

## **TURBULENCES ITALIENNES & CONVICTIONS DE LA FRANÇAISE**

**Nos analyses des marchés prennent pleinement en compte l'incertitude significative sur la situation en Italie mais excluent aujourd'hui le risque systématique d'une sortie de la zone Euro. Nous considérons qu'un certain nombre de mouvements de marchés a été exagéré et a pu libérer des opportunités de rebonds significatifs.**

### **Rappel du Contexte politique**

M. Conte, nommé chef du gouvernement il y a quelques jours, renonce ce week-end à être Président du Conseil : le point d'achoppement avec le président Sergio Mattarella est le futur Ministre des Finances, le très Eurosceptique M. Paolo Savona. Le Président de la République a mis son veto et a maintenant les mains libres pour nommer un technocrate, sans avoir l'accord des partis arrivés en tête des élections législatives : il propose ce matin comme candidat au poste de nouveau président du Conseil, l'ancien chef des affaires fiscales au FMI, M. Carlo Cottarelli. Toutefois, M5S et la Ligue ont d'ores et déjà annoncé qu'ils ne voteraient pas la confiance dans les deux Chambres : de nouvelles élections devraient donc être annoncées, mais ne pourront se tenir avant septembre.

Plusieurs interrogations se posent, nous semble-t-il, si un tel scénario politique se matérialisait :

**Quelle réaction des électeurs, dans la mesure où le Président de la République fait fi du résultat des législatives du 4 mars dernier ? Le score de la coalition de droite confirmera-t-il dans les urnes, la forte remontée de celle-ci, prégnante dans les sondages aujourd'hui ?**

Le point est crucial mais il est bien difficile d'y répondre. A court terme, Messieurs Di Maio et Salvini campent sur leurs positions et martèlent leur volonté de gouverner. Toute nouvelle déclaration est de nature à alimenter fortement la volatilité à très court terme, d'autant que les volumes traités sur le future BTP 10 ans viennent très largement de la communauté des Hedge Funds, ce qui appelle à la prudence dans les prochains jours.

Un gouvernement technique sera nommé pour gérer les affaires courantes avant les prochaines élections qui devraient se tenir après l'été : il ne se passera donc rien du point de vue des réformes mais cela évite la mise en place de mesures budgétaires peu orthodoxes. Le Président de la République fait aujourd'hui barrage à l'application d'une politique ouvertement sceptique envers la zone Euro et M. Berlusconi, attaché à l'ancrage européen de son pays, s'est rangé dimanche derrière M. Mattarella, ce qui augure de futures difficultés pour la coalition de droite et probablement d'une campagne électorale plus centrée sur le projet européen pour l'Italie. L'Italie devrait donc rester dans un flou politique jusqu'à l'automne, ce qui n'implique pas forcément de très grand désordre sur les marchés financiers.

### **La dette italienne sous surveillance par Moody's**

Dans ce contexte, l'agence de notation Moody's a placé la note Baa2 de l'Italie sous surveillance et s'inquiète notamment du potentiel retour en arrière sur la réforme des retraites et des projections budgétaires du nouveau gouvernement.

## Quid de la BCE ?

Ses marges de manœuvre sont étroites sur la dette italienne (respect de la clef de répartition du PIB dans son programme d'achat de dettes publiques). Les événements en Italie rendent sa tâche d'autant plus difficile que la zone Euro connaît une période de croissance plus modérée, l'inflation headline devrait accélérer sur des niveaux proches de 1.8% cet été et la balance des risques se dégrade. Elle pourrait revoir légèrement à la baisse ses prévisions de croissance, qu'elle communiquera lors de la réunion du 14 juin : pour mémoire, elle l'avait revue à la hausse de 1/10ème à 2.4% pour 2018 le 8 mars dernier.

