

LE THÈME DU MOIS

Italie: un parcours long et sinueux

SERGIO BERTONCINI, Responsable de la Recherche Taux et Change

ANNALISA USARDI, CFA, Économiste Senior

Finalisé le 02/07/2019

L'essentiel

Un double bras de fer a lieu au sein du gouvernement italien et entre l'Italie et Bruxelles au sujet du budget italien, afin d'éviter une procédure pour déficit excessif.

Après une récession technique au second semestre 2018, les statistiques économiques font toujours état de faiblesses et de nombreux risques subsistent au second semestre de cette année. Il sera plus difficile de respecter les objectifs en matière de déficit et de dette en raison de la faiblesse des perspectives de croissance, bien que certaines économies de dépenses publiques puissent être réalisées. Quoi qu'il en soit, le budget 2020 représente le test le plus difficile pour le gouvernement.

Outre les défis persistants évoqués à l'instant, les aspects techniques à court terme et la valeur relative se montrent propices à la dette italienne. De fait, le premier semestre 2019 s'est clôturé sur un bilan prometteur en termes de refinancement de la dette par le Trésor italien, grâce notamment au retour des investisseurs étrangers, tandis qu'au second semestre l'équilibre de l'offre devrait se voir soutenu par les volumes plus importants de rachats. Le resserrement des *spreads* ces derniers temps a été porté par la valeur relative et la quête de rendement dans un contexte européen de « désert du rendement » qui devrait perdurer, la BCE étant devenue plus accommodante.

L'Italie occupe à nouveau le devant de la scène en Europe

Un nouveau bras de fer s'est engagé entre le gouvernement italien et la Commission européenne après la déclaration par Bruxelles que, sur les bases de sa dernière évaluation, une **Procédure pour Déficit Excessif** (PDE) contre l'Italie serait justifiée en raison du non-respect en 2018 des règles européennes concernant la dette.

La PDE et l'importance critique de la loi de finances 2020

La procédure n'en est qu'à ses débuts et, en théorie, pourrait encore être évitée, car elle doit être approuvée lors de la prochaine réunion ECOFIN (prévue le 9 juillet). De récents articles de presse¹ ont même laissé entendre que la Commission européenne pourrait ne pas déclencher la PDE et que le gouvernement italien pourrait réviser ses plans de dépenses et ainsi éviter un conflit avec l'UE.

D'après les informations disponibles, les négociations entre le gouvernement italien et la Commission européenne progressent sur la base de projections actualisées du ministère italien, qui pourraient faire ressortir des chiffres meilleurs que prévu en termes de déficits pour 2019 et 2020. Une telle situation s'expliquerait par une hausse des recettes (provenant du régime d'amnistie fiscale et des dividendes plus élevés des sociétés contrôlées) combinée à une baisse des dépenses (nombre moins élevé que prévu de départs anticipés à la retraite et de bénéficiaires du revenu minimum citoyen).

Au moment où nous écrivons, le gouvernement italien a approuvé deux mesures différentes capables de ramener la projection de déficit pour 2019 au niveau de 2,0 % convenu avec la Commission européenne en décembre 2018 : les effets combinés de la loi d'ajustement budgétaire et du décret de loi permettraient d'économiser 7,6 milliards d'euros par rapport aux projections de déficit d'avril et représenteraient une décision importante du gouvernement italien pour parvenir à un compromis avec la Commission européenne.

¹« Brussels to pause budget sanctions on Italy », *Financial Times*, 24/06/2019

Par conséquent, tenant compte de ces engagements, la Commission européenne a décidé le 3 juillet de recommander à l'Ecofin de ne pas lancer la PDE contre l'Italie, les trois conditions pour l'éviter ayant été remplies : compenser l'écart réalisé en 2018, corriger l'écart attendu pour 2019 ainsi que des engagements visant à réduire le déficit budgétaire 2020.

