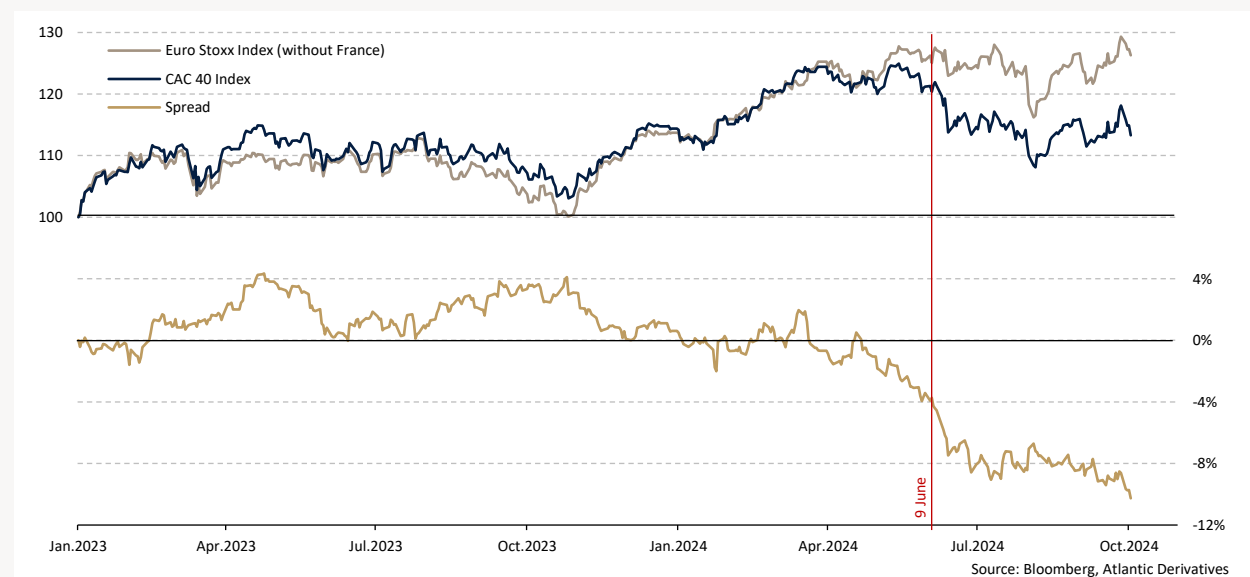




### "LE RISQUE FRANCE N'A PAS ENCORE ATTEINT SON APOGÉE"

- ◆ La France va devoir démontrer sa crédibilité face au dérapage de sa dette publique
- ◆ Tant qu'ils ne seront pas dos au mur, les parlementaires risquent de manquer de volonté
- ◆ Dans l'intervalle, les inquiétudes des agences et des investisseurs pénaliseront les actifs français
- ◆ ... à l'exception des quelques sociétés qui sont peu affectées par la situation

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le CAC 40 accentue sa contre-performance"



### ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Quatre mois se sont écoulés depuis les élections européennes. En France, la dissolution "surprise" de l'Assemblée nationale qui s'en est suivie a engendré une situation inédite de blocage parlementaire, où trois groupes s'opposent : l'extrême-droite, les partis du centre, et la coalition de gauche, d'extrême-gauche et des écologistes. Pour compliquer l'équation, le Premier ministre est issu de la droite, certes largement minoritaire mais qui, à ce stade, a été la seule formation politique à recueillir une majorité de soutien. L'objectif pour Michel Barnier est désormais d'éviter une censure de son gouvernement lors des



votes au Parlement. **L'enjeu est de taille car sa première tâche est d'élaborer un budget pour 2025**, sachant qu'il ne dispose que de 70 jours pour le faire accepter. Pour cela, il devra éviter de renier les promesses de ses alliés politiques, tout en réduisant le déficit public, actuellement à 5.6% du PIB. S'il échoue, soit le budget ne pourra être voté, soit l'Union européenne devra engager des sanctions contre la France.

