

# NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - JUIN 2018

## POTENTIEL D'ACTIONS

La transmission de l'information répond à des règles précises. Lorsque la membrane d'une cellule reçoit un stimulus suffisant, elle s'excite. Son potentiel électrique augmente alors rapidement, avant de chuter plus brutalement encore. Pendant ce court laps de temps, la cellule va exciter sa voisine et entrer en période réfractaire assurant ainsi l'unidirectionnalité de l'influx nerveux ! Les marchés financiers semblent, lors d'événements extrêmes, répondre au même schéma. Un marché est stimulé par une information, qu'elle soit positive ou négative. L'information se propage (de plus en plus) rapidement et la tension monte. Les bourses voisines sont à leur tour touchées par la vague de panique (ou d'euphorie) et c'est bientôt l'ensemble de la planète qui vacille (ou sautille de joie, mais vous l'aurez compris). Puis nous entrons dans une période particulière, réfractaire, pendant laquelle les marchés semblent imperméables à toute dégradation supplémentaire. Ils semblent même soumis au phénomène psychologique d'habituation, réagissant avec une violence de plus en plus contenue. Ainsi, lorsqu'en 2016 le peuple britannique, contre toute logique court termiste, a choisi de reprendre son indépendance vis-à-vis d'une Europe dans laquelle il ne se retrouvait pas (plus ?), les actions européennes ont connu quelques journées plutôt compliquées. Quelques mois plus tard, l'élection de Donald Trump n'aura chahuté les marchés que quelques heures... Plus récemment enfin, en Italie, l'impact de la surprenante entente entre deux partis que tout oppose, deux partis (plus si) ouvertement eurosceptiques nous aura rappelé les heures sombres de la déconstruction européenne. Mais rassurez-vous, la panique du lundi, consécutive à l'annonce de la tentative de formation d'un gouvernement, s'est finalement transformée en une formidable nouvelle du vendredi soir.

Nous avons bien évidemment intégré ce scénario dans nos prévisions mais en tant que risque. Sa probabilité se renforce et nous considérons toujours ses impacts comme néfastes pour la zone euro. Notre scénario central de bonne dynamique de la croissance s'en trouve amoindri (50%). L'inflation reste une de nos préoccupations tout comme la dispute commerciale.

Dans ces conditions nous maintenons notre curseur actions à 95% et le curseur obligatoire à 90%.

INFO  
DU  
MOIS

ITALIE

Envolée du  
taux 2 ans italien



NIVEAUX D'EXPOSITION en %

90%

TAUX



95%

ACTIONS



DANS CE NUMÉRO

GESTION DIVERSIFIÉE  
VOLER SOUS LES RADARS  
CPR EUROLAND PREMIUM

Vincent Bonnamy  
Gérant de portefeuille Gestion Diversifiée  
Noémie Hadjadj Gomes  
Responsable adjointe de la Recherche

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE  
COMMEDIANTE ! TRAGEDIANTE !

Juliette Cohen  
Stratégiste

PROCHAIN RENDEZ-VOUS

12 & 14  
JUIN 2018

CONFÉRENCE  
PETITS DÉJEUNERS  
INVESTISSEURS

ACTUALITÉ - LANCEMENT

MÉGATENDANCES

Notre futur se  
façonne maintenant...  
PRÉPARONS LE  
ENSEMBLE



En savoir plus [www.cpr-am.com](http://www.cpr-am.com)