Contexte économique

D'un point de vue économique, l'économie italienne a connu un trou d'air au premier semestre 2019. Après être sorti d'une récession technique au second semestre 2018 grâce à une faible croissance 0,1 % au T1 2019 par rapport au T4 2018, le deuxième trimestre promet d'être faible. Les indicateurs coïncidents surveillés par la Banque d'Italie et l'Institut national de la statistique (ISTAT) font tous état d'une stagnation de l'activité entre avril et juin. Pour le second semestre de l'année, les projections officielles tablent sur une normalisation avec une croissance trimestrielle un peu plus élevée grâce à une reprise modeste de la demande tirée par les exportations.

Selon nos prévisions pour l'économie italienne la croissance annuelle moyenne devrait s'établir à 0,1 % en g.a. en 2019, puis à 0,5 % en 2020. Cette prévision se fonde principalement sur une croissance significative de la demande intérieure, malgré une faible performance des projets d'investissements, et sur une reprise de la demande extérieure au second semestre.

Sur le plan intérieur, la consommation des ménages bénéficie d'un niveau de confiance qui résiste bien, notamment en ce qui concerne la perception par les ménages de leur propre situation, l'optimisme à l'égard de l'économie dans son ensemble s'étant, quant à lui, quelque peu détérioré. Les dépenses de consommation finale des ménages se sont maintenues dernièrement, malgré une réduction du revenu disponible et du pouvoir d'achat, en raison d'une baisse du taux d'épargne. Les mesures prises dernièrement pour accroître le revenu disponible des ménages les plus modestes pourraient soutenir la consommation quelque peu, mais le gouvernement italien lui-même ne considère pas que ces mesures puissent changer la donne cette année. Côté investissements, le moral des entreprises a chuté au cours des 12 derniers mois, du fait, probablement, d'une combinaison de facteurs intérieurs et extérieurs, tant dans le secteur manufacturier que les services. Toutefois, certains signes de reprise se sont récemment manifestés dans les enquêtes. Pourtant, sur une base nette, les entreprises se disent réticentes à investir et l'accès au crédit semble un peu plus difficile. L'inflation devrait, dans l'ensemble, rester modérée, aux alentours de 1 %, le chômage demeurant relativement élevé et la dynamique des salaires contrainte, bien que soutenue en 2018 par une hausse des salaires des agents publics.

Modèles budgétaires projetés

Dans le contexte macroéconomique actuel, les objectifs de croissance du gouvernement (projections officielles d'avril) ne sont pas loin du consensus pour 2019 et 2020, mais des doutes importants subsistent quant à sa capacité à maintenir le ratio dette/PIB sur une trajectoire descendante au vu des risques de dérapage budgétaire et d'inflation moindre. Un élément essentiel des projections est la hausse de la TVA, qui représente environ 23 milliards d'euros et qui, selon la législation actuelle, devrait intervenir en 2020. Cette hausse limiterait l'expansion du déficit, mais aurait également un effet temporaire sur le déflateur du PIB, réduisant ainsi le ratio de la dette au PIB de 132,6 % prévu en 2019 à 131,3 % en 2020. Pourtant, le gouvernement se montre catégorique, déclarant que cette augmentation de la TVA n'aura pas lieu.

À titre de référence, les projections de la Commission européenne, qui ne tiennent pas compte de cette hausse de la TVA, prévoient que le ratio dette/PIB passera de 133,7 % en 2019 à 135,2 % en 2020. Outre le niveau élevé de la dette, la trajectoire prévisionnelle du solde primaire constitue une préoccupation importante sur le plan des projections relatives à la soutenabilité de la dette. En effet, sur l'horizon de prévision du gouvernement, le surplus primaire reste bien en deçà des niveaux qui seraient nécessaires pour ramener le ratio dette/PIB sur une trajectoire stable, compte tenu des projections macroéconomiques actuelles et des charges d'intérêt élevées (3,6 % du PIB en 2019 et 2020).