Depuis son discours de politique générale, mardi dernier, Michel Barnier a annoncé quelques grandes orientations, dont notamment celle de ramener le déficit public sous la barre des 5% en 2025 et sous l'objectif de 3% fixé par le pacte européen de croissance et de stabilité d'ici 2029. Les deux tiers de l'effort proviendront d'une réduction des dépenses, tandis que des augmentations d'impôts fourniront le tiers restant. Michel Barnier envisage une taxe exceptionnelle sur les grandes entreprises et sur les ménages les plus fortunés. Il a également ouvert la porte à une moindre augmentation des pensions de retraite, un des postes les plus déficitaires de l'Etat français.

**Face au manque de volonté des différents groupes parlementaires à rechercher un consensus**, chacun se projetant vers la prochaine échéance électorale, **le risque d'échec est élevé**. Il est probable que le budget ne soit pas équilibré, qu'il ne soit pas voté à temps, qu'il génère des manifestations, ou qu'il provoque une motion de censure du gouvernement, obligeant Emmanuel Macron à nommer un nouveau Premier ministre pour former un nouveau gouvernement.

**Dans tous les cas de figures, il sera très rapidement possible d'évaluer** le degré de discipline fiscale et **la capacité de la France à répondre aux exigences de viabilité de sa dette publique**. Les choix budgétaires seront scrutés de près par les agences de notation, par les partenaires internationaux et par les investisseurs. Concrètement, des mesures d'austérité trop sévères freineraient la croissance économique, tandis qu'une politique budgétaire trop laxiste augmenterait la dette publique, exacerbant les tensions sur les marchés obligataire et boursier.

## 1- Marché obligataire

Le 9 juin dernier, à l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, l'écart de rendement entre les obligations souveraines françaises (OAT) et allemandes (Bund) avait progressé de 30 points de base. Le prix d'une assurance contre le risque de défaut de paiement de l'Etat français (Credit Default Swap) s'était également accru, de 15 points de base (cf. Fig. 2). Depuis, **les inquiétudes se sont stabilisées mais elles n'ont pas disparu. Au contraire**. Elles ont tenté de refluer légèrement lorsque le scénario d'un Premier ministre favorable à une abrogation de la réforme des retraites s'éloignait. En revanche, le vent de panique sur les marchés financiers début août les a fait réapparaître. Récemment, ce sont les risques de blocage, de dérapage des finances publiques et de taxation additionnelle des entreprises qui sont venus alimenter les craintes. Le CDS et le spread obligataire sont tous deux revenus à leur sommet du mois de juin. Ironie du sort, les investisseurs retiendront que **le financement de la dette française coûte désormais** entre 2.30% et 3.60%, selon l'échéance, **plus cher que celui de l'Espagne et en ligne avec celui de la Grèce** (cf. Fig. 3).



Fig. 2 – Assurance contre un risque de défaut (CDS)

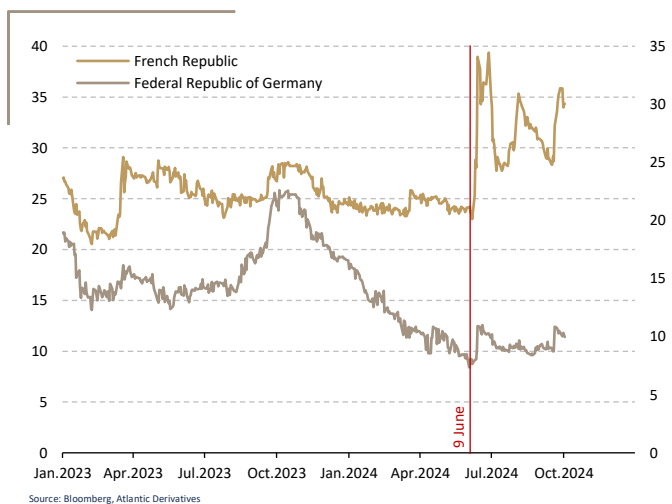
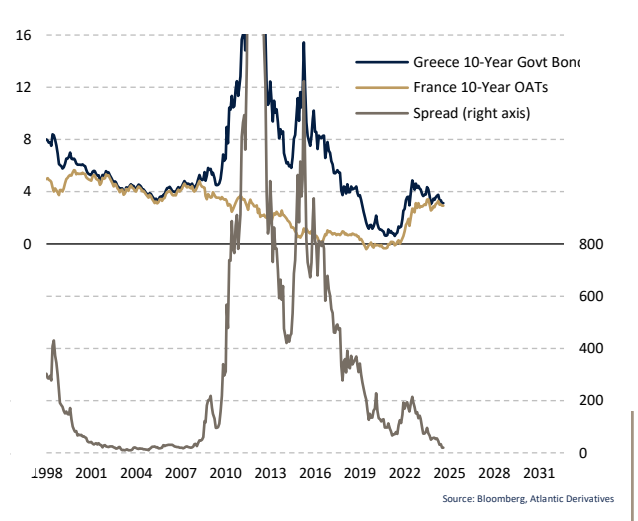


