



ALERT' ECO

COMMUNIQUÉ ECONOMIQUE



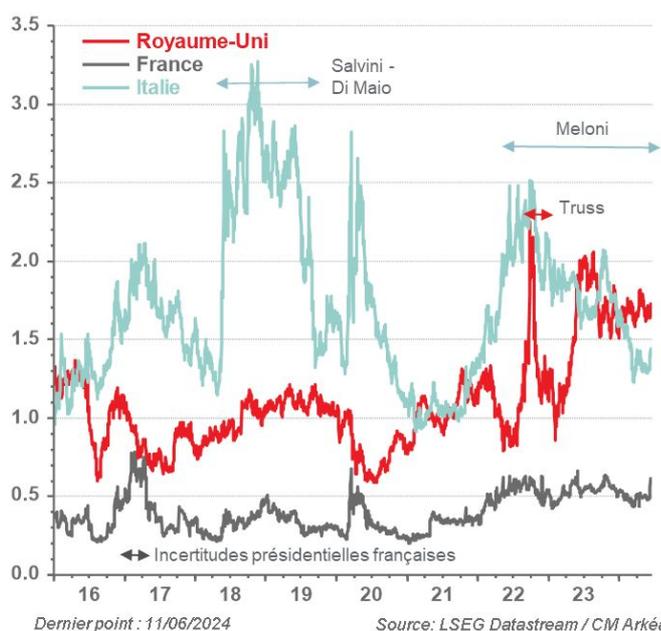
MERCREDI 12 JUN 2024

LA DISSOLUTION INTERROGE

CONTEXTE

L'annonce par le Président de la République de la dissolution de l'Assemblée nationale a entraîné nombre de réactions. Selon l'agence de notation Moody's, la situation politique "accroît les risques" sur la maîtrise des finances publiques. Ce constat est celui du marché et se matérialise par une hausse de l'écart entre les coûts de financement français et allemands depuis dimanche (+12 points de base). Cette progression est le reflet de la « prime de risque » de la dette française, comme le souligne l'évolution opposée des taux allemands : l'écartement s'installe au-dessus de 60 points de base, contre environ 50 pb en moyenne en 2024. La hausse du coût du crédit "sans risque" français devrait se transmettre à l'ensemble de l'économie, même si la progression des taux obligataires "corporate" demeure pour le moment limitée (+ 5 pb).

Ecart des taux souverains à l'Allemagne (%)



POURQUOI ?

Dissolution de l'Assemblée nationale

La réaction des marchés traduit les craintes sur (i) la trajectoire des finances publiques françaises et, dans une moindre mesure, sur (ii) le risque de fragmentation de la Zone euro, en lien avec la progression des partis eurosceptiques. Le parti présidentiel devrait perdre sa majorité relative le 7 juillet. Deux scénarii sont actuellement envisageables, selon l'obtention, ou non, d'une majorité absolue à l'Assemblée nationale.

Les premiers sondages post-dissolution ne suggèrent pas qu'une majorité solide émergera des élections, même si le Rassemblement national (RN) s'inscrit en tête. Ce scénario déboucherait sur une instabilité politique, limitant la capacité d'action du gouvernement. Or, la mise en conformité avec les traités européens impose une cure d'austérité, avec une échéance politique délicate: le vote, cet automne, du budget 2025, qui sera particulièrement scruté. Dans ce contexte, Moody's agite le spectre d'une dégradation de la note

souveraine de la France, face au risque de paralysie, quelques jours après S&P Global.

Dans le cas, où le RN parvenait à dégager une majorité absolue, la trajectoire des finances publiques serait encore plus questionnée en raison du programme du RN présenté en 2022, jugé largement dispendieux : le think tank libéral "Institut Montaigne" chiffrait à 100Md€ ce programme, même si le parti s'écarte de sa feuille de route, en relativisant notamment sa détermination à abroger la réforme des retraites. Au delà de la question pure des finances publiques, la multiplication des gouvernements eurosceptiques accroît le risque d'émancipation des traités européens et menace l'unité de la Zone euro, même si la composition du Parlement européen évolue finalement peu. Ce risque est d'autant plus important qu'il touche les deuxième et troisième économies européennes (France et Italie), membres fondateurs de l'Union européenne.



