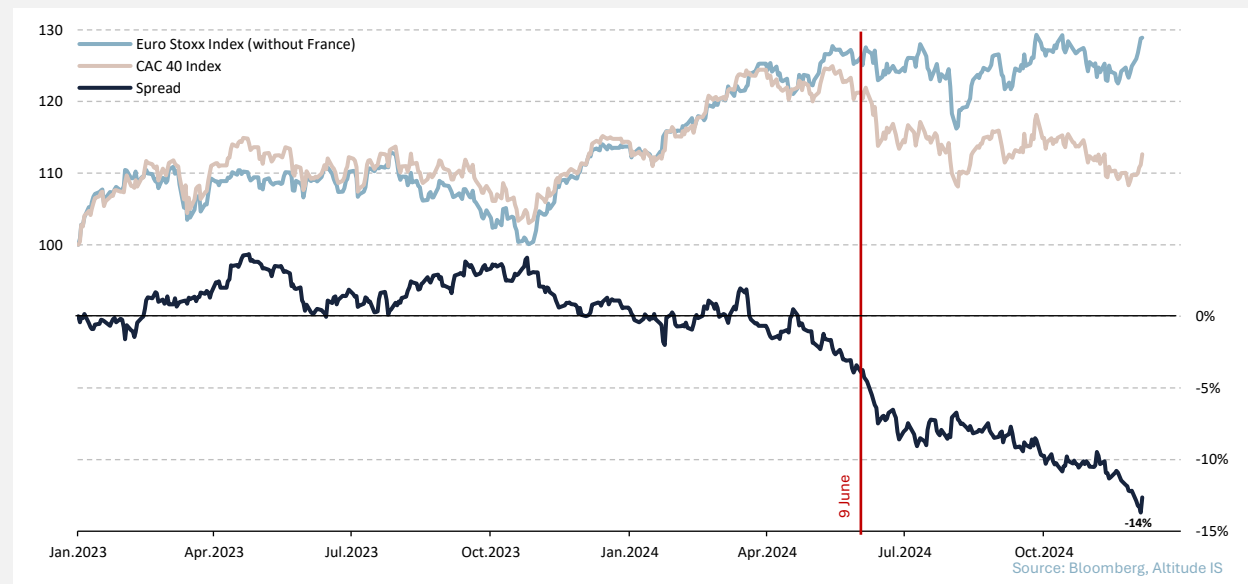


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 9 décembre 2024

"CRISE EN FRANCE... ET SI ELLE RIMAIT AVEC CHANCE ET PATIENCE ?"

- La destitution du gouvernement empêche une stabilisation rapide des finances publiques
- L'accroissement des incertitudes pèse sur les obligations, les actions et l'euro
- Le stress n'a sans doute pas atteint son apogée mais des opportunités apparaissent
- Tout dépend du niveau de protection souhaité par les investisseurs

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La crise politique a déjà coûté cher aux sociétés cotées"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Depuis la dissolution de l'Assemblée nationale, le 9 juin dernier, la France est une source d'inquiétude pour les investisseurs. L'élection législative qui en a découlé a engendré une situation inédite de blocage parlementaire, où trois groupes s'opposent : l'extrême droite, les partis du centre, ainsi que la coalition regroupant la gauche, l'extrême gauche et les écologistes. Pour tenter de trouver des compromis et voter un budget crédible pour 2025, le président Emmanuel Macron avait nommé Michel Barnier comme Premier ministre. Issu de la droite modérée, certes minoritaire, il était un des rares à pouvoir espérer recueillir une majorité de soutien dans l'hémicycle. Ce fut un échec. La semaine dernière, son



gouvernement a été renversé par une motion de censure, plongeant de nouveau la France dans une impasse politique et les investisseurs dans une nouvelle phase d'incertitude.