Fig. 3 – Bons du Trésor en France et en Grèce



**Le stress sur les marchés obligataires français est susceptible de s'accroître à mesure que les crispations autour du budget feront rage et que les agences de notation souligneront les risques encourus.** Moody's Corporation a déjà tiré la sonnette d'alarme, lundi 10 juin. Depuis, elle a exprimé des préoccupations supplémentaires, notamment sur l'impact d'une éventuelle abrogation de la réforme des retraites et d'une diminution de la volonté politique de faire des économies. De son côté, Fitch est restée silencieuse mais l'agence est en train de passer en revue sa notation de AA-. Standard & Poor's, qui avait dégradé la note de la France quelques jours avant le scrutin européen de AA à AA- en raison d'un déficit public plus élevé que prévu, pourrait estimer que les perspectives sont devenues négatives. L'agence craint que ces éléments n'entraînent une pression accrue sur le coût des intérêts de la dette. Cette charge représente actuellement 48 milliards d'euros à un taux moyen de 1.5%. Chaque progression de ce taux d'intérêt de 30 points de base (comme ces derniers mois) viendrait alourdir le fardeau de 10 milliards d'euros, annihilant les efforts budgétaires consentis.

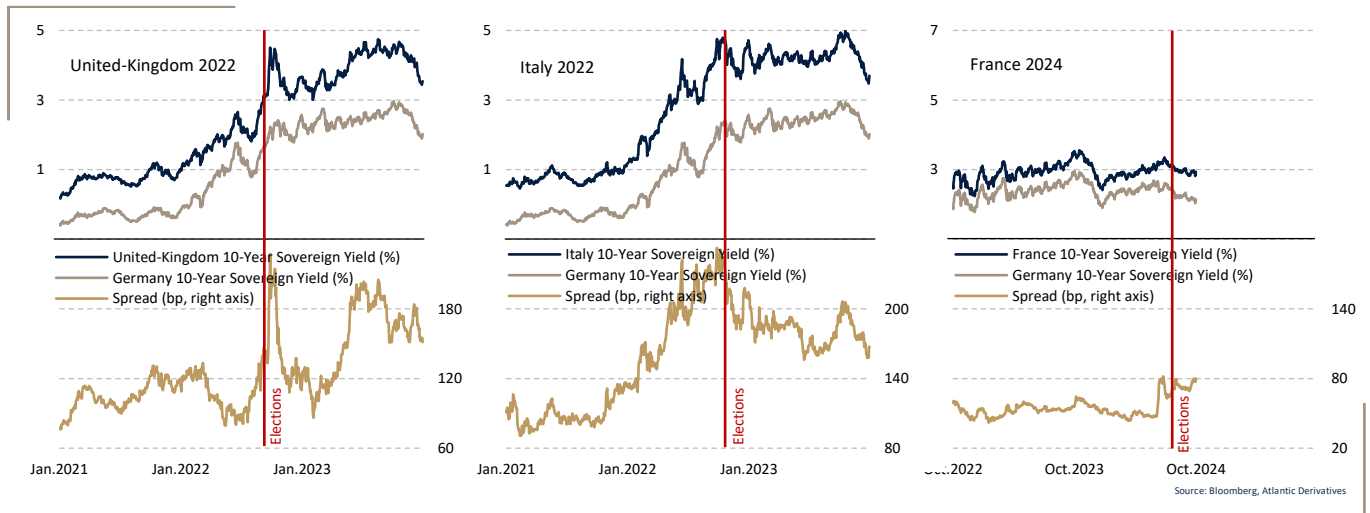
A titre de comparaison, les élections de Liz Truss au Royaume-Uni le 5 septembre 2022 et de Giorgia Meloni en Italie le 22 octobre 2022 ont engendré une progression des spreads d'environ 140 points de base (cf. Fig. 4, 5 & 6). Ce fut le cas "par anticipation de l'élection" en Italie car le résultat était relativement prévisible et "autour de l'élection" au Royaume-Uni puisque le dérapage budgétaire n'était pas certain. Pour le moment, les inquiétudes des investisseurs vis-à-vis de la France sont relativement minimes. En termes de séquence, le cas français ne ressemble ni au cas britannique, ni au cas italien. En revanche, en termes d'amplitude, le stress risque de se matérialiser de la même manière. **Il faudra probablement attendre que les OAT françaises offrent un écart de rendement de 140 points de base sur le Bund allemand pour considérer que le pic des inquiétudes a été atteint.** Cela pourrait aller relativement vite.

