

LE THÈME DU MOIS

27 septembre 2018, date butoir de présentation du budget italien: un défi pour le gouvernement

ANNALISA USARDI, Recherche Macroéconomique
SERGIO BERTONCINI, Stratégie Crédit

Achevé de rédiger le 30/08/2018

L'essentiel

Les discussions sur le budget italien vont s'intensifier à mesure que l'on s'approche du 27 septembre, date de publication du document qui donnera les grandes lignes du budget ainsi que les projections économiques et la cible de déficit. Nous considérons ici plusieurs scénarios de déficit budgétaire afin de comprendre les degrés de liberté dont dispose le pays. En particulier nous étudions le lien entre croissance du PIB et impact potentiel sur le niveau des *spreads* de la dette souveraine italienne.

Nos recherches montrent que les niveaux de *spreads* actuels reflètent d'ores et déjà une dérive budgétaire en escomptant certaines des mesures phares du programme du gouvernement. Nous revenons par ailleurs sur les facteurs d'offre et de demande qui affectent les emprunts d'État italiens. À cet égard, et au vu des tendances structurelles des coûts de financement, de la maturité moyenne et de la sensibilité au risque de taux d'intérêt, nous avons identifié quelques facteurs positifs. Ainsi une analyse en termes de valeur relative, notamment par rapport à d'autres emprunts d'État de la zone euro et aux obligations d'entreprise de la périphérie de l'Europe, indique que l'écartement des *spreads* italiens a un impact limité sur les autres segments obligataires.

Vision à court terme de l'économie italienne: la combinaison d'un ralentissement de la croissance avec une inflation basse et des taux d'intérêt en hausse constitue un cocktail explosif pour les finances publiques, de sorte qu'un excédent primaire est indispensable pour stabiliser la trajectoire de la dette

Nous avons revu nos prévisions de croissance du PIB à la baisse à 1,1 % en 2018 en ralentissement progressif vers son potentiel, juste en dessous de 1 % en 2019-2020. Cette révision est due à la contribution à la croissance plus faible des investissements et de la consommation personnelle par rapport à 2017, puisque dans le contexte législatif actuel l'on s'attend à un ralentissement de leurs dynamiques de croissance. **Nous ne voyons pas non plus de signaux de reprise significative de l'inflation sous-jacente**, avec d'une part une dynamique modérée des salaires et d'autre part un écart à la production négatif. Des mesures plus larges de l'inflation ont récemment mis en évidence une accélération soutenue par les effets de base liés aux prix de l'énergie, mais d'après nos prévisions cette accélération devrait s'estomper d'ici la fin de l'année. Les risques sur la croissance sont désaxés vers le bas en raison à la fois de facteurs externes (« guerre commerciale », géopolitique) et domestiques (incertitude politique), qui pourraient avoir un impact économique négatif sur la confiance des ménages et des entreprises, les investissements, les décisions d'embauche, les taux et les conditions de financement des entreprises.

Encore un mois pour être fixé sur la loi budgétaire tandis que la croissance et les développements politiques sont liés

Une croissance moins élevée pourrait avoir un impact considérable sur le plan politique dans la mesure où cela pourrait renforcer le contraste au sein de la coalition formée par le Mouvement 5 étoiles (M5S) et la Ligue et son ministre des Finances et exacerber les frictions entre les deux partis sur le sujet de la politique budgétaire (revenu universel vs impôt à taux unique) si la décision d'éviter les dérapages était actée.

Actuellement nous nous attendons à ce que le M5S et la Ligue dépassent temporairement leurs divergences et fassent preuve de pragmatisme en matière budgétaire et fiscale, en limitant le déficit public ; leurs yeux sont tournés vers la prochaine échéance électorale : les élections européennes de mai 2019. D'ici là, nous nous attendons à ce que la coalition ait des relations occasionnellement conflictuelles avec l'UE, le rôle dévolu au ministre des Finances étant de maintenir le dialogue ouvert avec les instances européennes. Toutefois, au vu des toutes dernières déclarations, le risque que le déficit atteigne le niveau de 3 % du PIB semble avoir diminué avec un gouvernement plus enclin qu'il ne l'était à adopter une mise en œuvre graduelle de son programme.

Il y aura plus de visibilité vers le 27 septembre avec la publication de chiffres clés sur le PIB, le déficit et les projections de dette. Autres évènements clés :

Le projet de budget 2019 sera soumis à la Commission européenne avant le 15 octobre. Le gouvernement doit soumettre la loi budgétaire au Parlement avant le 20 octobre pour pouvoir entamer les débats. Puis auront lieu les révisions des notes souveraines entre la fin août et la fin octobre : Fitch le 31/08 (actuellement BBB avec perspective stable), Moody's fin octobre (Baa2 avec perspective négative) et S&P le 26/10 (BBB avec perspective stable).

