



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
4 juin 2018**

Et de l'Espagne, on en pense quoi ?

Les derniers événements politiques (mise en place finalement chaotique d'une coalition « populiste » en Italie et motion de censure à l'encontre du gouvernement Rajoy en Espagne) amènent naturellement à une réflexion sur les similitudes et divergences des situations italienne et espagnole.

N'allons pas trop chercher dans l'euro scepticisme la source commune des inquiétudes.

À l'origine des difficultés récentes de ces 2 pays, on trouve avant tout une grave crise de confiance dans le système politique ainsi qu'une fracture territoriale bien marquée (problème catalan et basque dans le cas espagnol, divergences Nord-Sud en Italie) qui ont tendance à s'aggraver avec la mondialisation et la polarisation des activités. Certes, la défiance dans les formations politiques traditionnelles est assez générale en Europe occidentale, mais elle est particulièrement marquée en Italie et en Espagne. Rappelons qu'à l'indice de corruption de Transparency International, l'Espagne est 42ème (sur 176), avec une forte détérioration dans les dernières années et l'Italie 54ème (et une petite amélioration). À titre d'information, la France est 23ème.

Nous nous sommes déjà amplement prononcés sur l'Italie (voir nos derniers éditoriaux et chroniques hebdo). Pour nous, le potentiel de stress à propos de l'Espagne est encore plus faible.

Pourquoi? Pour 3 raisons essentielles.

a) D'abord parce que les performances économiques contemporaines n'ont rien à voir entre les 2 pays.

Depuis le début de 2014 la croissance moyenne annuelle a été de 3 % en Espagne versus 1% en Italie. Le PIB italien en volume se situe 5,4 % en dessous du niveau pré crise versus 2,8 % au-dessus pour l'Espagne. Si l'on devait mentionner un ou deux facteurs déterminants dans l'écart de performances entre l'Espagne et l'Italie au cours des dernières années, l'évolution relative des coûts salariaux unitaires et de la profitabilité figurerait en tête de liste.

Ajoutons que la sur performance de l'Espagne par rapport à la zone euro depuis 4 ans ne s'est pas accompagné comme dans les années 2000 par des déséquilibres macro financiers graves: les prix immobiliers sont encore largement en-deçà du pic 2008 ; la dette privée en pourcentage du PIB n'a pas cessé de baisser; la dynamique du crédit remonte mais elle reste en territoire négatif; et la balance courante est passée (comme pour les autres pays d'Europe du Sud, à l'exception de la Grèce) en territoire positif.

Et ce, même s'il ne faut pas négliger la persistance de problèmes structurels parmi lesquels le dualisme du marché du travail et le chômage structurel élevé, un stock de dette encore très significatif, le poids des créances douteuses dans le bilan des banques encore assez élevé quoiqu'inférieur aux banques italiennes,

b) Ensuite parce que le scepticisme politique à l'égard de l'Europe est beaucoup plus faible qu'en Italie, tant dans l'opinion publique¹ que dans la classe politique. La seule formation que l'on pourrait qualifier ainsi est Podemos (et encore) qui totalise moins de 20 % des suffrages dans les sondages.

Et de toute façon, le soutien autour du nouveau Premier Ministre P. Sanchez (Parti Socialiste, formations régionalistes, éventuellement Podemos qui ne devrait pas pour autant participer au gouvernement,...) paraît bien maigre et fragile. L'hypothèse d'élections anticipées au cours des prochains mois (avant les élections prévues en principe en juin 2020) paraît alors très plausible. Et dans ce cas, Ciudadanos (autour de 27 % des suffrages dans les sondages aujourd'hui), formation « europhile », paraît assez incontournable.