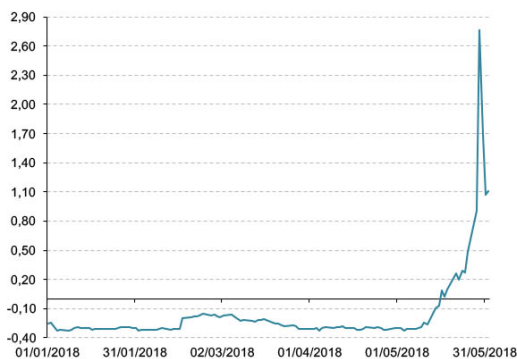
## INDICATEURS CLÉS

## AVEC L'ITALIE, RETOUR DE L'AVERSION POUR LE RISQUE

En mai, les marchés ont violemment réagi au risque de volonté potentielle de sortie de la zone euro de la part du nouveau gouvernement italien, via la proposition de nomination de M. Paolo Savona au poste de ministre des finances, ainsi que par les ambiguïtés europhobes présentes dans leur programme de gouvernement. Ainsi, les taux de rendement italiens se sont littéralement envolés au cours de la semaine, qui se trouvait, de surcroît, une semaine de refinancement sur le BTP. En quelques jours, le taux 2 ans est passé de -0,30% à 2,80%, au paroxysme du stress, le taux 10 ans est lui passé de 1,90% à 3,40%. La courbe des taux s'est fortement aplatie, exprimant de fait une situation de « distress », c'est-à-dire que tous les titres de la courbe se mettent à coter en prix, se préparant ainsi au défaut et attendant le taux de « recovery ».

Nous en sommes encore loin, mais c'est un mouvement de marché qui exprime ce risque spécifique. La situation s'est détendue avec l'annonce de la mise en place d'un gouvernement dont le ministre des finances, M. Tria, est plutôt pro euro. Sur la violence du mouvement observé sur le marché des taux, on peut mettre en évidence la faiblesse de la réaction des autres marchés, comme les actions ou le « high yield ». Ceci pourrait être l'expression de la très mauvaise liquidité sur les marchés, provenant du réajustement des limites de risque des banques post crise de Lehman.

HISTORIQUE DU TAUX 2 ANS ITALIEN



Source: Bloomberg

## TAUX ÉTATS-UNIS

## LA HAUSSE DE JUIN

L'activité outre-Atlantique continue de croître à un rythme modéré en raison notamment d'une accélération dans le secteur manufacturier. Les pressions salariales persistent tout en restant contenues et certains secteurs font part d'une pénurie d'ouvriers qualifiés. L'objectif d'inflation de 2% est aujourd'hui atteint et la banque centrale ne s'offusquerait pas que ce dernier soit dépassé pendant quelques mois. Cette situation va contraindre la Fed à procéder à un nouveau relèvement de ses taux courts en juin prochain. Sur le mois, les taux 10 ans cèdent malgré tout 10 pbs à 2,85%, en raison notamment des incertitudes politiques et géopolitiques qui ont bénéficié aux emprunts d'État.

90%

TAUX  
US

	85	90	95	100	105	110	115	
SOUS EXPO								
		M						
			M-1					
								SUR EXPO

## TAUX EURO

## LA DETTE ITALIENNE ATTAQUÉE

Le mardi 29 mai 2018 a été marqué par un sentiment de panique sur les marchés obligataires. La dette italienne à 10 ans a dépassé temporairement les 3%, niveau supérieur au taux 10 ans américain, une première depuis plus de 4 ans, avant de clôturer le mois à 2,79%, en hausse de 105 pbs. La différence entre les rendements à 10 ans de l'Italie et de l'Allemagne a atteint 320 pbs, un plus haut depuis 2013. La hausse la plus spectaculaire a concerné le 2 ans italien, qui a grimpé de 190 pbs pour atteindre 2,7%. L'inquiétude a donc gagné les marchés financiers, et le spectre de la contagion à l'Espagne, au Portugal et à la Grèce a refait surface. Les taux 10 ans allemands ont joué leur rôle de valeur refuge et ont cédé 22 pbs sur la période à 0,34%. Les taux espagnols sont impactés par l'incertitude italienne et progressent de 22 pbs à 1,5%.

90%

TAUX  
EURO

	85	90	95	100	105	110	115	
SOUS EXPO								
		M						
			M-1					
								SUR EXPO

## ANALYSE À SUIVRE

## ACTIONS EURO / ACTIONS ÉMERGENTES, QUE FAIRE APRÈS LA RÉCENTE CORRECTION ?

Les performances des marchés actions au mois d'avril ont été le reflet inversé de celles des devises impliquant un regard neutre aux principaux mouvements détectés. Depuis lors, le risque de hausse de taux aux Etats-Unis de plus en plus probable, couplé avec l'appréciation du dollar, pénalise les actions émergentes et devrait favoriser la zone euro. Malheureusement, dans les deux cas, les marchés consolident pour les raisons suivantes : fort endettement en dollar de certains pays émergents, crise politique dans la zone euro.