Pour lors peu de visibilité et beaucoup d'hypothèses.

Mais quel est le niveau de flexibilité des finances italiennes ? On marche sur une corde raide

Les principaux indicateurs des finances publiques, tels que présentés par le gouvernement précédent en tant qu'objectifs 2018 et 2019, seront probablement difficiles à atteindre en raison des performances macro-économiques plus faibles que celles anticipées lors de l'élaboration du budget. De plus l'arrêt des augmentations de TVA réduirait la marge budgétaire de 12,4 milliards supplémentaires.

Au cours du mois dernier de nombreuses hypothèses ont été avancées. Voici quelques scénarios pour mieux appréhender la marge disponible.

Scénario 1 : implémentation d'un programme allégé n'incluant que le premier niveau de la « flat tax » pour les petites entreprises et l'arrêt des hausses de TVA, le tout financé par une combinaison d'économies et de recettes. Ce scénario serait comparable à celui présenté par les journaux pour un gouvernement visant un déficit de 1,8 %, mais il ne permettrait l'implémentation que d'un petit nombre de mesures fiscales du contrat gouvernemental.

Scénario 2 : implémentation initiale partielle de certaines mesures phares de la Ligue comme de M5S, financées par une combinaison d'économies et de recettes et la rationalisation en interne des dépenses fiscales (implémentation d'une forme de revenu universel pour les revenus modestes avec le retrait de l'aide financière de 80 euros introduite par le gouvernement précédent). Ce scénario serait un peu plus « parcimonieux » que celui apparemment pris en compte par le *spread* BTP-Bund (selon une enquête Bloomberg le *spread* actuel anticiperait un déficit à 2,7 %).

Scénario 3 : à titre de référence nous prenons ici en compte, sur la base des estimations, l'implémentation simultanée de l'ensemble des mesures présentées dans le « contrat » de gouvernement.

Dans les scénarios 1 et 2 nous supposons que le gouvernement ne choisira pas de financer toutes les mesures avec du déficit, mais qu'il essaiera d'en financer un maximum grâce à une combinaison de mesures pour un montant allant jusqu'à 20 milliards. Le scénario 3 nécessite un financement par du déficit.

Le gouvernement pourrait mettre en avant la possibilité de le financer grâce à une combinaison de sources, comme la lutte contre l'évasion fiscale (estimée à 20 milliards en 2017 et 16 milliards en moyenne sur les 5 dernières années), la diminution des coûts politiques, une amnistie fiscale et la réduction des dépenses fiscales. Trouver une combinaison de recettes issues de la lutte contre la fraude fiscale ainsi que d'autres sources est essentiel sans quoi le déficit atteindrait rapidement les 3 % ou même au-delà, et ce même avec le premier scénario. Une chose est sûre : ce budget danse sur la corde raide.

Un autre « espoir » de trouver de la marge budgétaire se fonde sur les négociations de flexibilité avec la Commission européenne. Si le ministre des Finances parvenait à obtenir de la flexibilité (ne pas atteindre l'objectif d'évolution du déficit budgétaire ajusté du cycle d'environ 0,6 % du PIB), ceci pourrait générer une marge d'environ 10 milliards supplémentaires qui pourraient servir, en partie, à couvrir la suppression de l'augmentation de TVA. Cette hypothèse est plausible, au moins en partie, mais uniquement dans le cas d'un budget de départ raisonnable (à l'exclusion donc du scénario 3). Nous ne prenons pas cette marge additionnelle en compte dans nos calculs. Nous ne prenons pas non plus en compte, dans nos estimations, les possibles effets positifs sur le budget d'une croissance du PIB à court terme.

En l'absence d'éclaircissements apportés par le gouvernement, ces scénarios ne représentent que des combinaisons possibles pouvant servir de point de repère étant donné l'incertitude actuelle entourant la loi budgétaire.