Envolée contenue des spreads et des taux

L'envolée des taux souverains français, comme des spreads, demeurerait limitée dans les prochains mois, mais ne retomberait pas totalement selon notre scénario central. Ce dernier repose sur l'hypothèse que, quelle que soit la future majorité, elle sera relative, fragile et rencontrera des difficultés à réformer et à limiter la progression du déficit public. L'instabilité politique devrait durer jusqu'à la prochaine élection présidentielle en 2027.

Dès lors, **le coût de financement de la dette française se situerait environ 10 points de base au delà de notre précédente estimation jusqu'en 2027** (3% contre 2,9%). A court terme, les risques d'accident de marché sont nombreux, mais ne constituent pas notre scénario principal. De plus, si la pression venait à augmenter, la Banque centrale aurait néanmoins des instruments (outil anti fragmentation ou TPI, réinvestissements dans le cadre du plan d'urgence pandémique) destinés à soulager les États en difficulté.

Depuis près d'une décennie, des gouvernements populistes ont été constitués en Europe (Italie, Pologne, Hongrie, Autriche, Slovaquie,...), aux Etats-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni. Dans l'ensemble, seule la situation financière du Royaume-Uni a été lourdement fragilisée (cf. ci dessous).

En cas de majorité absolue du RN et de ses alliés, nous jugeons probable que les décisions budgétaires soient euro-compatibles, comme celles du gouvernement Meloni en Italie. En effet, en s'affranchissant des règles européennes, les gouvernements nationalistes prennent le risque (i) de ne pas recevoir les financements européens acquis dans le cadre du plan NextGenerationEU (NGEU, 10 md€ n'ont pas encore été distribués à la France), (ii) d'être sanctionnés dans le cadre du non respect du pacte de stabilité (de 0,2% à 0,5% du PIB).

EXEMPLE 1

Le cas de l'Italie

L'Italie enregistre régulièrement des périodes d'instabilité politique, qui impliquent une prime de risque structurellement élevée (170 pb en moyenne depuis 2015). En 2018, la crise politique conduit à une **coalition entre les eurosceptiques du Mouvement 5 étoiles (M5S, gauche populiste) et de la Ligue (extrême droite). Le spread italien s'envole alors et continue de progresser pendant des mois (pic à plus de 320 pb)**. Il ne reculera qu'à la chute la coalition, qui permettra ensuite une alliance du M5S avec des partis traditionnels. **En octobre 2022, la nomination de Giancarlo Giorgetti, l'un des représentants les plus modérés et pro-européens de la Ligue, comme Ministre de l'économie du premier gouvernement de Giorgia Meloni avait rassuré les marchés.** Si les spreads italiens se sont écartés avant son investiture, ils ont ensuite rapidement diminué pour évoluer actuellement sous leur moyenne décennale (145 pb).

EXEMPLE 2

Le cas du Royaume-Uni

En septembre 2022, l'économie britannique avait lourdement pâti des premières annonces budgétaires de la nouvelle Première ministre très conservatrice Liz Truss. Le budget contenait notamment des baisses d'impôt pour les plus aisés et des aides directes pour diminuer la facture énergétique. Une baisse des recettes qui n'était pas financée par ailleurs. En quelques jours, l'écart de taux entre les titres britanniques et allemands s'était amplifié de 120 points de base. Les pensions de retraites des britanniques étaient alors menacées, nécessitant l'intervention de la Banque d'Angleterre. Liz Truss démissionnera 44 jours après son investiture.



Les économistes

DE LA SALLE DES MARCHÉS

Crédit Mutuel
ARKEA