Dans les deux cas, les flux anglo-saxons vont continuer de sortir des deux régions car le manque de visibilité devrait perdurer quelques semaines/mois. Ce manque de visibilité est avant tout psychologique car la situation des pays émergents n'a plus rien à voir avec celle de la fin des années 90 (hors Turquie très fragilisée) et la présence de la Banque centrale européenne - même de loin pour l'instant - limite le risque de contagion autour de l'Italie. Il est donc trop tôt pour profiter de la récente baisse des deux zones pour une entrée sur un « prix intéressant » sauf à dire que l'horizon d'investissement est « vraiment » long... auquel cas, un ticket sur les pays émergents prend tout son sens. Dans la lignée de l'appréciation du prix du pétrole et d'une classe d'actifs portée de plus en plus par des économies asiatiques (70% de l'indice) avec des enjeux quotidiens de plus en plus « développés ». En attendant, il faut donc jouer la hausse des taux américains, la hausse du dollar, la politique fiscale revue et corrigée et le plan de relance « trumpien » qui va sortir du chapeau avant les élections de mi-mandat cet automne. Dans le doute, il faut donc... renforcer les actions américaines et prendre le temps de voir venir...

## DONNÉES DE MARCHÉ ET INVESTISSEMENT ÉTRANGER NET AU 30 MAI 2018

## Flux sur les FCP actions US et régionaux

	heβδο	2018	2017	2016
<b>Total actions EM</b>	<b>-2</b>	<b>52,5</b>	<b>65,2</b>	<b>-4,4</b>
Global EM	-1,6	31,2	57,3	20,5
LotAm	-0,1	3,7	4	1,1
EMEA	-0,2	-1,1	-2,4	-0,1
Asie ex-Japon	-0,2	17,9	7,6	-25,4
BRIC	0	0	-0,9	-0,1
<b>Japon</b>	<b>0,6</b>	<b>34,9</b>	<b>41,6</b>	<b>18,2</b>
<b>Europe développée</b>	<b>-4,3</b>	<b>-12,5</b>	<b>24,7</b>	<b>-106</b>
<b>International</b>	<b>3,1</b>	<b>82,8</b>	<b>169</b>	<b>8,8</b>
<b>Etats-Unis</b>	<b>5,9</b>	<b>-7,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-31,6</b>

Source: Bloomberg, J.P. Morgan, iNet, MKK, MSCI, Datastream, EPFR Global Data

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## LE S&amp;P DE NOUVEAU AU DELÀ DES 2700 POINTS

Les relations commerciales tendues entre la Chine, l'Iran et les Etats-Unis n'ont pas pour le moment influé sur le rebond du marché américain des actions. Les bons résultats d'entreprises, la poursuite des opérations de fusion / acquisition et la remontée du prix du baril ont soutenu le marché action. Par ailleurs, l'économie américaine semble donner des signes de rebond au deuxième trimestre. Sur le mois, le S&P500 progresse de 5,9% en euro grâce en partie à l'appréciation du dollar face à la devise européenne de plus de 3,2%.

**105%**  
ACTIONS  
US



## ACTIONS EUROPE

## L'ITALIE AU CŒUR DES PRÉOCCUPATIONS

L'actualité politique particulièrement chargée a fini par accroître la nervosité des investisseurs européens. Alors que le mois de mai semblait s'orienter sans encombre et générer une nouvelle hausse des indices actions, les inquiétudes sur la formation d'un nouveau gouvernement italien issu de l'alliance improbable de la Ligue et du Mouvement 5 Étoiles, ont fait ressurgir les craintes de résurgence d'une instabilité en zone euro. Sur la période sous revue, le MSCI EMU cède 1,95% en baissant de plus de 5% sur les dernières séances du mois.

