

Nicolas Sopol
Senior Macro Strategist

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

Élections françaises : la géopolitique domine la campagne

Les 10 et 24 avril prochains, la France élira son nouveau président dans un contexte marqué par une guerre aux confins de l'Europe. Emmanuel Macron semble en passe d'être réélu pour un second mandat. Quelles sont les implications pour l'économie et pour les marchés financiers ?

Ce qu'il faut savoir

- Le scénario que nous privilégions (un second mandat pour Macron) ne devrait impacter que modérément les marchés. En revanche, la victoire surprise d'un candidat « outsider » provoquerait un choc considérable, entraînant une baisse de l'euro et du CAC 40 ainsi qu'une hausse des rendements obligataires français. Malgré des risques de « Frexit » limités, un tel scénario introduirait alors une prime de risque politique pour la France en raison de risque de tensions accrues avec l'UE.
- L'importance de ces élections dépasse largement le cadre de la France. Compte tenu des tensions géopolitiques et du caractère toujours plus multipolaire du monde aujourd'hui, notre scénario privilégié nous laisse penser que la France sera le moteur essentiel d'une nouvelle Europe plus autonome dans de nombreux secteurs.
- La France est susceptible de galvaniser le soutien aux investissements pour soutenir l'offre à travers l'Europe. Deux secteurs devraient en bénéficier selon nous : d'une part, les énergies renouvelables et plus généralement la « transition verte » et, d'autre part la défense et la technologie.

Le scrutin présidentiel en France est le principal événement politique de 2022 au sein de la zone euro. Les Français devront décider de changer ou pas de chef des armées alors qu'une guerre fait rage sur le sol européen. La position de la France compte énormément, aussi bien en Europe que dans le monde. Récemment, le président Emmanuel Macron a tenté de jouer un rôle diplomatique de premier plan visant à empêcher l'entrée en guerre de la Russie contre l'Ukraine et reste l'un des principaux médiateurs entre Volodymyr Zelensky et Vladimir Poutine pour tenter de négocier un accord de paix.

Un quinquennat de crise

Le quinquennat d'Emmanuel Macron a été marqué par une succession de crises de longue durée. Tout président rencontre des difficultés, mais les manifestations des gilets jaunes (en raison de la durée du mouvement et de la violence de certaines manifestations), la pandémie (en raison de sa durée et de ses conséquences économiques et sociales) et la guerre en Ukraine menée par la Russie (en raison de sa proximité avec l'Europe et de ses conséquences économiques) ont amené Emmanuel Macron à ajuster en cours de route son programme de réformes initial.

C'est peut-être la raison pour laquelle sa cote de popularité a évolué en deux temps durant son quinquennat. Elle a d'abord diminué au cours de la première année de son mandat pour atteindre son plus bas niveau lors des manifestations des gilets jaunes fin 2018. La gestion de la crise du Covid et la solide reprise économique de la France qui s'en est suivie ont alors dopé sa cote de popularité, qui a continué d'augmenter après l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Nous anticipons une réaction modérée dans le cadre de notre scénario de référence, mais percevons, à plus long terme, des répercussions notables

Figure 1 : Cote de popularité de Macron

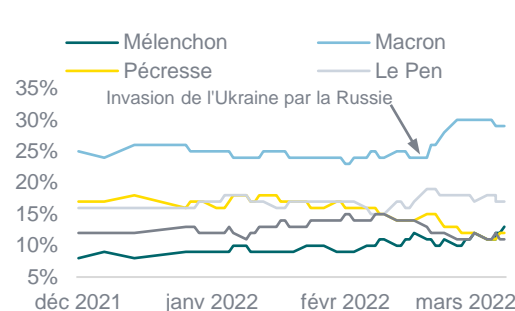
Une évolution en deux temps (moyenne mobile sur 21 jours)