Dette italienne : *spreads* déterminés par des facteurs techniques favorables et des valeurs relatives attractives

Facteurs techniques

Les tendances en termes de refinancement pour l'Italie au S1 2019 ont été prometteuses. Fin juin, environ 60 % des nouvelles émissions de dette italienne à moyen et long terme prévues pour l'année devraient avoir été placées par le Trésor italien, avec une échéance moyenne élevée proche de 10 ans. Ci-dessous le résumé des principaux faits et chiffres du premier semestre en la matière :

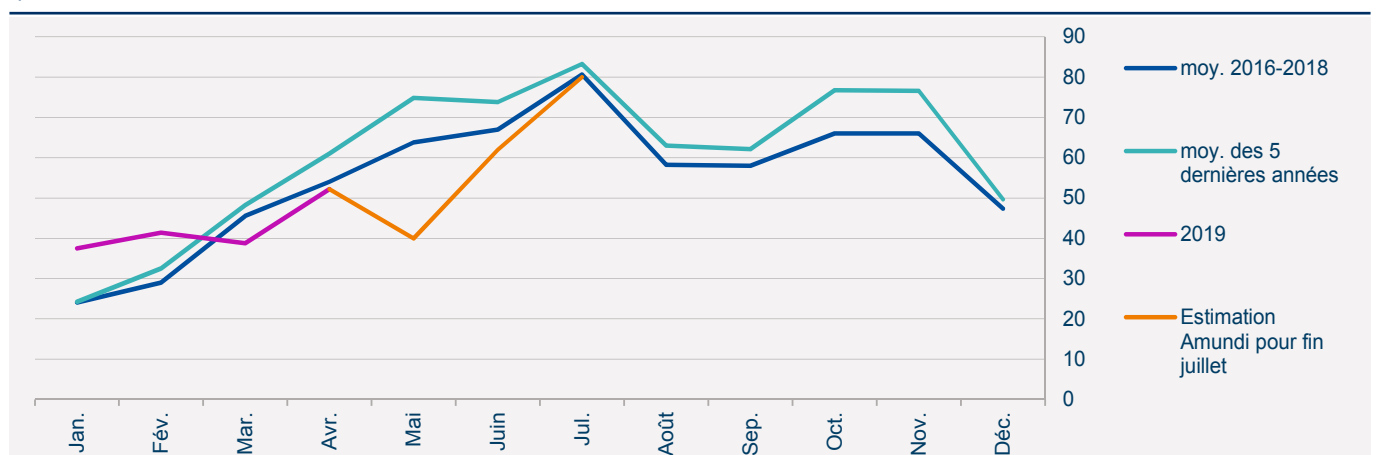
- l'Italie a émis près de 150 milliards d'euros de nouvelle dette à moyen terme, soit 60 % des 250 milliards d'euros d'émissions prévues pour 2019 ;
- les émissions nettes se sont élevées à 62 milliards d'euros, soit plus que les 50 milliards d'émissions nettes prévues pour l'année ;

- après des opérations très longues sur des échéances à 15 ans et 30 ans en janvier et février, le Trésor a placé en juin un BTP à 20 ans, permettant de maintenir une échéance moyenne des nouvelles émissions proche de 10 ans et supérieure à la durée moyenne de 6,8 ans de l'encours total de la dette;
- depuis le début de l'exercice, la dette extra-longue représente 25 % du total des émissions, ce qui est nettement supérieur aux 14 % atteints à la même période en 2018. Le Trésor italien est probablement proche de ses objectifs de volumes sur les échéances à 15 ans et de près de 70 % des émissions ciblées pour les maturités à 30 ans;
- du côté de la demande, les investisseurs étrangers ont fait un retour en force au premier trimestre (avec environ 20 milliards d'euros), ce qui a soutenu une forte activité du côté de l'offre du Trésor italien. De façon générale, l'appétit des investisseurs est toujours là, soutenu par les tendances récentes du marché et les messages accommodants de la BCE. Ainsi, le nouvel emprunt obligataire à 20 ans émis en juin a permis de collecter un carnet d'ordre de 24 milliards d'euros, soit quatre fois le montant final émis. La ventilation par répartition géographique et par type d'investisseurs montre que la quête de rendement provient essentiellement d'Europe (cœur zone euro et Royaume-Uni) ainsi que des gestionnaires d'actifs et des banques, les investisseurs étrangers représentant près des deux tiers de la demande. Dans l'ensemble, ces éléments semblent confirmer que les investisseurs institutionnels non domestiques continuent d'inverser les flux négatifs de 2018.

