

Le club des nostalgiques de la grandeur passée

Le vote en faveur du « Brexit » et l'élection de Donald Trump en 2016 ont été interprétés comme des résultats empreints de dynamiques politiques et sociales similaires. Au Royaume-Uni, les habitants aspiraient à regagner une souveraineté pleine et entière, et un plus grand contrôle de l'immigration. Le Royaume-Uni a fait le choix de l'indépendance, au risque de perdre toute influence sur la scène géopolitique, dans un monde dominé par des grands blocs régionaux. Aux Etats-Unis, l'immigration a également joué un rôle important, car nombreux sont ceux qui estimaient que le pays ne recevait pas sa juste part des accords et des engagements extérieurs en vigueur. Ainsi, les Etats-Unis espèrent renouer avec leur suprématie économique passée, en se basant sur une vision nationaliste à court-terme aux dépens du système actuel qui structure les relations internationales. Si le « Brexit » suscite de l'incertitude quant au devenir du Royaume-Uni, l'élection de Donald Trump soulève de nombreuses questions sur l'ordre mondial pour tout investisseur international. En effet, **le « Brexit » ne concerne que les actifs britanniques alors que la présidence Trump joue un rôle central pour la plupart des actifs mondiaux.**

Le programme de la nouvelle administration américaine est en fait relativement clair : une relance budgétaire via des baisses d'impôt, moins de réglementation, des projets d'infrastructure ; une réforme permettant au système fiscal américain d'être plus compétitif, et la renégociation au cas par cas des accords commerciaux. La Maison-Blanche et le Congrès à majorité républicaine sont en phase sur la plupart de ces points ; aussi, l'on peut s'attendre à ce qu'ils se concrétisent à un moment ou à un autre. **Le programme de la nouvelle administration est positif pour la croissance et l'inflation américaines.** Il implique une **normalisation plus rapide de la politique monétaire de la Fed, un dollar fort et une rotation des obligations vers les actions.** Le marché a farouchement adhéré à ces thèmes au lendemain de la victoire de Trump. Toutefois, depuis le début de l'année, les investisseurs semblent dubitatifs. L'incertitude quant au calendrier et à l'ampleur de ces réorientations politiques a refroidi leur enthousiasme initial. Les positions sont en train d'être revues. Les acteurs à court terme et les sceptiques séculaires s'en vont. La mécanisation des marchés intervenue au cours des dernières années, sous l'effet de la réglementation et de la suprématie de la gestion des risques aux dépens des rendements, a rendu toute source d'incertitude à court terme presque insupportable. L'année 2016 en est la preuve. Les événements ont été considérés, *ex-ante*, comme extrêmement graves, mais se sont révélés négligeables, *ex-post*, pour tout investisseur avec un horizon de placement supérieur à quelques semaines. Rien n'a changé en 2017. **L'incertitude entourant le programme et la personnalité de Donald Trump a réussi à faire perdre de vue la situation d'ensemble aux investisseurs. L'heure est venue de reconsidérer la situation objectivement.**

Dans le cadre d'une dynamique de contre-choc pétrolier, les forces reflationnistes ont suivi le point bas du prix du pétrole, atteint il y a un an. Ces mêmes forces positives ont commencé à surprendre à partir de la fin du 1er trimestre 2016, alors même que les inquiétudes à l'égard de l'imminence d'une récession aux États-Unis étaient grandes. Elles se sont également révélées être insensibles au vote en faveur du « Brexit ». Cette reflation sous-estimée existait déjà bien avant l'élection américaine. Les participants sur les marchés et les autorités monétaires ont fait preuve d'une extrême prudence jusqu'à cette élection, comme si le monde était au bord de la déflation. La victoire surprise de Trump a provoqué une réévaluation, attendue de longue date, de la reflation. Toutefois, le biais déflationniste n'a pas entièrement disparu. Certains considèrent la reflation comme n'étant subordonnée qu'à l'expansion budgétaire aux États-Unis. Ceux là-

même sont aujourd'hui très désireux de déboucler leurs positions. Cette situation devrait être à l'origine de fantastiques opportunités d'achat. **L'économie américaine connaît le plein emploi, elle est portée par une dynamique solide et elle devrait probablement se voir offrir un nouveau coup de fouet par des baisses d'impôt et une expansion budgétaire en 2018.** Il ne fait aucun doute que la croissance et l'inflation peuvent survivre à une telle combinaison.