## NOS CONVICTIONS

Le mois de mai a connu un retour violent de l'aversion au risque. Alors qu'ils n'avaient que peu émus les marchés, les résultats des élections italiennes ont finalement généré un repricing de nombreux actifs, principalement dans la sphère obligataire. Il nous semble opportun aujourd'hui d'offrir un regard factuel sur ces mouvements de marchés et d'en analyser la justification, l'ampleur et la cohérence afin d'identifier, s'il y a lieu, certaines opportunités une fois le sujet italien refermé :

- Cette situation a logiquement généré une hausse de la prime de risque italienne depuis début mai, mais les niveaux atteints et l'aplatissement de la courbe traduisent désormais la crainte d'un risque systémique. Le rendement du BTP 2 ans est supérieur à 2.2% avec un spread de 270 bps contre Allemagne, proche du spread de 263 bps sur le 10 ans. Il est toujours particulièrement délicat de s'exprimer dans une configuration comme celle-ci mais il nous semble que la faible liquidité de ces derniers jours a joué un rôle important dans ce mouvement, avec des écartements notables des fourchettes de cotation. Plus fondamentalement, l'enjeu de moyen terme ne nous semble pas être la sortie de l'Italie de la zone Euro mais plutôt une gouvernance européenne largement compliquée par un gouvernement italien possiblement Eurosceptique. En effet, si l'on en croit les sondages, la volonté populaire italienne n'a jamais été de sortir de la zone Euro et les partis fraîchement élus n'en font d'ailleurs plus une proposition. Enfin, la Constitution n'autorise pas la tenue d'un référendum à ce sujet. Ainsi il nous semble que dans l'hypothèse de nouvelles élections italiennes à l'automne 2018, les marchés pourraient, durant l'été, se focaliser de nouveau sur des fondamentaux économiques plus globaux et que les niveaux actuels pourraient être des opportunités. **Nous restons positifs sur le 2 ans qui est notre position la plus longue sur les taux italiens.** Ce sujet redeviendra d'actualité dès septembre avec d'autant plus de sérénité pour les investisseurs que les sondages afficheront une sortie de cette impasse politique avec par exemple, la victoire d'une coalition de droite.
- Le taux 10 ans allemand a perdu plus de 30 bps depuis le point haut de mi-mai et a traité à moins de 0.30%, bénéficiant d'un mouvement de fuite vers la qualité en zone Euro. Le 2 ans allemand retrouve les plus bas de décembre 2017 à -0.7% et les attentes sur la hausse du taux de dépôt en 2019 de la BCE sont désormais inférieures à 15 bps contre 40 bps au plus haut cette année. Il paraît effectivement logique de valoriser aujourd'hui plus bas la référence que sont les taux allemands en raison d'un effet possible, quoique limité, sur la croissance de la

zone Euro et en raison d'un possible décalage de communication de la BCE sur la sortie du Quantitative Easing. Mais dans un scénario qui exclut une situation systémique en Italie, il semble que la situation n'est pas de nature à déformer de façon aussi importante la trajectoire économique de la zone Euro et par ricochet la politique monétaire de la BCE. **Le niveau des taux Core nous semble résolument trop bas.**

- Après le chiffre d'inflation sous-jacente européenne décevant du mois dernier, nous attendons un retour sur des niveaux proches de 1% ce mois-ci. Même après sa correction récente, le pétrole en euros a progressé depuis début 2018 de plus de 22%, impliquant des effets de base positifs sur l'ensemble de l'année (si les prix se stabilisent). L'anticipation d'inflation à 5 ans est actuellement de 1.19% alors qu'au cours de l'été, l'inflation totale devrait remonter au-dessus de 1.8%. Cette remontée n'est donc que très partiellement anticipée par les marchés. **Nous renforçons les positions acheteuses de points morts d'inflation 5 ans en zone Euro via l'Allemagne.** Aux Etats-Unis, la situation est un peu différente. Des éléments spécifiques (guerre des prix dans les télécoms, baisse des prix des médicaments) ont impacté négativement l'inflation au deuxième trimestre 2017 et ont créé des effets de base positifs pour 2018. Au cours de l'été, les glissements annuels d'inflation américaine vont remonter vers 3% et impacteront à la hausse les anticipations d'inflation qui ne sont aujourd'hui qu'à 2.1%. **Nous restons positifs sur les points morts d'inflation américains.**

Achévé de rédiger le 29 mai 2018

*Avertissement :*

*Document promotionnel à destination des investisseurs professionnels. Les informations contenues dans ce document ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les opinions exprimées par La Française se fondent sur les conditions de marché actuelles et sont susceptibles d'être modifiées sans avertissement. Ces opinions peuvent diverger de celles d'autres professionnels de l'investissement. Document publié par La Française AM Finance Services, siège social 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, France, agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel en qualité de prestataire de services d'investissement sous le numéro 18673 X, société affiliée de La Française.*