en Mds €						
Programme très allégé	Scénario 1	Implémentation partielle et rationalisation	Scénario 2	Programme intégral en simultané	Scénario 3	
Solde primaire 2018	32,6	Solde primaire 2018	32,6	Solde primaire 2018	32,6	
D É P E N S E S	Dépenses non-reportables	-3,5	Dépenses non-reportables	-3,5	Dépenses non-reportables	-3,5
	Ressources pour éviter la hausse de TVA	-12,4	Ressources pour éviter la hausse de TVA	-12,4	Ressources pour éviter la hausse de TVA	-12,4
	Ressources pour mise en place partielle flat tax	-3,5	Ressources pour mise en place partielle flat tax	-3,5	Flat Tax (mise en place complète)	-50,0
					Taxes sur l'essence	-6,0
			Investissements publics.	-6,0	Investissements publics.	-6,0
					Machine à sous	-7,0
			Réforme des centres de recrutement	-2,7	Réforme des centres de recrutement	-2,0
			Revenu universel (a)	-16,0	Revenu universel (b)	-17,0
					Réforme du système des retraites	-8,1
					Allocations familiales	-8,5
	Impact réduit de la croissance du PIB sur le déficit estimé	-3,0	Impact réduit de la croissance du PIB sur le déficit estimé	-3,0	Impact réduit de la croissance du PIB sur le déficit estimé	-3,0
R E C E T T E S			Suppressions d'allègements fiscaux	16,0	Suppressions d'allègements fiscaux	16,0
	Coût politique réduit	0,5	Coût politique réduit	0,5	Coût politique réduit	0,5
					Paix fiscale	25,0
	Lutte contre la fraude fiscale	16,0	Lutte contre la fraude fiscale	16,0	Lutte contre la fraude fiscale	16,0
	=		=		=	
	2019	2019	2019	2019	2019	
	Solde primaire	Solde primaire	Solde primaire	Solde primaire	Solde primaire	
	26,7	18,0	18,0	-33,4	-33,4	

Impact des scénarios envisagés ci-dessus sur quelques métriques clés en 2019.

NB : entre parenthèses figurent les cibles du précédent gouvernement

	Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3
Solde budgétaire (Mds)	26,7	18,0	-33,4
Solde budgétaire (% PIB) (cible 2019 : 2,7)	1,6	1,0	-1,9
Charge d'intérêt estimée (% PIB)	3,5	3,5	3,9
Déficit (% PIB) (cible 2019 : -0,8)	-1,9	-2,5	-5,8
Dettes cibles 2019 : 128)	129,0	129,6	132,9

(a) Les estimations pour cette mesure vont de 17 à 35 Mds €, nous prenons la moyenne et lui retranchons environ 10 Mds en supposant que certaines mesures de soutien du revenu seront réduites (soutien de 80 € introduit par le gouvernement précédent).

(b) Nous retenons ici le coût minimal estimé pour cette mesure dans le scénario 3 (17 Mds €)

NB : si le ministre des finances parvient à obtenir un peu de flexibilité de la part de la Commission européenne en matière de réduction du déficit primaire structurel (avec un ajustement inférieur aux 0,6 % du PIB sur lequel le précédent gouvernement s'était engagé), cela pourrait libérer des ressources additionnelles de 10,3 Mds, ce qui, selon nous, serait possible uniquement dans les scénarios 1 et 2.

Sources : Recherche Amundi, Bloomberg, MEF, Il Sole 24 ore, Osservatorio dei Conti Pubblici

**Matrice de viabilité de la dette :
un outil pour mieux visualiser les différents scénarios de budget**

**Évolution du ratio Dette/PIB selon différents scénarios de croissance et de balance
primaire pour un niveau de taux d'intérêt donné**

Solde budgétaire (% du PIB)	Croissance du PIB nominal					
	1%	2%	2,5%	4%	5%	6%
3,5%	-0,5%	-1,8%	-3,1%	-4,4%	-5,7%	-7,0%
3,0%	0,0%	-1,3%	-2,6%	-3,9%	-5,2%	-6,5%
2,5%	0,5%	-0,8%	-2,1%	-3,4%	-4,7%	-6,0%
2,0%	1,0%	-0,3%	-1,6%	-2,9%	-4,2%	-5,5%
1,5%	1,5%	0,2%	-1,1%	-2,4%	-3,7%	-5,0%
1,0%	2,0%	0,7%	-0,6%	-1,9%	-3,2%	-4,5%
0,5%	2,5%	1,2%	-0,1%	-1,4%	-2,7%	-4,0%
0,0%	3,0%	1,7%	0,4%	-0,9%	-2,2%	-3,5%
-0,5%	3,5%	2,2%	0,9%	-0,4%	-1,7%	-3,0%
-1,0%	4,0%	2,7%	1,4%	0,1%	-1,2%	-2,5%
-1,5%	4,5%	3,2%	1,9%	0,6%	-0,7%	-2,0%
-2,0%	5,0%	3,7%	2,4%	1,1%	-0,2%	-1,5%
-2,5%	5,5%	4,2%	2,9%	1,6%	0,3%	-1,0%
-3,0%	6,0%	4,7%	3,4%	2,1%	0,8%	-0,5%
-3,5%	6,5%	5,2%	3,9%	2,6%	1,3%	0,0%

La partie grisée du tableau ci-contre met en avant les combinaisons de solde primaire et croissance du PIB nominal, qui selon un niveau donné de taux d'intérêt, permettent une réduction du ratio Dette/PIB. La cellule jaune correspond à la prévision actuelle basée sur le DEF (*Documento di Economia e Finanza*) à avril 2018.