Ensuite, et confronté à la réalité économique et financière, l'exécutif français n'aura d'autre choix que de converger vers un budget raisonnable, renonçant à certaines mesures populaires mais onéreuses, comme ce fut le cas en Italie et au Royaume-Uni. **Les inquiétudes autour de la dette française ne devraient donc être que temporaires.** Les risques se dissipant, la panique générée par les aléas politiques aura constitué



une source d'opportunité. Les obligations françaises, traditionnellement considérées comme l'un des actifs les plus sûrs et les plus liquides de la Zone Euro, retrouveront progressivement la faveur des investisseurs.

Fig. 4, 5 & 6 – Ecarts de rendement des obligations à 10 ans par rapport à l'Allemagne



## 2- Marché boursier

Dès le mois de mai, le CAC 40 a commencé à être sous pression, mais c'est à compter du 9 juin que la contre-performance de l'indice français s'est accentuée (cf. Graphique de la semaine). Les banques, en raison de leur exposition significative aux obligations souveraines françaises et à la mise en œuvre d'éventuelles taxes exceptionnelles sur leurs profits (comme en Italie), étaient au cœur des préoccupations. De même, les services aux collectivités et les entreprises industrielles pourraient être affectés par une volonté de nationaliser certaines infrastructures (autoroutes à péages, matériel de défense), ajoutant une nouvelle strate d'incertitude. Les discussions récentes autour du besoin de taxer davantage les entreprises françaises ont engendré une nouvelle jambe baissière.

