

LE THÈME DU MOIS

La demande soutient les émissions de dette italienne mais les marchés primaires seront sous surveillance

BERTONCINI SERGIO, Responsable de la Recherche Taux et Change
USARDI ANNALISA, CFA, Économiste Senior

Finalisé le 29/01/2019

L'essentiel

Au cours d'une année qui marquera la fin du programme d'achat de titres du secteur public (PSPP) par la BCE et une augmentation des prévisions d'émissions nettes, nous nous concentrons ici sur la stratégie de financement de l'Italie et les perspectives du marché primaire pour 2019, domaine qui devrait attirer l'attention des marchés dans les prochains trimestres. Malgré un second semestre 2018 difficile, l'évolution du coût moyen de financement et de la maturité moyenne de la dette n'a, pour l'instant, pas eu d'impact significatif sur la structure de la dette italienne, comme nous l'illustrons dans cet article.

Le tout début de l'année 2019 a été marqué par une activité d'émissions obligataires du Trésor italien, à la fois très soutenue et couronnée de succès, qui, grâce à une forte demande, a permis à l'Italie de collecter respectivement 10 % et 50 % des émissions brutes et nettes globales de l'année, selon nos dernières projections et les indications du Trésor italien. Il convient également de noter que l'acceptation des opérations et les résultats postérieurs aux émissions ont été, dans l'ensemble, encourageants non seulement pour les BTP italiens, mais aussi pour les émissions d'autres pays périphériques, ce qui, d'une certaine façon, confirme que la recherche de rendement dans le contexte d'une politique monétaire plus accommodante se maintient dans la zone euro.

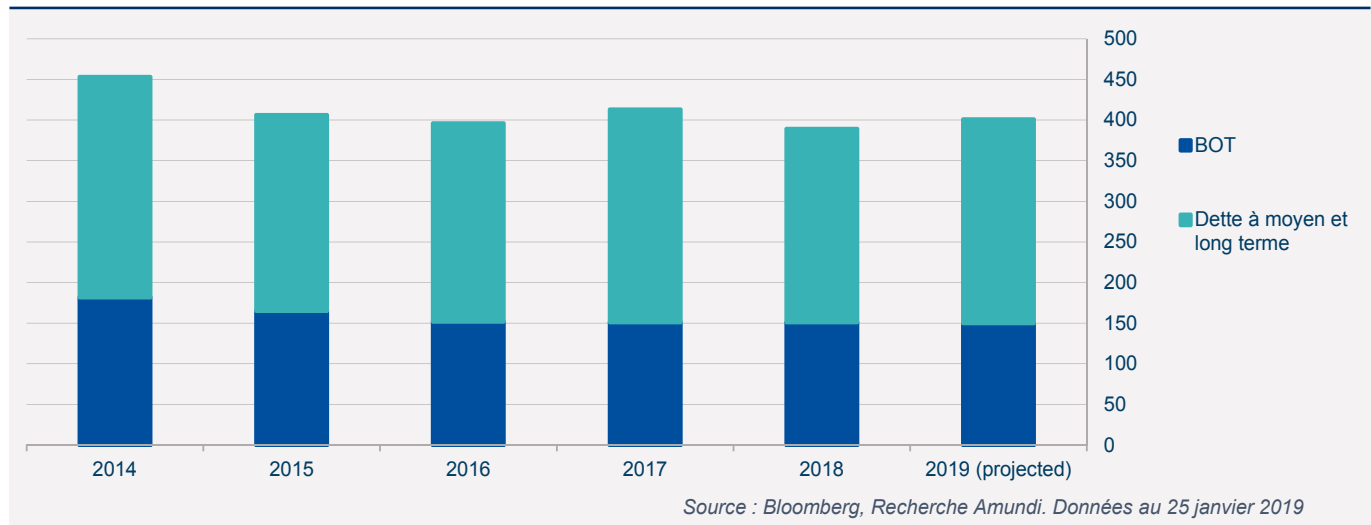
Néanmoins, malgré ces signes encourageants et le récent resserrement des *spreads* résultant de l'accord budgétaire conclu entre le gouvernement et la Commission européenne, le tableau macroéconomique semble encore plus sombre que l'année dernière et les risques à la baisse ont également augmenté en raison de facteurs externes.

