous pensons que l'incertitude économique et le scénario de risque accru maintiendront le « coût de la protection » très élevé et, par conséquent, des rendements très faibles pour les obligations souveraines des pays « core ». Nous préférons les obligations des pays « semi-core » (France, Pays-Bas, Autriche) au Bund allemand. Parmi les obligations périphériques, nous voyons de la valeur en Espagne et au Portugal. En Italie, les appels en faveur de mesures de relance budgétaire exerceront probablement des pressions sur les spreads des BTP (et les banques) et accentueront la volatilité. Même si nous ne considérons pas que la menace soit très importante à court terme (l'Italie et l'Union européenne pourraient, en effet, trouver un accord sur une orientation budgétaire plus souple), nous préférons opter pour une position prudente pour le moment. De manière générale, nous estimons que les divergences dans les mesures budgétaires au niveau des pays et dans les fondamentaux des pays/secteurs pourraient offrir des opportunités de sélection active et d'allocation au risque.
- **Actions :** la tenue des élections élimine avec elle une source d'incertitude. Toutefois, nous pensons que le Brexit et les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine représentent un risque accru pour le sentiment en Europe - ces deux incertitudes n'étant toujours pas résolues. Nous pensons qu'il existe encore des opportunités dans les compartiments plus cycliques des actions européennes. Les entreprises exposées aux marchés nationaux devraient bénéficier d'une stabilisation des indicateurs économiques et d'une éventuelle reprise au second semestre. Un des aspects marquants de cette élection est le résultat des partis verts dans les principaux pays de l'UE. Les entreprises européennes sont de plus en plus sensibilisées au défi climatique et de nombreuses sociétés ont pris des mesures importantes pour y faire face. Notre conviction dans ce domaine est très forte et nous pensons que celui-ci offrira des opportunités intéressantes aux investisseurs.

« Dans leur ensemble, les forces pro-institutions et pro-européennes représentent environ 67 % des députés contre 70 % avant les élections »

Quels sont les premiers enseignements des élections européennes, sur le plan des équilibres au Parlement européen et des prochaines échéances pour l'Union européenne ?

Les résultats sont globalement conformes à ce que les sondages avaient indiqué, bien qu'avec une petite surprise « pro-institution ». Parmi les principaux enseignements, on peut tout d'abord noter la baisse des votes en faveur des deux grands groupes politiques que sont les sociaux-démocrates et les chrétiens-démocrates ou droite modérée. Depuis 1979, ces deux partis ont contrôlé une majorité combinée au Parlement européen, mais c'est là désormais l'affaire du passé. Deuxième fait marquant, la montée en puissance d'autres forces dites « traditionnelles », le centre libéral pro-marché, dont le parti du président Macron, et, plus particulièrement, les Verts. **Dans leur ensemble les forces pro-institutions et pro-européennes représentent environ 67 % des députés contre 70 % avant les élections.** Finalement, l'autre grande leçon à retenir est que les partis d'extrême droite (ou eurosceptiques de droite) voient leur représentation passer d'environ 20 % à 25 %, les cas les plus importants étant l'Italie et la France, où l'extrême droite avec le Rassemblement National arrive en tête devant le parti du président de la République. Cependant, les scores des partis d'extrême droite restent en deçà des attentes dans d'autres pays clés comme l'Allemagne et les Pays-Bas, tandis que les partis d'extrême gauche sont passés de 10 % à 7 %.

Dans l'ensemble, les partis radicaux et eurosceptiques combinés voient leur part totale passer de 30 % à 32 %, ce qui n'est pas le tsunami qui aurait pu réellement mettre les institutions à mal.

Les deux grands partis traditionnels qui peuvent former une majorité en s'alliant au centre libéral ou avec les Verts rencontreront un peu plus de difficultés qu'auparavant, mais sans que celles-ci soient insurmontables. Les partis radicaux auront un peu plus de pouvoir, notamment *via* les comités parlementaires et ils pourraient essayer de proposer des amendements, mais sans être en mesure de bloquer des projets de loi clés, sauf sur des sujets où les forces dominantes sont très divisées.

Un autre point notable est la hausse du taux de participation lors de ce scrutin. Le taux de participation aux élections européennes, qui historiquement était faible et en baisse, est, cette fois-ci, passé de 43 % à environ 50 %, ce qui montre un intérêt croissant pour les affaires européennes.