Source : Quintet, BVA, Harris Interactive, Ifop, Odoxa, Ipsos

Figure 2 : Intentions de vote au premier tour

Les sondages laissent entrevoir un second tour entre Macron et Le Pen



Source : Quintet, OpinionWay

Généralement secondaire dans l'esprit des Français, le thème de la géopolitique a plus récemment dominé la campagne présidentielle et aura probablement un impact sur le résultat final, pour deux raisons principales. Tout d'abord, d'après les sondages, les candidats qui manquent d'expérience sur la scène internationale semblent avoir peu de crédibilité dans ce domaine et jouir d'un « statut présidentiel » limité aux yeux des Français. De ce point de vue, le pro-européen Emmanuel Macron répond à ce critère, tandis que Valérie Pécresse est elle peu exposée à l'international. Ensuite, la guerre en Ukraine a affaibli la position d'Éric Zemmour, jusqu'alors le principal concurrent d'Emmanuel Macron, en raison de son soutien à Vladimir Poutine. Marine Le Pen a quant à elle été plus épargnée, ayant rapidement pris ses distances avec Vladimir Poutine.

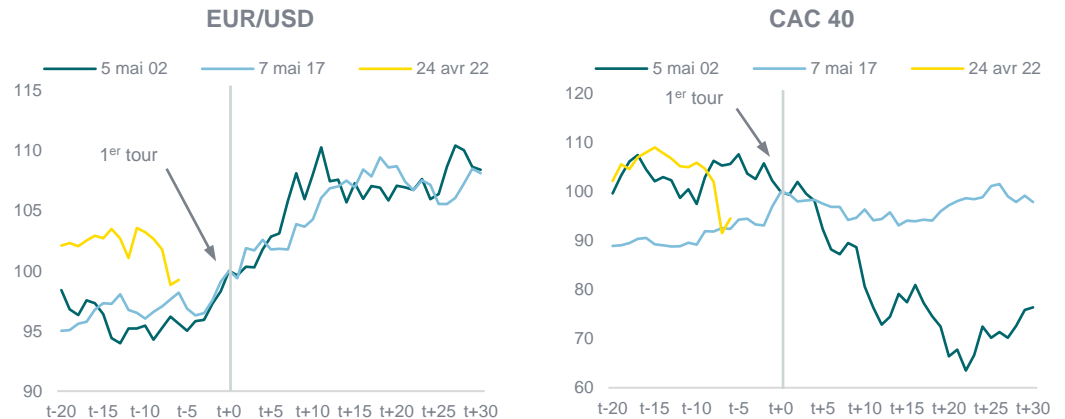
La baisse des intentions de vote en faveur d'Éric Zemmour et de Valérie Pécresse a quelque peu profité au candidat de gauche Jean-Luc Mélenchon, pourtant bien disposé à l'égard du Kremlin. La course pour le prétendant au second tour était très serrée avant le conflit, mais Marine Le Pen devrait être aujourd'hui la rivale la plus probable d'Emmanuel Macron. Quel que soit son adversaire au second tour, Macron semble en mesure de l'emporter selon les sondages, même si son avance sur Marine Le Pen s'est quelque peu réduite fin mars, avec un risque croissant de forte abstention.

À quoi faut-il s'attendre comme réaction de la part des marchés ?

Nous anticipons une réaction modérée dans le cadre de notre scénario privilégié. La victoire d'Emmanuel Macron a été en grande partie prise en compte, et la guerre est devenue le principal moteur de fluctuation des marchés. Par le passé, lorsqu'un candidat traditionnel affrontait un candidat d'extrême droite (J. Chirac contre J.M. Le Pen en 2002, E. Macron contre M. Le Pen en 2017), l'euro se redressait après le premier tour, les marchés anticipant la défaite du candidat « outsider » (cf. figure 3). Cette fois, nous pensons que l'euro restera sous pression à court terme dans la mesure où l'Europe est plus exposée au conflit russe que les États-Unis et également car la Banque centrale européenne (BCE) est beaucoup plus accommodante que la Fed. Toutefois, à long terme, l'euro pourrait bénéficier d'une plus grande cohésion européenne.

Figure 3 : Performance lors d'élections au cours desquelles un candidat d'extrême-droite atteint le second tour

Les marchés continueront à être influencés par l'évolution du conflit plutôt que par les élections (rebasé à 100 le jour du premier tour).



