
Gare au retour de la zone euro !

Londres – Le 27 février 2019



La croissance dans la zone euro avait, en 2017, dépassé les attentes pour s'établir à 2,5 %, soit son niveau le plus élevé depuis dix ans, et ce, sous l'effet conjugué de la dynamique de la demande intérieure et de la robustesse des exportations nettes soutenues par l'accélération synchronisée de l'activité mondiale. Cette croissance a, ensuite, connu un ralentissement inattendu au cours de la seconde moitié de l'année 2018 sous l'effet d'une croissance mondiale en perte de vitesse sensible. Divers facteurs « non récurrents » ont également contribué à un sentiment de ralentissement plus sévère encore : la mise en œuvre de nouvelles normes antipollution dans l'industrie automobile et ses conséquences sur la production automobile en Allemagne, la crise des « gilets jaunes » en France venue enrayer la consommation privée et, enfin, les tensions entre Rome et Bruxelles autour du budget italien, avec, à la clef, un resserrement des conditions du crédit. **L'année 2018 s'étant terminée sur une note atone, l'heure est au pessimisme à l'égard de la zone euro en 2019 à en juger par les anticipations de la plupart des observateurs et investisseurs.**

Or, 2019 devrait être un assez bon cru. En effet, **la contribution négative des exportations nettes se stabilise et la demande intérieure se raffermi, portée par des hausses notables du pouvoir d'achat.** Les chiffres positifs des nouvelles commandes pour l'industrie manufacturière allemande en provenance de la zone euro, reflètent une dynamique sous-jacente de l'investissement qui demeure stable et propice à une reprise de la production industrielle au cours des prochains mois. En janvier 2019, les exportations japonaises et chinoises vers la zone sont également restées bien orientées, signe d'une demande intérieure soutenue. Le rebond de la confiance des ménages, en janvier, en Italie comme en France, va également dans ce sens, avec un regain d'intérêt pour les achats importants dans l'ensemble de l'Union Economique et Monétaire. **La vigueur persistante du marché du travail, en termes d'embauches nettes comme de croissance salariale, conjuguée au coup de pouce de la baisse des prix de l'énergie,** devrait en outre permettre une accélération de la demande intérieure privée au cours des six premiers mois de l'année par rapport au second semestre 2018. Si l'on ajoute à cela un certain assouplissement des politiques budgétaires avec de nouvelles baisses d'impôts en Allemagne, une hausse du salaire minimum en France et en Espagne, et l'introduction du revenu universel en Italie, la demande finale au sein de l'Union pourrait s'avérer sensiblement supérieure aux attentes actuelles. Alors que les actifs de l'UEM intègrent aujourd'hui dans leurs prix un risque de récession, un choc macroéconomique aussi positif serait susceptible de déclencher un retournement complet de la prime de risque.

Au cours des derniers mois, le net accroissement des stocks de produits finis s'est accompagné d'un repli des nouvelles commandes au plan mondial, suivant une dynamique récessionniste classique pour le secteur manufacturier. La correction en cours dans l'industrie manufacturière constitue un marqueur-clé d'une mutation durable de l'ordre économique mondial. **Premièrement, le repli de la mondialisation, le déclin du multilatéralisme et le tassement de la croissance potentielle en Chine sont autant de signes d'un recul relatif de l'industrie manufacturière par rapport aux services.** Deuxièmement, dans la phase actuelle du cycle conjoncturel aux **États-Unis et en Europe, la consommation des ménages devrait, selon les anticipations, être bien plus forte dans les services que dans les produits manufacturés.** Pour corroborer ce qui précède, des enquêtes montrent également que les investissements sont davantage axés sur les technologies que sur les machines-outils et les équipements traditionnels. Globalement, sous l'effet de cette dynamique tant conjoncturelle que structurelle, les produits manufacturés se trouvent ainsi relégués au second plan de l'économie mondiale. Une telle évolution a des conséquences notables sur la dynamique

économique relative entre les régions et au sein de ces dernières. Les **États-Unis et la zone euro sont des économies relativement fermées** (les échanges commerciaux n’y représentent, respectivement, que 16 % et 21 % du PIB) avec une contribution limitée de l’industrie manufacturière, toujours rapportée au PIB (environ 14 %). À l’inverse, **les pays du Nord-Est asiatique sont des économies très ouvertes, dont le secteur manufacturier est largement développé**. En conséquence de quoi, les États-Unis et la zone euro devraient dorénavant surperformer l’Asie. Au sein de l’UEM, les pays à la plus faible intensité manufacturière devraient combler leur retard sur l’Allemagne, renforçant ainsi la convergence économique dans la région. La sous-performance relative de l’Asie, conjuguée à la convergence en Europe, devrait ainsi alimenter la **surperformance des actifs risqués de la zone euro par rapport à ceux des pays asiatiques et des marchés émergents**. Or, curieusement, les flux financiers récents, le positionnement actuel et les anticipations des investisseurs sont orientés dans le sens opposé. C’est là une raison supplémentaire d’anticiper une surperformance soudaine et prononcée des marchés européens.