Stratégie de financement de l'Italie, perspectives du marché primaire pour 2019 et structure de la dette italienne

L'Italie a récemment publié son document annuel dans lequel le Trésor présente sa stratégie de financement pour les 12 mois à venir ("Linee guida della gestione del debito pubblico - Anno 2019" MEF)

Ces directives du Trésor italien sur sa stratégie de financement pour 2019 présentent plusieurs objectifs détaillés. Pour résumer, ceux-ci mettent l'accent sur la transparence, la gestion régulière et prévisible de l'activité du marché primaire et la concentration des émissions là où la demande semble plus robuste et le marché plus profond. La diversification de la base d'investisseurs est un autre objectif pour 2019, qui pourrait être atteint par le biais d'émissions en devises étrangères. Le Trésor italien vise également à optimiser l'équilibre entre maturité et coût moyen de financement au cours d'une année, ce qui semble certainement plus difficile que dans le passé récent.

1/ Dette publique italienne : émissions annuelles, par type d'instruments (en milliards d'euros)



Une année difficile en termes de volumes d'émission

- Les émissions de **dette italienne à moyen/long terme** pour 2019 sont estimées à **250 milliards d'euros** et couvriront :
 - les rachats (plus importants qu'en 2018) à hauteur de 201 milliards d'euros, soit une augmentation de 17 milliards par rapport à l'année précédente
 - le déficit de trésorerie qui devrait s'élever à 50 milliards d'euros (proche du niveau de 2018)
- La composante **BOT** (obligations à plus court terme) devrait rester stable aux alentours de **150 milliards d'euros**
- Par conséquent, les projections pour 2019 font état d'un **volume de financement global** proche de **400 milliards d'euros**, supérieur aux 390 milliards d'euros émis en 2018.

En comparant les segments de la courbe par rapport à 2018, l'offre devrait être plus faible dans la partie centrale de la courbe (5 et 7 ans) et plus élevée aux extrémités courtes (2 et 3 ans) et longue (10 ans et 15 à 30 ans).

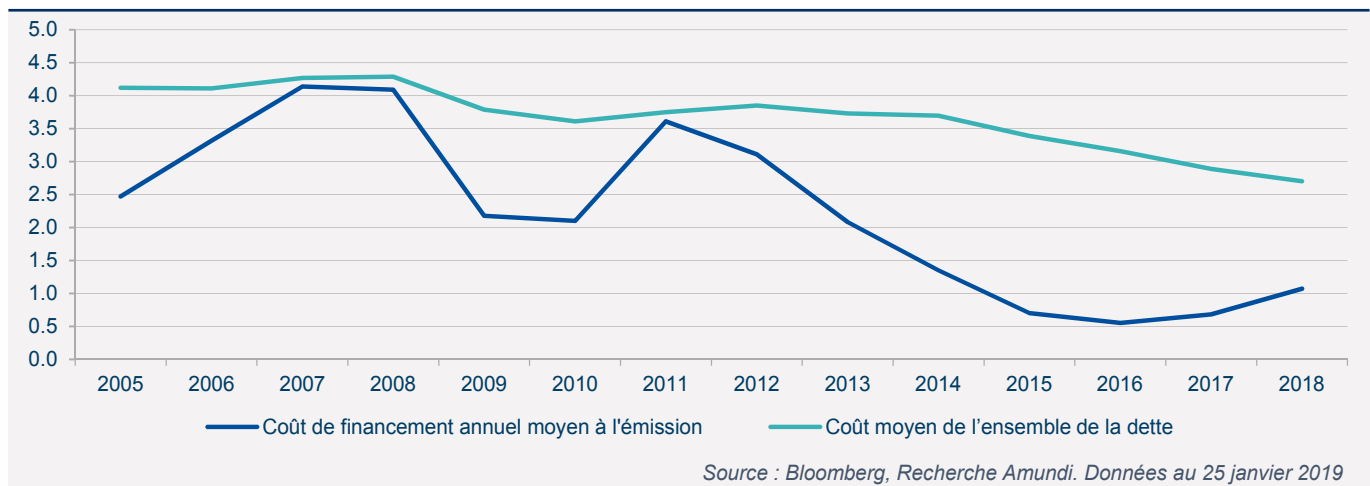
La répartition attendue des émissions entre les différents segments de la courbe souligne un double objectif de consolidation de la structure obtenue ces dernières années, notamment en termes de durée moyenne plus élevée et de maîtrise des coûts de financement, dans un contexte de forte accentuation de la courbe des taux au cours des derniers trimestres. En effet en mai 2018, les maturités à 3 et 5 ans ont enregistré une forte hausse par rapport à celles à 2 ans, alors que l'inverse se produisait sur les segments de 7 à 10 ans et les maturités extra-longues. Ci-dessous une analyse plus détaillée par segment de la courbe :