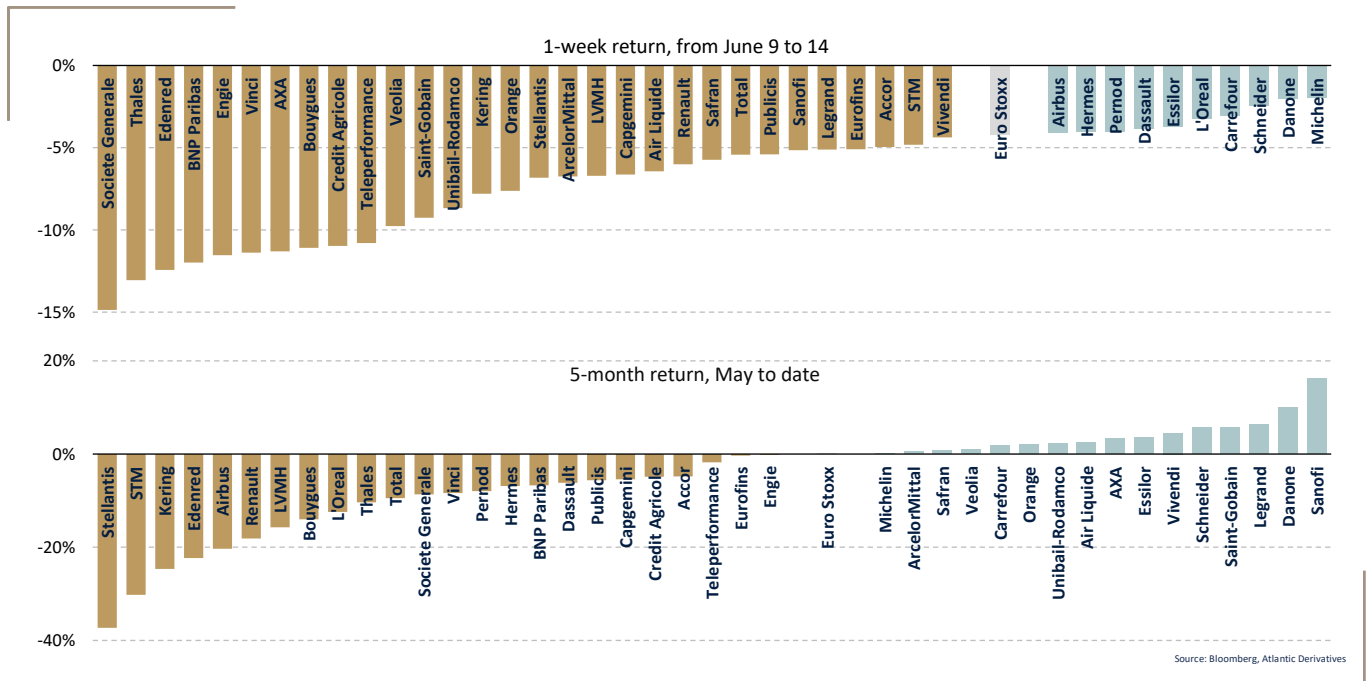
Malgré cela, les investisseurs différencient le bon grain de l'ivraie. **Certaines sociétés françaises composant le CAC 40 sont peu affectées par la situation politique et fiscale dans l'Hexagone.** C'est notamment le cas de Danone (BN FP), Schneider (SU FP), Essilor (EL FP), Carrefour (CA FP) et Michelin (ML FP), dont les performances ont été remarquables, tant lors de l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale qu'au cours des cinq derniers mois (cf. Fig. 7 & 8). Derrière ce trio de tête se trouvent des sociétés telles que Sanofi (SAN FP), Legrاند (LR FP) ou encore Vivendi (VIV FP). Chacune pour des raisons particulières, et notamment leur faible exposition à la croissance française, elles résistent parfaitement à l'orage politique et fiscal.

Quant aux entreprises qui ont le plus souffert de l'incertitude politique et fiscale, telles que Stellantis (STLAP FP), Kering (KER FP), Edenred (EDEN FP), Bouygues (EN FP) et Thales (HO FP), mais aussi Vinci (DG



FP), Société Générale (GLE FP) ou BNP Paribas (BN FP), ce seront mécaniquement celles qui rebondiront de manière significative une fois l'orage passé. **Dans cette deuxième phase, qui viendra plus tard, les banques, les services aux collectivités et les entreprises industrielles surperformeront le CAC 40, lui-même progressant plus vite que son homologue européen.** Ainsi, et bien qu'ils aient généré d'importants bouleversements initiaux, les événements politiques se révéleront finalement être des opportunités, mêmes pour les secteurs les plus touchés.

