



**Annalisa
USARDI, CFA**
Économiste senior,
Amundi Investment
Institute



**Sergio
BERTONCINI**
Stratège Fixed Income
senior, Amundi
Investment Institute



**Cosimo
MARASCIULO**
Directeur adjoint Alpha
Fixed Income Euro

- **Le calendrier est chargé pour les agences de notation au sujet de la dette italienne :** l'agence de notation S&P a procédé le 20 octobre à une évaluation de la dette italienne. Elle a maintenu la perspective de la dette italienne à stable (BBB). Les jugements imminents de DBRS, Fitch et surtout Moody's dans les semaines à venir seront suivis de près, et pourraient entraîner une certaine volatilité pour la dette publique italienne.
- **En 2024, les perspectives de croissance pour l'Italie devraient être moins optimistes, reflétant l'impact de la hausse des taux et d'un environnement mondial plus difficile, mais pas de récession en vue :** dans un contexte de faible croissance économique mondiale, l'économie italienne devrait ralentir en 2023 et 2024 en raison de la hausse des taux d'intérêt et des prix pesant sur la consommation. Toutefois, **sur le long terme, l'économie devrait se stabiliser au-dessus de son potentiel de croissance d'avant-crise grâce à une reprise de la demande et aux progrès réalisés dans le cadre du Plan de relance européen.** La décélération de l'inflation et une croissance de l'emploi raisonnablement saine devraient contribuer à amortir la consommation et la croissance plus faibles à court terme.
- **La dynamique de la dette est à l'étude en 2024, mais devrait prendre une trajectoire baissière régulière à l'avenir :** l'évolution du ratio dette/PIB de l'Italie sera impactée par les conséquences du régime d'incitation aux « superbonus » (incitation au crédit d'impôt pour les propriétaires de logements) qui exerce des pressions sur le déficit cette année et sur les recettes fiscales pour les années à venir. Le niveau actuel des rendements constitue un obstacle supplémentaire à la consolidation de la dette, même si nous devons considérer que l'effet de transmission sur le coût moyen de la dette va être lent et que, par conséquent, le calcul n'est pas aussi mauvais qu'il pourrait l'être. Notre analyse montre que la trajectoire à la baisse du ratio dette/PIB est remise en cause à court terme (pour 2024 en particulier) mais ne devrait pas compromettre la soutenabilité globale de la dette, dans l'hypothèse où l'Italie mettra en œuvre une certaine discipline budgétaire (pas nécessairement trop agressive). **La dette devrait reprendre une tendance baissière dès que l'effet des « superbonus » sur la baisse des recettes fiscales s'estompera (soit en 2027).** Combinant des hypothèses prudentes de croissance et de taux d'intérêt moyens, **nous tablons sur une baisse constante du ratio dette/PIB** à condition que le gouvernement italien s'en tienne au projet de ramener l'excédent du solde primaire à sa moyenne historique, ce qui est conforme aux prévisions du gouvernement à l'horizon 2026.
- **La demande intérieure concernant la dette publique italienne devrait rester importante et les investisseurs étrangers achètent davantage qu'ils ne vendent :** la situation financière de l'Italie devrait rester stable pour le reste de l'année, soutenue par de nouveaux fonds du Plan de relance européen et un placement réussi d'obligations d'État en octobre. Les investisseurs italiens particuliers, dont le volume de dépôts est élevé par rapport aux niveaux historiques, ont augmenté leurs avoirs en dette souveraine et il est possible qu'ils en achètent davantage. Cela pourrait atténuer l'effet du resserrement quantitatif en cours de la BCE et de la hausse des émissions obligataires dans un contexte de déficit plus élevé. En outre, les investisseurs étrangers ont été attirés par des rendements intéressants, des valorisations attrayantes et une liquidité élevée.
- **La volatilité sur le spread BTP-BUND devrait se poursuivre à court terme.** Un nouvel élargissement des spreads pourrait être source d'opportunités pour les investisseurs.

