

Situation politique en France : et maintenant ?



VINCENT MORTIER
Directeur des Gestions,
Groupe Amundi



MONICA DEFEND
Directrice de l'Amundi
Investment Institute

Avec la contribution de :

**VALENTINE
AINOUZ**
Responsable de la
recherche sur les
stratégies
obligataires, Amundi
Investment Institute

**CLAUDIA
BERTINO**
Responsable
édition et
publication, Amundi
Investment Institute

**DIDIER
BOROWSKI,**
Responsable de la
recherche sur les
politiques
macroéconomiques,
Amundi Investment
Institute

ERIC MIJOT
Responsable de la
stratégie actions
mondiales, Amundi
Investment Institute

**MAHMOOD
PRADHAN,**
Responsable de la
macroéconomie
mondiale, Amundi
Investment Institute

- **Contexte** : les désaccords sur le budget 2025 de la France ont provoqué une certaine volatilité des marchés. Le Premier ministre Michel Barnier a proposé un budget qui visait à réduire le déficit à 5 % en 2025 et à le ramener sous la barre des 3 % en 2029, un plan jugé crédible par la Commission européenne. Il a invoqué l'article 49.3 pour adopter le budget de la sécurité sociale sans vote parlementaire, mais les partis d'opposition ont ensuite renversé le gouvernement en adoptant une motion de censure. Le président Macron est maintenant à la recherche d'un nouveau Premier ministre. Plusieurs scénarios sont possibles, **mais le cadre institutionnel français garantit qu'une loi de finances sera promulguée quel que soit le résultat**. Selon nous, la reconduction de celle de 2024 est probable.
- **Impact sur le marché** : cette phase d'incertitude politique pèse sur les actifs français et la volatilité à court terme devrait se poursuivre, mais **nous ne prévoyons pas de contagion car il n'y a pas de risque pour la viabilité de la dette**. L'économie française reste résiliente et l'inflation est sur une trajectoire baissière.
- **Perspectives sur les obligations d'État françaises** : récemment, le coût de la dette française a augmenté par rapport à la dette allemande, l'écart de rendement entre les OAT françaises et les Bunds allemands dépassant légèrement le pic de l'été de 80 points de base. **Le marché de la dette française se caractérise par sa liquidité et sa profondeur**, ce qui fait des obligations d'État françaises un choix intéressant pour les investisseurs mondiaux. **Toutes les grandes agences de notation ont réaffirmé la qualité de la notation de la France**, S&P maintenant son évaluation à « AA-/A-1+ » avec une perspective stable (le 29 novembre). **Les obligations françaises bénéficieront de l'environnement favorable aux obligations européennes dans le contexte de la politique d'assouplissement de la Banque centrale européenne (BCE) et du ralentissement de l'inflation**. Étant donné que le niveau actuel des spreads tient déjà compte de l'incertitude persistante, tout nouvel élargissement de ceux-ci pourrait constituer un point d'entrée intéressant pour les investisseurs sur le long terme.
- **Perspectives sur les actions françaises** : la récente sous-performance de l'indice CAC40 est largement liée à sa composition, qui est fortement pondérée par les valeurs de consommation discrétionnaire et de produits de luxe, et comporte des allocations plus faibles aux secteurs financier et technologique qui ont enregistré les meilleures performances récemment. Nous pensons que les actions françaises finiront par rebondir avec la croissance des bénéficiaires.

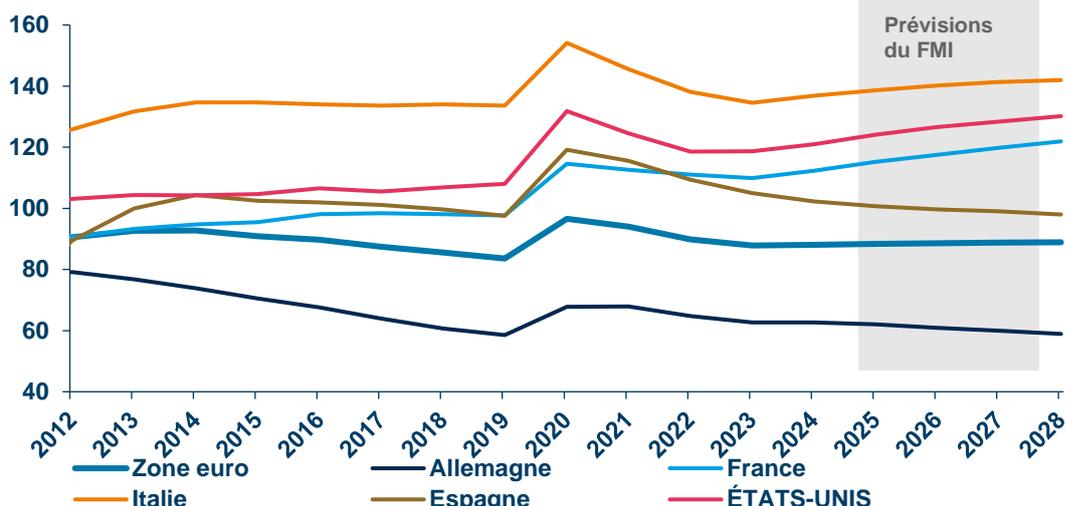
Quelles sont les récentes évolutions de la politique française ?