**90%**  
ACTIONS  
EUROPE

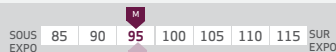


## ACTIONS ASIE

## FRAGILISÉES PAR LA PROGRESSION DU DOLLAR

En Chine, les dernières statistiques publiées sont plutôt rassurantes. L'indice PMI officiel a progressé et a mis en évidence une forte demande extérieure. Les commandes croissent à un rythme soutenu alors que les ventes à l'exportation se sont un peu tassées. Quant à la conjoncture japonaise elle semble légèrement s'essouffler sur les dernières semaines avec une consommation des ménages qui ralentit en raison d'une diminution des revenus réels des ménages. Sur le mois le Topix progresse de 2,84% et le MSCI AC Asia Pacifique ex Japon de 2,85%.

**95%**  
ACTIONS  
ASIE



## LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN MAI 2018

RAPPEL À FIN AVRIL 2018

1 > 60% 2 > 10% 3 > 30%

### 50% SCÉNARIO CENTRAL: POURSUITE DE LA BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

La situation reste globalement inchangée. L'activité reste soutenue aux États-Unis. Léger tassement des enquêtes en zone euro. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (2%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux États-Unis (3,15%) et en zone euro (0,65%). Stabilité au Japon (0,05%). Hausse des bourses: 2,50% aux États-Unis, au Japon et en Europe, et 5% dans les pays émergents asiatiques. Parité euro dollar stable.

### 10% SCÉNARIO ALTERNATIF 1: TENSIONS COMMERCIALES

Les tensions sur les négociations commerciales entament la confiance. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (2%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des taux longs aux États-Unis (2,70%) et en zone euro (0,35%). Stabilité au Japon (0,05%). Baisse des actions: -7,5% aux États-Unis, au Japon et en Europe, -10% dans les pays émergents. Légère remontée de l'euro à 1,20.

### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 2: CHANGEMENT DE PERCEPTION SUR L'INFLATION

Une remontée de la perception de l'inflation entraîne une hausse des taux. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (2%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux États-Unis (3,50%), au Japon (0,1%) et en zone euro (0,90%). Baisse généralisée des marchés boursiers avec -5% aux États-Unis et au Japon, -7,5% en Europe, -10% dans les pays émergents asiatiques et -12,5% en Amérique Latine. Légère remontée de l'euro à 1,20.

### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 3: VIVES TENSIONS POLITIQUES EUROPÉENNES DUES À L'ITALIE

Le risque politique italien revient au premier plan en Europe. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (2%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des taux longs aux États-Unis (2,75%) au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des actions dans les zones suivantes: -15% en zone euro, -5% en Europe ex EMU, -2,5% dans les pays émergents asiatiques et en Amérique latine. Stabilité aux États-Unis et au Japon. Légère hausse du dollar à 1,10.

PROBA  
SCÉNARIO  
CENTRAL

50%

SCÉNARIO  
ALTERNATIF 1

10%

SCÉNARIO  
ALTERNATIF 2

20%

SCÉNARIO  
ALTERNATIF 3

20%

## PERFORMANCES AU 24.05.2018

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

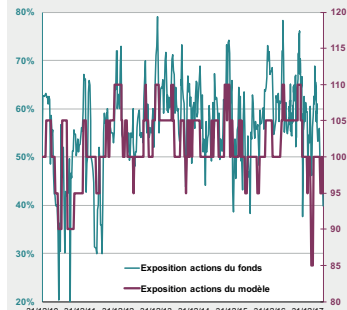
	Depuis le 31.12.16	sur 1 an	sur 5 ans	Niveau au 24.05.18	
États-Unis	0,65 %	1,42 %	2,99 %	1,75 %	Taux directeur
	-4,00 %	-3,70 %	3,24 %	2,98 %	Taux 10 ans
	-0,64 %	2,04 %	25,01 %	300	High Yield US
	-2,37 %	4,83 %	-9,67 %	1,17	Euro/dollar
	2,03 %	13,45 %	65,36 %	2 728	S&P 500
Europe	0,00 %	0,00 %	0,50 %	0,00 %	Taux directeur
	-0,21 %	0,53 %	19,46 %	0,47 %	Taux 10 ans
	-0,19 %	2,26 %	30,90 %	323	High Yield Europe
	0,51 %	-1,81 %	27,40 %	3 522	DJ EuroStoxx 50
					Nikkei 225
Japon	-1,44 %	13,65 %	53,55 %	22 437	

## PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 50 % de proba.	ALTERNATIF 1 10 % de proba.	ALTERNATIF 2 20 % de proba.	ALTERNATIF 3 20 % de proba.
États-Unis	2,00 % ▲	2,00 % ▲	2,00 % ▲	2,00 % ▲
Taux 10 ans	3,15 % ▲	2,70 % ▼	3,50 % ▲	2,75 % ▼
High Yield US	280 ▼	330 ▲	320 ▲	330 ▲
Euro/dollar	1,18 ▲	1,20 ▲	1,20 ▲	1,10 ▼
S&P 500	2,50 % ▲	-7,50 % ▼	-5,00 % ▼	0,00 % ▼
Europe	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
Taux 10 ans	0,65 % ▼	0,35 % ▼	0,90 % ►	0,00 % ►
High Yield Europe	290 ▼	340 ▲	330 ▲	360 ▲
DJ EuroStoxx 50	2,50 % ▲	-7,50 % ▼	-7,50 % ▼	-15,00 % ▼
Japon	2,50 % ▲	-7,50 % ▼	-5,00 % ▼	0,00 % ►

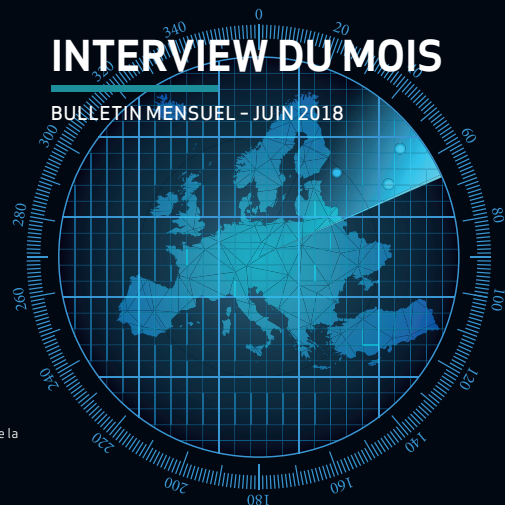
## ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

L'actualité politique particulièrement chargée ce mois-ci a incité les investisseurs à rester prudents mais a surtout perturbé les marchés obligataires alors que les actions s'en tiraient finalement à bon compte. Les taux des emprunts d'États périphériques ont été sous forte tension alors que les taux core jouaient leur rôle de valeur refuge. Les nouvelles échanges entre les États-Unis et la Corée du nord, les nouvelles tensions avec l'Iran et les discussions commerciales tendues entre les États-Unis et le reste du monde, ont quelque peu fait ressurgir les craintes d'un nouvel épisode de volatilité sur les marchés. En Italie, les inquiétudes liées à la formation d'un gouvernement avec une alliance improbable entre la ligue et le mouvement 5 étoiles, laissent craindre le retour de l'instabilité en zone euro, ce qui a pesé en fin de mois sur la performance des indices actions de la région. Le mois de mai a néanmoins, été un mois positif avec un MSCI World qui progresse de 4,25% en partie due à la forte appréciation du dollar et du yen face à l'euro. Concernant le portefeuille, nous avons réduit l'exposition aux actions en cédant des actions de la zone euro et remonté quelque peu la sensibilité pour tenir compte des incertitudes grandissantes. Pour autant, la croissance économique mondiale reste solide pour le moment et les bénéfices des entreprises bien orientés.



Source CPR AM

GESTION DIVERSIFIÉE  
VOLER SOUS LES RADARS  
CPR EUROLAND PREMIUM



Vincent Bonnamy

Gérant de portefeuille  
Gestion Diversifiée



Noémie Hadjadj Gomes

Responsable adjointe de la  
Recherche

Après une année 2017 porteuse pour les marchés actions, le réveil de la volatilité associé aux contraintes réglementaires Solvabilité 2 et IFRS 9 pourrait peser sur les décisions d'investissement. Mais les taux en Europe sont toujours aussi bas et le besoin de rendement toujours aussi fort. Restez investis sur les actions en réduisant les risques et les coûts réglementaires avec CPR Euroland Premium.