Une reflation locale plutôt que mondiale

Une certaine confusion semble régner sur la nature de la dynamique reflationniste. L'accélération de l'inflation globale au niveau mondial, sous l'effet de la stabilisation du prix du pétrole autour des 40-60 dollars après son point bas de février 2016, est souvent qualifiée de « reflation mondiale ». Or, il s'agit en réalité d'une **sortie de la désinflation transitoire, interprétée à tort comme de la déflation durant la majeure partie de 2016.** Ce malentendu est important pour l'avenir dans la mesure où la « reflation mondiale » devrait prendre fin d'ici mars 2017, lorsque les effets de base liés au prix du pétrole seront susceptibles de culminer. Une nouvelle accélération de l'inflation mondiale n'interviendra que si les prix des matières premières renouent avec une tendance haussière durable. Or, et même si un rebond du prix du pétrole est attendu à très court terme, la production se trouve relancée dès lors que le prix du baril atteint les 50 dollars, comme en témoigne la forte augmentation du nombre de puits de pétrole aux États-Unis depuis la mi-2016. **Cela devrait empêcher l'émergence de toute réelle tendance haussière, capable d'alimenter une inflation engendrée par les matières premières.** Outre la plus forte élasticité des prix de l'offre du pétrole, il convient également de prendre en compte les aspects liés à la demande dans les perspectives du prix du pétrole. Le ralentissement devrait se poursuivre en 2017 en Chine, surtout via le secteur de la construction, privant de ce fait les matières premières d'un soutien de longue date. Contrairement au modèle classique des reprises mondiales où les conditions initiales sont identiques dans tous les pays et toutes les régions, et où l'accélération de la croissance dans les pays développés ouvre la voie à une augmentation des prix des matières premières en raison de la reprise durable dans les pays émergents, **les cycles économiques des pays développés et émergents sont aujourd'hui désynchronisés.** La Chine fait face à une période prolongée de croissance inférieure à 8 %, tandis que les pays développés entrent à peine dans la dernière phase de leur propre cycle économique où la croissance et l'inflation accélèrent. Une telle configuration ressemble à celle de la fin des années 90, lorsque les prix des matières premières ne s'étaient pas réellement remis de la crise asiatique, alors que les pays développés enregistraient quant à eux une croissance vigoureuse.

L'absence de risque à la hausse des prix des matières premières ne tient même pas compte du possible revirement de la politique commerciale de Donald Trump. Toute impulsion en faveur de la mondialisation est propice à des pressions durables sur les prix des matières premières, dans la mesure où la délocalisation vers les pays plus gros consommateurs de matières premières devient la règle. Tout repli sur soi, consistant à tourner le dos à la mondialisation, a l'effet inverse. Pour autant qu'on puisse en juger, cela devrait exercer des pressions baissières sur les prix des matières premières. Si l'on ajoute à cela le fait que les États-Unis sont un producteur énergétique de plus en plus important et l'engagement de Donald Trump à supprimer les contraintes réglementaires imposées au secteur, on peut même dès lors **s'inquiéter du risque baissier entourant le prix du pétrole par rapport à ses niveaux actuels.** Tout cela ne laisse planer qu'un risque limité de reflation mondiale à l'avenir.