- **BIP à 3 et 5 ans** : les BIP à 3 et 5 ans ont représenté respectivement 36 milliards et 31 milliards d'euros d'émissions en 2018, avec un calibrage des volumes par rapport aux émissions à 3 ans (en pourcentage de la dette totale émise). Le total des émissions en 2019 sur ces deux échéances devrait rester dans la ligne du calibrage de 2018, avec probablement une asymétrie vers le 3 ans plutôt que vers le 5 ans. Le Trésor s'attend à une émission nette positive sur le 3 ans (plus que les 24 milliards d'euros de rachats) et négative sur le 5 ans (47 milliards d'euros de rachats).
- **BIP à 7 ans** : l'offre brute devrait être plus faible cette année par rapport au volume de 33 milliards d'euros en 2018, principalement en raison de la baisse des rachats sur ce segment. L'offre nette sera toutefois positive, ce qui augmentera le poids du segment par rapport à l'ensemble de la dette.
- **BIP à 10 ans** : les émissions se sont élevées à 36 milliards d'euros en 2018. L'offre brute est attendue en excès de 48 milliards d'euros cette année, le segment continuant de jouer un rôle de premier plan en 2019. L'offre nette sur ce segment devrait toutefois être légèrement négative.
- **BIP à 15, 20, 30 et 50 ans** : dans ses lignes directrices, le Trésor italien a fait part de son objectif de rester actif sur ce segment, malgré des conditions de marché plus difficiles. Conformément à cet objectif, le Trésor a déjà émis un emprunt obligataire de 10 milliards d'euros à 15 ans et, pourrait, en fonction des conditions du marché, émettre un emprunt à 30 ans. Au total, 30 milliards d'euros ont été émis l'an dernier pour les échéances extra-longues et l'Italie vise un volume d'émissions similaire au cours des 12 prochains mois. Compte tenu d'une maturité importante dans le segment des 15 ans, proche de 23 milliards d'euros, les émissions nettes devraient être positives dans ce segment.

Qu'en est-il de l'évolution du coût de financement et de la maturité moyenne de la dette italienne ?

- La **maturité moyenne de la dette** n'a que légèrement diminué, passant de 6,9 ans en décembre 2017 à 6,78 ans en fin 2018.
- En parallèle, le **coût annuel du financement** en 2018 a augmenté pour la première fois au cours des dernières années pour atteindre **1,07 %**, contre **0,7 %** en 2015, **0,55 %** en 2016 et **0,68 %** en 2017, cette hausse débutant au cours de la deuxième partie du mois de mai.
- Un coût de financement annuel moyen de 1,07 % reste néanmoins relativement faible par rapport au **coût moyen de l'encours total de la dette**, qui a encore baissé en 2018 à **2,7 %** (les dernières données disponibles sont celles d'octobre), contre 2,89 % en 2017 et 3,16 % en 2016.
- Le graphique illustre l'évolution du coût de financement annuel et du coût moyen de l'encours global de la dette. Grâce à la forte baisse du coût de financement annuel en 2013-2015, une baisse significative, en décalé, du coût moyen de la dette a été enregistrée au cours des années suivantes (de 3,7 % en 2015 à 2,7 % en 2018).
- En supposant que les niveaux de rendement actuels correspondront aux coûts de financement moyens pour 2019, on peut s'attendre à une nouvelle hausse modérée des coûts de financement annuels à 1,3 % ou 1,4 %.
- D'après les indications récentes de la Banque d'Italie, cette hausse du coût annuel du financement, qui s'est concrétisée l'an dernier, devrait avoir un impact limité sur le coût global de la dette (voir le dernier numéro de la Revue de la stabilité financière publié en novembre 2018). « *La durée résiduelle moyenne longue des titres en circulation (6,7 ans) ralentit la transmission des hausses de rendement au coût de la dette. Sans modification de la composition du portefeuille de titres, une hausse permanente de 1 point de pourcentage des rendements à l'émission entraînerait une hausse du coût moyen de la dette d'environ 0,1 point de pourcentage après un an, 0,2 point après deux ans et 0,4 point après trois ans. Les titres à moyen et long terme (plus de 12 mois) arrivant à échéance en 2019 s'élèvent à environ 200 milliards d'euros, si l'on prend en compte les titres à plus courte échéance résiduelle et la nécessité de couvrir le déficit des administrations publiques, les émissions brutes de l'année prochaine s'élèveront à environ 400 milliards d'euros* ».

2/ Dette publique italienne : coût moyen du financement annuel et coût moyen de la dette totale, en points de pourcentage



Les émissions du Trésor italien du début d'année ont été couronnées de succès

Le Trésor italien a été très actif sur le marché primaire dès le début de l'année. En effet, après seulement trois semaines, les émissions de titres de créance à moyen/long terme s'élevaient déjà à plus de 25 milliards d'euros.