QUEL EST L'OBJECTIF DU FONDS ET COMMENT EST-IL CONSTRUIT ?

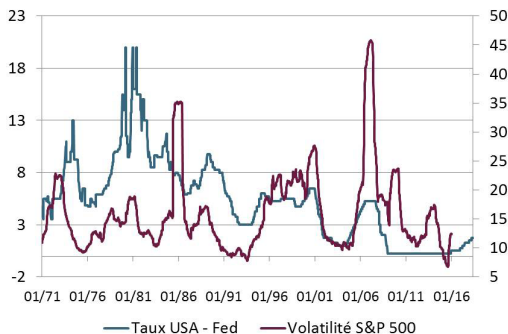
CPR Euroland Premium est un fonds actions de la zone euro couvert contre les risques extrêmes. Son objectif est d'offrir une participation à la performance des actions tout en réduisant l'impact négatif des grands chocs systémiques tels qu'observés en 2002 et 2008.

D'un côté, l'équipe de gestion « quantitative actions » gère le portefeuille de titres en direct à travers une approche multifactorielle et dans le respect d'un budget de tracking-error de 2%. De l'autre, les spécialistes en produits dérivés de l'équipe de gestion diversifiée utilisent une panoplie de stratégies d'options simples afin de gérer dynamiquement une couverture structurelle du risque de marché. Le positionnement en termes de stratégies dépendra notamment du niveau de valorisation propre des options qu'est la volatilité implicite, l'idée générale étant de profiter du caractère de retour à la moyenne de celle-ci pour réduire le coût de couverture. Afin de financer la couverture, des stratégies tactiques de vente ou d'achat d'options de maturité courte pourront également être mises en place au gré des opportunités offertes par le marché actions et/ou options.

LES DERNIÈRES ANNÉES ONT CONNU UN CERTAIN NOMBRE D'ÉVÈNEMENTS INQUIÉTANTS DONT L'ÉCONOMIE ET LES MARCHÉS SE SONT FINALEMENT BIEN ACCOMMODÉS. Y A-T-IL RÉELLEMENT UN INTÉRÊT FINANCIER AUX ACTIONS COUVERTES ?

A posteriori il valait mieux courber l'échine plutôt que fuir ou se cacher face à ces évènements pour la plupart politiques. Concernant la situation en Europe aujourd'hui, seul le temps nous dira ce qu'il était bon de faire. Toutefois, il est important de ne pas oublier l'histoire de la dinde qui, habituée aux visites quotidiennes du fermier, n'a pas vu le danger venir à la veille de Thanksgiving. Mais il est un risque plus global en toile de fond : l'endettement important d'un grand nombre d'acteurs économiques, publics et privés, associé à la perspective de taux plus élevés à moyen terme. En effet, le cycle monétaire et la volatilité des marchés actions sont « mécaniquement » liés. Historiquement, la hausse des taux directeurs aux États-Unis a été suivie d'une hausse de la volatilité environ 24 mois plus tard.

FED FUNDS ET VOLATILITÉ DU S&P 500 RETARDÉE



— Taux USA - Fed — Volatilité S&P 500

Source Bloomberg

### AU-DELÀ DE L'INTÉRÊT FINANCIER, QUELS SONT LES INTÉRÊTS RÉGLEMENTAIRES D'UNE VOLATILITÉ RÉDUITE ?

Les stratégies à volatilité réduite (low vol, min variance) ont un intérêt sous Solvabilité 2 car, en réduisant la volatilité de l'actif, elles permettent de diminuer le coût des options et garanties au passif, et donc le *Best Estimate*<sup>1</sup> des engagements au passif. Les assureurs sont donc incités à diminuer leur exposition en actions de manière à limiter leurs provisions et à ne pas trop entamer leurs fonds propres. Attention cependant, la réduction de volatilité n'est pas suffisante pour réduire directement le coût en capital, pour cela il faut que la stratégie comporte également des options ou une garantie financière sur la perte maximale.

