

# La réforme des retraites met la sphère politique à rude épreuve, mais une instabilité majeure est peu probable



**Vincent MORTIER**

Directeur des Gestions du Groupe



**Didier BOROWSKI**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques - Amundi Institute



**Eric MIJOT**

Responsable de la stratégie actions mondiales, Amundi Institute



**Isabelle VIC-PHILIPPE**

Responsable de la gestion obligataire aggregée pour l'Europe

Avec la contribution de

**Frédéric Rosamond**

Gestionnaire de portefeuille senior - Responsable des actions françaises

- **Développements politiques en France** : le 16 mars, le gouvernement français a forcé l'approbation, sans vote, de la nouvelle loi sur les retraites, qui vise à faire passer l'âge minimum de la retraite de 62 à 64 ans, en utilisant l'article 49.3. Nous pensons que les motions de censure présentées en réponse par les partis d'opposition, pour bloquer l'approbation de la loi sur les retraites, échoueront et que la loi sera définitivement adoptée. Cependant, il pourrait y avoir des obstacles, y compris le risque d'une montée des protestations qui pourrait conduire à la suspension de la loi. Si la loi est rejetée, ce qui n'est pas notre scénario principal, il existe un risque de dissolution de l'Assemblée et de nouvelles élections à l'issue incertaine.
- **Marchés obligataires** : le récent élargissement limité du spread entre l'obligation d'État française à 10 ans et l'obligation allemande équivalente est principalement dû à la montée de l'aversion aux risques, déclenchée par les problèmes concernant les banques régionales américaines et Credit suisse. Cela suggère qu'il n'y a pas de prise en compte majeure d'un risque idiosyncratique pour la France à l'heure actuelle. Si la situation politique devait se détériorer davantage, nous pourrions assister à un élargissement supplémentaire des spreads et à de vives réactions. Cependant, les investisseurs doivent également garder à l'esprit que les obligations françaises sont liquides, bien notées et qu'elles pourraient être attrayantes pour les investisseurs.
- **Marchés des actions** : la baisse des derniers jours a été largement en ligne avec celle du marché européen des actions et il s'agit essentiellement d'une correction de la forte performance enregistrée depuis le début de l'année. En termes de structure, le marché français est assez équilibré et les valorisations sont globalement en ligne avec celles du marché européen. Si la situation devait vraiment se détériorer, il pourrait y avoir un impact sur les actions mais, selon nous, il n'y a pas de raison que les actions françaises se comportent différemment de celles des autres pays européens à ce stade. En outre, l'économie française se porte plutôt bien, avec une inflation plus faible que dans les autres pays européens, les coûts de l'énergie ayant tendance à moins augmenter en raison du mix énergétique français qui repose largement sur l'énergie nucléaire.

## Le gouvernement français vient de faire passer une réforme des retraites sans vote grâce à un outil constitutionnel spécifique (l'article 49.3). Quelles sont les réactions attendues au Parlement et dans le pays ?

A l'Assemblée nationale (chambre basse), l'alliance centriste Ensemble (Renaissance, Modem, Horizons) représente 250 députés, ce qui n'est pas suffisant pour obtenir la majorité absolue (287). La majorité absolue (289 voix en temps normal) est actuellement de 287 car quatre sièges restent à pourvoir. Le recours à l'article 49.3 (voir encadré 1) a eu lieu après que les Républicains ont prévenu le président Macron que moins de la moitié de leurs 61 députés voteraient en faveur du texte : un nombre donc insuffisant pour obtenir une majorité.

Plusieurs scénarios sont possibles :

### Motions de censure

Deux motions de censure ont été déposées vendredi. L'une par le Rassemblement National (extrême droite, Marine Le Pen), l'autre par le groupe centriste LIOT. Seule la motion du groupe LIOT, présentée comme « transpartisane », peut passer car elle est soutenue à la fois par les partis NUPES et RN. Cependant, même en comptant tous les députés de la NUPES (149), RN (88), LIOT (20) et indépendants (5), on n'arrive qu'à 262, ce qui n'est pas suffisant pour obtenir la majorité absolue (287 requis). Il faudrait donc qu'au moins 25 députés LR (Les Républicains) (sur 61) votent la motion de renversement du gouvernement. Les deux motions seront examinées le lundi 20 mars à partir de 16 heures.

**L'adoption d'une motion de censure entraînerait probablement l'abandon de ce projet de loi.** Si, techniquement, il serait possible de poursuivre avec un nouvel examen au Parlement (Assemblée et Sénat), la situation politique serait intenable. **L'échec des motions de censure reste de loin le scénario le plus probable. La réforme des retraites serait alors définitivement adoptée.** Cependant, il reste encore quelques **obstacles** possibles avant sa mise en œuvre.