... et rachats plus importants en volume pour équilibrer l'offre et la demande au S2

- La principale différence par rapport aux années précédentes est le volume important d'obligations extra-longues. Grâce à la longue durée de la dette émise, l'Italie dispose désormais d'une marge de manœuvre pour gérer les adjudications des prochains mois, qui devraient se concentrer sur les échéances de 2-3 ans et 10 ans pour réduire la pression sur celles de 5-7 ans.
- Le Trésor disposera ainsi d'une plus grande flexibilité dans la gestion de la durée des adjudications à venir, qui pourrait s'orienter vers le court terme, en cas de volatilité et d'aversion au risque plus élevée au S2.
- Environ 85 milliards d'euros de rachats ont été enregistrés au S1 2019, soit environ 40 % des flux annuels.
- Le S2 2019 devrait donc être soutenu par d'importants volumes de rachats, juillet étant le dernier mois de l'année avec un solde pratiquement neutre entre émissions et obligations arrivant à échéance. Au contraire, les mois de septembre et d'octobre enregistreront respectivement 43 milliards et 26 milliards d'euros de rachats.
- La courbe des émissions nettes cumulées devrait donc continuer à croître pour atteindre un pic en fin juillet, avant de diminuer au cours des mois suivants. Selon nos estimations, les émissions nettes devraient atteindre un pic en juillet, proche des sommets des années précédentes, aux alentours de 75 à 80 milliards d'euros, avant de redescendre autour de 50 milliards en fin d'année.
- Le caractère saisonnier des émissions nettes est manifeste dans le graphique ci-dessous et nous soulignons ici quelques aspects :
 1. Au premier semestre, les émissions nettes progressent généralement assez fortement pour atteindre des niveaux proches de chaque pic annuel, avant qu'elles ne retombent durant le second semestre (cela se vérifie dans les trois et cinq dernières années et correspond à la tendance de 2019).
 2. Les émissions nettes au second semestre sont toujours assez négatives en août et décembre;
 3. Le mois de septembre devrait prendre la place du mois d'août de cette année, avec une forte baisse des émissions cumulées de l'année.

1/ Émissions nettes cumulées de la dette souveraine italienne en milliards d'euros



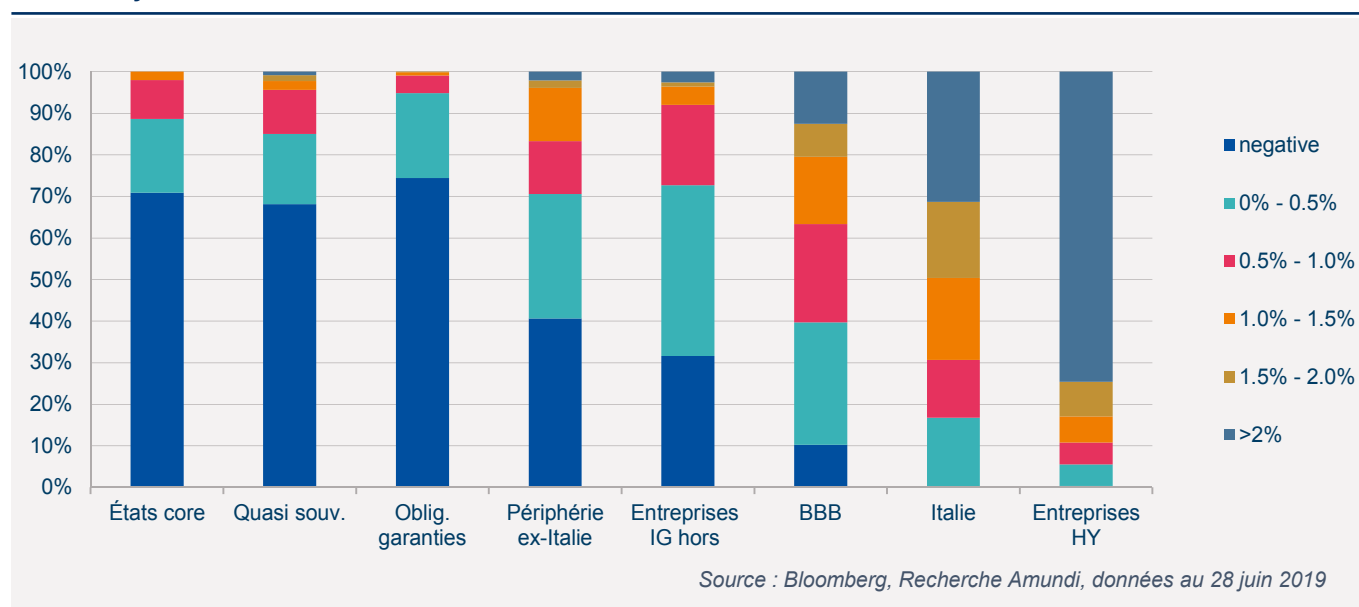
Source : Banque d'Italie, Recherche Amundi, données au 28 juin 2019