Quelles conséquences sur le Brexit ?

Le Royaume-Uni est plongé dans une crise politique profonde. Les conservateurs et les travaillistes ont été sanctionnés par les électeurs. Le grand vainqueur est le parti du Brexit de Nigel Farage. Boris Johnson a donc le vent en poupe pour succéder à Theresa May. Toutefois, rien n'est acté. La démission de Theresa May prendra effet le 7 juin. La procédure de recherche d'un successeur débutera le 10 juin. Theresa May restera en fonction jusqu'à la fin de la procédure. Les candidats ne manquent pas. Nous devrions être fixés fin juillet au plus tard. Il convient de noter que les partis résolument opposés au Brexit (tels que les Libéraux démocrates) ont également obtenu de bons résultats aux élections, ce qui accentue la polarisation de la situation politique et donne peut-être même un argument supplémentaire aux partisans d'un second référendum. Il convient également de rappeler que les 27 pays de l'UE devront être unanimes le 31 octobre s'ils souhaitent valider une nouvelle extension du délai de sortie, qui n'est donc pas chose acquise. Dans ce contexte, la probabilité que le Royaume-Uni quitte l'UE sans accord s'est renforcée et il est donc nécessaire de continuer à s'y préparer tant au niveau national qu'au niveau des entreprises. **Au final, tout est encore possible :** Brexit sans accord, nouvelles élections, nouveau référendum, nouvelle extension de l'article 50, sans oublier qu'il n'est pas exclu que le gouvernement britannique puisse simplement révoquer l'article 50. La seule bonne nouvelle est que les partis protestataires/populistes européens sont de moins en moins nombreux à militer en faveur d'une sortie de l'euro (qui impliquerait une sortie de l'UE). La crise britannique serait-elle en train de les dégriser ?

« Le Royaume-Uni est plongé dans une crise politique profonde et toutes les options restent ouvertes »

« Malgré d'importantes déceptions en 2018, les chiffres du premier trimestre 2019, supérieurs aux prévisions, ont montré que les craintes d'une récession étaient probablement exagérées »

Quelles sont les principales forces et faiblesses des économies européennes et de la configuration politique de l'Europe dans le contexte des disputes commerciales en cours ?

Malgré d'importantes déceptions en 2018, les chiffres du premier trimestre 2019, supérieurs aux prévisions, ont montré que les craintes d'une récession étaient probablement exagérées, notamment en Allemagne, et que, si le secteur manufacturier est sous pression, il n'a, à ce jour, pas contaminé le reste de l'économie. La demande intérieure conserve sa vigueur.

L'Europe reste néanmoins vulnérable et ce, pour trois raisons :

- 1) **d'un point de vue économique, la crise a divisé la zone euro en deux parties** dont l'une est en situation de plein emploi et l'autre où la croissance est trop récente et le chômage encore élevé. Cette situation risque de revenir au premier plan si le ralentissement s'aggrave.
- 2) **d'un point de vue politique**, les dirigeants et les populations de la zone euro sont beaucoup plus divisés qu'ils ne l'étaient il y a quelques années. D'un côté, l'Europe du Sud est convaincue qu'on lui a imposé une austérité excessive, tandis que de l'autre, l'Europe du Nord est préoccupée par le fait que certaines réformes à venir puissent mettre son épargne en danger.
- 3) **d'un point de vue international**, le monde est désormais multipolaire et divisé. Pendant la crise de la dette souveraine, nos principaux partenaires (États-Unis et Royaume-Uni) nous ont aidés à sauver l'euro. Les gouvernements de ces pays ont, depuis, changé et personne ne sait comment leurs dirigeants réagiraient lors d'une prochaine crise. En outre, l'Europe accumule de plus en plus de retard par rapport aux États-Unis et à la Chine en ce qui concerne les nouvelles technologies ayant des retombées géopolitiques majeures.

Les Européens doivent donc trouver le moyen de surmonter leurs divergences pour renforcer l'Europe (sécurité et défense commune, architecture économique et financière de la zone euro). En ce qui concerne le commerce, ils devront parvenir à parler d'une seule voix.

Quels seront les principaux thèmes macroéconomiques et géopolitiques directeurs pour l'avenir de l'Union européenne à l'issue de cette élection ?

