Confidence must be earned

Amundi ASSET MANAGEMENT

Mars 2018

Le résultat des élections italiennes ne devrait pas compromettre la reprise

Scénarios d'investissement

Andrea Brasili
Économiste sénior

Diego Franzin
Directeur des investissements actions

Matteo Germano
Directeur de la gestion diversifiée

Avec les contributions de :
Elena Ferrarese
Gérante de portefeuilles actions sénior

Francesco Sandrini
Directeur de la gestion diversifiée Equilibrée, Revenu & Rendement Réel

Giuseppina Marinotti
Investment Insights Unit

Le résultat des élections législatives italiennes pourrait créer des incertitudes sur l'évolution future de la politique économique italienne, mais l'issue du scrutin ne devrait pas compromettre la reprise économique européenne.

- ***Résultat :*** *Les résultats des élections italiennes (avec une très forte avancée du Mouvement 5 étoiles, maintenant le parti majoritaire, ainsi que de la Ligue du Nord dans la coalition de centre droit) n'étaient pas anticipés par le marché. Si ces chiffres sont confirmés, la constitution d'un gouvernement sera probablement longue et l'incertitude sur les marchés devraient rester élevée.*
- **Économie :** *L'Italie montre des signes d'amélioration sur les plans de la compétitivité, de l'investissement et de l'accès des entreprises au marché. Nous pensons que le résultat de ce scrutin électoral ne freinera pas la reprise économique. Toutefois, le marché pourrait se montrer plus circonspect à l'égard du pays, certaines positions défendues durant la campagne électorale par les partis vainqueurs étant controversées, notamment vis-à-vis de l'euro et des réformes mises en œuvre par les gouvernements précédents , ainsi qu'en raison du manque de détail des programmes électoraux. A moyen terme, tout dépendra des mesures que le nouveau gouvernement mettra en place.*
- **Marchés :** *Nous anticipons un regain de volatilité sur les marchés à court terme, au moins jusqu'à ce que le nouveau gouvernement soit formé et qu'il annonce son programme économique et fiscal. Cependant nous pensons que la reprise économique en Europe et dans le monde est cette fois nettement plus solide qu'elle ne l'était par le passé, et il en est de même pour les bilans des entreprises , après plusieurs années de restructuration.*

Quels sont les principaux enseignements que vous tirez de l'issue du scrutin électoral italien ?

AB :. Les résultats des élections (avec une très forte avancée du Mouvement 5 Etoiles et de la Ligue du Nord) n'étaient pas anticipés par le marché, ce qui ouvre une phase nouvelle avec de multiples scénarios possibles. Le nouveau Parlement siègera le 23 mars prochain, date à laquelle le Président de la République commencera officiellement ses consultations avec les leaders des différents partis dans le but de former un gouvernement et de nommer un Premier Ministre. Le pays apparaît aussi géographiquement divisé, le Nord votant pour la coalition de centre droit (et particulièrement pour la Ligue), tandis que le mouvement 5 Etoiles est le grand vainqueur dans le Sud. Ceci ne favorisera pas un accord entre les deux partis arrivés en tête, situation qui effraie le plus les marchés : en effet certaines des positions défendues pourraient remettre en cause des réformes initiées par les gouvernements précédents, et ils affichent de plus une attitude critique vis-à-vis de l'Europe. Ainsi, ces résultats rendront la constitution d'un nouveau gouvernement relativement longue, l'incertitude sur les marchés devant rester élevée. Toute idée d'une 'Grande Coalition' envisagée avant les résultats devient fortement improbable.

Quel regard portez-vous sur l'économie italienne, notamment à la lumière du résultat de l'élection ?

AB : L'économie italienne affiche des signes d'amélioration dans trois domaines en particulier. Premièrement, le pays a restauré en partie sa compétitivité extérieure, comme le montre la bonne tenue des exportations (durant les trois premiers trimestres de l'année 2017, l'Italie devançait la France et l'Espagne en termes de croissance des exportations et se classait légèrement derrière l'Allemagne). La stabilisation du solde excédentaire du compte des transactions courantes (malgré une hausse de la demande intérieure) et la stabilisation de la part des exportations mondiales confirment ce regain de compétitivité. Deuxièmement, les entreprises italiennes investissent de nouveau dans les machines et l'équipement, à un niveau conforme à la moyenne de la zone euro. Troisièmement, les entreprises se financent nettement plus sur les marchés de capitaux qu'elles ne le faisaient auparavant et il s'agit d'une évolution notable : la complexification et la modernisation des structures de dette (qui

ne se limitent plus aux simples emprunts bancaires) obligent les entreprises à chercher de nouveaux partenaires, de nouveaux dirigeants et à se concentrer davantage sur la croissance. Ces trois facteurs suggèrent que le potentiel de croissance de l'Italie est légèrement supérieur à celui calculé par la Commission européenne (à peine supérieur à 0) et que l'économie italienne peut croître durablement de 1% à 1,5%, avec un taux d'inflation compris entre 1,5% et 2%. Si cela se produit, la dette devrait diminuer et les actifs italiens profiteront d'une baisse des primes de risque.
La première réaction du marché se caractérisera par la crainte de voir le nouveau gouvernement compromettre ces progrès. Par ailleurs, le risque existe de voir le nouveau gouvernement mettre un terme à la politique de rigueur budgétaire. Cela pourrait générer des frictions avec les autorités européennes et les autres pays de l'Eurogroup. A moyen terme, beaucoup dépendra des mesures que le nouveau gouvernement mettra en œuvre.