#### Encadré 1 : Comment fonctionne le 49.3 ?

Cet article constitutionnel permet le « passage en force » de textes de lois sans vote. Plus précisément, l'alinéa 3 de l'article 49 permet au Premier ministre, « après délibération du Conseil des ministres », « d'engager la responsabilité du gouvernement devant l'Assemblée nationale » pour le vote de certains textes.

- Lorsqu'une telle procédure est engagée, les députés ont la possibilité de déposer une motion de censure dans les 24 heures.
- Si cette motion de censure est soutenue par une majorité absolue de députés, la loi est rejetée et le gouvernement doit démissionner.
- S'il n'a pas la majorité, la loi est adoptée en première lecture et passe au Sénat. Elle revient ensuite à l'Assemblée nationale pour une deuxième lecture, au cours de laquelle le gouvernement peut à nouveau avoir recours à l'article 49.3 s'il le souhaite, dans les mêmes conditions.

Cet article a été utilisé 100 fois depuis 1958, dont 11 fois par la Première ministre Elisabeth Borne.

#### Vers un référendum d'initiative populaire (RIP) ?

L'organisation d'un tel référendum proposant l'abandon de la réforme est théoriquement possible, mais limitée dans le temps. En effet, ce référendum exige qu'une proposition de loi soit initiée par un cinquième des parlementaires, soit au moins 185 des 925 parlementaires (577 députés, 348 sénateurs). La proposition doit également être soutenue par 10 % des électeurs (4,87 millions de personnes), dont les signatures doivent être recueillies dans un délai de neuf mois.

Cette procédure permettrait alors de bloquer la réforme pendant 9 mois. 252 parlementaires, députés NUPES et sénateurs de différents partis de gauche, ont déposé vendredi une demande de référendum pour empêcher le relèvement de l'âge légal de départ à la retraite au-delà de 62 ans. La présidente de l'Assemblée nationale doit examiner lundi 20 mars au matin si cette proposition de loi est recevable et, dans l'affirmative, la transmettre au plus vite au Conseil constitutionnel, qui examinera alors si un référendum peut être organisé. Le Conseil dispose d'un mois pour délibérer.

#### Vers un recours devant le Conseil constitutionnel ?

Dans les quinze jours suivant l'adoption définitive d'une loi, 60 parlementaires au moins peuvent saisir le Conseil constitutionnel. La saisine, qui suspend le délai de promulgation de la loi, doit être examinée dans un délai d'un mois. L'article 61.3 de la Constitution permet au gouvernement de demander au Conseil constitutionnel d'examiner le texte en urgence, ce qui réduit le délai à huit jours.

Le parti La France Insoumise compte saisir le Conseil constitutionnel.

**« La loi pourrait se heurter à certains obstacles, notamment le risque d'une montée des protestations qui pourrait conduire à la suspension de la loi. »**

### **Vers un retrait de la réforme suite à une très forte mobilisation sociale ?**

L'exemple du contrat première embauche (CPE) de 2006 est souvent cité. Cette loi, qui crée un contrat de travail spécifique pour les jeunes avec une période d'essai de deux ans, a également été adoptée avec recours au 49.3 par le Premier ministre Dominique de Villepin, puis promulguée. Mais elle a été immédiatement suspendue, en raison de très fortes tensions sociales (manifestations violentes avec près de 3 millions de personnes dans les rues).

Depuis le lancement de la réforme fin janvier, la France a connu une série de manifestations. Celle du 7 mars a mobilisé jusqu'à 1,3 million de personnes selon le ministère de l'Intérieur (3,5 millions selon le syndicat CGT). Une neuvième journée de grèves et de manifestations est prévue le jeudi 23 mars.

Le mouvement pourrait se durcir si la motion de censure est rejetée. Plusieurs manifestations spontanées (encouragées par La France Insoumise) ont eu lieu depuis le recours au 49.3, donnant lieu à de multiples incidents au cours du week-end. Les sondages montrent que près de 75% de l'opinion publique est opposée au relèvement de l'âge de la retraite. Le recours au 49.3 pourrait renforcer la contestation, les jeunes étant plus sensibles aux questions démocratiques qu'à la question des retraites<sup>2</sup>.