Les économistes sont nombreux à souligner les lacunes de la zone euro et la nécessité d'un budget commun. Un budget qui, en cas de choc grave affectant un ou plusieurs États membres, pourrait contribuer à stabiliser leurs économies. Un tel budget, alimenté par les contributions nationales, permettrait le soutien de l'activité lorsqu'un pays est confronté à une crise, seul ou avec le reste de la zone euro, limitant le recours à des réformes douloureuses. Cela impliquerait des transferts financiers vers les économies dans le besoin, contrairement au Mécanisme européen de stabilité (MES), créé pendant la crise pour proposer des prêts aux États en crise en échange de plans de réformes structurelles. Si ce budget de la zone euro est uniquement consacré à la stabilisation, il ne sera pas nécessaire qu'il soit très élevé. Les fluctuations à petite échelle continueraient d'être supportées par les économies nationales. Enfin, l'accès à ce fonds pourrait être conditionné au respect des règles budgétaires (afin d'éviter l'aléa moral).

Bien que cela puisse être regrettable, il devient de plus en plus clair qu'un budget de stabilisation en zone euro est loin de voir le jour. Il est donc impératif de s'efforcer d'améliorer les mécanismes du marché. **L'Union des marchés des capitaux obtient un large consensus.** Les Européens doivent promouvoir la discipline et le partage des risques. Cela permettrait de mieux orienter l'épargne abondante en zone euro (l'épargne excédentaire sur les investissements s'élevait à 340 milliards d'euros en 2018) vers des besoins d'investissement concrets tels que la transition énergétique, l'innovation numérique ou le développement des petites et moyennes entreprises. Cela faciliterait également l'ajustement macroéconomique dans la zone euro. En effet, des marchés de capitaux intégrés permettraient d'amortir les chocs asymétriques de l'Union monétaire. Lorsque l'actionariat d'une société est très diversifié géographiquement, les profits et les pertes sont également largement répartis. Ainsi, aux États-Unis, notamment, on estime que, grâce aux marchés des capitaux, près de la moitié de l'impact des chocs économiques est réparti entre les différents États, plus que par

« Il devient de plus en plus clair qu'un budget de stabilisation en zone euro n'est pas prêt à voir le jour : en revanche, l'Union des marchés des capitaux fait l'objet d'un large consensus »

des transferts budgétaires. Dans la zone euro en revanche, une part de seulement 10 % d'un choc économique s'amortit par le partage privé des risques.

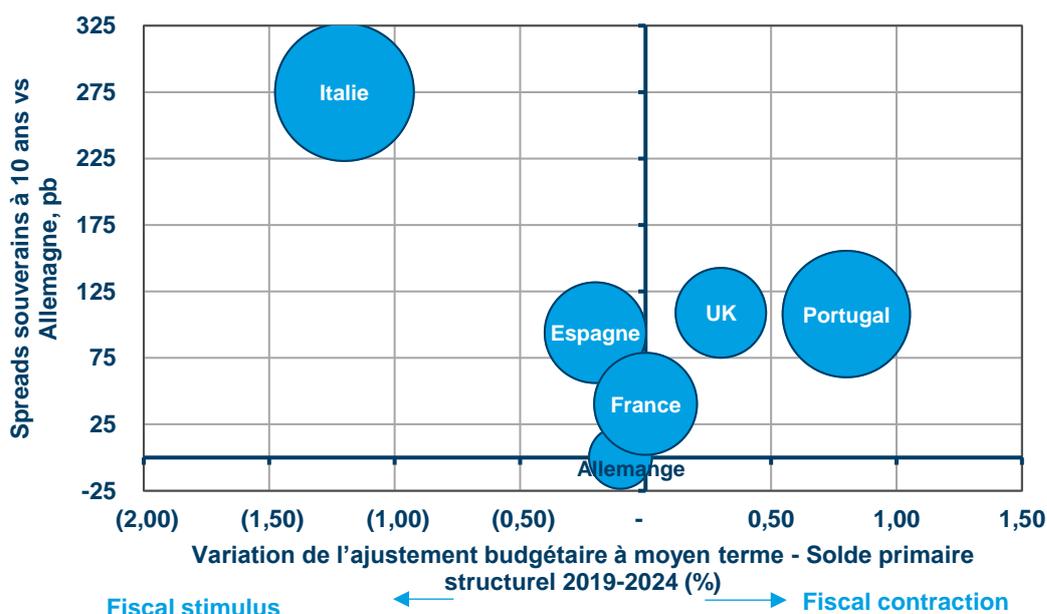
CONSÉQUENCES POUR LES OBLIGATIONS

Des voix se sont récemment élevées en zone euro pour réclamer davantage de mesures de relance budgétaire. Quelles pourraient être les conséquences à court et moyen terme pour les marchés obligataires en euros ?

