

## LE THÈME DU MOIS

### L'Italie en 2018: amélioration des perspectives économiques et incertitude entourant l'élection

ANDREA BRASILI, Recherche macroéconomique

#### L'essentiel

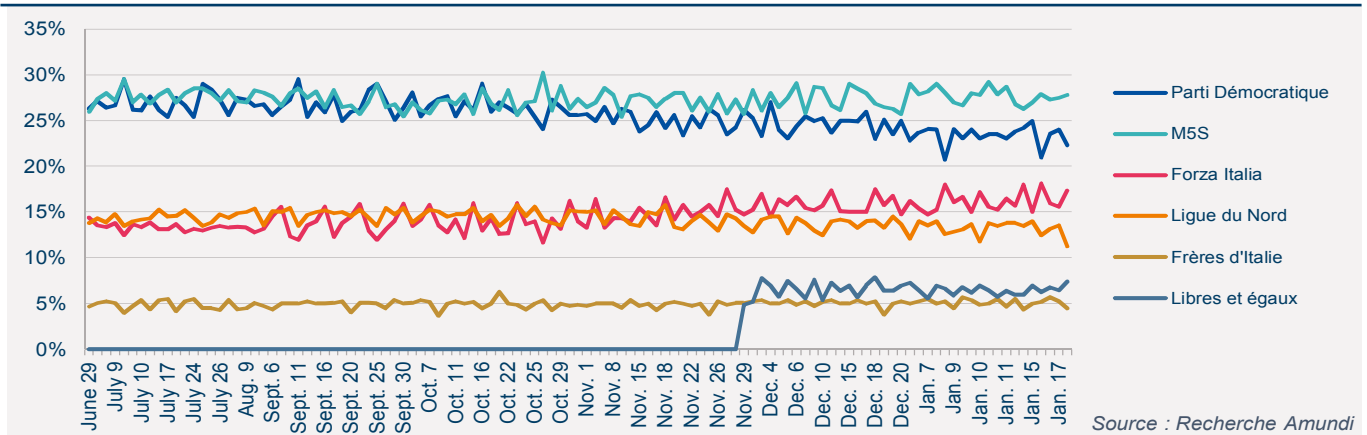
Les élections législatives italiennes auront lieu le 4 mars. D'après les sondages, l'issue la plus probable est celle d'un parlement sans majorité. La suite n'est pas évidente à imaginer, mais l'Italie a l'habitude des gouvernements « non politiques », autrement dit qui ne sont pas directement sortis des urnes. Les programmes électoraux suscitent des inquiétudes quant à leurs conséquences sur les comptes publics; cependant, les candidats adoucissent leurs postures les plus radicales. De plus, l'amélioration de l'économie (caractérisée par un accroissement constant de sa compétitivité) et la probabilité d'un résultat électoral contrasté permettent d'envisager une sorte de continuité des axes politiques. L'accélération structurelle de la croissance peut ouvrir la voie à une tendance baissière du ratio dette/PIB, une issue qui serait favorable aux marchés et réduirait le risque pays.

#### Sondages

Les élections législatives italiennes auront lieu le 4 mars, et c'est bien la seule certitude que l'on puisse avoir à ce sujet. D'après les sondages, l'issue la plus probable demeure celle d'un parlement sans majorité. La coalition de centre-droite (Forza Italia (FI), le parti de Silvio Berlusconi, la Ligue du Nord, son principal allié, et Frères d'Italie) domine toujours les intentions de vote avec entre 35 % et 39 % selon les sondages, et a même opéré une nouvelle remontée depuis peu, mais n'atteint toujours pas le seuil de 40 % qui pourrait garantir une majorité suffisante pour gouverner. Le mouvement populiste et eurosceptique 5 Étoiles sera probablement le parti le plus victorieux, avec un résultat oscillant entre 26 % et 29 % des suffrages, mais ses représentants affirment qu'ils n'essaieront pas de former une coalition après l'élection (soulignons également que leur discours quant à la sortie de l'Europe s'est nettement adouci). La gauche est divisée, et le Parti démocrate de Matteo Renzi est crédité de 22 % à 25 % des intentions de vote, voire 25 % à 28 % avec le soutien d'alliés minoritaires. Il existe une infime possibilité pour que la combinaison des systèmes de proportionnelle et de majorité uninominale à un tour permette au centre-droite d'obtenir une majorité suffisante, mais le plus probable est qu'aucun des trois grands groupes en lice ne soit en mesure de former seul un gouvernement.