Lors de sa dernière intervention publique, Emmanuel Macron a exprimé sa volonté d'exercer son mandat jusqu'en 2027, rejetant les appels implicites à une démission. Il doit désormais nommer un nouveau Premier ministre, capable de surmonter les divisions profondes du parlement pour éviter une nouvelle censure, tout en stabilisant les finances publiques. En effet, **le futur gouvernement devra soumettre un projet de loi spéciale avant la fin de l'année**, permettant de maintenir la collecte des impôts et le fonctionnement de l'État, jusqu'à l'approbation d'un budget définitif en début d'année prochaine. Bien que spéciale, **cette loi devra être votée par le parlement**.

La crise politique actuelle ne doit pas masquer le défi structurel auquel est confrontée la France : le déficit et la dette publique dépassent respectivement 6% et 112% du PIB (cf. Fig. 2 et 3). Paradoxalement, les Français affichent une opposition grandissante aux politiques d'austérité. **Les agences de notation, comme S&P Global Ratings, ont averti** qu'une consolidation budgétaire ambitieuse était désormais peu probable, augmentant les risques pour les finances publiques à moyen terme et donc la probabilité **d'une dégradation de la note AA- actuelle**.

Fig. 2 – Déficit public : France vs Allemagne

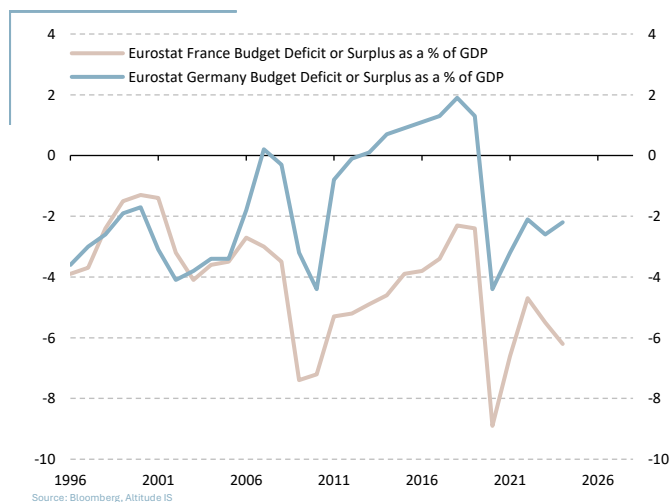
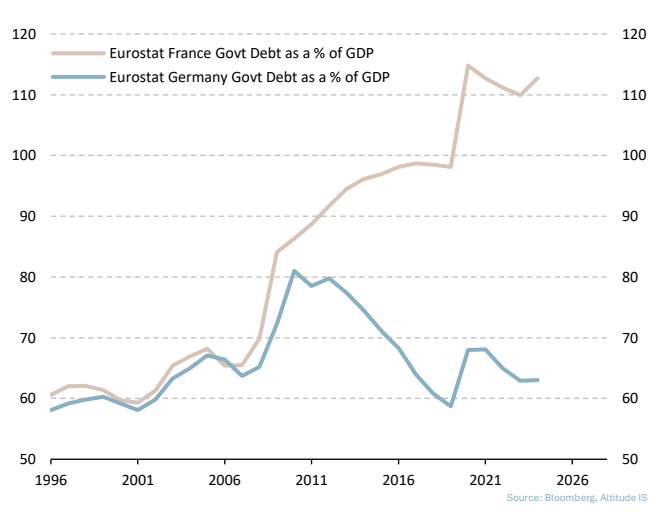


Fig. 3 – Dette publique : France vs Allemagne



Marine Le Pen, la leader de l'extrême droite, parvient à tirer parti de cette crise. En se disant prête à collaborer avec le gouvernement, à condition que les budgets reflètent les priorités de son parti, elle réussit à étendre son influence sur la politique française. Elle laisse également entendre qu'un budget pourrait être adopté rapidement si le gouvernement accepte une réduction plus progressive du déficit, marquant ainsi un tournant dans le débat fiscal et son influence sur les marchés financiers. Lors de cette annonce, jeudi 5 décembre, les spreads et CDS se sont contractés tandis que les sociétés du CAC 40 repartaient à la hausse. Ces mouvements suggèrent soit que les investisseurs anticipent une résolution rapide de la crise politique, soit qu'ils considèrent que les fondamentaux économiques restent solides.