Décision d'S&P et évaluations à venir des agences de notation

Le 20 octobre, S&P Global Ratings a annoncé le maintien de sa notation de la dette italienne avec une perspective stable. La décision de l'agence de notation déclenche une vague d'évaluations de la dette italienne à l'automne et sera suivie par DBRS Morningstar le 27 octobre, Fitch Ratings le 10 novembre et enfin Moody's le 17 novembre. **Le verdict de Moody's sera le plus sensible** en matière de risques. Sa notation est déjà au plus bas de son échelle *investment grade* et, contrairement aux autres, elle a déjà modifié ses perspectives pour le pays à négatives suite à la chute du gouvernement Draghi en août 2022. Le jugement d'S&P fournit une indication de ce que d'autres agences de notation pourraient faire. À ce stade, **nous pensons qu'ils sont plus susceptibles d'exprimer un jugement sur les perspectives italiennes que d'apporter un changement de notation.**

Perspectives de l'économie italienne : croissance atone en 2024, mais pas de récession.

Pour 2023, nous prévoyons que la croissance s'alignera sur les estimations du gouvernement, avec un ralentissement à 0,8%, contre 3,8 % en 2022. Cette décélération s'explique principalement par un ralentissement des dépenses de consommation des particuliers, les moteurs de la demande intérieure subissant la hausse des taux d'intérêt et des prix. Bien que les hausses de prix ralentissent, elles continuent d'éroder le revenu réel, les ajustements salariaux n'ayant pas suivi au même rythme. **La décélération de l'inflation et une croissance relativement saine de l'emploi devraient contribuer à soutenir la consommation**, qui devrait ralentir mais pas se contracter complètement.

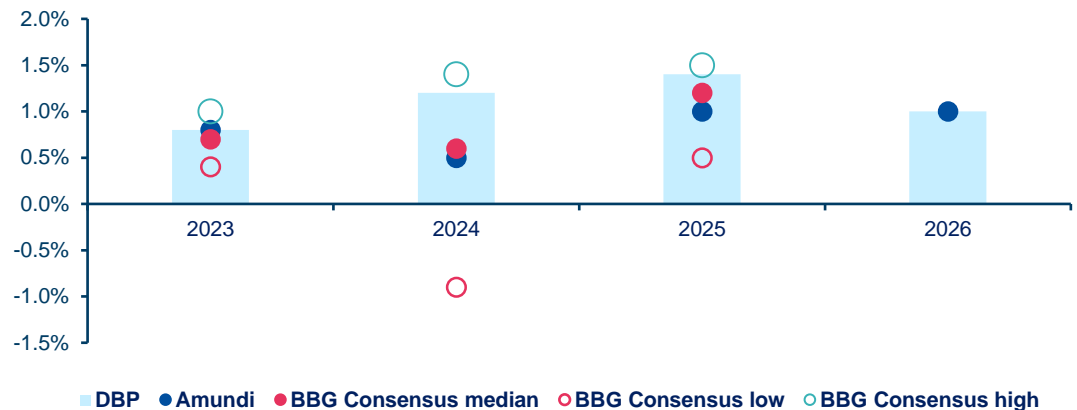
Nos projections pour 2024 sont plus prudentes et conformes aux attentes du consensus, mais tombent en dessous des objectifs gouvernementaux. Nous prévoyons que la croissance restera autour de 0,5 % (en dessous du potentiel de l'économie) en raison du retrait des mesures de soutien énergétique et d'une orientation globalement plus restrictive sur le plan fiscal qui limitera la demande intérieure. **Le déploiement du Plan de relance européen**, dont l'impact à court terme pourrait être plus élevé que prévu, est susceptible de générer des gains. Le chômage pourrait passer de 8,1 % à 8,4 % l'année prochaine, mais il reste nettement inférieur aux niveaux d'avant la crise, et bien inférieur aux 12,9 % observés au lendemain de la crise financière mondiale. Les tensions salariales devraient également rester modérées, se maintenant dans la fourchette observée l'année dernière.

Par rapport à d'autres nations européennes, les tensions inflationnistes en Italie ont été atténuées par le timing différent des négociations d'accords collectifs pluriannuels et de l'indexation des salaires qui exclut l'énergie. Par conséquent, nous ne prévoyons pas de nouvelles répercussions inflationnistes de ces politiques salariales. Dans l'ensemble, **nous anticipons une baisse significative de l'inflation dans l'ensemble**, sauf chocs pétroliers ou énergétiques, l'indice des prix à la consommation global harmonisé devrait se rapprocher de l'objectif de la BCE en 2024.

À l'horizon 2025-26, en l'absence de chocs, nous anticipons une stabilisation de la croissance supérieure aux niveaux potentiels d'avant la crise, à environ 1 %, portée par la normalisation de la politique monétaire, la reprise de la demande extérieure et les progrès réalisés dans la mise en œuvre des investissements du Plan de relance européen. Ces évolutions devraient soutenir la croissance tant réelle que potentielle, que nous estimons à environ 0,7 % -0,8 % à partir de 2027.