“D'après les sondages, l'issue la plus probable demeure celle d'un parlement sans majorité.”

#### 1/Sondages sur l'élection italienne



Source : Recherche Amundi

La suite n'est pas évidente à imaginer, mais l'Italie a l'habitude des gouvernements « non politiques », autrement dit qui ne sont pas directement sortis des urnes. Le Président Sergio Mattarella cherchera donc à trouver un accord entre les candidats et à créer un nouveau gouvernement.

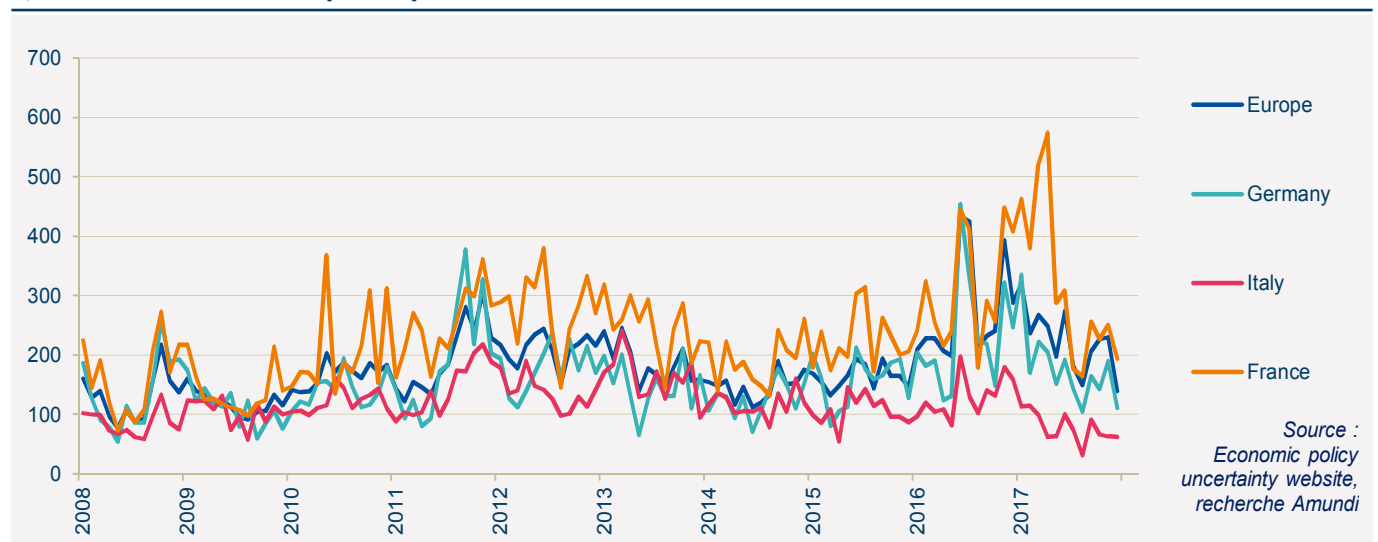
Dans ce cas, il est également possible que Paolo Gentiloni, le Premier ministre intérimaire de l'Italie (qui, de facto, était déjà considéré comme une sorte de « soignant » au chevet du pays au moment de sa nomination, ce qui lui vaut une certaine sympathie de l'opinion publique) reste en poste.

Le risque qui effraie le plus le marché est celui d'une victoire nette du parti 5 Étoiles ou M5S (un mouvement populiste, *anti-establishment* et eurosceptique), mais ce risque est extrêmement faible. Il est aussi difficile d'imaginer que M5S puisse former une coalition (après les résultats de l'élection) avec les autres eurosceptiques de la scène politique italienne, à savoir la Ligue du Nord, car le total des sièges (dont ils sont crédités) ne leur donnera pas la majorité.