Selon nos prévisions d'inflation et de croissance pour 2019 (colonne en gras) et avec un taux à 10 ans proche des niveaux actuels, le scénario 1 (vert) et le scénario 2 (jaune) permettraient une réduction du ratio Dette/PIB. Le scénario 3 (rouge) entraînerait une augmentation de ce ratio.

Si le solde primaire tombait en territoire négatif, la dette augmenterait, poussant le ratio vers le bas, de la colonne en gras.

La matrice ci-dessus permet de comprendre que le ratio dette/PIB baisserait proportionnellement à un dérapage fiscal (comme dans le scénario 3) à moins que la croissance nominale du PIB n'atteigne les 5 % voire 6 % ce qui serait le résultat d'une inflation très élevée ou d'une croissance très importante. Il est difficile d'imaginer que le plan budgétaire puisse pousser la croissance du PIB à de tels niveaux (qui plus est sans affecter auparavant les taux d'intérêt à 10 ans).

La volatilité des *spreads* des BTP de retour en août tandis que « l'heure de vérité » du budget approche

Après s'être stabilisés en juillet, les *spreads* des BTP sont repartis à la hausse en août frôlant les points hauts récents, enregistrés en mai pour les taux à 10 ans (286 pb à la mi-août contre 290 pb en mai). Cependant, le segment à court terme de la courbe des taux italienne a mieux résisté à la récente volatilité qu'au mois de mai, le *spread* entre le BTP et le Bund, pour les taux à 2 ans, culminant à 196 pb à la mi-août bien en deçà des 340 pb enregistrés en mai, mais également en dessous des 230 pb du mois de juin. La volatilité était également moins importante que le pic du mois de mai sur le segment court terme de la courbe des taux italiens. Après avoir mis l'Italie sous surveillance à fin mai, l'annonce par Moody's du report de toute prise de décision à fin octobre, en vue d'attendre la publication du nouveau budget en septembre, a donné un peu de répit à court terme aux *spreads* des BTP tout en mettant la pression sur le gouvernement, l'incitant à éviter le choix d'une orientation budgétaire trop accommodante.

Quel type de budget sous-tend les *spreads* actuels ?

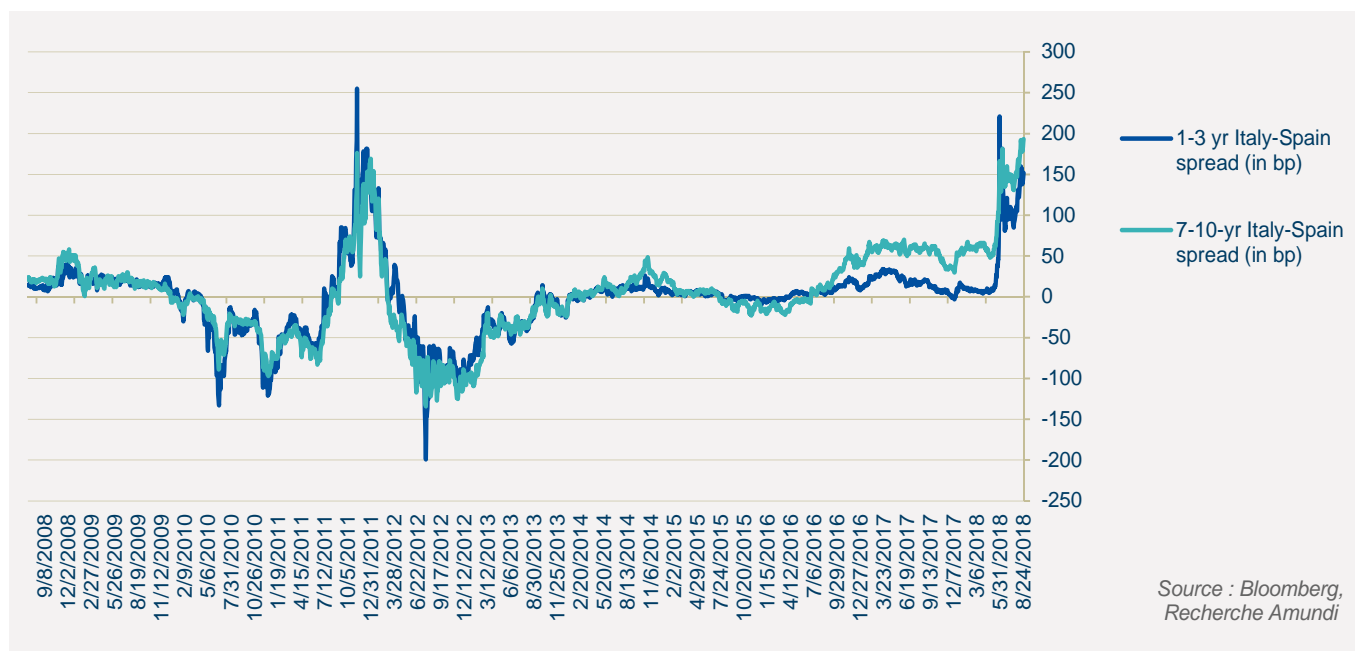
D'après les prévisions médianes collectées par une récente enquête de Bloomberg auprès des banques, il semblerait que les *spreads* actuels du marché anticipent déjà un ratio dette/PIB pour 2019 à près de 2.5 %/2.7 %, plus élevé donc que les seuils de 1,6 % à 1,8 % que nous mentionnions plus haut comme étant ceux publiés dans les journaux pour le gouvernement et qui ne seraient compatibles qu'avec l'implémentation d'un petit nombre de mesures fiscales du contrat de gouvernement (scénario 1 d'un programme très allégé décrit dans la section précédente). Il ne s'agit donc pas d'un scénario extrême, bien qu'il soit plus agressif que le programme d'assouplissement budgétaire annoncé dans les déclarations récentes. En analysant de plus près les résultats de l'enquête, selon le résultat des propositions budgétaires et les objectifs de déficit par rapport au PIB en 2019, une sorte de « consensus de *spread* » a été façonné autour du *spread* des BTP. De fait, selon cette enquête, un ratio déficit/PIB de 0,8 % équivaldrait à un *spread* médian de 150 pb, un ratio déficit/PIB de 1,8 %