« **Les perspectives de croissance pour l'Italie devraient être moins optimistes, reflétant l'impact de la hausse des taux et d'un environnement mondial plus difficile, mais pas de récession en vue.** »

Graphique 1 : Prévisions de croissance annuelle de l'Italie



Source : Prévisions d'Amundi Investment Institute. Données Bloomberg au 18 octobre 2023. Bbg (consensus Bloomberg) ; DBP, estimations gouvernementales.

L'incitation au crédit d'impôt pour les propriétaires de logements pèse sur la dynamique de la dette, mais l'engagement budgétaire est maintenu.

Les nouvelles projections macroéconomiques et de finances publiques du gouvernement italien pour 2023-26 révèlent une aggravation des objectifs de déficit cette année et l'année prochaine. **L'objectif de déficit pour 2023 a été porté à 5,3 % du PIB contre 4,5 %**, en partie en raison de l'incitation au crédit d'impôt « superbonus » pour les propriétaires de logements, soit environ 1 % du PIB. **L'objectif de déficit pour 2024 a été porté à 4,3 %, contre 3,7 % du PIB**, dont environ 0,5 % sont destinés à de nouvelles mesures budgétaires destinées aux ménages à faible revenu.

« La composition du déficit illustre la nécessité pour le gouvernement italien d'une discipline budgétaire, en équilibrant des recettes plus faibles et un contrôle prudent des dépenses. »

Le déficit budgétaire ne devrait pas revenir en dessous du seuil de 3 % du traité de Maastricht avant 2026, ce qui fait craindre qu'une procédure de déficit excessif soit activée pour faire respecter la discipline budgétaire (en Italie, ainsi que dans d'autres États membres, dont la France), si une réforme du Pacte de stabilité et de croissance et de nouvelles règles budgétaires de l'UE ne sont pas décidées. Les engagements des gouvernements et les projections d'une trajectoire soutenue et progressive vers un excédent du solde primaire sont quelque peu rassurants.

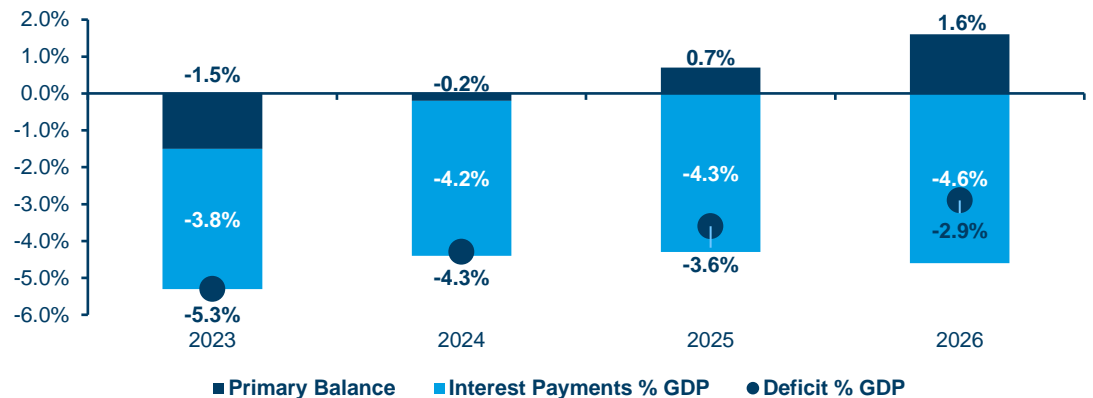
Toutefois, la dynamique du déficit est affectée négativement par la hausse des paiements d'intérêts sur la dette existante, qui devrait atteindre 4,6 % du PIB en 2026. Cela compense les efforts importants déployés pour maintenir une approche équilibrée du déficit primaire, qui devrait se stabiliser dès l'année prochaine (-0,2 % du PIB) et devrait progressivement passer en territoire positif en 2025 et 2026 (0,7 % et 1,6 % du PIB respectivement), ce qui représente un engagement considérable en faveur de l'assainissement budgétaire. Alors que **la composition du déficit illustre la nécessité pour le gouvernement d'une discipline budgétaire, en équilibrant des recettes plus faibles et un contrôle prudent des dépenses, la dynamique du déficit** est davantage liée à des taux plus élevés que des dérapages budgétaires.