### **Vers une dissolution de l'Assemblée ?**

Si la loi est rejetée, Emmanuel Macron aurait alors le choix de nommer un autre Premier ministre ou de maintenir Elisabeth Borne dans ses fonctions. Dans la pratique, un tel choix provoquerait probablement une dissolution de l'Assemblée, même si la loi ne l'exige pas. Il est important de noter que la Constitution n'oblige pas le Président à agir dans un délai donné. Par conséquent, avant de changer de gouvernement, il pourrait vouloir gagner du temps pour évaluer les rapports de force.

En vertu de l'article 12, le Président a la possibilité de dissoudre l'Assemblée nationale après consultation du Premier ministre et des présidents des deux assemblées. De nouvelles élections sont alors organisées dans un délai de 20 à 40 jours. Dans un autre contexte, en 1997, le président Chirac a perdu sa majorité en provoquant des élections anticipées. La manœuvre serait risquée pour le président Macron. En effet, les grands gagnants seraient probablement la NUPES et surtout le RN et il pourrait être difficile de former une coalition gouvernementale majoritaire. Mais cette menace a été brandie à plusieurs reprises pour inciter Les Républicains à voter la loi.

### **Quel sera le coût financier de la réforme des retraites ?**

L'un des principaux objectifs du gouvernement est d'équilibrer le système de retraite par répartition. Le Conseil d'orientation des retraites (COR) prévoit un déficit d'environ 13,5 milliards d'euros en 2030. La réforme des retraites est censée faire économiser 17,7 milliards d'euros d'ici à 2030. En théorie, il reste donc 4,2 milliards d'euros pour financer les mesures compensatoires destinées à atténuer l'effet de l'allongement de la durée de cotisation et du relèvement de l'âge légal de départ à la retraite.

Sauf que la liste des mesures compensatoires s'est allongée. Ce qui augmenterait le coût de quelque 700 millions d'euros selon certains experts :

- Ceux qui ont commencé à travailler tôt pourront prendre leur retraite avant l'âge légal (le régime a été étendu à ceux qui ont commencé à travailler avant 21 ans, contre 20 ans à l'origine).
- Augmentation de 5 % de la retraite des femmes ayant des enfants, à condition qu'elles aient tous leurs trimestres à l'âge de 63 ans.

La complexité du sujet fait qu'il est très difficile de faire des projections macroéconomiques sur le coût estimé de cette réforme sur sept ans. Mais une chose est sûre, ce **n'est pas la soutenabilité de la dette qui est en jeu avec la réforme des retraites mais la dynamique des réformes pro-offre et donc la croissance de long terme** (voir ci-dessous).

### **Macron a mis en œuvre de nombreuses réformes favorables aux entreprises depuis 2017 et l'économie française s'est plutôt bien comportée par rapport aux autres pays. Cette dynamique peut-elle se poursuivre ?**

**La croissance du PIB en France était de 2,6 % en 2022** (contre 1,9 % en Allemagne), **soutenue en grande partie par le secteur des services**, un secteur moins pénalisé par la hausse des prix de l'énergie que l'industrie allemande. L'économie française a en outre bénéficié du **bouclier tarifaire** adopté en 2022, qui s'est avéré très efficace pour contenir l'inflation et les effets de second tour, laissant les ménages français dans une situation plus favorable que ceux des pays voisins.

**« L'un des principaux objectifs du gouvernement dans le cadre de la réforme des retraites est d'équilibrer le système de retraite par répartition. »**

« Nous pensons que la réforme des allocations chômage, associée à celle des retraites et de la formation professionnelle, devrait progressivement améliorer le taux d'emploi (des jeunes et des seniors de plus de 55 ans) et donc renforcer la croissance potentielle à l'avenir. »