irait de pair avec un niveau de *spread* à quelques points de base au-dessus de 200 pb tandis qu'un niveau de 3 % équivaldrait à un *spread* d'environ 300 pb. Une confrontation forte avec l'UE combinée à une prévision de déficit très agressive au-dessus de 6 % mènerait, selon le consensus à des niveaux de *spreads* significativement plus élevés entre 450 et 500 pb. En résumé, une certaine prime de risque a déjà été intégrée en anticipation du résultat de la loi budgétaire tout en prenant en compte les déclarations rassurantes du ministre des Finances.

Pour lors, il y a peu d'effet de contagion sur la dette souveraine des pays périphériques, tandis que les obligations d'entreprise périphériques ont bien résisté par rapport au BTP, sur une base relative, ce qui indique que le marché fait confiance à la BCE et aux outils à sa disposition

En août le *spread* entre les taux italiens et espagnols a atteint des points hauts historiques pour les échéances de 7 à 10 ans tandis que les maturités de 1 à 3 ans étaient récemment proches de leurs niveaux de 2011. Le pic des *spreads* italiens à de nouveaux points hauts historiques sur les maturités longues par rapport aux obligations d'état espagnoles souligne la confiance du marché dans la capacité de la BCE à contenir la contagion, grâce notamment à la large palette d'outils mise en place et développée au cours des dernières années et qui est désormais pleinement opérationnelle, ainsi que les effets continus des programmes d'assouplissement quantitatif et des taux négatifs et ce malgré la fin annoncée des programmes de rachat en décembre. Les obligations d'entreprises des pays périphériques restent corrélées aux *spreads* des obligations d'état italiennes, mais semblent résister jusqu'à présent, sur base relative, par rapport aux expériences passées. Sur ce plan, le CSPP a joué un rôle important en conjonction avec un contexte macro et micro-économique favorable et des conditions financières accommodantes.