Les élections européennes se sont déroulées dans un contexte de croissance économique modérée. Des politiques budgétaires plus souples ont déjà largement été mises en œuvre. Ces appels en faveur d'un renforcement des mesures de relance budgétaire traduisent le sentiment que l'Europe a besoin de plus de soutien à un moment où les instruments de politique monétaire sont plus limités. L'assouplissement des politiques budgétaires se traduit par un creusement du déficit budgétaire et la détérioration du ratio de la dette au PIB, ce qui, à long terme, est peu propice aux marchés obligataires. À plus court terme, les conséquences pour les marchés obligataires peuvent être très différentes d'un pays à l'autre de la zone, en fonction des spécificités des différents pays. L'Allemagne dispose évidemment d'une marge de manœuvre bien plus importante que l'Italie par exemple et les pays les plus endettés sont exposés à des tensions sur leurs taux d'intérêt. Si une telle tendance persistait, les anticipations d'inflation se verraient renforcées, mais s'accompagneraient également d'une fragmentation plus importante dans l'ensemble de la zone.

« Un assouplissement prolongé de la politique budgétaire pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation et accroître la fragmentation et les opportunités de sélection »

Éparpillement du tableau budgétaire de certains membres de l'UE... et sa prise en compte par le marché



Source : Bloomberg, données au 27/5/2019, IMF Fiscal Monitor Database avril 2019. La taille des bulles représente la dette publique en pourcentage du PIB.

Dans le contexte d'une telle fragmentation, l'espace obligataire offre de nombreuses opportunités de sélection. Parmi les obligations des pays périphériques, nous préférons l'Espagne et le Portugal à l'Italie. En matière de crédit, nous sommes optimistes sur les titres industriels, mais pas pour valeurs cycliques, et nous restons prudents sur le secteur automobile allemand. Nous percevons du potentiel dans les valeurs financières, en particulier les banques, mais restons prudents sur les banques italiennes.

« Italie : faible menace à court terme mais attentisme, car le débat budgétaire va prendre une place centrale »

La pression s'est récemment renforcée sur la dette italienne sur fond d'infraction potentielle aux règles budgétaires de l'UE. Comment abordez-vous la dette italienne ?

Nous avons adopté une position modérément prudente sur la dette italienne qui va faire face à des mesures budgétaires potentiellement plus fortes, des déficits plus importants dans un contexte de croissance du PIB lente (négative au second semestre de l'année dernière), et peut-être même une procédure pour déficit excessif par la Commission européenne. Ces éléments pourraient mettre les spreads des BTP sous pression et accroître la volatilité, sans parler de la réaction des agences de notation et des dommages supplémentaires causés aux banques italiennes. Même si nous ne pensons pas que la menace soit très importante à court terme (l'Italie et l'UE pourraient, en effet, trouver un accord sur une orientation budgétaire plus souple), nous préférons rester attentistes.

Vous attendez-vous à un répit pour l'euro maintenant que les élections européennes sont derrière nous ?

La réaction du marché concernant l'euro est restée très limitée, car les résultats s'avèrent conformes aux attentes et n'ont pas changé la donne. Les principaux enjeux demeurent le profil de la croissance économique, l'évolution du paysage politique européen après les élections dans chaque pays, le besoin accru de mesures de relance et l'impact des menaces qui sont encore d'actualité comme les droits de douane ou le Brexit. Le contexte actuel ne laisse pas présager une reprise soudaine de l'euro.

« Les élections sont loin d'être un facteur déterminant pour les marchés européens et l'euro »

CONSÉQUENCES POUR LES ACTIONS

Les élections européennes étant derrière nous, vous attendez-vous à une amélioration du sentiment des investisseurs en actions vis-à-vis de l'Europe et pourquoi ?