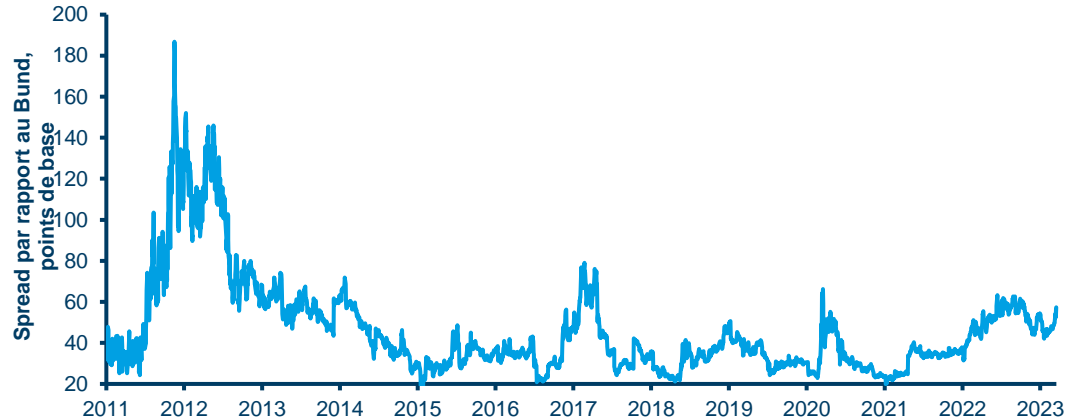
L'économie française bénéficie également des mesures favorables aux entreprises durant le premier mandat d'Emmanuel Macron, en particulier la réforme de l'assurance chômage, initiée en 2019, qui a durci les règles d'indemnisation et empêché le recours excessif aux contrats courts. Ces mesures ont contribué à soutenir le marché du travail français qui s'est très bien comporté ces dernières années, avec des taux d'emploi et de participation de la population active historiquement élevés et un taux de chômage historiquement bas. Néanmoins, les taux d'activité restent inférieurs à ceux de nombreux pays comparables et des problèmes subsistent (chômage des jeunes et des personnes peu qualifiées). À moyen terme, nous pensons que la réforme des allocations chômage, associée à celles des retraites et de la formation professionnelle, devrait progressivement améliorer le taux d'emploi (des jeunes et des seniors de plus de 55 ans) et donc renforcer la croissance potentielle à l'avenir.

À court terme, cependant, les risques économiques sont orientés à la baisse en raison de la période d'incertitude qui s'ouvre sur fond de grèves répétées et de troubles sociaux. En bref, le rythme des réformes pro-offre, qui sont essentielles pour stimuler la création d'emplois, est susceptible de ralentir.

Les spreads intra-euro ont été plutôt calmes ces derniers temps. Êtes-vous convaincu que l'écart entre les OAT françaises et les Bunds allemands restera contenu malgré la situation politique actuelle ? Quel est votre point de vue sur les obligations françaises ?

Sur le marché obligataire, le spread entre les obligations souveraines est l'indicateur habituel pour mesurer le stress idiosyncratique d'un pays. S'il est vrai que l'écart entre les obligations françaises à 10 ans et les obligations allemandes se rapproche de son récent sommet de 58 points de base, ce mouvement semble être principalement dû à la ruée actuelle vers les titres de qualité qui a suivi les récents déboires des banques régionales américaines (SVB en particulier) et Credit Suisse. La montée de l'aversion au risque sur le marché a conduit les spreads de tous les pays de la zone euro à se creuser par rapport à l'Allemagne. Le seul mouvement idiosyncratique lié à la France s'est produit vendredi dernier (17 mars) avec un élargissement très limité (3 points de base) par rapport aux autres pays semi-core. Cela s'est produit juste après l'adoption de la réforme des retraites par recours à l'article 49.3 et pourrait rendre le marché nerveux.

#### Spread de taux entre la France et l'Allemagne à 10 ans



Source : Amundi Institute sur Bloomberg, au 17 mars 2023.

Au cours des dernières périodes préélectorales, le spread entre la France et l'Allemagne s'est creusé jusqu'à 80 points de base, prenant en compte l'hypothèse d'un éventuel gouvernement hostile aux institutions européennes. Bien entendu, nous ne pouvons pas exclure totalement que, dans le contexte actuel de réduction des risques, certains investisseurs réagissent fortement à la situation politique française actuelle. Cette réaction pourrait s'amplifier si la situation se détériore davantage, c'est-à-dire si une motion de censure fait tomber le gouvernement et que de nouvelles élections parlementaires sont organisées, qui pourraient potentiellement conduire à la formation d'un gouvernement eurosceptique. Il convient de noter que le succès d'une telle motion n'est pas le scénario le plus probable et que, même dans ce cas, de nouvelles élections ne pourraient avoir lieu que sur décision du président Macron et si la formation d'un groupe parlementaire majoritaire s'avère

« Jusqu'à présent, il n'y a pas de signe de risque idiosyncratique portant sur les obligations françaises, l'élargissement récent des spreads semble être dû à la montée de l'aversion au risque du marché. »



impossible. Toutefois, les investisseurs doivent également garder à l'esprit que les obligations françaises sont liquides, bien notées et qu'elles pourraient être attrayantes pour les investisseurs.