Par conséquent, le ratio dette/PIB ne devrait enregistrer qu'une légère baisse, passant de 140,2 % en 2023 à 140,1 % en 2024, 139,9 % en 2025 et 139,6 % en 2026. Un facteur important dans ce scénario est l'impact des crédits d'impôts différés « superbonus », qui seront utilisés dans les années à venir (estimés à environ 24 milliards EUR par an entre 2024-2027, et à 2-8 milliards d'euros en 2027, selon les estimations préliminaires). Sans cet impact, la trajectoire dette/PIB aurait affiché une tendance à la baisse plus soutenue, en baisse d'un point de pourcentage (d'ici 2024-2025).

Il existe toujours un risque de hausse de la trajectoire dette/PIB si la dynamique de croissance évolue défavorablement par rapport aux prévisions du gouvernement. Nos simulations indiquent qu'un affaiblissement des perspectives, similaire à la divergence de croissance réelle entre le gouvernement et nos projections pour 2024, rapprocherait le solde primaire de -0,5 %,

le déficit de près de 4,8 %, et ferait probablement passer la dette de 140,2 % attendue en 2023 à 140,7 %.

Graphique 2 : Projections budgétaires du gouvernement italien



« Une stabilisation des taux et de futures mesures d'assouplissement de la BCE devraient alléger la pression sur les paiements de taux d'intérêt sur la dette italienne. »

Source : Amundi Investment Institute on the Update of the 2023 Economic and Financial Document (NADEF, 2023).

Les niveaux de rendement actuels exercent une pression à la hausse sur le coût moyen de la dette. Toutefois, seulement environ 10 % de la dette substantielle de 2,4 trillions EUR de l'Italie est refinancée sur une base annuelle. **En conséquence, la transmission de rendements plus élevés au coût moyen de la dette devrait être progressive, et pourrait être atténuée par de futures mesures d'assouplissement de la BCE.**

Les investisseurs nationaux absorbent le poids supplémentaire de la dette.

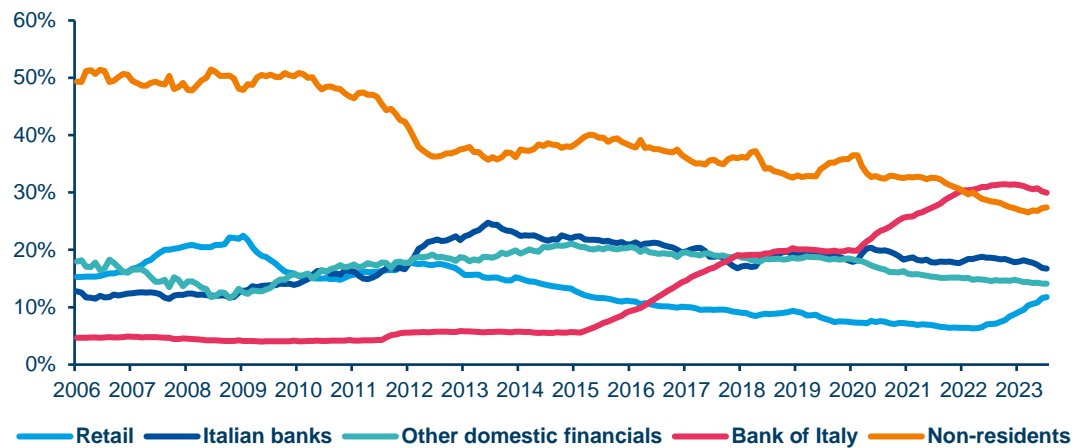
La situation financière de l'Italie reste favorable pour le reste de l'année, grâce en partie à la réception récente de la troisième tranche (18,5 milliards EUR) de fonds du Plan de relance européen, et au placement réussi de 17 milliards EUR d'obligations d'État « BTP Valore » en octobre. En 2024, la hausse du déficit et le resserrement du programme d'achat de titres du secteur public de la BCE devraient se traduire par une offre de dette nette de 110-120 milliards d'euros. Si la BCE décidait de réduire plus tôt que prévu son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), les marchés devraient absorber la nouvelle dette, de l'ordre de 30 milliards EUR par an pour l'Italie. Notamment, la BCE a augmenté de près de 5 milliards EUR sa détention de dette italienne dans le programme PEPP depuis le début de l'année, indiquant une certaine flexibilité dans sa stratégie de réinvestissement du PEPP.