Resserrement des *spreads* favorisé par la valeur relative : la quête de rendement s'installe sur la durée

À la suite du changement important d'orientation de la politique monétaire de la BCE et des récents messages accommodants de Mario Draghi, ainsi que des révisions soudaines des anticipations de marché de baisses de taux de la Fed, les rendements obligataires de la zone euro ont été tirés à la baisse. En effet, les courbes de la plupart des pays *core* sont tombées en territoire négatif pour les échéances de moins de 10 ans, avec une baisse tout aussi spectaculaire sur les autres segments, notamment les obligations quasi souveraines, d'agences et garanties. La zone euro entre désormais dans une partie inexplorée du « désert des rendements ». Cette situation est illustrée par le graphique ci-dessous qui, pour chaque classe d'actifs obligataires libellés en euro, détaille la répartition, à début juin, de la dette par tranche de rendement, de négatif à >2 %. En vue d'affiner notre analyse, nous séparons les obligations d'État périphériques en deux segments l'Italie d'un côté et le reste des pays périphériques de l'autre, tandis que parmi les obligations d'entreprises, nous avons distingué les obligations IG notées BBB des obligations IG mieux notées (AAA-AA et A). Il est intéressant de noter que l'Italie présente un éventail de rendements qui se place entre le segment des entreprises BBB et celui de la dette HY. Les valorisations sont également plus attractives sur une base ajustée en fonction de la volatilité, car les *spreads* sont restés dans une fourchette plus étroite au cours des derniers mois.

Le graphique 2 représente, pour chaque classe d'actifs obligataires libellés en EUR, la répartition de la dette par tranche de rendement, de négatif à >2 %. L'Italie présente un éventail de rendements qui se place entre le segment des entreprises BBB et celui de la dette HY. L'essentiel de la dette d'États *core*, de la dette quasi-souveraine et de la dette garantie présente des rendements négatifs ou nuls.

2/ Dette libellée en euros : répartition par tranches de rendement pour chaque classe d'actifs, au 28 juin