La situation budgétaire de la France s'est détériorée après la crise du Covid. La dette publique en pourcentage du PIB dépasse désormais les niveaux de la zone euro, y compris l'Allemagne et l'Espagne, même si elle reste inférieure au ratio des États-Unis (qui dépasse 120 %).

Il est important de réduire progressivement le déficit public pour convaincre les investisseurs et les agences de notation que le gouvernement peut le ramener sous la barre des 3 % du PIB d'ici 2029 ; toutefois, l'absence de majorité parlementaire complique les choses, d'autant plus que la prévision de croissance du gouvernement de 1,1 % pour 2025 semble optimiste par rapport à notre prévision (actuellement de 0,9 %, mais avec des risques croissants de révision à la baisse). Si aucune mesure n'est prise, le déficit pourrait même dépasser les 7% du PIB selon le ministre du budget Laurent Saint Martin.

Le gouvernement, dirigé par Michel Barnier, a proposé un projet de budget pour 2025 visant à réduire le déficit à 5 % en 2025 et à le ramener sous la barre des 3 % en 2029. La Commission européenne a jugé ce plan conforme et « crédible », même si la France reste soumise à la procédure de déficit excessif de l'Union européenne.

Dettes publiques en % du PIB



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 2 décembre 2024.

Mais le gouvernement n'est pas parvenu à un accord sur le budget avec les partis d'opposition, dont le Rassemblement national (RN) dirigé par Marine Le Pen. Le Premier ministre français Michel Barnier a donc invoqué l'article 49.3 de la Constitution pour faire adopter la première partie du budget, le budget de la sécurité sociale (PLFSS), sans vote du Parlement. Bien que ce mécanisme permette au Premier ministre de faire avancer la législation sans vote, il permet également aux partis d'opposition de proposer une motion de censure. C'est ce qu'ils ont fait, et la motion a été adoptée hier soir.

« De multiples scénarios se dessinent, le plus probable étant que le budget 2024 soit reconduit en 2025 »

Et maintenant ? Quel impact sur le déficit ?

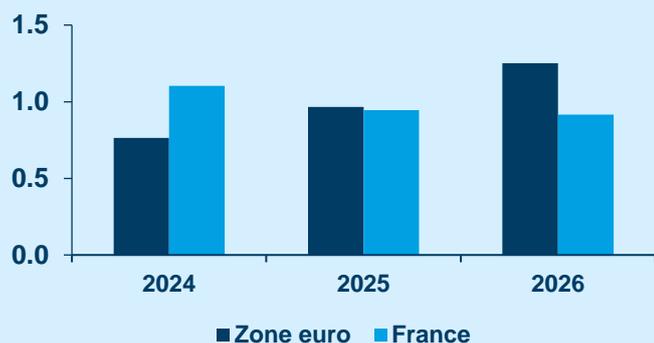
Nous vivons une période sans précédent. La Constitution n'a pas été rédigée pour faire face à une telle situation. À la suite du vote de défiance, il y a au moins trois scénarios possibles :

- 1. Le plus probable est un vote visant à prolonger le budget 2024 jusqu'en 2025 en vertu de l'article 45 de la Constitution.** Un tel vote pourrait être mené soit par un nouveau gouvernement, soit par le gouvernement actuel en tant qu'intérimaire. Dans ce scénario, nous pensons que le déficit augmenterait pour atteindre entre 6 % et 6,5 % du PIB. Les prélèvements fiscaux augmenteraient probablement, mais les dépenses de la sécurité sociale augmenteraient aussi probablement, ce qui maintiendrait le déficit à un niveau proche de celui de 2024.
- 2. Si le Parlement ne se prononce pas sur le budget dans un délai de 70 jours, le gouvernement peut recourir à l'article 47 de la Constitution pour adopter par ordonnance, sans vote, le budget 2025 proposé par M. Barnier.**
- 3. Le président Macron adopte un budget par décret, en invoquant l'article 16.** Ce scénario reste très improbable.