« Nous voyons des opportunités pour les investisseurs particuliers d'accroître leur présence sur le marché. »

Avec des valorisations désormais attractives, les investisseurs particuliers italiens ont augmenté leurs avoirs en dette italienne d'environ 110 milliards EUR, représentant 11% des détenteurs de dette italienne négociable, soit près du double comparé au point le plus bas du premier semestre 2022. Par ailleurs, les obligations souveraines représentent désormais près de 5 % des portefeuilles des ménages. Une ventilation détaillée des avoirs par instrument financier de la Banque d'Italie montre que, contrairement au passé, les ménages italiens se sont principalement concentrés sur une fourchette de maturité de 2 à 5 ans, investissant dans des obligations d'État italiennes (BTPs) plutôt que dans des bons à court terme ou des billets à taux variable. **Les variations des flux de dépôts indiquent un passage des dépôts à vue aux BTPs** et, plus récemment, aux dépôts à terme (bien que dans une moindre mesure que les BTPs). **Toutefois, les volumes de dépôts restent élevés par rapport aux standards historiques et sont désormais proches des tendances à long terme.**

Même s'il y a déjà eu une augmentation substantielle, nous voyons un certain potentiel pour les investisseurs particuliers d'accroître leur présence sur le marché.

Graphique 3 : Titres de créance italiens par détenteurs



Source : Amundi Investment Institute sur les données de la Banque d'Italie en août 2023.

Après une période de désinvestissement prolongée, les investisseurs étrangers ont acheté davantage de dette publique italienne qu'ils n'en ont vendu, avec un afflux de 35 milliards EUR au cours des sept premiers mois de cette année. En outre, ils ont augmenté leur durée, les ventes nettes d'obligations à court terme s'élevant à 17 milliards EUR et les achats de titres à plus longue échéance atteignant 52 milliards EUR. Le potentiel d'augmentation de la demande étrangère dépend de l'engagement de l'Italie à l'égard des exigences budgétaires de l'UE et des progrès réalisés dans la mise en œuvre du plan national de relance et de résilience. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que le déficit budgétaire de l'année prochaine conduise à une confrontation sérieuse avec Bruxelles, les prochaines évaluations des agences de notation fourniront des indications plus précises.

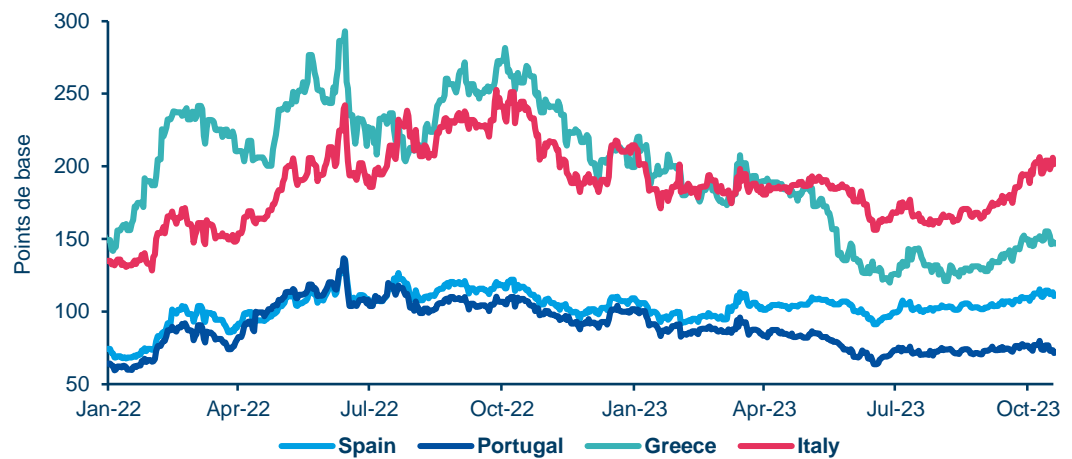
En revanche, les banques italiennes ont légèrement réduit leurs positions sur la dette souveraine cette année, diversifiant leurs portefeuilles en achetant des obligations non domestiques tirées par des valorisations plus attractives. Les maturités des Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO) représentent des vents contraires au retour des banques italiennes sur le marché.

L'influence de la BCE sur le marché diminue progressivement, mais représente toujours 30 % de la dette négociable, tandis que les banques italiennes et les autres institutions financières nationales représentent 31 %. Le poids des investisseurs non résidents a diminué pour revenir à son niveau historique le plus bas. En compensant les avoirs des non-résidents à partir d'actifs gérés à l'étranger par des investisseurs italiens, le poids des investisseurs étrangers est proche de 20 %.