Les craintes des investisseurs ne sont pas liées au camp politique des parlementaires, mais essentiellement à l'avenir budgétaire de la France, aux notations accordées par les agences, et aux taux d'imposition des sociétés. Ils hésitent à s'exposer davantage à la France, alors que la plupart des autres



pays de la Zone Euro offrent une stabilité politique plus attrayante. **Toutefois, même s'ils ont fait preuve d'une plus grande nervosité ces dernières semaines, les détenteurs d'obligations n'ont pas succombé à la panique.** L'écart entre les obligations françaises et allemandes à 10 ans a récemment touché 88 points de base au-dessus, un record depuis la crise de la dette européenne en 2012 (cf. Fig. 4).

Fig. 4 – Ecart de rendements à 10 ans

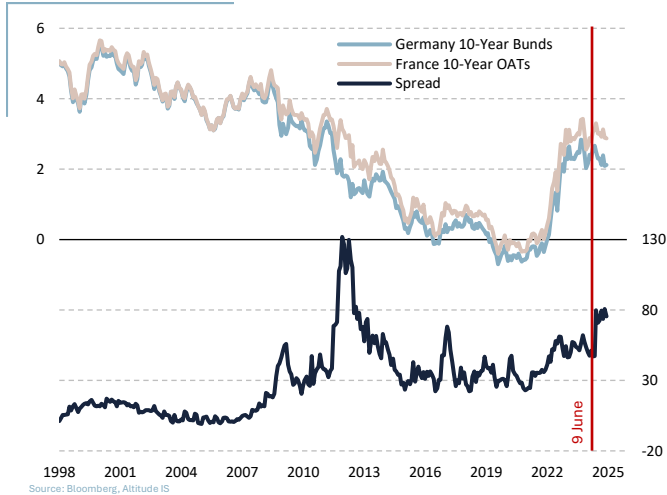
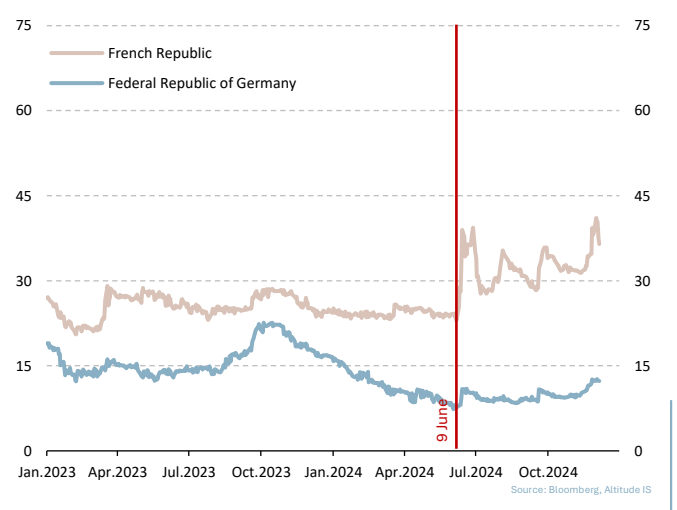


Fig. 5 – Credit default swap à 5 ans



Les Credit Default Swaps (CDS) sur la dette souveraine française, qui mesurent le coût de l'assurance contre un défaut, ont enregistré une hausse avant l'annonce de la chute du gouvernement de Michel Barnier, puis une chute ensuite (cf. Fig. 5). Le 5 décembre, les CDS à cinq ans sur la France se sont établis à 36 points de base, contre un pic récent de 41 points. Cette détente reflète le sentiment des investisseurs selon lequel, malgré l'instabilité politique, le risque de défaut reste limité dans l'immédiat.