La procédure constitutionnelle devient extrêmement complexe, car les conditions de recours à certains articles et les délais sont sujets à diverses interprétations. En définitive, il appartiendra au Conseil constitutionnel de se prononcer sur la légalité de certaines dispositions qui pourraient être adoptées dans les semaines à venir. Un gouvernement démissionnaire chargé de gérer les affaires courantes peut prendre les mesures nécessaires à la « continuité de la vie nationale ». Cet impératif est fondamental dans la Constitution et devrait permettre d'adopter un budget avant le 31 décembre, sans qu'il soit encore possible d'en dire plus sur le contenu de ce budget (plusieurs options sont possibles). En dernier recours, si tous les efforts pour doter le pays d'un budget avant 2025 échouent, le Président pourra recourir à l'article 16 de la Constitution, qui lui confère (et à lui seul) des pouvoirs exécutifs exceptionnels pour une période limitée, sous réserve du contrôle du Conseil constitutionnel.

Perspectives économiques pour la France

Croissance du PIB réel (%)



Inflation (%)



Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 30 novembre 2024.

Une croissance résiliente en 2024, mais qui devrait ralentir en 2025

- L'économie française est restée relativement résiliente face au resserrement monétaire et à la baisse de la demande étrangère. La France devrait connaître une croissance de 1,1 % en 2024, portée par les Jeux olympiques, suivi par un ralentissement économique potentiellement marqué en 2025.
- Les exportations de marchandises de la France vers les États-Unis représentent 7,3 % du total des exportations (2023). L'impact des éventuels droits de douane américains pourrait être partiellement compensé par une demande intérieure bénéficiant de la désinflation et de l'assouplissement des conditions de crédit.

Une inflation sous contrôle

- Le processus de désinflation devrait se poursuivre en France ainsi que dans la zone euro.
- Le taux d'inflation (estimé à 2,6 % en 2024 avec une potentielle révision à la baisse) devrait ralentir à 2,0 % en 2025 (comme dans l'ensemble de la zone euro).

« La prime de risque politique devrait persister sur les marchés obligataires français »

Implications en matière d'investissement

Depuis l'annonce d'élections anticipées et la mise en place d'un nouveau gouvernement divisé, les actifs français ont été confrontés à une incertitude accrue, ce qui a entraîné des périodes de réaction excessive sur les marchés. L'incertitude sur la situation politique française a fait grimper l'écart de rendement des obligations françaises à 10 ans par rapport aux Bunds allemands à son plus haut niveau depuis 2012. Une certaine prime de risque politique devrait subsister en raison de l'incertitude persistante, mais nous ne prévoyons pas de contagion à l'ensemble de la zone euro. Si la France affiche une croissance résiliente, ses finances publiques s'affaiblissent, ce qui suggère que la prime de risque est plus susceptible de persister sur les obligations françaises que sur les actions. Ces dernières sont moins influencées par les facteurs nationaux, mais pourraient être plus sensibles aux évolutions des droits de douane américains.

Obligations : la volatilité devrait persister, avec des points d'entrée possibles pour les investisseurs

Récemment, le coût de la dette française a augmenté par rapport à la dette allemande, l'écart de rendement entre les OAT françaises et les Bunds allemands dépassant légèrement le pic de l'été de 80 points de base. Cette situation reflète l'incertitude politique persistante quant à la trajectoire de la politique budgétaire.

Malgré cela, le rendement de l'OAT à dix ans reste stable, autour de 3 %. Le contexte demeure très favorable à l'investissement obligataire. La demande d'obligations européennes est toujours forte : les investisseurs veulent profiter de la hausse des taux d'intérêt avant une nouvelle baisse de la BCE. Nous nous attendons à ce que la BCE continue à baisser ses taux directeurs. L'inflation globale est revenue proche de 2 % et la politique monétaire de la BCE est beaucoup trop restrictive pour l'activité économique européenne.