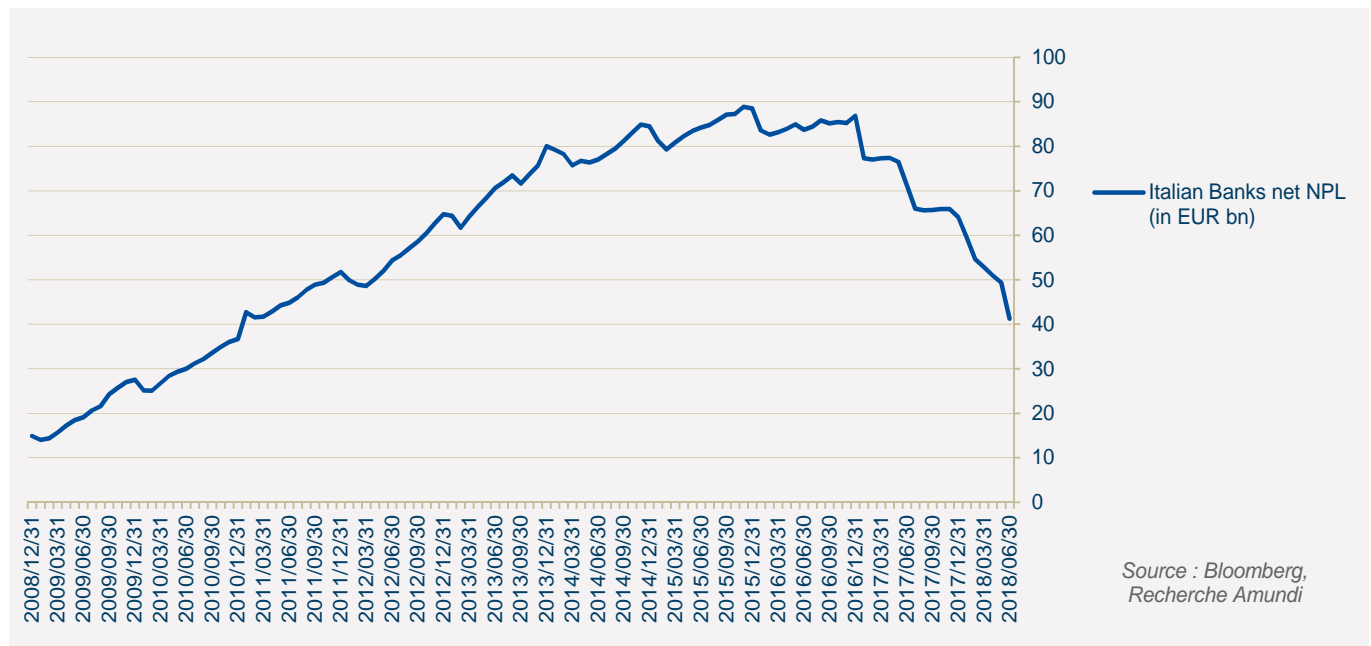
Spreads des obligations italiennes vs espagnoles sur les maturités courtes et longues



Les banques italiennes maintiennent des conditions financières accommodantes et ont réduit leurs stocks de créances douteuses

Les résultats du dernier sondage sur les conditions de crédit bancaire mené sur les banques italiennes restent pour l'ensemble en conformité avec les signaux en provenance d'autres banques des pays de la zone euro : le pourcentage de banques italiennes qui resserrent leurs conditions financières est toujours négatif malgré une légère hausse, tandis que la demande de crédit des entreprises ralentit. **Les conditions de crédit adoptées par les banques italiennes demeurent donc souples pour le sondage de juillet.** En parallèle, les réductions de créances douteuses (NPL) par les banques italiennes se poursuivent, indépendamment des turbulences politiques et de la hausse des *spreads*. Les derniers chiffres publiés sur **les stocks nets de créances douteuses détenues par les banques italiennes sont tombés en juin à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2010 et se sont réduits de plus de la moitié depuis les pics de fin 2016** : ainsi, la volatilité des *spreads* n'a pas, jusqu'à présent, affecté la capacité des banques italiennes à maintenir le cap dans ce domaine.

La diminution des créances douteuses détenues par les banques italiennes s'accélère en juin



Qu'en est-il de l'offre de dette souveraine sur les mois à venir ?

Sur les trois dernières années, le volume net des émissions de dette souveraine italienne a adopté une tendance baissière, passant de 70/80 milliards d'euros annuels en 2013 et 2014 à 40/50 milliards d'euros sur les trois années suivantes. En 2018 le montant final devrait être encore moins élevé que l'an passé, probablement aux alentours de 30 milliards d'euros. Pour lors, en juillet, le montant net des émissions sur l'année en cours a atteint 56 milliards d'euros, en deçà de la moyenne cumulée des trois et cinq dernières années.