**« Il y a peu de raison que les actions françaises s'écartent beaucoup de celles des autres pays européens. »**

### Quelles sont les perspectives pour les actions françaises ?

Au 17 mars, le marché français était en baisse depuis le début du mois (-4,6% pour l'indice MSCI France), mais celle-ci est en ligne avec l'indice MSCI EMU et constitue essentiellement une correction de la bonne performance enregistrée depuis le début de l'année, la France ayant surperformé les autres marchés européens (+6,7% pour la France contre 6,3% pour l'indice EMU). **Cette correction ne remet pas en cause la tendance positive et la surperformance par rapport aux marchés mondiaux, du moins pour le moment.**

**En termes de structure, le marché français est assez équilibré :** les deux secteurs les plus importants de l'indice MSCI France sont la consommation discrétionnaire (20,8 %) et l'industrie (22 %). Les valeurs financières (10,3 %) n'occupent que la troisième place, à égalité avec les biens de consommation de base. La santé (9,9 %) est plus représentée que l'énergie (8,3 %). Bien que cycliques, les deux premiers secteurs de l'indice font généralement preuve de résilience. Les valeurs du luxe, qui représentent l'essentiel de la consommation discrétionnaire, ont un pouvoir de fixation des prix indéniable et une exposition intéressante à la croissance chinoise ; les valeurs industrielles sont présentes dans des projets à long terme (aérospatiale, gaz industriels, équipements électriques).

**En termes de valorisation, la France se situe dans la moyenne.** Avec une croissance des bénéfices attendue stable sur 2023, en ligne avec le marché américain et le MSCI World ACWI global, le Price-earnings ratio (PER) à 12 mois (13,1x les bénéfices) est légèrement supérieur à celui de l'Europe (12,8x), mais bien en deçà de celui du marché américain (18x). Le rendement (2,9 %) est supérieur à celui du MSCI World AC (2,3 %).

Dans l'ensemble, le **marché français présente des caractéristiques plutôt attrayantes parmi les marchés d'actions, la valorisation étant un facteur plutôt neutre.** En ce qui concerne les événements politiques actuels, il est vrai que **si la situation se détériore réellement, les actions françaises pourraient être affectées, notamment en ce qui concerne le secteur bancaire et celui des services aux collectivités.** En effet, les partis politiques d'extrême gauche et d'extrême droite pourraient réaliser des gains, et ont des points de vue très critiques, mais différents, sur ces secteurs, avec des objectifs déclarés de nationalisation pour l'extrême gauche et de hausses des impôts pour l'extrême droite. Une nouvelle augmentation de l'incertitude politique pourrait également accroître la prime de risque sur les actions françaises. Toutefois, nous en sommes encore loin : pour l'instant, Macron reste président et il y a **peu de raisons pour que les actions françaises se comportent différemment de celles des autres pays européens.** En outre, l'économie se porte plutôt bien, avec une inflation plus faible que dans les autres pays européens, car les coûts de l'énergie ont tendance à moins augmenter en raison du mix énergétique qui repose largement sur l'énergie nucléaire.

**« La récente correction des actions françaises est en phase avec celle de l'ensemble du marché de la zone euro. »**

## AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs expriment un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de faciliter la construction de leurs portefeuilles. Situé au cœur du processus d'investissement global, l'Amundi Institute a pour objectif d'apporter un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et les échanges quotidiens sur ces sujets concernant l'ensemble des actifs pour tous ses clients - distributeurs, institutions et entreprises. L'Institut Amundi regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'informations d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de mettre en valeur les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi.

### Découvrir Amundi Institute



### Définitions

- **Points de base (pb)** : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Secteurs cycliques et secteurs défensifs** : les entreprises cycliques sont des entreprises dont les bénéfices et le cours des actions sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les actions défensives sont moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques sont la consommation discrétionnaire, la finance, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux, tandis que les secteurs défensifs sont la consommation de base, l'énergie, les soins de santé, les services de télécommunications et les services publics.
- **Dividende** : une somme d'argent versée régulièrement (généralement annuellement) par une entreprise à ses actionnaires à partir de ses bénéfices (ou réserves).
- **Ratio PE** : le ratio cours/bénéfice (ratio PE) est le ratio d'évaluation d'une entreprise qui mesure le prix actuel de son action par rapport à son bénéfice par action (BPA).
- **Europe semi-périphérique** : pays dont les rendements des obligations d'État sont plus élevés que ceux de l'Allemagne (mais moins élevés que ceux des pays périphériques) ; il s'agit notamment de la Belgique et de la France.
- **Spread** : la différence entre deux prix ou deux taux d'intérêt.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

### Informations importantes

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés pour la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Toutes les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 19 mars 2023. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : [20 mars 2023](#).

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

### Rédacteurs en chef

#### Monica DEFEND

*Directrice de l'Amundi Institute*

#### Vincent MORTIER

*Directeur des Gestions du Groupe*

#### Matteo GERMANO

*Directeur adjoint des Gestions du Groupe*