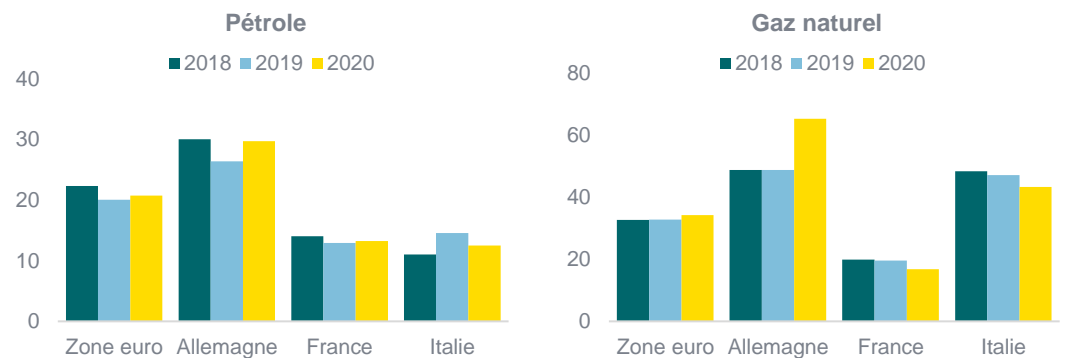
Source : Quintet, Refinitiv. Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Quant aux actions, elles suivent généralement les tendances mondiales. En 2002, l'éclatement de la bulle technologique aux États-Unis faisait chuter le CAC 40. En 2017, l'indice a progressé sous l'effet de la reprise globale. En 2022, le CAC a déjà rebondi depuis début mars dans la mesure où (hormis dans un scénario de conflit généralisé) la plupart des incertitudes liées à la guerre ont déjà été prises en compte. À plus long terme, une envolée des investissements stimulerait les actions, les secteurs de l'énergie (nucléaire et durable), de la défense et de la santé étant susceptibles d'en profiter le plus.

En revanche, une victoire de Marine Le Pen engendrerait une prime de risque politique compte tenu que les relations de la France avec l'UE pourraient se compliquer, entraînant une hausse des rendements obligataires (risque accru et hausse de la dette) ainsi qu'un repli de l'euro et du marché boursier.

Figure 4 : Importations d'énergie depuis la Russie

La France est moins dépendante que ses voisins européens (% du total)



Source : Quintet, Eurostat

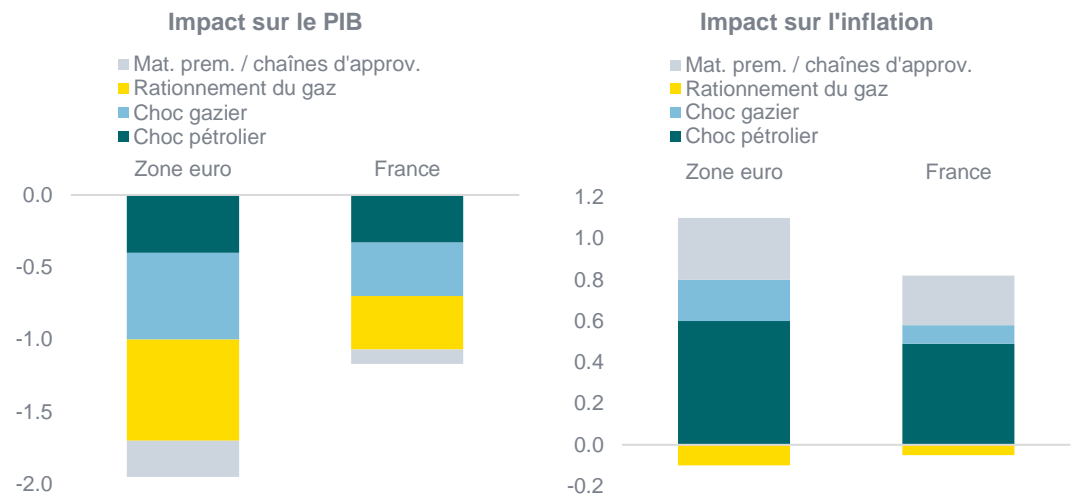
Au moment des élections, les Français ont tendance à se concentrer sur le pouvoir d'achat