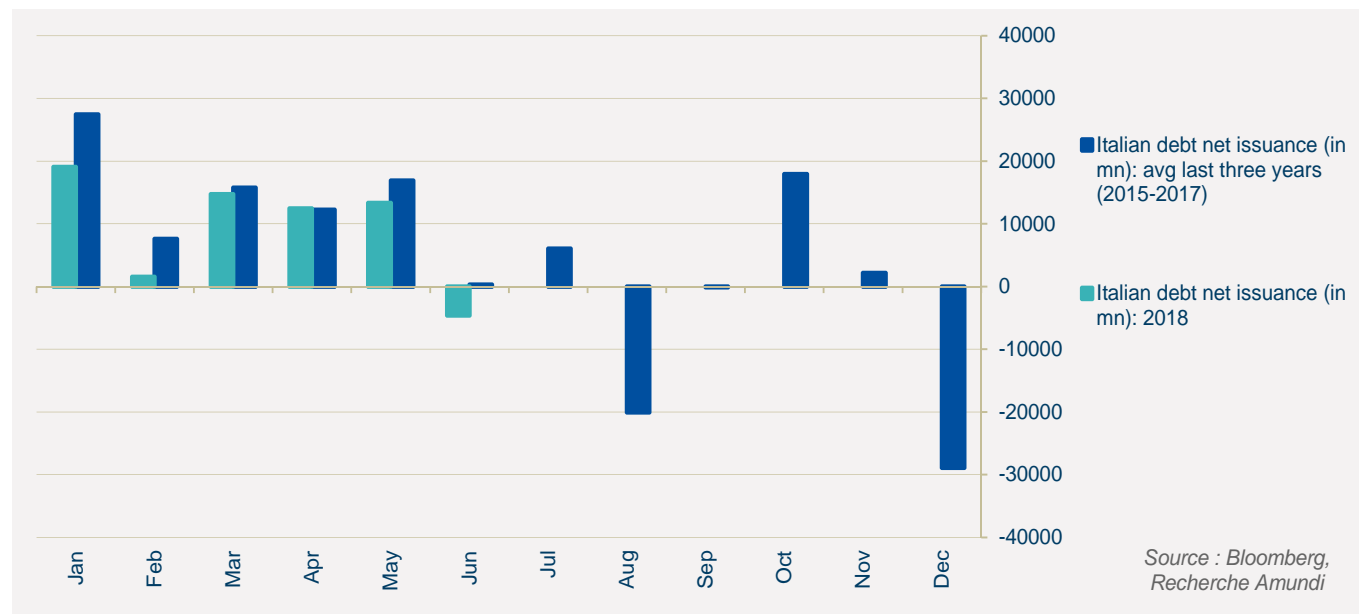
Après les pics récents, le montant net des émissions devrait devenir négatif sur les mois à venir : la saisonnalité des émissions de dette est très évidente si l'on observe les données mensuelles des cinq dernières années.

Quelques éléments à souligner :

- 1) le premier semestre est toujours l'occasion d'une hausse significative des émissions nettes proches de chaque pic annuel, pour ensuite retomber au cours du second semestre (c'est le cas des cinq dernières années et de la tendance 2018).
- 2) les émissions nettes au second semestre sont toujours assez négatives en août et décembre. La faible liquidité du marché et les volumes d'échanges peu importants font partie des facteurs sous-jacents de l'évidente saisonnalité du mois d'août. Par ailleurs la faible liquidité combinée au fait que les financements annuels tendent à être effectués par anticipation les mois précédents, sont probablement les causes des montants très négatifs des émissions nettes auxquels le mois de décembre est habitué.

Ainsi **les pressions sur l'offre devraient baisser sur le reste de l'année 2018** par rapport au premier semestre. L'offre nette devrait se stabiliser pour devenir négative au deuxième semestre et le rythme des émissions brutes devrait quasiment être divisé par deux par rapport aux cinq premiers mois de l'année. **Ces tendances devraient alléger les éventuelles pressions sur le marché primaire.** En revanche, du côté de la demande, les données récentes montrent que les investisseurs étrangers ont significativement réduit leur exposition en mai et juin. Au cours de ces deux mois, les banques italiennes ont augmenté leurs positions en BTP de 28 milliards d'euros, absorbant l'essentiel des ventes de non-résidents. Cette tendance s'est stabilisée en juillet, les banques italiennes n'augmentant leurs positions qu'à la marge par rapport aux deux mois précédents tandis que les engagements italiens résultant des opérations TARGET2 ont légèrement diminué sur ce même mois. Le volume des achats de la BCE se situe aux alentours de 4 milliards d'euros sur une base mensuelle, mais devrait être divisé par deux sur les trois derniers mois de l'année.

Émissions nettes mensuelles italiennes pour 2018 en cohérence avec les moyennes des trois dernières années



Regard sur les tendances structurelles récentes favorables des coûts de financement, maturités moyennes et sensibilité au taux de risque