L'inflation devrait provenir des pays où le rapport entre l'offre et la demande est tendu, à savoir les pays non-producteurs de matières premières et non-mondialisés. Le cœur de l'analyse découle des mesures de l'écart de production dans les différents pays. Tant les niveaux que les dynamiques divergent de façon saisissante entre les pays développés et émergents. **Les plus grands pays émergents ont hérité de capacité de production excédentaire** de leur récente et profonde récession (Russie, Brésil et

Argentine), de leur ralentissement attendu (Mexique) ou de leur tendance baissière prolongée (Chine). A l'inverse, les États-Unis présentent des signes de tensions du marché du travail, de pressions salariales et d'un risque inflationniste haussier, et ce, dans le contexte d'une accélération de la croissance en 2017. Même si la capacité de production est encore excédentaire dans certains pays d'Europe, l'écart de production devrait progressivement se résorber, compte tenu du rythme de la croissance par rapport à son potentiel. Il est à noter que la réglementation plus stricte du marché du travail en Europe rend la dynamique du marché du travail (baisse du chômage) plus importante que le niveau de l'écart de production (le niveau du chômage par rapport au niveau d'équilibre) pour la formation de tensions inflationnistes locales. C'est ce que les économistes appellent « l'effet d'hystérèse ». **La véritable reflation n'est ni mondiale, ni tirée par les matières premières. Elle est localisée dans les pays développés et résulte de tensions entre l'offre et la demande des produits et services les moins commercialisables de ces économies.** Les États-Unis ont un temps d'avance sur l'Europe et le Japon à cet égard. C'est pourquoi le financement en dollar américain risque encore de devenir plus cher au cours de l'année à venir. Cela serait une fois encore un énorme problème pour les pays qui se voient imposer des conditions de financement en dollar tels que les pays émergents, mais beaucoup moins pour l'Europe et le Japon qui jouissent de financements indépendants dans leurs propres devises.

L'enthousiasme actuel pour la « reflation mondiale » a soutenu les devises des pays producteurs de matières premières et les actifs des marchés émergents, surtout dans un contexte marqué par des investisseurs cherchant à éviter l'Europe avant l'élection présidentielle française d'avril-mai. A partir de mars, l'effet de base lié au pétrole devrait se faire moindre et discréditer ainsi la nature « mondiale » de la reflation. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente aux États-Unis devrait se renforcer compte tenu de la vigueur de l'économie en 2017. **Tout d'abord un phénomène propre aux États-Unis, cette reflation « locale » devrait également gagner l'Europe continentale et le Japon plus tard en 2017 ou en 2018. La méprise entre la reflation « mondiale » et « locale » devrait se dissiper à mesure que le risque politique en Europe perd de son acuité,** plus probablement après l'élection présidentielle française au début du mois de mai. Les stratégies de valeur relative entre les régions (l'Europe, les pays producteurs de matières premières et les pays émergents) devraient permettre aux portefeuilles internationaux d'offrir des ratios d'information attractifs en 2017.

La dernière possibilité d'un coup de théâtre politique : le 7 mai

Le rejet du référendum en Italie a constitué la première nouvelle rassurante pour toute personne préoccupée par le risque de voir des partis « anti-establishment » arriver au pouvoir et remettre en question l'appartenance de l'Italie à l'UME et à l'UE. De plus, la Cour constitutionnelle italienne s'est définitivement prononcée contre le système de scrutin (à deux tours) pour la Chambre des députés, supprimant ainsi définitivement un tel risque aux prochaines élections législatives (probablement au 1er trimestre 2018). En particulier, sur la base des sondages d'opinion actuels, un système à un seul tour met la barre trop haute pour permettre aux partis « anti-establishment » de remporter une majorité à la Chambre des députés. De façon plus absolue toutefois, et quoi qu'il se passe à la Chambre des députés, le Sénat est toujours élu grâce à un mode de scrutin dominé par la proportionnelle, permettant ainsi aux partis traditionnels de rester aux commandes. Grâce au vote en faveur du non lors du référendum, le Sénat et la Chambre des députés demeurent donc sur un même pied d'égalité dans le cadre de la nomination du gouvernement et de l'adoption des lois. Ce faisant, dans l'éventualité peu probable de partis « anti-establishment » majoritaires à la Chambre des députés, ceux-ci seraient incapables de former un gouvernement ou de proposer des lois menaçant les engagements actuels à l'égard de l'UME et de l'UE. Les investisseurs cherchant à identifier les perturbations institutionnelles en Europe auraient donc aujourd'hui tort de se polariser sur l'Italie. Selon les sondages actuels, ils ne devraient pas non plus se tourner vers les **Pays-Bas** et l'**Allemagne**. Les partis d'extrême-droite, anti-immigration et « anti-