Comme dans beaucoup de pays, les électeurs sont de plus en plus mécontents de la politique et les dernières élections ont montré une hausse constante de l'abstention.

Il faut cependant préciser que malgré l'absence de clarté des différentes issues possibles, les indicateurs d'incertitude des politiques économiques<sup>1</sup>, comme celui représenté dans le graphique ci-dessous, n'ont pas enregistré de pic récent en Italie (alors que c'est le cas en France et, dans une moindre mesure, en Allemagne).

## 2/Indice d'incertitude politique



De plus, à l'heure actuelle le sentiment du marché est en situation de déni des risques : les actions italiennes surperforment le reste de l'Europe (depuis le début de l'année, l'indice FTSE MIB est en hausse de 5,2 % contre -1,1 % pour l'EuroStoxx, principalement sous l'impulsion des petites et moyennes capitalisations, qui bénéficient d'avantages fiscaux offerts aux investisseurs) et le *spread* entre le BTP et le Bund demeure relativement bien ancré à 145 pb en moyenne depuis novembre 2017 (il est même resté inférieur à 130 pb ces deux dernières semaines, malgré la hausse du rendement allemand).

### Programmes électoraux

Il est difficile de résumer les grandes propositions des différents partis, mais concentrons-nous au moins sur les positions les plus médiatisées des trois principaux blocs et sur celles qui peuvent avoir le plus de conséquences sur l'économie.

Le M5S est partisan depuis longtemps d'un revenu minimum de « citoyenneté » pouvant être perçu même au chômage, et associé à un renforcement des politiques actives de type « flexi-sécurité » sur le marché du travail. Son programme promet également d'augmenter le minimum vieillesse et, dans une large mesure, les dépenses publiques (en mettant explicitement en avant la nécessité d'utiliser le déficit) afin de donner son envol à une nouvelle économie circulaire et de promouvoir la décarbonisation. Enfin, le mouvement M5S prône la mise en place de mesures destinées à soutenir les familles et la natalité.

Le programme de Silvio Berlusconi n'est pas très éloigné de celui qu'il présentait il y a 20 ans. Réductions d'impôts et de la bureaucratie (notamment des règles et contraintes relatives à l'euro et à l'appartenance

<sup>1</sup> L'indicateur présenté est celui calculé par <http://www.policyuncertainty.com/>

à l'Europe). Les deux mesures phares seraient la création d'un impôt forfaitaire sur le revenu personnel et l'abrogation de la réforme des retraites opérée en 2012 (loi de Fornero).

Le Parti démocrate entend poursuivre sur la voie de ces dernières années, en particulier concernant la réduction des charges salariales. La principale nouveauté de son programme est la création d'un salaire minimal (qui n'existe actuellement pas en Italie), accompagnée de mesures pour améliorer la qualité de l'emploi (suite au succès des initiatives visant à augmenter la quantité d'emplois depuis plusieurs années).

Les élections s'approchant, certains candidats adoucissent leurs positions les plus radicales. Ainsi, le M5S semble avoir considérablement revu son idée sur l'Europe (jusqu'à il y a un an, le mouvement prônait la conduite d'un référendum sur l'euro) et sur les possibilités d'alliance. De la même façon, Silvio Berlusconi a assoupli son discours à l'égard de la réforme des retraites de 2012 (loi de Fornero), entrant cependant en conflit avec son principal allié, la Ligue du Nord, qui demeure plus intransigeante.

### Perspectives

Inutile de préciser qu'un grand nombre de ces propositions sont incompatibles avec la nécessité pour l'Italie (elle n'a pas d'autre choix) de conserver un solde primaire important et d'espérer garder une bonne trajectoire de croissance pour réduire sa dette publique.

Dans sa conférence de presse du 25 janvier, Mario Draghi a expliqué simplement et fermement que dans une phase du cycle aussi favorable, les pays endettés<sup>2</sup> devaient en profiter pour constituer des réserves budgétaires qui leur permettent de résister pendant les prochains moments durs.