La géopolitique a chamboulé la campagne

Au moment des élections, les Français ont tendance à se concentrer sur le pouvoir d'achat. Ce phénomène est encore plus marqué en 2022 dans un contexte de guerre menée par la Russie. L'inflation avait déjà augmenté depuis le début de la pandémie de Covid-19. Elle est aujourd'hui amplifiée par le conflit, avec une flambée des prix de l'énergie, des métaux et des produits agricoles, ce qui pèse autant sur les ménages que sur les entreprises. L'Europe et la France sont fortement dépendantes du pétrole et du gaz russes. La zone euro importe respectivement 21 % et 34 % de son pétrole et de son gaz naturel de Russie. La France est néanmoins légèrement moins exposée, avec seulement 13 % et 17 % de son pétrole et de son gaz naturel provenant de Russie.

Figure 5 : Impact des chocs énergétiques/de matières premières sur le PIB et l'inflation

Compte tenu de son profil en matière d'importation d'énergie, la France est légèrement plus épargnée par la guerre (pp)



Source : Analyse de Quintet, BCE, OCDE, FMI, Goldman Sachs, Refinitiv

Par conséquent, l'impact de la flambée des prix de l'énergie sur l'économie pourrait être moins important en France que dans le reste de la zone euro, ce qui est confirmé notre analyse qui estime l'impact d'un baril de pétrole à 130 USD pendant un an, d'une augmentation de 50 % des prix du gaz, d'un rationnement de 50 % du gaz en provenance de Russie et d'autres tensions sur les matières premières et les chaînes d'approvisionnement. Un tel choc pourrait réduire d'environ un point de pourcentage (pp) le PIB de la France en 2022, mais de près du double celui de la zone euro. Quant à la hausse de l'inflation, elle pourrait atteindre 1 pp dans la zone euro et un peu moins en France (0,8 pp). Une récession reste toutefois peu probable compte tenu des tendances sous-jacentes robustes de la croissance, du soutien fiscal et de l'attitude accommodante de la BCE.

Figure 6 : Propositions politiques des principaux candidats

Hausse des dépenses du côté « offre » de l'économie ; priorité à l'énergie et à la défense, même si les solutions varient.

	Axe principal	Économie		Finances publiques	Géopolitique		Dév. durable / Énergie
		Croissance	Emploi		UE	Défense	
Pécresse	Sécurité-Justice-Immigration	Baisse de la fiscalité des entreprises, simplification des processus et des autorisations pour les entreprises	Suppression de la semaine de travail de 35 heures, liberté de négociation du temps de travail	Réduction de la dette à 100% du PIB	Réexamen du pacte de stabilité et de l'objectif de 3% de déficit public	Budget de la défense > 2% du PIB	Indépendance énergétique (et en matière de produits agricoles)
Le Pen	Sécurité et immigration	Création d'un fonds souverain et réorientation de l'épargne vers l'activité économique	Soutien à l'entrée des jeunes dans la vie active et augmentation des salaires	Baisse de la TVA à 5% sur les produits énergétiques et remboursement de la dette	Affirmation de la supériorité du droit français sur le droit européen, mais pas de Frexit	Augmentation du budget de la défense à 55 milliards EUR (2,5% du PIB)	Arrêt et démantèlement des parcs éoliens + soutien au nucléaire, à l'hydroélectricité et à l'hydrogène
Macron	Cohésion sociale	Dépenses en faveur de l'innovation	Objectif de plein emploi, allongement du temps de travail, relocalisation de la production	Baisse des impôts, suppression de la redevance audiovisuelle	Promotion de l'indépendance énergétique, de l'autonomie technologique et de l'autonomie stratégique de l'Europe	Budget de la défense = 2% du PIB, modernisation de l'armée française (y compris cyberdéfense) et renforcement des capacités des armées européennes	Hausse des dépenses dans les énergies renouvelables, l'énergie nucléaire et l'agriculture, nationalisation du groupe public de distribution d'électricité EDF
Zemmour	Grand remplacement	Création d'un fonds souverain	Limitation de la délocalisation des emplois de service	Hausse des salaires et des petites retraites, suppression de la redevance audiovisuelle, baisse des impôts de production, baisse des impôts pour les PME	Prééminence de toute nouvelle loi nationale sur le droit européen existant, contrôle des frontières françaises	Augmentation du budget de la défense à 70 milliards EUR d'ici 2030 (3% du PIB)	Soutien à l'énergie nucléaire, arrêt de tout futur projet de parc éolien
Mélenchon	Sixième République	Élaboration d'indicateurs de progrès humain pour aligner les objectifs économiques sur les objectifs de bien-être	Réduction du temps de travail, abaissement de l'âge de la retraite à 60 ans	Retrait de la dette publique des marchés financiers et taxation des transactions sur les marchés financiers	Recours aux clauses de désengagement pour s'opposer aux lois européennes	Émancipation vis-à-vis de l'OTAN, indépendance accrue de la France	100% renouvelable : sortie des énergies fossiles et du nucléaire