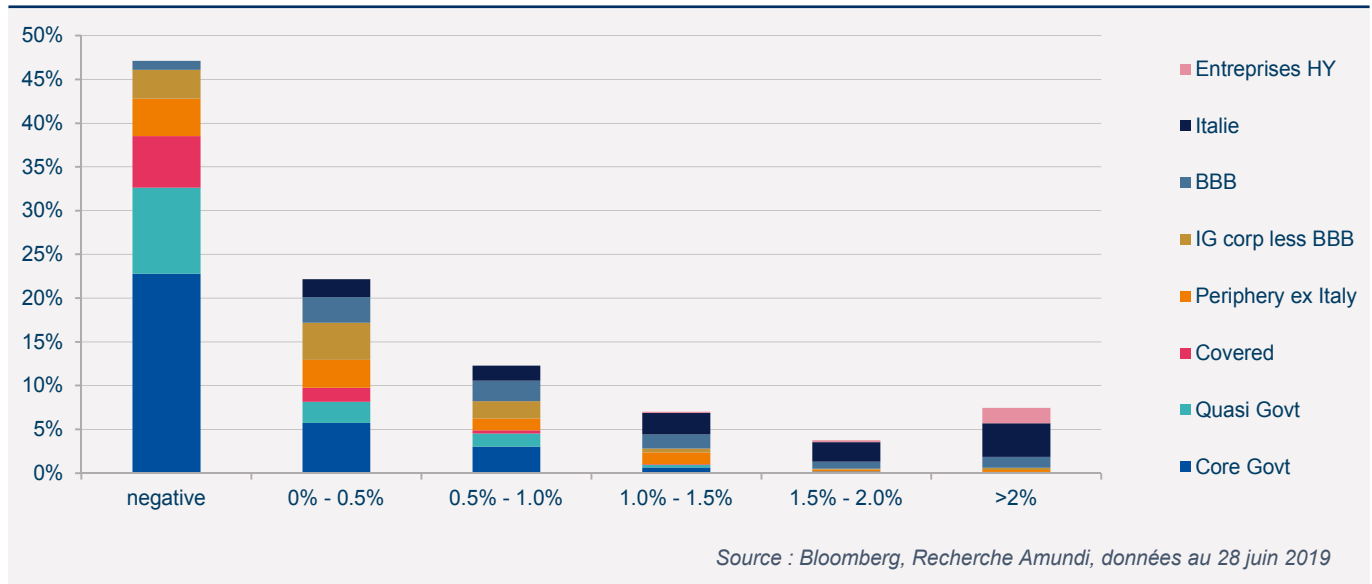
Où peut-on trouver des rendements positifs? Le graphique 3 apporte la réponse. Ainsi si l'on considère l'ensemble du marché, seuls 11 % de la dette totale libellée en EUR offrent un rendement supérieur à 1,5 %, et ce, principalement sur les segments de la dette italienne et HY. La dette à rendement négatif atteint 47 % du total et celle à rendement nul ou presque 22 %.

Quelques considérations nous semblent importantes dans l'analyse de ce tableau du marché obligataire :

- La plupart des obligations souveraines *core*, quasi-souveraines et garanties offrent des rendements négatifs ou nuls. La dette appartenant à ces segments « refuges » représente ensemble 55 % de la dette totale disponible sur le marché obligataire libellé en euros.
- En ce qui concerne la dette périphérique, si l'on exclut l'Italie, la situation ne s'améliore pas de façon significative, car ce segment représente 11 % de la dette obligataire en euros et n'offre que 8 % du rendement positif encore disponible, un mix très similaire à celui du segment IG hors BBB (respectivement à 10 % et 8 %).
- Il ne nous reste donc plus que les trois derniers segments : les entreprises BBB, la dette italienne et la dette HY, qui ne représentent ensemble qu'un quart du marché, mais cumulent environ 70 % du rendement restant.

- Si l'on se concentre sur les titres obligataires offrant des rendements supérieurs à 1,5 %, la majeure partie de la dette disponible se trouve en Italie et sur le segment HY.
- Si l'on exclut les obligations HY de ce périmètre, notamment en raison de contraintes n'autorisant dans le périmètre que des titres de qualité IG, la part de l'Italie s'élève à 40 % du rendement restant disponible.

3/Dette libellée en euros : répartition par tranches de rendement de l'ensemble du marché, au 28 juin



Le retour fin juin des *spreads* à 10 ans dans les niveaux inférieurs de la fourchette du mois dernier, malgré de nouvelles incertitudes quant à une éventuelle PDE et des perspectives économiques faibles, montre dans quelle mesure les facteurs techniques l'emportent sur les autres facteurs dans cette nouvelle phase de « taux plus bas pour plus longtemps » et de risque d'assouplissement quantitatif. Le resserrement important du *spread* des BTP autour de 200 points de base, au moment où nous écrivons, a également été soutenu par la décision favorable de la Commission européenne de ne pas déclencher de PDE. **En résumé, les facteurs techniques et les valorisations devraient probablement continuer à contrebalancer en partie les incertitudes politiques et la faible croissance.**

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 bénéfices) et autres. (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.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 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/Getty Images Plus — ilbusca

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 Benoit, équipe de Recherche