

## Flash



### ELECTIONS ITALIENNES : ET MAINTENANT ?

Les résultats des élections italiennes ont laissé les investisseurs perplexes quant aux évolutions politiques à venir, ce qui les conduit bien évidemment à s'interroger sur les perspectives pour les actifs italiens. Dans une économie sur laquelle pèse une dette publique conséquente, les propositions faites durant la campagne électorale de l'introduction d'une « flat tax », qui réduirait très nettement les rentrées fiscales, ou de la mise en place d'un revenu minimum garanti, qui aboutirait à une hausse des dépenses, peuvent en effet s'apparenter à vouloir danser sur un volcan.

Les résultats, qui ne sont pas encore définitifs, ont réservé quelques surprises. C'est un Parlement sans majorité qui est sorti des urnes et non pas la coalition de centre-droit qui était attendue. La Ligue (Lega) de Matteo Salvini (17,4 %) dépasse Forza Italia (14 %) de Silvio Berlusconi, ce qui met Matteo Salvini en position de diriger le prochain gouvernement. Les résultats du Parti démocrate (PD) de Matteo Renzi (18,7 %) ont été plus mauvais que prévu par les sondages, suscitant des spéculations sur son avenir à la tête du parti. Enfin, le Mouvement cinq étoiles (Movimento 5 Stelle - M5S) de Luigi di Maio est arrivé en tête du scrutin (32,6 %), illustrant la désaffection des électeurs pour les partis traditionnels. [Résultats à 17h00 le 5 mars par le Ministère de l'intérieur]

La réaction des marchés est restée, jusqu'à présent, modérée. L'écart entre le taux italien à 10 ans et son homologue allemand s'est élargi de moins de 10 points de base (données au lundi 5 mars en milieu d'après-midi).

#### Graphique 1 : Ecart de taux à 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne



Données au 5 mars 2018. Source: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management

La modeste réaction du marché des BTP italiens reflète vraisemblablement l'hypothèse de la formation, malgré tout, d'un gouvernement de centre-droit. Nous estimons que le Président Sergio Mattarella pourrait demander à la coalition de centre-droit, qui a rassemblé une majorité des votes, de former un gouvernement, ce qui devrait donner lieu à une longue période de négociations. Il est difficile d'envisager un accord de gouvernement entre la Ligue et le M5S compte tenu de leurs fortes divergences. De la même façon, une coalition réunissant le PD et le M5S paraît improbable étant donné que le Parti démocrate va devoir tirer les leçons du scrutin en ce qui concerne sa direction et ses perspectives électorales.

Si la solution d'un gouvernement de centre-droit s'avère impossible à mettre en place, un gouvernement de techniciens pourrait être, une fois de plus, un recours mais risque d'être instable si bien que cette solution pourrait conduire à de nouvelles élections dans les prochains mois.

Dans ces conditions, au sein de nos portefeuilles obligataires Euro Aggregate, nous conservons notre exposition neutre sur les titres italiens (BTPs) et restons surexposés sur les autres marchés périphériques. A court terme, la demande pour les titres italiens devrait rester forte, en particulier du fait de la sous-exposition des investisseurs locaux. A long terme, c'est une nouvelle période d'instabilité politique qui s'ouvre et cette situation est généralement préjudiciable au marché des BTPs.

Les actions italiennes ont plus mal réagi que le marché obligataire jusqu'à présent avec un recul de l'indice FTSE MIB alors que les autres marchés boursiers en Europe ont progressé. Ce comportement est à l'opposé de la surperformance des actions italiennes observé depuis le début de l'année dernière (voir graphique 2).

**Graphique 2 : Performance relative des actions italiennes face aux actions européennes**



Données au 5 mars 2018. Source: MSCI, BNP Paribas Asset Management

Notre équipe multi assets a régulièrement augmenté son exposition aux actions de la zone euro depuis le début de l'année. La croissance des bénéfices devrait être plus forte que celle attendue par le consensus des analystes financiers alors que la valorisation des actions européennes est attractive, en particulier vis-à-vis des marchés américains. La semaine dernière toutefois, compte tenu du risque politique en Allemagne et en Italie, une partie de l'exposition a été couverte à travers des options sur les actions, une sous-exposition sur les BTPs et une légère réduction de l'exposition aux actions. Une certaine complaisance s'était en effet installée dans le marché qui n'envisageait que l'hypothèse favorable et ignorait la possibilité d'une absence de coalition suivie de nouvelles élections. Ces couvertures ont rempli leur objectif jusqu'à présent et la prochaine étape sera de définir s'il convient de les conserver pour tenir compte du verdict des urnes.

La surperformance relative des actions italiennes en 2017 ne résulte pas d'un environnement économique plus porteur en Italie. Le pays a bénéficié lui aussi de l'amélioration de la conjoncture mondiale mais reste en retrait par rapport aux autres économies européennes. L'indice PMI italien, qui reflète l'opinion des directeurs d'achats, publié la semaine dernière, a déçu en ressortant à 56,8 contre des attentes à 58. Les prévisions font état d'une croissance du PIB de 1,5 % pour l'Italie en 2018 contre 2,5 % pour la zone euro dans son ensemble.

L'élément moteur de la surperformance des actions italiennes a été leur sous-évaluation relative. A la fin de l'année dernière, le ratio cours/bénéfice prévisionnel se situait 16 % sous sa moyenne de long terme (depuis 1987) alors que pour les titres européens, ce même multiple de valorisation était supérieur de 5 % à sa moyenne. Même après la performance enregistrée par les marchés italiens au cours des douze derniers mois, leur valorisation relative nous paraît toujours attractive.

Le scrutin de ce week-end ouvre probablement une longue période d'incertitude politique en Italie. Fort heureusement, l'expansion économique se poursuit, même si son rythme est moins soutenu que dans le reste de l'Europe. Une telle situation devrait être plus favorable aux actions italiennes qu'aux BTPs qui risquent de pâtir des inquiétudes sur les finances publiques et des interrogations sur les relations du pays avec l'Union européenne.

Daniel Morris, stratégiste senior

Avec la participation de Patrick Barbe, responsable de la gestion obligatoire euro, et Guillermo Felices, responsable de la recherche et de la stratégie de l'équipe multi assets (MAQS)

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com). Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille. Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue: 1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ; 2. ni un conseil d'investissement. Le présent document réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution. Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers, où une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933). Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question. Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question. Cette documentation est disponible sur le site web. Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client. Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial. Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes. La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).

---