A titre de comparaison, l'élection de Liz Truss au Royaume-Uni le 5 septembre 2022 et celle de Giorgia Meloni en Italie le 22 octobre 2022 ont engendré une progression des spreads d'environ 140 points de base. Il est probable que le(s) prochain(s) gouvernement(s) français, confronté(s) à la réalité économique et financière, finisse(nt) par reculer naturellement sur les mesures électorales les plus controversées, comme ce fut le cas en Italie. Il est également possible que les marchés eux-mêmes exercent une contrainte significative, forçant le(s) gouvernement(s) à adopter une politique plus pragmatique et équilibrée, comme ce fut le cas au Royaume-Uni. Dans cette hypothèse, **le spread de la France ne devrait pas dépasser durablement 140 points de base. De la même manière, le CDS ne devrait pas s'installer au-dessus de 70 points de base.**

L'indice phare des actions françaises, le CAC 40, a également montré une certaine résilience. Le 5 décembre, il a progressé de 0.6%, porté par les gains dans les secteurs de la technologie et des biens de consommation. Cette performance s'explique en partie par le caractère global des 40 entreprises composant l'indice, qui sont moins sensibles aux facteurs purement domestiques. Les investisseurs semblent également anticiper que la chute du gouvernement pourrait ouvrir la voie à des compromis politiques permettant d'éviter une impasse prolongée. **Toutefois, la sous-performance cumulée lors des huit derniers mois a atteint 14%** (cf. Graphique de la semaine).

Les inquiétudes des investisseurs ne sont probablement pas terminées. Une réallocation des actifs vers les obligations ou les actions françaises est sans doute encore prématurée pour les investisseurs de



court terme et ceux qui ont une forte aversion au risque. Ils devront probablement attendre de voir le spread avec l'Allemagne et le CDS atteindre respectivement 140 et 70 points de base. Seuls les investisseurs qui apprécient les situations de détresse et qui ont un horizon de temps suffisamment long chercheront à s'exposer aux actifs français dès maintenant, estimant que c'est dans l'incertitude que se font les meilleures affaires.

Pour les mettre d'accord, il convient d'examiner les performances individuelles des actions françaises. **Parmi les 40 principaux titres cotés, seuls quatre d'entre eux ont vu leur cours surperformer** lors de la dissolution (cf. Fig. 6) et progresser de manière régulière au cours des sept derniers mois (cf. Fig. 7). Il s'agit de **Essilor (EL FP), Danone (BN FP), Schneider (SU FP), Sanofi (SAN FP) et Safran (SAF FP)**. Ces sociétés sont peu affectées par la situation politique et fiscale dans l'Hexagone. Chacune pour des raisons particulières, et notamment leur faible exposition à la croissance française, elles résistent parfaitement à l'orage.