establishment » pourraient tout au plus remporter, respectivement, 20 % et 11 % du Parlement. Tous les autres partis ayant exclu de former une coalition avec ces partis d'extrême-droite, des **gouvernements pro-UE dans les deux pays sont quasiment garantis au jour d'aujourd'hui**.

La principale inconnue pour les investisseurs demeure donc celle d'une victoire du parti d'extrême-droite, le Front National (FN), au **second tour de l'élection présidentielle française**. La candidate du FN, Marine Le Pen, fait la course en tête dans les sondages au premier tour ; elle a donc de grandes chances de figurer au second tour. Ses rivaux probables sont toujours censés remporter le second tour, mais avec un écart qui ne permet pas d'exclure complètement une victoire du FN. Son fort taux de rejet devrait toutefois rendre extrêmement difficile une victoire finale. Pour autant, l'abstention pourrait être suffisamment élevée pour faire du second tour une bataille électorale serrée. Les investisseurs pourraient ainsi bien devoir attendre jusqu'au 7 mai afin d'y voir plus clair sur le risque politique en Europe. Au même titre que le référendum sur le « Brexit » et l'élection présidentielle aux États-Unis, l'élection présidentielle française est devenue le centre de l'attention des investisseurs en 2017. Si un Président pro-UE ressort des urnes à l'issue de l'élection présidentielle, le feu serait alors au vert pour les actifs risqués européens actuellement victimes d'une importante prime de risque politique. **Dans l'éventualité peu probable où Marine Le Pen deviendrait Présidente, rien ne se passerait toutefois avant les élections législatives**. En effet, le système de scrutin et l'absence de proportionnelle pour l'élection des députés français en juin à la suite de l'élection présidentielle laisserait à coup sûr le FN bien loin d'une majorité. Si l'on en croit les sondages, le FN ne pourrait espérer qu'un maximum de 10 % de députés au Parlement lors des élections législatives de juin. **Tout comme en Italie, c'est bel et bien une paralysie politique qui est le scénario-catastrophe pour la France, et non une sortie de l'UE ou de l'UME**. En effet, il n'y aurait ni moyen démocratique ni juridique pour remettre en question les engagements européens avec un Parlement pro-Europe en place.

Le plus probable est que la France paierait alors le prix de l'incertitude politique via un durcissement des conditions financières, comme ce fut le cas en Italie entre mi-2011 et 2013, agissant comme un triste rappel à la réalité pour la population et les politiciens. **Une présidence Le Pen entraînerait le chaos en France, mais très probablement à très court terme uniquement**. En effet, les changements institutionnels prônés par le FN et craints par certains institutionnels ne se produiraient pas. Le risque d'un éclatement de l'UE serait ainsi beaucoup plus ténu que celui redouté à l'heure actuelle. Une fois au pouvoir, les partis populistes et « anti-establishment » ne peuvent que perdre leur soutien. De par les coûts économiques et sociaux de leurs politiques impraticables, ils finissent par être contraints de se plier à la réalité du monde en revenant à des politiques conventionnelles et perdent ainsi les voix protestataires des électeurs désespérés. **Comme en Grèce et en Espagne, une victoire de Le Pen serait un mal à court terme pour la France et l'UE, pour un bien plus important à long terme**. Les 40 % d'électeurs protestataires auraient ainsi tenté leur chance et il ne resterait plus alors qu'aux 60 % d'électeurs réformistes de l'emporter sur un horizon à moyen terme à l'issue d'une crise de brève durée. Les investisseurs ne devraient pas prêter autant d'attention aux prophètes de malheur à l'égard de l'Europe et considérer l'histoire et les institutions comme des éléments clés dans leurs analyses.