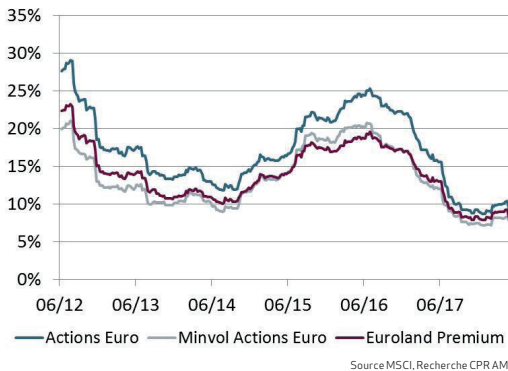
D'autre part, IFRS 9 et Solvabilité 2 répondent à la même logique, et la réduction de volatilité apportée par les solutions en actions couvertes est également pertinente sous IFRS 9 car elle permet de réduire la volatilité du compte de résultat.

### COMMENT SE POSITIONNE CPR EUROLAND PREMIUM PAR RAPPORT AUX STRATÉGIES MINVOL ?

CPR Euroland Premium offre les mêmes avantages que les stratégies minvol en termes de réduction de volatilité. Mais, alors que celles-ci la réduisent par la sélection de titres, impliquant éventuellement des biais de style ou sectoriel marqués, CPR Euroland Premium applique une couverture structurelle et directe du risque de marché sur un portefeuille d'actions représentatif de celui-ci. Il offre ainsi une protection fiable contre les chocs systémiques, et par conséquent un coût en capital moindre sous Solvabilité 2, ce qui n'est pas le cas des stratégies minvol. La stratégie de couverture est d'ailleurs calibrée pour viser un SCR Marché de 25%, alors que les stratégies minvol ont un SCR Marché de 39%. D'autre part, l'ajustement symétrique fait fluctuer le SCR Marché des actions entre 29% et 49% ; CPR Euroland Premium stabilise cette marge entre 20% et 30%.

<sup>1</sup> Le pilier 1 de la directive Solvabilité 2 ne se limite pas au calcul de besoin en capital, mais il impose également une valorisation économique du bilan, notamment au passif, à travers le calcul du *Best Estimate* des provisions technique, qui est la somme actualisée et probabilisée des prestations et des frais futurs adossés aux engagements de l'assureur.

### VOLATILITÉS 52 SEMAINES



En conclusion, l'environnement de marché actuellement anticipé, ainsi que l'environnement réglementaire Solvabilité 2 / IFRS 9 en font une stratégie particulièrement dans l'air du temps.

### PROFIL DE RISQUE: CPR EUROLAND PREMIUM

Risque de perte en capital: oui  
 Risque actions : oui  
 Risque de change : oui  
 Échelle de risque selon DICI\*\*: 6/7  
 Durée minimum de placement recommandée : supérieur à 5 ans



### LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

\* Ces informations doivent être complétées par le prospectus disponible sur le site cpr-am.com ou sur simple demande auprès de CPR AM. \*\* Le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur) comporte les informations essentielles sur l'OPCVM, et doit être remis à l'investisseur avant toute souscription.

## CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

## COMME DIANTE ! TRAGÉDIANTE !



Juliette Cohen

Stratège

## COMMENT ÉVOLUE LA SITUATION POLITIQUE EN ITALIE ?

Près de trois mois après les élections générales du 4 mars qui ont abouti à un parlement italien très fragmenté, un gouvernement vient d'être nommé en Italie au terme de quinze jours de forts rebondissements.

Ce gouvernement « de changement » composé par la Ligue et le Mouvement 5 Étoiles sera dirigé par Giuseppe Conte, professeur de droit et proche des 5 Étoiles. Il compte 16 ministres. Les leaders de la Ligue, Matteo Salvini, et du Mouvement 5 Étoiles, Luigi Di Maio, seront tous les deux vice-présidents et ils héritent des portefeuilles de l'intérieur et du développement économique et du travail respectivement. Giovanni Tria, économiste et président de l'École nationale d'Administration italienne devient ministre de l'économie. Paolo Savona, partisan d'une sortie de l'Italie de la zone euro, a été nommé ministre des Affaires européennes. Enzo Moavero-Milanesi, ancien ministre de Mario Monti et d'Enrico Letta a été choisi pour le ministère des Affaires étrangères.