En quoi ce résultat modifie votre analyse du risque politique en Europe ?
AB : Les principaux partis arrivés en tête se sont montrés très critiques vis-à-vis de l'idée même de l'Europe. Il y a donc fort à parier que le gouvernement ne contribuera pas à consolider le projet européen. Il sera difficile de faire des progrès sur l'intégration si l'un des membres fondateurs de l'Union européenne se montre indifférent ou réticent en la matière. Il existe également un risque de divergences profondes sur les questions relatives aux migrants (on notera néanmoins qu'en Allemagne, le SPD a accepté de participer au gouvernement de coalition). Cela devrait doper les initiatives visant à renforcer et à consolider l'intégration européenne conformément à la feuille de route établie par le président français, Emmanuel Macron. Globalement, nous n'anticipons donc pas de recrudescence substantielle du risque politique en Europe, mais l'Italie devra redéfinir son rôle dans l'infrastructure européenne.

La reprise économique en Europe et dans le monde est cette fois nettement plus résiliente qu'elle ne l'était par le passé et les bilans des entreprises sont largement plus solides après plusieurs années de restructuration.

Selon vous, quel impact aura le résultat de ce scrutin électoral sur les marchés actions européens ? Quel sont les principaux facteurs qui conditionneront l'évolution du marché ?
DF : Nous anticipons un regain de volatilité sur les marchés à court terme, non seulement en Italie mais partout en Europe, au moins jusqu'à ce que le nouveau gouvernement n'annonce son programme économique et budgétaire. Il sera crucial de comprendre l'attitude du gouvernement envers l'euro et de connaître les mesures qu'il a l'intention de prendre en matière de retraite, de fiscalité et de réduction de la dette. Il est difficile de prévoir l'ampleur de la correction. Néanmoins, le marché italien affiche les valorisations les plus attractives de la zone euro. Par rapport aux dernières crises (crise de l'euro de juillet 2012 et crise du référendum de décembre 2016), la décote est plus faible. Après avoir atteint une décote de 50% sur le ratio cours/valeur comptable et de 30% sur le ratio cours/bénéfice, le marché italien affiche désormais des décotes respectives de 35% et de 15%. Il existe une différence majeure entre la situation actuelle et la situation observée lors de la précédente crise politique : la reprise économique en Europe et dans le monde est cette fois nettement plus résiliente qu'elle ne l'était dans le passé, et les bilans des entreprises sont largement plus solides après plusieurs années de restructuration.
Des exemples passés en Europe ont pu montrer qu'une situation politique délicate n'a pas trop d'impact sur la reprise économique, et après une première réaction à chaud, les marchés ont tendance à évoluer en fonction des fondamentaux économiques. Le vecteur de croissance des marchés sur le long terme sera la capacité des entreprises à réaliser des bénéfices.

Pensez-vous que l'issue du scrutin puisse modifier en profondeur le cadre institutionnel régissant le marché italien des actions ?

Amundi
ASSET MANAGEMENT

DF : Le décret PIR[1] (Piano Individuale Risparmio) a dopé les entrées de capitaux et les introductions en bourse. En 2017, les entrées de capitaux se sont élevées à plus de 10 milliards d'euros. Une correction des marchés actions pourrait provoquer une contraction de la collecte et du nombre d'introductions en bourse. Cela étant, nous n'anticipons pas de rachats massifs sur la collecte de 10 milliards d'euros enregistrée l'an dernier car, ce faisant, les souscripteurs perdraient les avantages fiscaux auxquels ils peuvent prétendre. Nous excluons l'hypothèse d'une modification radicale du décret PIR. Les entreprises devraient donc continuer à se faire coter, bien qu'à un rythme plus lent.

Selon vous, comment va évoluer le marché italien des petites et moyennes capitalisations ?