Source : Quintet, programmes des candidats

Dans ce contexte, un certain nombre de mesures politiques devraient être prises pour atténuer les répercussions du conflit (cf. figure 6). Une certaine forme de soutien fiscal est probable, quel que soit le candidat (hausse des dépenses et/ou baisse des impôts). Le gouvernement actuel du Premier ministre Jean Castex a par exemple déjà présenté en mars un plan de résilience économique et sociale ciblant les secteurs et les entreprises exportatrices les plus exposés. Parmi ces mesures figurent une réduction de 15 centimes d'euros par litre de carburant hors taxes entre le 1^{er} avril et le 31 juillet, une aide financière pour les entreprises dont la facture pétrolière et

Les énergies renouvelables pourraient aussi en profiter

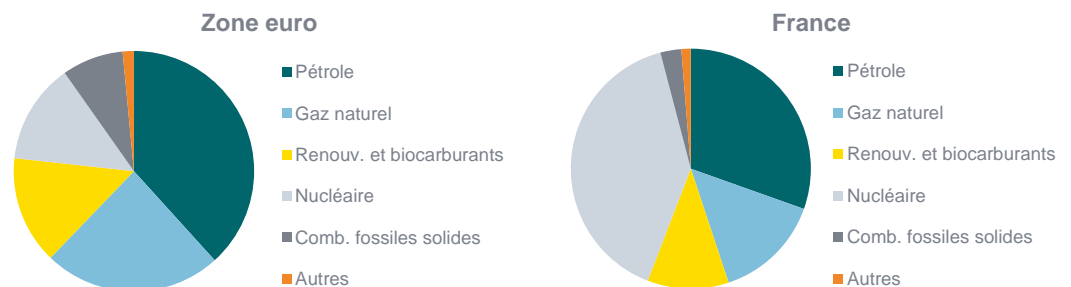
gazière représente au moins 3 % du chiffre d'affaires, ainsi qu'un soutien à des secteurs spécifiques comme la pêche, l'agriculture, la construction et les transports.

Si le conflit venait à persister, d'autres mesures seraient probablement prises. Emmanuel Macron a cependant déclaré qu'il limiterait l'ampleur des mesures de relance à un niveau inférieur à celles prises lors de la pandémie, la France ayant adopté à l'époque une stratégie du « quoi qu'il en coûte » pour limiter les effets négatifs du Covid. Des fonds du plan de relance de l'UE pour la pandémie sont également en cours de décaissement. En cas de victoire d'un candidat populiste, le soutien budgétaire pourrait être plus important.

À plus long terme, la guerre entre la Russie et l'Ukraine devrait stimuler les investissements économiques axés sur l'offre, les pays commençant à produire une part plus importante de ce qu'ils consomment. Et la France pourrait bien être le fer de lance de cette « révolution » en Europe. Le secteur de l'énergie sera sans doute le premier concerné compte tenu du besoin urgent d'accélérer la diversification énergétique et de réduire les émissions de CO₂. Le pays dispose déjà d'un bouquet énergétique à faible intensité de CO₂ grâce à l'étendue de son parc nucléaire (qui représente environ 70 % de la production d'électricité en France), mais il compte aller plus loin. Quelques jours avant le début du conflit, Emmanuel Macron avait déjà annoncé un plan prévoyant la construction d'au moins six réacteurs nucléaires, et peut-être huit autres, dans le cadre de la dernière stratégie nationale de réduction des émissions de CO₂.