Au cours des trois dernières années le profil de la dette publique italienne s'est amélioré, avec non seulement un coût moyen et une sensibilité au taux de risque réduits, mais également un risque de refinancement à court terme plus bas grâce à l'augmentation de sa maturité moyenne. Depuis 2011 le **coût moyen de financement** de la dette publique italienne s'est significativement réduit, pour atteindre un niveau situé entre 0,5 % et 0,7 % dans les trois dernières années. Avec un décalage d'environ trois ans, cette tendance a finalement aussi affecté le **coût moyen de financement de l'intégralité du stock de dette publique**, qui est passé d'un taux de près de 4,0 % en 2014 aux 2,7 % actuels. La répartition actuelle de la dette italienne, par année d'émission, montre qu'environ deux tiers de la dette actuellement en circulation a été émise depuis 2013, soit au cours d'années bénéficiant de taux relativement bas. La rotation moyenne annuelle de la dette ces dernières années a avoisiné les 400 milliards d'euros avec moins de deux tiers du refinancement (environ 62 %) via des obligations et le reste en bons du trésor avec des maturités d'un an ou moins. Au cours des dernières années, en parallèle de la chute de son coût moyen (qui devrait probablement se maintenir pour quelques années au moins, sauf si une augmentation significative du *spread* se concrétisait) le stock de dette publique italienne a également enregistré une augmentation régulière de sa maturité moyenne, qui est passée de 6,4 années à son niveau actuel proche de 7 ans. Ceci a été possible grâce à la gestion du compromis entre coût total de financement et risque de refinancement à court terme menée à travers la stratégie de refinancement. Pour résumer, la pondération des BOT (obligations à plus court terme) a été quasiment divisée par deux depuis 2011 passant de 9,8 % à 5,6 % tandis que la pondération des obligations à moyen et long terme a été augmentée, passant de 64 % à 72 %. Cette stratégie a également été efficace pour l'optimisation du compromis entre financement à coût réduit d'une part et exposition aux instruments à taux variable/court terme d'autre part. La poche d'instruments à taux variable liés à des taux à court terme (principalement avec des maturités courtes également) a été divisée par deux passant de 24 % à 12 % tandis qu'en parallèle le poids des instruments indexés à l'inflation s'est graduellement apprécié pour se stabiliser autour de 11 %.

Dernières évolutions du coût de la dette et ses perspectives

Suite à l'augmentation des rendements des obligations italiennes et de leurs *spreads* depuis la mi-mai, le coût de refinancement de la dette italienne s'est légèrement apprécié au cours des derniers mois. Après le point bas enregistré en fin avril à 0,55 %, le taux d'intérêt moyen payé par l'Italie pour son financement est passé à 0,75 % à fin juin, le dernier chiffre officiel connu à la date de rédaction de cette analyse. Si l'on suppose une évolution stable des *spreads* actuels sur le reste de l'année, nos prévisions pointent vers une augmentation supplémentaire pour finir l'année à 0,85 %. **Si l'on suppose également une perspective stable des *spreads* pour**

l'année prochaine nos anticipations pointent vers un coût moyen de financement à la hausse, avoisinant 1,5 %, un niveau qui serait plus bas que le coût moyen actuel payé par l'Italie sur l'ensemble de son stock de dette en circulation et également plus bas que le taux moyen des instruments arrivant à échéance l'an prochain. En fait, selon nos prévisions, le coupon moyen des instruments obligataires à moyen et long terme arrivant à échéance au cours des trois prochaines années serait de 2,7 % en 2019, 2,34 % en 2020 et 2,37 % en 2021. Il faudrait donc une forte hausse des *spreads* pour affecter négativement les coûts de financement et ainsi retourner la tendance favorable observée ces dernières années. Un autre point à souligner également est le fait que grâce à la réduction du poids des instruments à taux variables et de celle des bons, la sensibilité du coût de financement à une hausse progressive des taux de la BCE semble relativement limitée. Ainsi, à moins d'un choc sur les *spreads* similaire à celui de 2011, la dette italienne devrait continuer à bénéficier des effets positifs à retardement des baisses de taux d'intérêt des dernières années, grâce également, en partie, à sa maturité plus longue. Ceci est important en vue d'évaluer la soutenabilité de la dette face à d'éventuels chocs négatifs sur les coûts de financement.

Conclusion

Les BTP italiens offrent des *spreads* en cohérence avec un déficit budgétaire proche du seuil des 2.5 %/2.7 % ce qui semble augurer d'un assouplissement du budget en parallèle d'une implémentation partielle initiale de certaines mesures phares de la Ligue et de M5S financée par une combinaison d'économies, de recettes et de rationalisation interne sur le plan des dépenses fiscales. Ainsi, dans le cas où le scénario de budget le plus inquiétant (scénario 3) était évité, les facteurs techniques à court terme et la valeur relative par rapport à d'autres produits de *spread* pourraient soutenir un scénario de *spreads* moins volatiles, et ce particulièrement sur la partie court et moyen terme de la courbe des taux. Dans les faits, malgré des rachats moins importants de la BCE, l'offre sur le marché primaire devrait réduire sa pression durant les prochains mois, dans un contexte où les investisseurs étrangers ont réduit leur exposition et que les BTP constituent la dernière source de *spread* sur le segment des maturités courtes. Notre analyse des tendances à plus long terme montre également que l'augmentation, au cours des dernières années, de la maturité moyenne de la dette, devrait continuer à soutenir une diminution, même limitée, du coût moyen de la dette en 2019 tant qu'un choc sur les *spreads* est évité.

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate

High Yield

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfiques) et autres. (www.msclub.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images — tixti

Directeur de la publication**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoît**, équipe de Recherche