Dans l'éventualité la plus probable d'un Président français partisan de l'Europe, non seulement le risque politique au sein de l'UE s'évaporerait, mais elle ouvrirait également la voie à une **nouvelle dynamique européenne de la part de gouvernements fraîchement élus (Pays-Bas, France et Allemagne) pour les années à venir**. Les États-membres seraient plus enclins à s'unir sous les bannières de l'EU et de l'UME afin de relever les défis internationaux actuels, comme notamment la défense, l'immigration en provenance des pays en dehors de l'UE, le terrorisme, le « Brexit » et les relations avec la Russie et avec la nouvelle administration américaine. Pour les investisseurs, le risque basculerait soudainement de la désintégration de l'UE à tous les autres préoccupations en dehors de l'UE. En d'autres termes, **l'UE se transformerait en**

un bloc plus intégré et en une source de stabilité géopolitique et économique, offrant ainsi une meilleure visibilité et, par là même, des actifs plus sûrs pour les investisseurs internationaux.

Gardez un œil sur le 7 mai, mais ne négligez pas l'énorme potentiel haussier offert par les actifs européens dans l'éventualité de l'issue la plus probable. Enfin, les investisseurs réserveraient probablement un bon accueil à une telle possibilité dans la mesure où ils accumulent actuellement des positions, en partie par défaut, en vertu de thèmes qui ont toutes les chances d'être mis à très rude épreuve après l'été par la relance budgétaire aux États-Unis, l'accélération du rythme de la normalisation de la politique de la Fed et l'extrême fragilité de la Chine sous l'effet des sorties de capitaux. En d'autres termes, **2017 devrait être une année en deux temps et, par là même, offrir d'intéressantes opportunités d'arbitrage au sein des différents thèmes et des différentes régions.** Une fois encore, une grande partie de la création d'alpha devrait découler de l'interprétation faite de la mécanisation des marchés et de la façon dont elle divise l'année en sous-périodes. **Arbitrer les contraintes des autres, ne pas réagir de manière excessive aux péripéties à court terme et garder un œil objectif sur la situation globale** devraient permettre aux investisseurs de bénéficier de bonnes performances en 2017.

Publié à Londres, le 24 février 2017.

Ce document est destiné à des clients professionnels. 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 l'autorisation préalable et écrite de H2O Asset Management LLP. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par H2O Asset Management LLP à partir de sources qu'elle estime fiables. H2O Asset Management LLP 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. H2O Asset Management LLP, 10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, United Kingdom. H2O Asset Management LLP est autorisée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority (FCA), et enregistrée sous le numéro 529105.

Mentions légales

Le présent document a été rédigé par H2O Asset Management LLP. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Ce document est fourni uniquement à des fins d'information aux Clients Professionnels et/ou non Professionnels, ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. 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.

Dans l'U.E. francophone Le présent document est fourni par NGAM S.A. ou sa filiale NGAM Distribution. 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 :** Le présent document est fourni par NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse : Le présent document est fourni uniquement à fin d'information par NGAM, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich. Certains fonds de H2O AM LLP ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les fonds enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés «Informations clés pour

l'investisseur», les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 101, CH-8066 Zurich.

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. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management 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.

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.

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

H2O ASSET MANAGEMENT LLP :
10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, United Kingdom, Management Company n°529105 FCA.
www.h2o-am.com

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT S.A. :
RCS Paris n° 453 952 681,
21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris,
Société anonyme au capital de €178 251 690.
www.ngam.natixis.com