Figure 7 : Bilan énergétique brut disponible

L'Europe dépend des combustibles fossiles, la France de l'énergie nucléaire (% du total)

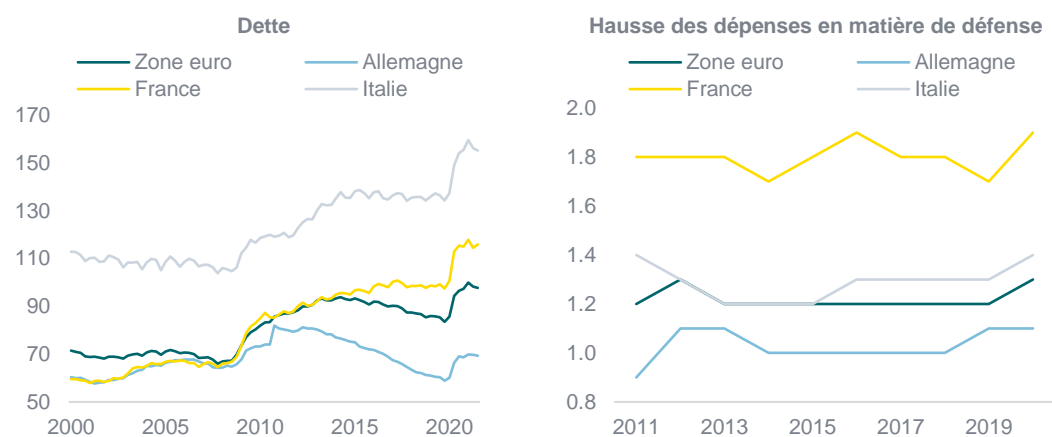


Source : Quintet, Eurostat

Les énergies renouvelables pourraient aussi en profiter. Réduire la consommation d'énergie du pays et sa dépendance à l'égard des combustibles fossiles et augmenter sa production d'énergie sans carbone constitue une stratégie permettant d'atteindre l'objectif de zéro émission nette en 2050. Les entreprises actives dans les domaines de l'efficacité et de la modernisation des réacteurs existants et des énergies renouvelables ainsi que dans l'optimisation et la flexibilité des réseaux électriques afin de maintenir la sécurité de l'approvisionnement en électricité et un bilan carbone limité feront probablement l'objet d'une forte hausse des investissements. Parallèlement, la relocalisation de la production est déjà en cours dans le secteur de la santé depuis la pandémie (notamment la relocalisation de la production de paracétamol pour réduire une grande dépendance vis-à-vis de la Chine et de l'Inde).

Figure 8 : Dette et budget défense

Le budget défense pourrait ouvrir la voie à une plus grande cohésion européenne (en % du PIB).



Source : Quintet, Eurostat

Le secteur de la défense pourrait lui aussi y trouver son compte et être le vecteur d'une plus grande cohésion européenne. En effet, de nombreux États membres estiment qu'il sera plus facile de faire face aux dépenses si les efforts sont partagés. Lors de la crise du Covid, la perspective d'une plus grande cohésion budgétaire s'était déjà dessinée avec l'émission conjointe d'obligations dans le cadre du fonds de relance de l'UE (800 milliards EUR). L'invasion de l'Ukraine par la Russie pourrait donc susciter une plus grande intégration. Mais le chemin vers l'union budgétaire risque d'être encore long et tortueux.