Les obligations françaises représentent une part importante du marché des titres souverains ou quasi-souverains de haute qualité. Le marché de la dette française se caractérise par sa liquidité et sa profondeur, ce qui fait des obligations d'État françaises un choix judicieux pour

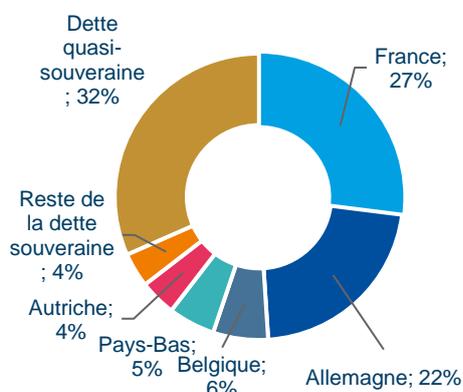
les investisseurs mondiaux (qui détiennent actuellement près de 55% de la dette souveraine française). Les principales agences de notation ont réaffirmé la qualité de la notation de la France, S&P maintenant son évaluation à "AA-/A-1+" avec une perspective stable (le 29 novembre).

En outre, l'écart de rendement entre l'Allemagne et les pays périphériques (tels que la Grèce, l'Italie, l'Espagne et le Portugal) reste stable. Les coûts de financement de ces derniers ont diminué. Les écarts de taux de ces pays sont proches des niveaux les plus bas enregistrés au cours des trois dernières années.

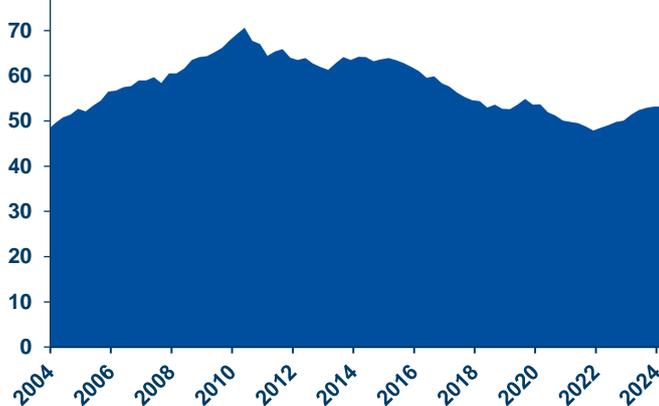
À l'avenir, nous nous attendons à ce que les marchés soient guidés par les trois thèmes principaux suivants : (1) le risque de dérapage budgétaire et d'instabilité politique ; (2) la politique monétaire de la BCE ; et (3) les prochaines mesures des agences de notation. À court terme, nous nous attendons à ce que la prime de risque politique persiste pour les obligations françaises. Il faut s'attendre à une plus grande volatilité des spreads si le gouvernement n'est pas en mesure de combler ses importants déficits budgétaires.

Les obligations françaises représentent une part importante du marché de la dette souveraine ou quasi-souveraine de haute qualité en euros, qui a la faveur des investisseurs internationaux

Part du marché de la dette souveraine et quasi souveraine AAA-AA en euros



Pourcentage de la dette publique française détenue par des non-résidents



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, Banque de France. Données au 30 septembre 2024. Le graphique de gauche montre la part du segment de marché des obligations souveraines et quasi-souveraines notées AAA et AA sur le marché ICE BofA Euro Broad à la fin juin 2024.

« Les obligations françaises bénéficient de l'environnement favorable aux obligations européennes dans un contexte d'assouplissement de la politique de la BCE et de ralentissement de l'inflation »

Si l'écart entre l'OAT française à 10 ans et le Bund allemand devait continuer à s'élargir, cela pourrait représenter un point d'entrée intéressant pour les investisseurs sur le long terme, tels que les compagnies d'assurance ou les fonds de pension. Cela leur permettrait d'obtenir un rendement plus élevé et de bénéficier d'une normalisation potentielle des conditions actuelles du marché. La BCE interviendrait probablement en cas de contagion et de risque de perturbation de la transmission de la politique monétaire de la BCE.

L'écart de rendement entre la France et l'Allemagne à 10 ans (Spread) à son plus haut niveau depuis 2012



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 4 décembre 2024

Dans ce contexte, les marchés du crédit restent assez résilients, les indices Euro Investment Grade et Euro High Yield n'ayant connu qu'un élargissement marginal de leurs spreads depuis les points bas atteints fin octobre.

Les actions françaises ont souffert, mais devraient rebondir en fonction de la croissance attendue des bénéfiques.

Les actions françaises ont souffert de cette incertitude politique, le CAC40 étant en territoire négatif depuis le début de l'année, à environ -4 %, alors que l'indice plus large Stoxx600 est à +7,6 % et que l'indice de référence allemand Dax est à +19 % depuis le début de l'année. L'écart de performance s'est considérablement creusé depuis l'annonce d'élections anticipées en France.