- En chiffres absolus, cela signifie que par rapport aux besoins de remboursement de l'ensemble de l'année, l'Italie a déjà couvert 10 % de l'ensemble des émissions brutes prévues et un impressionnant 50 % de l'ensemble des besoins nets de financement pour 2019.
- En termes de durée de la dette émise, le Trésor italien a réussi à placer des obligations assez longues, l'échéance moyenne des émissions étant proche de 11 ans, soit près du double de l'échéance moyenne de l'encours de sa dette. Ceci a été rendu possible grâce à l'émission de 10 milliards d'euros de BIP à 15 ans et à 2,6 milliards d'euros et 1,5 milliard d'euros de BIP à 10 ans et 30 ans respectivement.
- Au regard des conditions de marché beaucoup moins difficiles de 2018, l'activité de cette année est encourageante, puisque le montant émis depuis le début de l'année est supérieur de 1 milliard d'euros au montant émis à la

même date l'an dernier. Cependant, pour compliquer un peu les choses, janvier est l'un des très rares mois de 2019 sans aucun rachat de titres.

- Les résultats des adjudications du Trésor italien ont été bons dans l'ensemble, tant en termes de montants émis par rapport aux montants ciblés (toujours à l'extrémité supérieure de la fourchette annoncée) qu'en termes de soumissions satisfaites.
- L'émission obligataire syndiquée à 15 ans a non seulement recueilli des ordres records de 35,5 milliards d'euros (taux de couverture 3,6x), mais a également attiré une offre initiale assez élevée de la part d'investisseurs étrangers, qui représentant environ les deux tiers du carnet d'ordres, et une distribution assez large par type d'investisseurs, sans prédominance des investisseurs à long terme. Un volume record a en effet été alloué aux gérants de fonds (55 %), tandis que la répartition géographique a vu une part importante allouée aux investisseurs basés en Allemagne, en Autriche et en Suisse (21 %), soit environ le double de l'allocation historique moyenne pour ces trois pays de BIP syndiqués à long terme de même type, émis au cours des quatre dernières années.
- Le resserrement des *spreads* qui a suivi la fermeture de cette émission de BIP syndiqués à 15 ans semble confirmer un intérêt réel pour la nouvelle dette émise par le pays.
- Parmi les autres pays périphériques, dans le sillage du succès du Trésor italien, l'Espagne a également collecté un carnet d'ordres record pour un emprunt souverain en euros à 10 ans, tandis que le Portugal et l'Irlande avaient déjà vendu 4 milliards d'euros d'obligations à 10 ans avec des carnets d'ordres supérieurs à 24 milliards d'euros et 18 milliards d'euros respectivement.

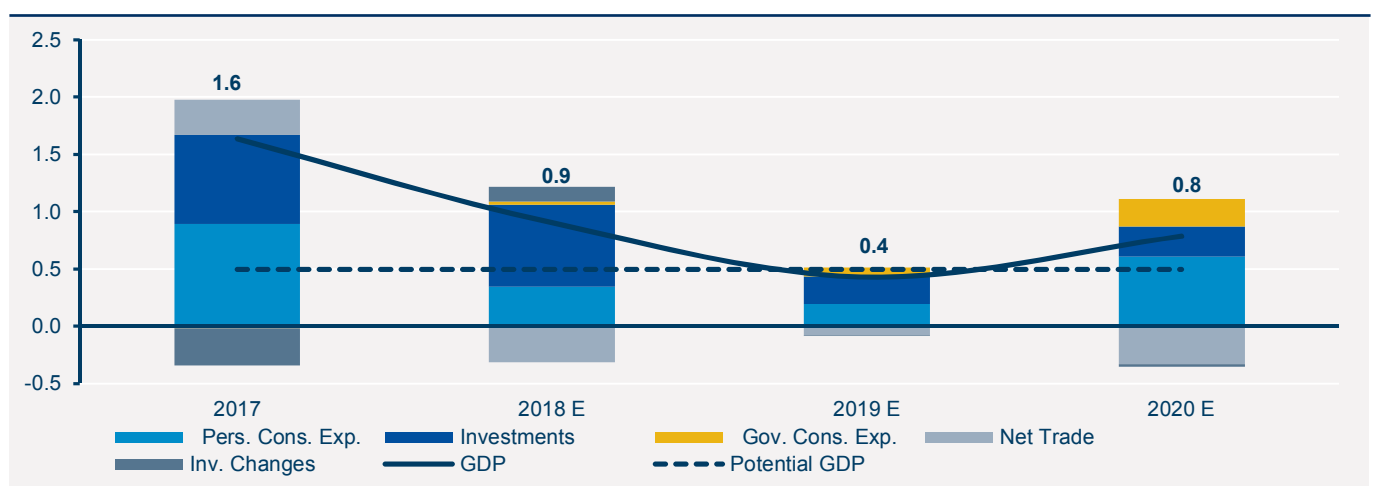
Le tableau macroéconomique italien semble moins robuste