Fig. 6 – Performance la semaine du 6 juin 2024

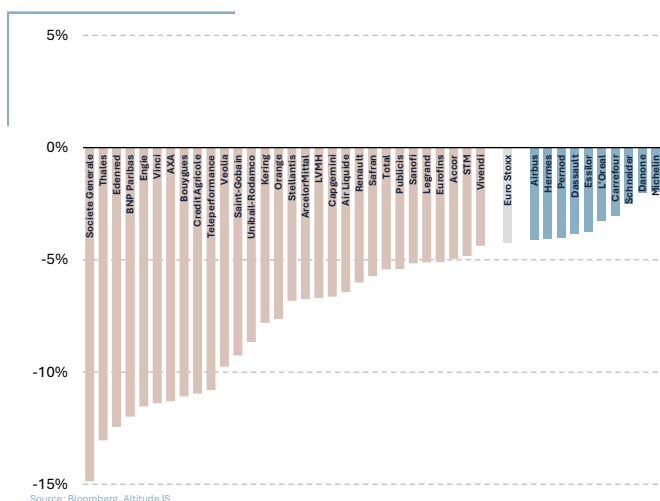
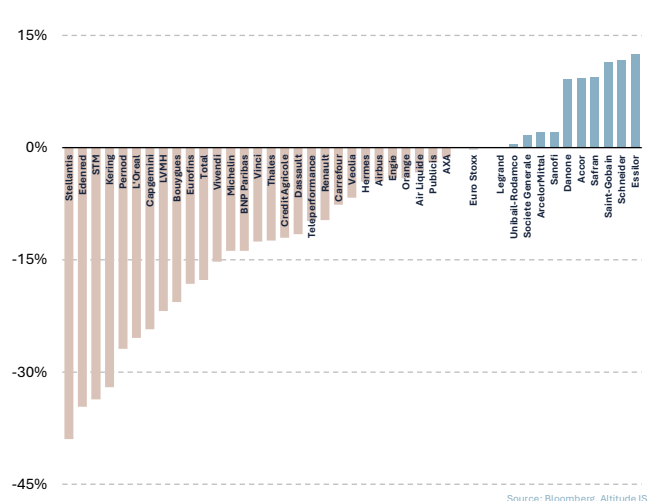


Fig. 7 – Performance entre mai et décembre 2024



Quant aux entreprises qui ont le plus souffert, telles que Stellantis (STLAP FP), Edenred (EDEN FP), Kering (KER FP) et Bouygues (EN FP), elles devraient être parmi 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.

Les répercussions des incertitudes politiques en France dépassent les frontières du pays. Alors que la Zone Euro lutte avec une croissance atone et un resserrement budgétaire, l'instabilité de sa deuxième économie provoque des ondes de choc sur le marché des changes, où la confiance envers la France joue un rôle crucial pour garantir la stabilité de la monnaie. L'euro a perdu quelque 3% depuis le mois de juin. **Logiquement, la monnaie unique souffre, mais elle n'est pas à risque.** Dans le pire des cas, c'est-à-dire si le risque français se propageait au reste de la Zone Euro, et à condition que Paris s'engage à équilibrer ses finances publiques, la Banque Centrale Européenne (BCE) pourrait intervenir. Elle dispose de nombreux outils pour gérer les crises de liquidité et de solvabilité. Son engagement contribuerait fortement à rétablir la confiance des investisseurs. La BCE parviendrait ainsi à stabiliser les marchés, comme l'a fait Mario Draghi durant la crise de la dette européenne. Une telle intervention n'est pas



souhaitable mais elle pourrait se révéler cruciale pour éviter une spirale de dégradation économique et financière à l'ensemble de la Zone Euro. Cette perspective offre une certaine assurance contre un scénario catastrophe.

Conclusion :