Sur le front politique, il faut aussi probablement s’attendre, en 2019, à un changement de positionnement relatif inter- et intra-régions. Les États-Unis entrent lentement mais sûrement en période de précampagne en vue de l’élection présidentielle de 2020. La perspective d’une victoire d’un **candidat démocrate de gauche devrait faire peser un léger risque de politique intérieure sur les actifs américains**, les hausses d’impôts et le durcissement de la réglementation financière figurant en tête des priorités des démocrates. En Chine, le **président Xi Jinping se retrouve dans une impasse politique, tant au plan international que national**. La conclusion d’une trêve, quelle qu’en soit la forme, dans la guerre commerciale avec les États-Unis, a inévitablement un arrière-goût d’humiliation pour le président Xi et pour le « grand rêve chinois » dont il est porteur. De plus, les politiques nationales, que les entrepreneurs et PME locales appellent de leurs vœux en vue de restaurer une certaine confiance dans l’économie, sont incompatibles avec le manifeste économique du président chinois, qui porte au pinacle les champions nationaux (principalement les entreprises publiques) dans l’espoir de les voir conquérir le monde. La politique extérieure du président Xi comme sa politique intérieure font l’objet d’une contestation croissante au sein du Parti communiste, qui n’augure rien de bon à l’approche du 30^{ème} anniversaire des manifestations de la place Tian’anmen.

S’il est une région où le risque politique a de bonnes chances de reculer sensiblement en 2019, c’est bien l’Europe. Premièrement, on devrait y voir plus clair sur le **Brexit** vers le milieu de l’année, les élections européennes faisant office de date limite impérative. Un report temporaire est possible dans les limites de ce délai et l’issue la plus probable est que l’accord de Theresa May, retoqué sur la question du fameux « *backstop* » (ou *filet de sécurité permettant d’éviter le retour d’une frontière « dure » en Irlande*), sera adopté à la dernière minute, et à une très légère majorité, par le Parlement britannique. En l’état actuel des choses et compte tenu des récents revers essuyés par le Parti Travailleiste dirigé par Jeremy Corbyn, qui a enregistré une chute dans les sondages ainsi que les défections de certains députés, les élections anticipées ont de bonnes chances d’être remportées par le Parti Conservateur. Hors cette source d’incertitude persistante, **le pic du risque politique dans le reste de l’UE est probablement derrière nous**. En Italie, les dommages économiques et politiques que l’actuelle coalition populiste pouvait causer, l’ont déjà été. **L’Italie** est le seul pays de l’UEM où les conditions de crédit sont devenues plus restrictives au quatrième trimestre 2018, conséquence directe de la prime de risque politique liée à l’actuelle coalition. La bataille avec Bruxelles sur le budget 2019 a, elle aussi, déjà eu lieu, le gouvernement italien finissant par concéder un objectif de déficit plus acceptable. L’économie italienne a payé ce bras de fer avec la Commission Européenne au prix fort, et ce, avant les **élections européennes de mai 2019**. Désormais, la situation ne peut que s’améliorer sur tous les plans ou presque. La politique budgétaire devrait y contribuer, et de nouvelles élections en Italie devraient aboutir à une évolution politique positive. Les élections prochaines s’annoncent moins problématiques que prévu : les 10 % de progression attendue des

« partis populistes », conjugués à une hausse de 5 % des partis centristes, ne devraient, en effet, pas modifier sensiblement la majorité détenue par les europhiles au Parlement de Strasbourg.

Les actifs risqués européens bénéficient d'un alignement des planètes qui a rarement été aussi favorable, à l'exception, peut-être, de la fin des années 1990. Leurs valorisations se situent à des niveaux extrêmes. Le positionnement du marché est incroyablement baissier, et les anticipations concernant les risques politiques et économiques atteignent des sommets. Plus important encore, ils ont quasiment disparu des écrans-radar de la plupart des opérateurs de marché. Leur piètre performance au cours de l'année écoulée a été si dommageable pour les investisseurs de long terme que la déception générale s'est muée en aversion collective. Au-delà de toutes les bonnes raisons manifestes déjà mentionnées, une telle aversion collective à l'égard de ces actifs constitue probablement l'argument le plus convaincant en leur faveur. C'est la raison pour laquelle leurs **rendements devraient vraisemblablement être aussi explosifs qu'ils le furent à la fin des années 1998 et 1999**. Les signes précurseurs sont, en effet, très similaires.

Publié par H2O AM à Londres, le 27 février 2019

Le présent document s'adresse à des clients professionnels. Il ne saurait être utilisé à d'autres fins que celles auxquelles il est destiné, ni être reproduit, distribué ou transmis en totalité ou en partie à des tiers sans l'autorisation écrite et préalable de H2o Asset Management LLP. Ce document a été élaboré uniquement à des fins d'information. Il s'agit d'une présentation conçue et créée par la société H2o Asset Management LLP à partir de sources qu'elle juge fiables. H2o Asset Management LLP décline toute responsabilité en cas de décision prise ou non sur la base des informations contenues dans le présent document ou en cas d'utilisation, quelle qu'elle soit, desdites informations pouvant être faite par un tiers.

Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

H2O ASSET MANAGEMENT LLP

Société de gestion de portefeuille de droit anglais
Autorisée et régulée par le Financial Conduct Authority (FCA)
Enregistrée sous le n°529105
Siège social : 10 Old Burlington Street - London W1S 3AG
www.h2o-am.com

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

RCS Paris n° 453 952 681,
43 avenue Pierre Mendès-France
75648 Paris cedex 13,
Société anonyme au capital de €178 251 690
www.im.natixis.com

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.