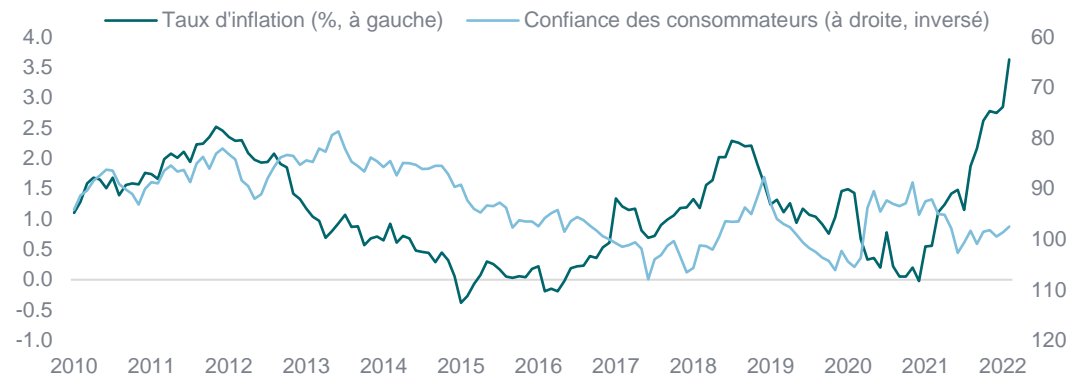
Environ 10% des sommes du fonds de relance lié à la pandémie ont été décaissées jusqu'à présent, ce qui signifie que l'argent peut désormais être aussi affecté à la lutte contre les répercussions de la guerre. La mise en place d'une action coordonnée reste incertaine, les États membres étant divisés sur les meilleures options pour freiner la flambée des prix de l'énergie. Bien que les pays du Nord aient tendance à être réticents vis-à-vis d'une hausse de la dette, tous les États membres ont convenu d'augmenter leurs dépenses en matière de défense (l'Allemagne s'est par exemple engagée à dépenser plus de 2 % de son PIB contre 1,1 % en 2020). En France, à l'exception de Mélenchon, la plupart des candidats prévoient de porter les dépenses de défense à 2 % ou plus du PIB (1,9 % du PIB en 2020). Une armée européenne pourrait par ailleurs peut-être un jour être créée et financée conjointement.

Quoi qu'il en soit, les ventes conjointes d'obligations, que ce soit à des fins énergétiques ou de défense, pourraient constituer un signal fort de la cohésion européenne, conférant également aux titres européens le statut d'alternative incontestable aux bons du Trésor américain en tant qu'actifs de réserve mondiaux, ce qui soutiendrait l'euro. Les écarts de taux des pays périphériques, qui ont tendance à se creuser lorsque l'aversion pour le risque augmente, sont restés relativement stables depuis le début de la guerre, soulignant la résilience de la région.

Lors de la crise du Covid, la perspective d'une plus grande cohésion budgétaire s'était déjà dessinée avec l'émission conjointe d'obligations dans le cadre du fonds de relance de l'UE. L'invasion de l'Ukraine par la Russie pourrait susciter une plus grande intégration

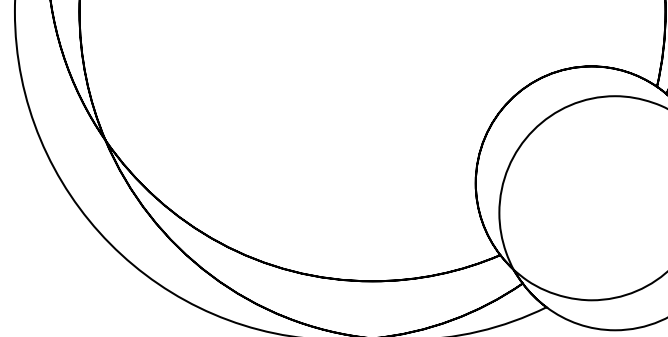
Figure 9 : Confiance des consommateurs et taux d'inflation

Les coûts de transition élevés risquent-ils d'entraver la mise en œuvre des politiques ?



Source : Quintet, Eurostat

En conclusion, la contribution des investissements publics et privés à la croissance devrait selon nous dépasser les niveaux pré-pandémiques au cours des prochaines années. Les coûts liés à la transition pourraient toutefois être élevés, avec une inflation supérieure à son niveau d'avant la pandémie, compliquant ainsi la mise en place des réformes annoncées. Une grogne sociale pourrait alors resurgir, comme ce fut le cas lors des manifestations des gilets jaunes. L'impact de ce mécontentement pourrait être contenu grâce à un soutien plus marqué de la part du nouveau gouvernement.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Quintet Danmark (Danemark) et Quintet Luxembourg (Luxembourg). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 28 mars 2022 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Tous droits réservés.