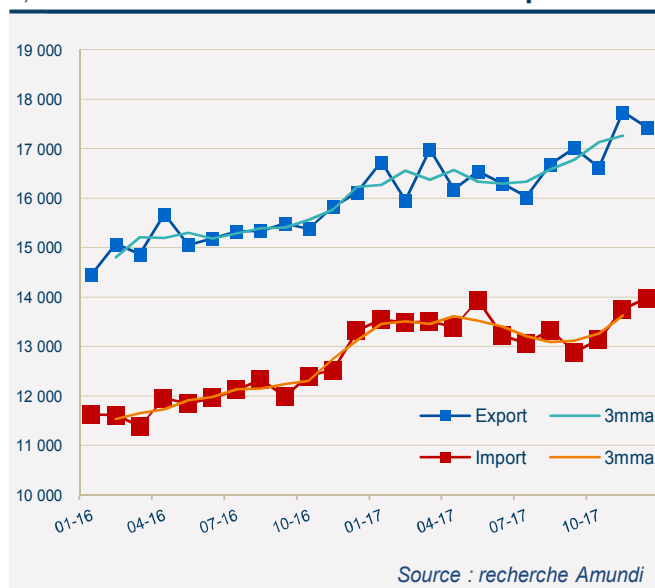
Interrogé au sujet des programmes, Carlo Cottarelli, l'ancien directeur de la division des affaires budgétaires du FMI et ex-commissaire à la réforme des dépenses publiques en Italie, a déclaré que cette fois, il fallait espérer qu'aucun parti ne tienne ses promesses après les élections.

La vérité est que l'Italie n'a pas les moyens de mener une politique budgétaire expansionniste (de plus, elle en serait empêchée par la Commission européenne et l'Eurogroupe). Maintenant que le pays semble à nouveau capable de créer de la croissance, il peut entamer une trajectoire de réduction de sa dette sans que les efforts soient trop douloureux (mais aussi sans politique budgétaire généreuse). Il est certain que ce type de configuration peut installer un cercle vertueux, dans lequel le risque pays diminuera et les actifs italiens seront réévalués à la hausse.

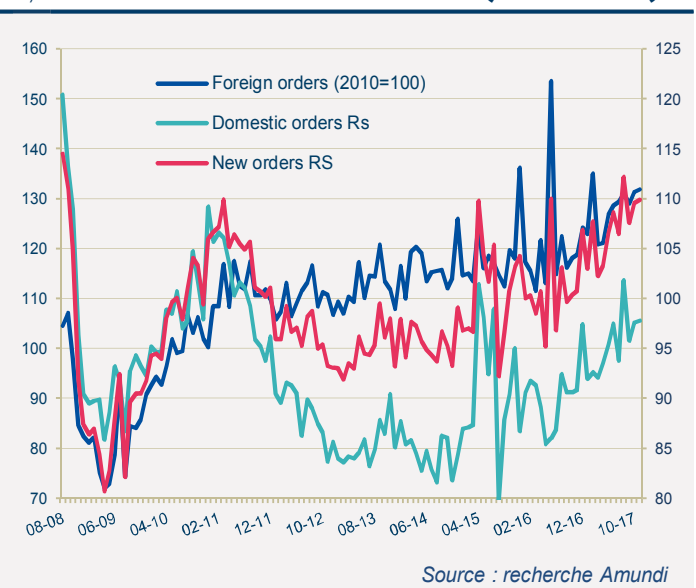
### Économie

L'économie italienne se porte bien. En dehors d'une certaine volatilité (naturelle), il semble qu'une croissance de 0,3 % à 0,4 % par trimestre soit à portée de main, et c'est une bonne nouvelle pour un pays dans lequel la productivité totale des facteurs a baissé entre 1995 et 2016.

#### 3/ Italie : commerce hors Union européenne



#### 4/ Italie : carnets de commandes (2010 = 100)



<sup>2</sup> Il répondait à la question d'un journaliste italien, donc c'est bien l'Italie qui était visée même si Mario Draghi a employé une formule plus générale.