Oui, la simple tenue des élections devrait lever une incertitude, même si certaines de leurs retombées doivent encore se matérialiser : la nouvelle Commission et le nouveau président de la BCE doivent encore être élus. Or, ce sont là des étapes cruciales pour l'Union européenne dans les années à venir. Nous pensons que le Brexit et les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine - deux interrogations qui ne sont toujours pas résolues - représentent un risque accru pour le sentiment en Europe.

Comment les investisseurs pourraient-ils profiter des opportunités offertes par les actions européennes dans les mois à venir ?

Nous pensons qu'il existe encore des opportunités dans les compartiments plus cycliques des actions européennes. Les entreprises exposées aux marchés nationaux, en particulier, devraient bénéficier d'une stabilisation des indicateurs économiques et d'une éventuelle reprise au second semestre. En outre, parmi les segments les plus défensifs, nous voyons quelques opportunités sélectives dans les secteurs de la santé et des télécommunications. L'économie européenne, de toute évidence, est très exposée au commerce mondial et sera donc affectée par l'évolution des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine.

« Notre société sera confrontée, à moyen ou long terme, à des défis qui nécessiteront une réponse de la part des entreprises : l'Europe est bien positionnée pour progresser dans cette direction »

Voyez-vous des thèmes d'investissement qui pourraient faire surface en réaction au nouvel environnement politique ?

Notre société sera confrontée, à moyen et long terme, à certains défis qui nécessiteront une réponse de la part des entreprises. Pour la troisième année consécutive, les événements climatiques extrêmes dus au changement climatique occupent la première place dans le rapport sur les risques mondiaux présenté à Davos - et en 2019, les deuxième et troisième places ont été attribuées respectivement à la non-atténuation du changement climatique et aux catastrophes naturelles. L'ampleur du défi est considérable et la solution devra être multidimensionnelle. Les excellents résultats obtenus par les Verts lors des élections montrent clairement que ces thèmes suscitent de plus en plus d'intérêt parmi les populations de nombreux pays. Les entreprises européennes sont de plus en plus sensibilisées au défi climatique et de nombreuses entreprises ont pris des mesures importantes pour y faire face. C'est là un domaine dans lequel nous avons de fortes convictions pour l'avenir.

L'ESG, de notre point de vue, est une tendance structurelle qui gagne du terrain auprès des entreprises et des investisseurs. Les entreprises européennes présentent de bons bilans ESG d'un point de vue relatif, mais il leur reste encore beaucoup à faire. De plus en plus d'éléments suggèrent que les entreprises qui travaillent sur les fondamentaux ESG ont tendance à surperformer le marché. Nous sommes convaincus qu'il s'agit là d'un axe prioritaire et une source d'opportunités pour les investisseurs dans les années à venir.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIIU) s'appuie sur l'expertise de son Directeur des investissements et sur les compétences d'Amundi en matière de placements afin de fournir des analyses et des outils concrets adaptés aux besoins des investisseurs. Alors que les investisseurs sont aujourd'hui exposés à de nombreuses sources d'informations, nous aspirons à devenir le partenaire privilégié de nos clients et à les aider à prendre des décisions d'investissement éclairées en leur apportant des informations régulières, claires, opportunes, intéressantes et pertinentes.

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management et datent du lundi 27 mai 2019.

La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle.

Corrélation : degré d'association entre deux ou plusieurs variables ; en finance, il s'agit du degré dans lequel les prix d'actifs ou de classes d'actifs ont évolué les uns par rapport aux autres. La corrélation s'exprime selon un coefficient de corrélation qui varie de -1 (toujours dans la direction opposée) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours dans la même direction).

Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management, et sont soumises à modification à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, il n'existe aucune garantie que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil d'investissement, une recommandation de titre ou comme une indication de réaliser une opération pour le compte d'un produit Amundi Asset Management. Il n'existe aucune garantie que les prévisions de marché abordées seront réalisées ni que ces tendances vont se poursuivre. Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction du marché et d'autres conditions. Par ailleurs, il n'existe aucune garantie que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Les investissements comportent certains risques, notamment politiques et de change. Le retour sur investissement et la valeur du principal peuvent varier à la hausse ou à la baisse et aboutir à la perte de la totalité du capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une invitation à vendre des unités de fonds d'investissement ou des services.

Date de première utilisation : [mardi 28 mai 2019](#).

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des investissements