Malgré les turbulences passées, récentes et à venir, il existe de belles opportunités en lien avec l'imbricatio politique en France, que ce soit via les marchés obligataires, boursiers, ou par l'intermédiaire de structures qui s'y adossent.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2024 Year-to-Date (%)	2023 (%)	2022 (%)	
Equities								
World (MSCI)	873.7	70.79	1.3%	2.4%	22.5%	22.8%	-17.9%	
USA (S&P 500)	6090	69.26	1.0%	2.9%	29.3%	26.3%	-18.1%	
USA (Dow Jones)	44643	61.05	-0.5%	2.4%	20.6%	16.2%	-6.9%	
USA (Nasdaq)	19860	72.22	3.4%	4.7%	33.2%	44.7%	-32.5%	
Euro Area (DJ EuroStoxx)	513.7	63.77	3.0%	3.5%	12.0%	19.5%	-11.4%	
UK (FTSE 100)	8309	57.95	0.3%	2.2%	11.3%	7.7%	4.6%	
Switzerland (SMI)	11781	48.98	0.1%	-0.6%	9.2%	7.1%	-14.3%	
Japan (Nikkei)	39139	54.61	2.3%	-1.0%	18.7%	31.0%	-7.8%	
Emerging (MSCI)	1105	51.56	2.5%	-2.3%	10.8%	10.2%	-19.8%	
Brasil (IBOVESPA)	125946	42.41	0.2%	-3.4%	-6.1%	22.3%	4.7%	
Mexico (IPC)	51349	55.38	3.1%	-0.2%	-8.1%	22.4%	-5.8%	
India (SENSEX)	81742	61.91	2.4%	1.7%	14.6%	20.3%	5.8%	
China (CSI)	3962	54.54	1.4%	-1.2%	19.2%	-9.1%	-19.8%	
Com. Services (MSCI World)	126.9	70.87	3.7%	4.2%	33.9%	38.1%	-35.3%	
Cons. Discretionary (MSCI World)	434.3	78.60	4.9%	7.9%	24.2%	29.5%	-31.5%	
Cons. Staples (MSCI World)	284.9	56.05	-0.2%	2.7%	9.1%	3.2%	-6.0%	
Energy (MSCI World)	251.4	37.29	-3.0%	-2.1%	7.4%	6.0%	34.5%	
Financials (MSCI World)	187.0	67.06	0.0%	2.2%	29.9%	16.4%	-9.2%	
Health Care (MSCI World)	367.2	40.32	-1.1%	-2.1%	6.6%	4.1%	-5.7%	
Industrials (MSCI World)	399.0	56.14	-0.3%	0.4%	19.3%	22.5%	-12.6%	
Info. Tech. (MSCI World)	789.6	68.38	3.6%	4.0%	35.3%	51.4%	-30.9%	
Materials (MSCI World)	330.0	40.16	-0.8%	-3.3%	-0.6%	12.6%	-11.0%	
Real Estate (MSCI World)	1009	46.23	-1.9%	1.3%	5.6%	5.3%	-26.6%	
Utilities (MSCI World)	168.1	41.79	-2.4%	1.1%	17.7%	1.6%	-3.8%	
Bonds (Bloomberg)								
World (Aggregate)	3.49%	60.93	0.3%	1.4%	0.7%	5.7%	-16.2%	
USA (Sovereign)	4.16%	65.30	0.4%	1.9%	2.5%	4.1%	-12.5%	
Euro Area (Sovereign)	2.52%	74.45	0.2%	2.7%	3.5%	7.1%	-18.5%	
Germany (Sovereign)	2.05%	64.80	-0.1%	2.2%	2.0%	5.6%	-17.8%	
UK (Sovereign)	4.25%	57.82	-0.2%	2.4%	-1.4%	5.6%	-17.1%	
Switzerland (Sovereign)	0.42%	65.78	-0.1%	1.5%	5.7%	7.9%	-12.5%	
Japan (Sovereign)	0.84%	45.98	0.0%	-0.6%	-1.8%	0.9%	-2.8%	
Emerging (Sovereign)	6.77%	75.24	0.7%	1.5%	9.4%	11.0%	-17.4%	
USA (IG Corp.)	4.98%	65.95	0.4%	1.1%	4.7%	8.5%	-15.8%	
Euro Area (IG Corp.)	3.03%	72.37	0.0%	1.3%	5.4%	8.2%	-13.6%	
Emerging (IG Corp.)	6.33%	69.85	0.3%	0.6%	8.3%	6.7%	-14.9%	
USA (HY Corp.)	7.05%	80.90	0.3%	0.8%	9.1%	13.4%	-11.2%	