Récemment, dans un Thematic Paper (Italie: la croissance est de retour<sup>3</sup>), nous avons étudié les éléments confirmant une amélioration structurelle de l'économie italienne, et la meilleure preuve « quantitative » de cette amélioration est probablement le regain de compétitivité du pays à l'international. En 2017, la balance commerciale italienne avec les pays en dehors de l'Union européenne affichait un excédent de 39,2 milliards d'euros, comme en 2016; mais en excluant les produits liés à l'énergie, ce solde atteint 71,9 milliards d'euros contre 65,6 milliards en 2016, malgré une demande intérieure plus forte que l'année précédente. Au vu du degré élevé de la confiance et de la solidité des carnets de commandes du secteur manufacturier, il est probable que cette dynamique soutenue se maintienne en 2018.

## Conclusion

L'issue des élections est très incertaine, et les programmes ne sont pas entièrement rassurants. Toutefois, rappelons que les candidats assouplissent leurs positions les plus radicales et que les élections déboucheront le plus probablement sur une sorte de gouvernement technique ou de grande coalition. Compte tenu de la bonne dynamique de l'économie, on a du mal à croire qu'un nouveau gouvernement, quel qu'il soit, puisse faire dérailler la croissance.

<sup>3</sup> <http://research-center.amundi.com/page/Article/Thematic-paper/2017/12/Italy-back-to-growth>

## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### **The covariance matrix between real assets**

Marielle DE JONG — Quantitative Research — Amundi

#### **Analysing the Exposure of Low-volatility Equity Strategies to Interest Rates**

Lauren STAGNOL — Quantitative Research — Amundi, Bruno TAILLARDAT Smart Beta & Factor Investing — Amundi

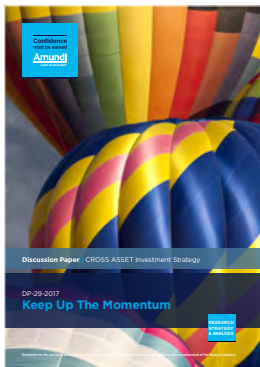
#### **Understanding the Momentum Risk Premium**

Paul JUSSELIN, Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Côme MASSELIN, Thierry RONCALLI — Quantitative Research — Amundi, TUNG-LAM DAO — Independent Researcher, Paris

#### **Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**

Marie BRIÈRE — Head of Investor Research Center — Amundi, Ariane SZAFARZ — Université Libre de Bruxelles

### DISCUSSION PAPERS



#### **Keep Up The Momentum**

Thierry Roncalli — Recherche Quantitative

#### **Mégatendances et disruptions — Quelles conséquences pour la gestion d'actifs ?**

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

#### **Actifs réels : quel apport dans une allocation d'actifs, notamment en période de crise ?**

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

#### **Le défi alimentaire : comment aller vers plus de transparence**

Marie NAVARRE, Aurélie RENARD, Jérôme TENDEAU — Analyse ESG

#### **The Quest for Diversification; Why Does It Make Sense to Mix Risk Parity, Carry and Momentum Risk Premia?**

Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Thierry RONCALLI — Recherche Quantitative, Alexandre BURGUES, Edouard KNOCKAERT, Raphaël SOBOTKA — Gestion diversifiée

#### **Opportunités de l'extraction minière en eaux profondes et ses enjeux ESG**

Marie NAVARRE, Héloïse LAMMENS — Analyse ESG

#### **Huile de Palme\_Le dilemme environnemental**

Elsa BLOTIÈRE, Julien GROUILLET, Aurélie RENARD — Analyse ESG

### THEMATIC PAPERS



#### **Crédit américain contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller**

Valentine AINOUIZ — Stratégie Crédit

#### **Italie: la croissance est de retour**

ANDREA BRASILI — Recherche macroéconomique

#### **Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis ?**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

# 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](http://research-center.amundi.com)

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield****Directeur de la publication : BLANQUÉ Pascal****Rédacteur en chef : ITHURBIDE Philippe**

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 bénéfices) et autres. ([www.msicbarra.com](http://www.msicbarra.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](mailto:info@amundi.com).

Société anonyme au capital de 1086262605 € — 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](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images — neneos, piola666

**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**, Recherche, Stratégie et Analyse**PONCET Benoit**, Recherche, Stratégie et Analyse