Performances des indices européens depuis le début de l'année



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Indices de prix en euros, données au 3 décembre 2024. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.

« Nous pensons que les actions françaises finiront par rebondir. Avec de meilleures perspectives en matière de bénéfiques, nous percevons des opportunités là où les prix du marché peuvent ne pas refléter la véritable valeur des entreprises »

L'annonce inattendue des élections législatives cet été est évidemment à l'origine d'une partie de cette sous-performance, **mais la composition de l'indice joue également un rôle important.**

L'indice français est fortement pondéré par les valeurs de la consommation discrétionnaire et du luxe, qui ont été affectées par leur exposition au marché chinois, entre autres facteurs. En revanche, il est moins exposé aux valeurs financières que l'Eurostoxx50, des secteurs qui ont enregistré de bonnes performances en Europe cette année. En outre, le CAC40 est peu exposé aux valeurs technologiques, contrairement au DAX.

Au cours des 12 prochains mois, les prévisions de bénéfices du CAC40 devraient se rapprocher de celles de l'Eurostoxx 50, qui devraient s'élever à +7 % (selon la base de données Ibes). Toutefois, ces prévisions restent inférieures à celles du DAX, qui s'élèvent à +10 %, et nettement inférieures à celles de l'indice américain S&P 500, qui devrait progresser de +14 %. Du point de vue de la valorisation, le ratio cours/bénéfice (P/E) du CAC40, basé sur cette hypothèse de croissance des bénéfices, est actuellement de 12,8, soit un point en dessous de sa moyenne historique sur 10 ans de 13,8. **Cela suggère que d'ici la fin de l'année 2025, le CAC40 pourrait retrouver une performance positive, plus ou moins en ligne avec la croissance anticipée des bénéfiques.**

En tant qu'investisseurs sur le long terme, notre objectif est de maintenir des portefeuilles diversifiés d'entreprises de haute qualité. Pendant les périodes de volatilité, nous recherchons des opportunités là où les prix du marché peuvent ne pas refléter la véritable valeur des entreprises.

Comparaison de l'allocation sectorielle

	Eurostoxx 50	Dax 40	CAC 40
Valeurs financières	21	20	10
Consommation discrétionnaire	13	10	18
IT	12	19	4
Industrie	19	25	27
Matériaux	5	6	6
Energie	4	-	8
Santé	7	6	11
Consommation de base	6	2	9
Services de communication	5	7	3
Services aux collectivités	6	3	3
Immobilier	1	2	1

Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Au 30 novembre 2024. Vert = les 3 premiers secteurs.

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles. L'Amundi Institute, au cœur du processus d'investissement mondial, a pour ambition de renforcer le conseil, la formation et le dialogue continu sur ces sujets pour l'ensemble de ses clients – distributeurs, institutionnels et entreprises. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de diffuser travaux d'analyse et les recommandations d'investissement d'Amundi.

Découvrez Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Informations importantes

Investir comporte des risques, notamment un risque de perte en capital.

Cette communication n'a pas de vocation contractuelle mais constitue une communication publicitaire.

Elle est uniquement fournie à titre indicatif et ne constitue pas une recommandation ni une analyse ou un conseil financier. Elle ne saurait en outre être considérée comme une sollicitation, une invitation ou une offre d'achat ou de vente d'OPC.

Avant toute souscription d'un organisme de placement collectif (OPC), l'investisseur potentiel est invité à se rapprocher de son conseiller pour que ce dernier puisse s'assurer de l'adéquation de l'investissement envisagé avec sa situation financière et patrimoniale.

Les performances passées ne constituent pas une garantie ni un indicateur des performances futures.

Le présent document repose sur des sources qu'Amundi considère comme fiables au moment de la publication.

Les données, opinions et analyses peuvent être modifiées sans préavis. Amundi décline toute responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation des informations contenues dans ce document. Amundi ne saurait en aucun cas être tenu pour responsable de toute décision ou de tout investissement effectué(e) sur la base des informations contenues dans le présent document.

Les informations contenues ne peuvent être copiées, reproduites, modifiées, traduites ou distribuées sans l'autorisation écrite préalable d'Amundi. Toutes les marques et logos éventuels utilisés à des fins d'illustration dans ce document sont la propriété de leurs détenteurs respectifs.

Date de publication : 5 décembre 2024

Amundi Asset Management :

Société par Actions Simplifiée agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) sous le numéro GP04000036 en qualité de société de gestion de portefeuille, dont le siège social est sis 91-93, boulevard Pasteur, 75015 Paris, France et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 437 574 452.