Fig. 7 & 8 – Performance des titres du CAC 40 lors de la dissolution de l'assemblée et depuis quatre mois



### Conclusion :

La situation politique et fiscale de la France risque de se détériorer au cours des prochains mois. Cette augmentation des inquiétudes continuera de décourager les investisseurs, jusqu'à ce que les parlementaires n'aient plus d'autre choix que de devenir consensuellement raisonnables. Malgré cela, il existe quelques sociétés peu sensibles à cette situation, qui performant très bien.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2024 Year-to-Date (%)	2023 (%)	2022 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	847.4	62.33	-0.6%	4.2%	18.5%	22.8%	-17.9%
USA (S&P 500)	5 751	62.35	0.3%	4.3%	21.9%	26.3%	-18.1%
USA (Dow Jones)	42 353	63.83	0.1%	3.5%	14.0%	16.2%	-6.9%
USA (Nasdaq)	18 138	59.87	0.1%	6.2%	21.5%	44.7%	-32.5%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	511.5	54.20	-2.1%	2.2%	11.1%	19.5%	-11.4%
UK (FTSE 100)	8 281	50.82	-0.5%	0.3%	10.4%	7.7%	4.6%
Switzerland (SMI)	11 997	44.50	-1.9%	-1.3%	11.2%	7.1%	-14.3%
Japan (Nikkei)	39 487	55.20	-3.0%	4.9%	17.2%	31.0%	-7.3%
Emerging (MSCI)	1 179	73.13	0.4%	10.1%	18.0%	10.2%	-19.8%
Brasil (IBOVESPA)	131 792	44.99	-0.7%	-3.2%	-1.8%	22.3%	4.7%
Mexico (IPC)	52 610	50.77	-0.3%	1.6%	-6.4%	22.4%	-5.8%
India (SENSEX)	81 348	40.08	-4.5%	-0.8%	14.3%	20.3%	5.8%
China (CSI)	4 018	89.04	25.1%	21.1%	20.3%	-9.1%	-19.8%
Com. Services (MSCI World)	120.89	78.69	1.7%	9.1%	27.3%	38.1%	-35.3%
Cons. Discretionary (MSCI World)	397.7	65.58	-1.3%	8.6%	13.6%	29.5%	-31.5%
Cons. Staples (MSCI World)	289.1	42.65	-2.3%	-1.3%	10.3%	3.2%	-6.0%
Energy (MSCI World)	264.2	65.33	5.1%	5.1%	12.1%	6.0%	34.5%
Financials (MSCI World)	175.5	60.92	-0.4%	2.3%	21.5%	16.4%	-9.2%
Health Care (MSCI World)	388.5	34.08	-1.5%	-3.5%	12.6%	4.1%	-5.7%
Industrials (MSCI World)	393.2	60.92	-1.4%	4.5%	17.3%	22.5%	-12.6%
Info. Tech. (MSCI World)	734.9	57.38	-0.5%	6.7%	25.8%	51.4%	-30.9%
Materials (MSCI World)	353.9	60.60	-2.4%	6.7%	6.4%	12.6%	-11.0%
Real Estate (MSCI World)	1 031.6	51.16	-1.7%	1.7%	8.0%	5.3%	-26.6%
Utilities (MSCI World)	175.6	63.39	-0.9%	4.0%	22.5%	1.6%	-3.8%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.46%	38.02	-1.8%	-0.6%	2.0%	5.7%	-16.2%
USA (Sovereign)	3.99%	36.34	-1.3%	-0.9%	2.7%	4.1%	-12.5%
Euro Area (Sovereign)	2.70%	50.19	-0.3%	0.4%	1.6%	7.1%	-18.5%
Germany (Sovereign)	2.18%	48.12	-0.4%	0.2%	0.5%	5.6%	-17.8%
UK (Sovereign)	4.09%	36.66	-1.0%	-1.1%	-1.0%	5.6%	-17.1%
Switzerland (Sovereign)	0.63%	53.44	-0.2%	0.2%	3.8%	7.9%	-12.5%
Japan (Sovereign)	0.65%	51.36	-0.3%	0.3%	-0.6%	0.9%	-2.8%
Emerging (Sovereign)	6.93%	53.93	-0.6%	0.9%	8.0%	11.0%	-17.4%
USA (IG Corp.)	4.88%	43.13	-0.9%	-0.4%	4.4%	8.5%	-15.8%
Euro Area (IG Corp.)	3.27%	56.74	-0.2%	0.5%	3.6%	8.2%	-13.6%