Perspectives de taux et de spread BTP BUND 10 ans.

La récente réévaluation du spread du BTP BUND à 10 ans, qui a atteint 200 points de base, a été principalement due à des facteurs systématiques, notamment un sentiment d'aversion au risque et une hausse des rendements d'actifs non risqués. Dans une moindre mesure, elle a également été influencée par des perspectives d'offre difficiles en 2024, compte tenu du déficit plus élevé du pays, et du resserrement quantitatif de la BCE dans un environnement macroéconomique plus faible. Suite à l'annonce de l'Instrument de Protection de la Transmission (TPI) et à la chute du gouvernement Draghi l'an dernier, le spread a rapidement atteint 240 points de base. Selon nous, l'écart pourrait atteindre ces niveaux en raison d'un équilibre offre/demande moins favorable en 2024 et en cas de changement des perspectives par les agences de notation. Nous considérons qu'il s'agit là d'un domaine de stabilisation, les investisseurs pouvant être attirés par le niveau attrayant des rendements. En cas de tensions supplémentaires sur le marché, le filet de sécurité de la BCE reste en place.

« La réduction de la volatilité des taux d'intérêt est susceptible d'encourager le retour des opérations de portage, notamment dans les pays périphériques. Parmi ceux-ci, l'Italie se distingue par son mélange de valorisations attractives et de liquidité. »

Graphique 4 : Spreads des obligations à 10 ans par rapport au BUND allemand

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 25 octobre 2023.

Les perspectives à moyen terme devraient être plus favorables pour les spreads périphériques, la banque centrale ayant probablement atteint le pic de son cycle de hausse et devrait commencer à réduire ses taux au premier semestre 2024, sous l'effet d'un contexte macroéconomique plus faible et d'une baisse de l'inflation liée à la poursuite de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. La réduction de la volatilité des taux d'intérêt est susceptible d'encourager le retour des opérations de portage, notamment dans les pays périphériques. **Parmi celles-ci, l'Italie se distingue par sa combinaison de valorisations attractives et de liquidité.**

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles. L'Amundi Institute, au cœur du processus d'investissement mondial, a pour ambition de renforcer le conseil, la formation et le dialogue continu sur ces sujets pour l'ensemble de ses clients – distributeurs, institutionnels et entreprises. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de diffuser travaux d'analyse et les recommandations d'investissement d'Amundi.



Découvrir l'Amundi Investment Institute

Définitions

- **Points de base (pb)** : un point de base est une unité de mesure égale au centième d'un point (0,01 %)
- **Credit Default Swap (CDS)** : un credit default swap (CDS) est un contrat de swap financier que le vendeur du CDS indemnise l'acheteur en cas de défaut de crédit ou autre événement de crédit.
- **Prime de terme** : la prime de terme est le montant par lequel le rendement d'une obligation à long terme est supérieur au rendement des obligations à court terme. Cette prime reflète le montant que les investisseurs s'attendent à être indemnisés pour des prêts plus longs. Dans la mesure où l'on collecte les coupons d'une obligation longue durée, son rendement actuariel sera plus élevé. Le montant d'une prime de terme dépend des taux d'intérêt des obligations individuelles.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements pour un titre ou un indice de marché donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre/marché est risqué.

Informations importantes

Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité, de change et de perte en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue pas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation d'un titre ou d'un autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire dans votre juridiction. Toute information contenue dans ce document ne peut être utilisée que pour votre usage interne, ne peut être reproduite ou rediffusée sous quelque forme que ce soit et ne peut être utilisée comme base ou composante d'instruments financiers, de produits ou d'indices. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont en date du **25 octobre 2023**. La diversification ne garantit pas un profit et ne protège pas contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, d'une prévision ou d'une prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances économiques et de marché sont celles de l'auteur et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et il n'y a aucune garantie que les pays, les marchés ou les secteurs se comporteront comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil d'investissement, une recommandation de titre ou une indication de négociation pour un produit d'Amundi. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, mais sans s'y limiter, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage lié à son utilisation.

Date de première utilisation : **27 octobre 2023**.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Rédacteurs en chef

Monica DEFEND

Directrice de l'Amundi Investment Institute

Vincent Mortier

Directeur des Investissements du Groupe

Matteo Germano

Directeur adjoint Groupe des Investissements