DF : Nous restons optimistes à moyen terme et recommandons aux investisseurs de profiter de toute réaction trop agressive des marchés. Notre optimisme se justifie par le cadre institutionnel favorable et par des fondamentaux solides. Le segment des petites capitalisations italiennes a signé d'excellentes performances en 2017, avant même la promulgation du décret PIR, la plupart des sociétés cotées étant plus tributaires des exportations que les grandes capitalisations, traditionnellement plus sensibles aux tendances macroéconomiques nationales. Nous pensons que cette tendance porteuse va se poursuivre : Les entreprises de taille moyenne constituent le cœur du tissu économique italien. Elles opèrent dans des niches d'activité et jouissent d'une forte capacité d'innovation et d'exportation. Ces entreprises sont généralement dirigées par leur créateur et sont généralement très dépendantes du financement bancaire. Le décret PIR devrait consolider le thème de la succession et devrait permettre aux entreprises d'améliorer leur rentabilité dans un contexte où les investissements, la croissance et les acquisitions dépendront des dynamiques de marché. Au cours des cinq dernières années, les petites capitalisations ont multiplié leurs bénéfices par deux, tandis que les grandes capitalisations ont vu leurs bénéfices augmenter de 30%[2] seulement. Les observateurs, dans leur immense majorité, tablent une nouvelle fois sur un taux de croissance à deux chiffres pour les moyennes capitalisations en 2018. Ils comptent également sur une tendance positive pour les grandes capitalisations. La capacité à sélectionner les titres et émetteurs de qualité sera cruciale pour quiconque souhaite profiter des opportunités dans ce secteur.

Nous ne pensons pas que le résultat du scrutin génèrera un profond regain d'aversion au risque, mais il pourrait provoquer une correction temporaire des actifs risqués.

Quel est l'impact du résultat des élections législatives italiennes sur les différentes classes d'actifs ?

MG : Nous ne pensons pas que le résultat du scrutin provoquera un regain d'aversion au risque profond et durable, mais il pourrait provoquer une correction temporaire des actifs risqués. Le sort de ces actifs risqués dépendra également de l'évolution de la politique des banques centrales et des conditions de maturation du cycle économique. A court terme, nous tablons sur une hausse de la prime de risque des emprunts d'État italiens, à hauteur de 170-190 points de base, car le marché tablait sur un résultat favorable avant le scrutin. Sur le marché actions, nous anticipons un regain de volatilité qui affectera le secteur financier et l'ensemble des secteurs constituant l'indice FTSE MIB, qui a jusqu'à présent surperformé l'indice EuroStoxx 600 de près de 6%. Nous tablons également sur un recul temporaire de l'euro face au dollar. L'évolution de la situation à moyen terme dépendra de l'orientation choisie par le nouveau gouvernement lorsque celui-ci sera formé. En faisant abstraction du résultat des élections, nous pensons que les marchés s'orientent vers un régime de plus forte volatilité à mesure que le cycle économique arrive à maturité dans les marchés développés. Nous affichons un optimisme modéré à l'égard des actifs risqués (notamment vis-à-vis des actions) et nous pensons que les couvertures structurelles joueront un rôle clé pour atténuer l'impact des pics de volatilité.

[1] La loi budgétaire 2017 (Legge di Stabilità 2017) prévoit la mise en place des plans d'épargne individuels grâce auxquels, sous certaines conditions, les investisseurs particuliers pourront bénéficier d'exonérations fiscales sur les plus-values procédant d'investissements de long terme.

[2] Données du consensus Bloomberg.

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont exactes au 5 mars 2018.
Les opinions concernant les tendances de marché et les tendances économiques qui y sont exprimées engagent leur auteur et pas nécessairement Amundi Asset Management. Elles peuvent être modifiées à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs mentionnés produiront les performances escomptées. Ces opinions ne sauraient être considérées ni des conseils d'investissement ni comme des recommandations de titres, pas plus qu'elles n'augurent l'intention d'Amundi Asset Management de réaliser des opérations sur un produit en particulier. Rien ne garantit que les prévisions de marché formulées dans ce document se réaliseront ou que les tendances qui y sont évoquées se poursuivront. Ces opinions peuvent être modifiées à tout moment en fonction des conditions de marché ou d'autres facteurs et rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs qui y sont mentionnés produiront les performances escomptées. Tout investissement implique des risques, y compris des risques politiques et un risque de change. La performance et la valeur nominale d'un investissement peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et chaque investisseur court le risque de perdre la totalité du capital qu'il a investi.
Ce document ne constitue pas une offre à souscrire des parts d'un fonds de placement ou des services, pas plus qu'il ne constitue une invitation à vendre des parts d'un fonds de placement ou des services.
Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € — 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

Date de première utilisation : 5 mars 2018.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'unité Amundi Investment Insights (AIIU) s'efforce de mettre à profit l'expertise de notre directeur des investissements et les compétences d'Amundi en matière d'investissement pour formuler des recommandations décisionnelles et des outils répondant aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous aspirons à devenir un partenaire de choix désireux de fournir régulièrement et rapidement des informations claires, intéressantes et pertinentes qui pourront aider nos clients à prendre des décisions d'investissement avisées.

Découvrez les recommandations d'investissement d'Amundi dans notre centre de recherche

http://research-center.amundi.com/

Amundi
ASSET MANAGEMENT