Emerging (IG Corp.)	6.09%	58.61	-0.4%	0.6%	8.1%	6.7%	-14.9%
USA (HY Corp.)	7.10%	75.02	-0.2%	1.2%	7.8%	13.4%	-11.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.96%	83.15	0.1%	0.9%	6.3%	12.1%	-10.6%
Emerging (HY Corp.)	8.64%	79.03	0.0%	2.4%	12.9%	13.1%	-12.4%
World (Convertibles)	437.1	72.57	0.1%	4.1%	8.6%	12.3%	-18.2%
USA (Convertibles)	584.4	70.90	0.2%	4.3%	7.5%	14.6%	-20.1%
Euro Area (Convertibles)	224	74.37	0.5%	2.5%	10.5%	7.3%	-11.1%
Switzerland (Convertibles)	261.2	35.42	-0.9%	-2.5%	-3.0%	5.8%	-19.1%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1 564	75.80	n.a.	0.1%	7.9%	7.8%	-6.9%
Macro	1 322	67.86	n.a.	-0.7%	5.8%	1.6%	1.3%
Equity Long Only	2 192	69.27	n.a.	1.2%	11.0%	15.9%	-16.4%
Equity Long/Short	1 633	74.02	n.a.	0.6%	11.0%	7.7%	-10.7%
Event Driven	1 695	74.81	n.a.	0.0%	6.8%	7.3%	-4.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 597	84.11	n.a.	0.1%	8.7%	6.6%	2.3%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 639	86.73	n.a.	-0.3%	8.2%	7.8%	-2.0%
Credit	1 567	85.66	n.a.	0.8%	6.5%	8.1%	-5.0%
Credit Long/Short	1 592	89.29	n.a.	1.1%	7.6%	11.2%	-1.4%
Commodity	1 685	77.36	n.a.	0.8%	8.0%	7.3%	10.5%
Commodity Trading Advisors	1 340	56.70	n.a.	-1.5%	7.7%	-3.6%	5.3%
<b>Volatility</b>							
VIX	19.21	55.21	13.3%	-9.9%	54.3%	-42.5%	25.8%
VSTOXX	20.25	57.93	27.0%	1.9%	49.2%	-35.0%	8.4%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	538.3	n.a.	0.0%	0.7%	5.5%	-8.0%	-4.1%
Gold (Troy Ounce)	2 640	n.a.	0.2%	5.7%	28.0%	13.1%	-0.3%
Silver (Troy Ounce)	32	n.a.	2.3%	12.5%	34.0%	-0.7%	2.8%
Oil (WTI, Barrel)	74.38	n.a.	9.1%	7.5%	3.8%	-10.7%	4.2%
Oil (Brent, Barrel)	79.40	n.a.	10.3%	5.7%	2.3%	-4.5%	5.5%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	102.53	64.06	1.7%	1.3%	1.2%	-2.1%	8.2%
EUR	1.0967	37.68	-1.5%	-0.6%	-0.7%	3.1%	-5.8%
JPY	148.44	36.71	-3.2%	-3.5%	-5.0%	-7.0%	-12.2%
GBP	1.3111	43.18	-2.0%	0.3%	3.0%	5.4%	-10.7%
AUD	0.6799	50.28	-1.6%	2.1%	-0.2%	0.0%	-6.2%
CAD	1.3588	45.24	-0.5%	-0.2%	-2.5%	2.3%	-6.8%
CHF	0.8578	42.11	-1.4%	-1.0%	-1.9%	9.9%	-1.3%
CNY	7.0187	72.26	0.5%	1.4%	1.2%	-2.8%	-7.9%
MXN	19.273	55.16	2.5%	3.2%	-11.9%	14.9%	5.3%
EM (Emerging Index)	1 780.9	59.94	-0.5%	1.3%	2.3%	4.8%	-4.3%
XBT	63 367	n.a.	4.0%	17.0%	49.1%	157.0%	-64.3%

Source: Bloomberg, Atlantic Derivatives SA

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



#### AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Derivatives (ci-après "Atlantic"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Atlantic, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Atlantic ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Atlantic ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Atlantic se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Atlantic peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Atlantic.