Euro Area (HY Corp.)	5.61%	92.33	0.5%	0.9%	8.1%	12.1%	-10.6%	
Emerging (HY Corp.)	8.27%	80.14	0.6%	1.4%	16.1%	13.1%	-12.4%	
World (Convertibles)	455.9	71.73	0.4%	3.4%	13.2%	12.3%	-18.2%	
USA (Convertibles)	624.7	70.80	0.3%	4.6%	14.9%	14.6%	-20.1%	
Euro Area (Convertibles)	234.5	78.55	0.9%	4.3%	15.5%	7.3%	-11.1%	
Switzerland (Convertibles)	257.9	57.93	2.7%	-0.5%	-4.2%	5.8%	-19.1%	
Japan (Convertibles)	224.0	56.25	0.4%	0.2%	5.2%	7.6%	-1.8%	
Hedge Funds (Bloomberg)								
Hedge Funds Industry	1585	80.17	n.a.	-0.5%	9.4%	7.8%	-6.9%	
Macro	1321	61.53	n.a.	-1.7%	5.7%	1.6%	1.3%	
Equity Long Only	2213	72.63	n.a.	-1.9%	12.1%	15.9%	-16.4%	
Equity Long/Short	1656	79.49	n.a.	-0.2%	12.6%	7.7%	-10.7%	
Event Driven	1709	77.83	n.a.	-0.2%	7.7%	7.3%	-4.7%	
Fundamental Equity Mkt Neutral	1626	95.20	n.a.	0.6%	10.7%	6.6%	2.3%	
Quantitative Equity Mkt Neutral	1643	85.77	n.a.	-0.4%	8.4%	7.8%	-2.0%	
Credit	1584	95.81	n.a.	0.2%	7.7%	8.1%	-5.0%	
Credit Long/Short	1603	100.00	n.a.	0.3%	8.4%	11.2%	-1.4%	
Commodity	1742	80.41	n.a.	2.1%	11.7%	7.3%	10.5%	
Commodity Trading Advisors	1313	48.38	n.a.	-3.1%	5.5%	-3.6%	5.3%	
Volatility								
VIX	12.77	33.76	-5.5%	-21.5%	2.6%	-42.5%	25.8%	
VSTOXX	14.48	33.65	-14.6%	-21.7%	6.7%	-35.0%	8.4%	
Commodities								
Commodities (CRB)	537.6	n.a.	0.3%	0.8%	5.3%	-8.0%	-4.1%	
Gold (Troy Ounce)	2642	n.a.	0.1%	-1.6%	28.1%	13.1%	-0.8%	
Silver (Troy Ounce)	31.14	n.a.	2.1%	1.5%	30.9%	-0.7%	2.8%	
Oil (WTI, Barrel)	67.20	n.a.	-2.2%	-6.3%	-6.2%	-10.7%	4.3%	
Oil (Brent, Barrel)	72.63	n.a.	-2.2%	-4.5%	-6.4%	-4.5%	5.5%	
Currencies (vs USD)								
USD (Dollar Index)	106.16	54.36	-0.3%	1.1%	4.8%	-2.1%	8.2%	
EUR	1.0541	43.45	0.4%	-1.1%	-4.5%	3.1%	-5.8%	
JPY	150.10	58.22	-0.3%	2.4%	-6.0%	-7.0%	-12.2%	
GBP	1.2727	47.82	0.6%	-1.1%	0.0%	5.4%	-10.7%	
AUD	0.6385	33.04	-1.4%	-2.9%	-6.3%	0.0%	-6.2%	
CAD	1.4170	32.01	-0.9%	-1.7%	-6.5%	2.3%	-6.8%	
CHF	0.8801	49.22	0.7%	0.1%	-4.4%	9.9%	-1.8%	
CNY	7.2786	32.27	-0.1%	-0.9%	-2.5%	-2.8%	7.9%	
MXN	20.192	51.72	1.0%	0.7%	-15.9%	14.9%	5.3%	
EM (Emerging Index)	1745.3	41.65	-0.2%	-0.7%	0.3%	4.8%	-4.3%	
XBT	99225	n.a.	1.4%	29.8%	133.4%	157.0%	-64.3%	

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). 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 Altitude IS, 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. Altitude IS 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, Altitude IS 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, Altitude IS 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. Altitude IS 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 Altitude IS.