Grâce à l'accord final conclu par le gouvernement italien et la Commission européenne sur le budget 2019, la pression sur les BIP s'est quelque peu relâchée, un soulagement soutenu principalement par l'engagement implicite du gouvernement italien à travailler dans le cadre législatif et institutionnel de l'UE.

Nous ne devons néanmoins pas ignorer les risques accrus d'une récession technique pour l'Italie dont le PIB du troisième trimestre 2018 était négatif tandis que celui du quatrième risque d'être très faible. Ceci pourrait compromettre la réalisation de l'objectif de déficit pour l'année (2,04 %) et la diminution du ratio de la dette au PIB, car la croissance réalisée pourrait, en fin de compte, être beaucoup plus faible que l'hypothèse utilisée pour établir les objectifs. De plus, la trajectoire d'inflation devrait rester relativement modérée.

Bien que nous nous attendions à ce que la croissance de l'économie italienne se situe dans la fourchette de 0,5 % (prévision réelle de 0,4 % pour 2019), légèrement en deçà des projections de base du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque d'Italie (0,6 % pour 2019), nous pensons aussi que les risques à la baisse sont élevés. En effet, il existe d'importants risques en provenance de l'extérieur, notamment la décélération du commerce mondial et le ralentissement de la croissance chez les principaux partenaires commerciaux de la zone euro ce qui pourrait peser sur la partie de l'économie tirée par les exportations. Sur le plan intérieur, la baisse de la confiance des entreprises, conjuguée à un ralentissement des dépenses d'investissement et des investissements privés, pourrait peser sur la demande intérieure. Les consommateurs restent globalement optimistes, même si leur revenu disponible réel a légèrement reculé, que leur propension à épargner s'est légèrement accrue et que le marché du travail continue lentement à se tasser. Des cours du pétrole moins élevés pourraient, en revanche, constituer un risque haussier.

3/ Italie : PIB & contributions



Source : Thomson-Reuters Datastream, ISTAT, Recherche Amundi, données au 28/01/2019

Conclusion

Le mois de janvier a été l'occasion d'une première vague d'émissions de BIP italiens qui a été bien accueillie sur le marché primaire malgré l'absence de rachats par la BCE. Les rachats reprendront toutefois au cours des deux prochains mois, puisque 23,1 milliards d'euros de BIP arriveront à échéance en début février, tandis qu'un montant similaire arrivera à échéance en mars, offrant ainsi un certain soutien au marché secondaire et, indirectement, aux prochaines adjudications. Des facteurs techniques à court terme ont soutenu un retour partiel de la demande extérieure, puisque selon les données disponibles, les « non-résidents » avaient fortement réduit leurs avoirs au cours des trois derniers trimestres de 2018. Cela pourrait expliquer la participation relativement élevée de la demande extérieure sur le marché primaire italien et sur d'autres marchés périphériques, ainsi que la répartition par type d'investisseur dans un contexte où on ne s'attend plus à une hausse des taux de la BCE cette année. L'Italie est ainsi parvenue à couvrir une part importante de l'offre nette annuelle par l'émission d'obligations à long terme. Sa stratégie de financement vise à optimiser la combinaison de la maturité moyenne et du coût moyen de financement, en maintenant la première stable tout en calibrant les émissions sur une courbe plus raide pour atteindre le second objectif. Malgré une légère hausse du coût de financement, le coût moyen de la dette globale demeure faible par rapport aux années précédentes et ne devrait pas être fortement affecté au cours des deux prochaines années.

Toutefois, l'année ne fait que commencer et, comme nous l'avons indiqué dans les chiffres présentés en première section, demeure très difficile en ce qui concerne les besoins et l'offre de financement dans son ensemble. En outre, les principaux défis à moyen et long terme sont fonction des tendances macroéconomiques plus fragiles que nous avons analysées dans la dernière section ainsi que des incertitudes politiques persistantes dans la zone euro (Brexit et élections européennes) et hors de celle-ci.

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 by Getty Images — Massimo Merlini

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