## POUR QUELLES RAISONS CETTE PÉRIODE D'INCERTITUDE POLITIQUE A-T-ELLE EU AUTANT D'IMPACT SUR LES MARCHÉS ?

La version initiale du « contrat pour un gouvernement de changement » intégrait des articles qui remettaient clairement en cause l'appartenance de l'Italie à la zone euro : retour aux règles pré-Maastricht, annulation d'une partie de la dette détenue par la BCE, ce qui a généré un premier mouvement de défiance sur les marchés et d'écartement des spreads italiens. La version finale du contrat ne retient pas ces propositions et se concentre sur les mesures phares des deux partis : le revenu de citoyenneté (5 étoiles) et la flat tax pour les ménages et les entreprises (Ligue). Cependant,

le choix de Paolo Savona, pour porter ces réformes dans la 1<sup>ère</sup> version du « gouvernement de changement » a été perçu comme le souhait de maintenir un bras de fer avec les autorités européennes sur les questions budgétaires.

Le paroxysme a été atteint le mardi 29 mai après l'échec de la première tentative de gouvernement et le risque de tenue de nouvelles élections. Celles-ci auraient renforcé les deux partis anti-système et risquaient de se transformer en référendum pour ou contre le maintien de l'Italie dans la zone euro. Le risque souverain s'est propagé au secteur bancaire italien. Le mouvement de marché a été d'autant plus fort, qu'aucun élément de stabilisation mis en place par la zone euro pour venir en aide aux pays en difficulté, n'aurait pu être utilisé en cas de crise italienne. L'Italie risquait de ne plus être éligible au QE de la BCE en cas de dégradation de sa note souveraine en high yield. Notons que l'accès au programme d'urgence OMT (Outright Monetary Transactions) est quant à lui conditionné à la mise en place d'un programme d'ajustement et donc de mesures d'austérité, ce qui est contraire à la doctrine du nouveau gouvernement.

## ET AUJOURD'HUI ?

La crainte n'est plus celle d'un « Italexit », même si la présence de Paolo Savona comme ministre des Affaires européennes démontre la volonté de faire entendre une voix différente au niveau européen.

Le principal risque est une dégradation de la trajectoire budgétaire d'un pays qui a déjà une dette élevée en proportion du PIB. Le coût des mesures du nouveau gouvernement a été évalué entre 100 et 130 milliards d'euros par an, soit environ 6 à 7% du PIB italien. Certaines mesures ne seront pas mises en œuvre avant 2019, on

évoque par exemple 2020 pour le revenu de citoyenneté. Depuis vingt ans, hormis en 2009, l'Italie a toujours présenté un excédent primaire. Celui-ci a atteint 1,5% du PIB en 2017 et devait se maintenir entre 1,5% et 2% au cours des prochaines années, d'après le programme de stabilité présenté par l'Italie au mois d'avril. Cela aurait permis une décade du ratio de dette sur PIB de 132% en 2017 à 120% à horizon 2023, selon les estimations de la Commission européenne. L'application du tiers du programme, ce qui reviendrait à un solde primaire nul, provoquerait une nouvelle augmentation de la dette qui atteindrait 140% du PIB en 2023. L'impact du solde budgétaire est beaucoup plus fort sur la trajectoire de dette que celui d'un choc de taux compte-tenu de la maturité moyenne élevée, 7 ans, des titres finançant la dette italienne.

### QUELLES SONT LES PROCHAINES ÉCHÉANCES ?

Les prochaines semaines seront importantes pour évaluer les intentions du nouveau gouvernement et le calendrier des réformes envisagées. Le discours de politique générale du nouveau premier ministre apportera un premier éclairage. La préparation du budget 2019 ainsi que la prise en compte des recommandations de la Commission dans le cadre du semestre européen seront également à suivre de près. Enfin, en cas de dégradation des finances publiques, les agences de notation seront réactives et pourraient dégrader la note de l'Italie. Certaines ont déjà placé la note de la dette souveraine italienne sous surveillance.