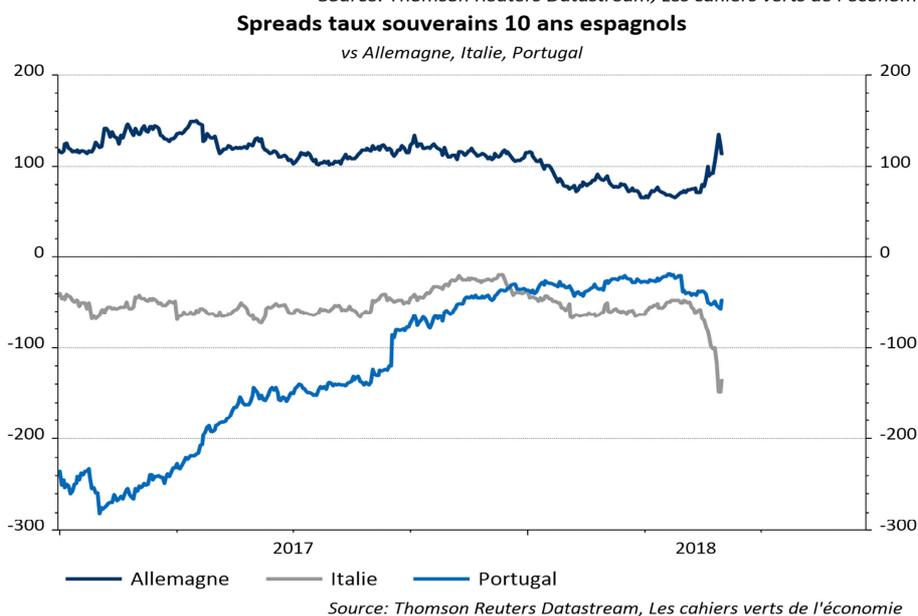
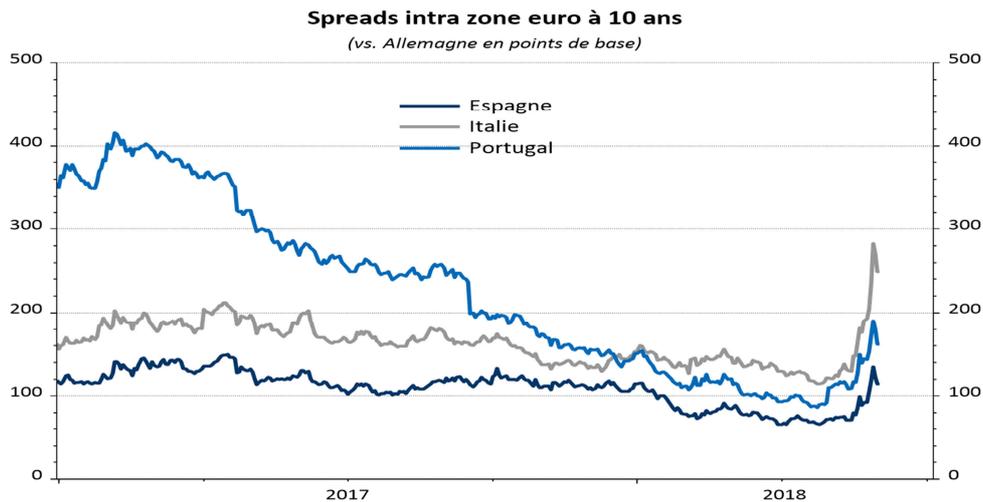
c) Enfin, le poids de l'Espagne dans la dette publique européenne (moins de 12%) apparaît sensiblement plus faible que celui de l'Italie (plus de 23%).

Quelles conclusions opérationnelles en tirer pour les actifs espagnols à horizon 6 mois, si l'on s'appuie sur notre scénario de normalisation politique² de la situation italienne ?

Le marché de la dette souveraine espagnole est celui qui a le mieux résisté aux tensions politiques récentes dans les 3 grands marchés d'Europe du Sud ; faible écartement avec les taux allemands ; ouverture avec le Portugal et, surtout, l'Italie (voir graphs ci-dessous).

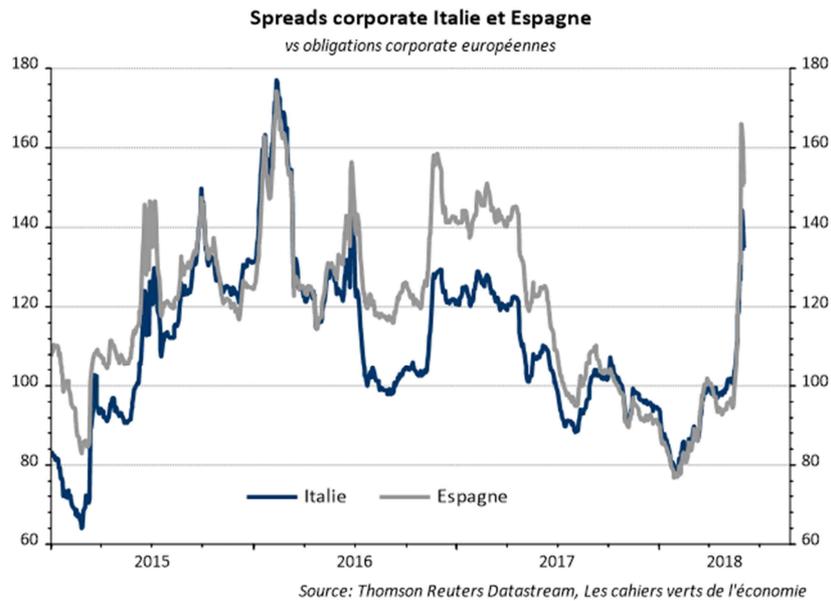
¹44% des Espagnols ont plutôt confiance dans l'Union Européenne, contre 34% des italiens selon le dernier Eurobarometer fin 2017, tandis que 71% des Espagnols se disent attacher à l'Union Européenne contre 45% des italiens

²Ce scénario a pris forme plus rapidement que prévu, après l'acceptation en fin de semaine dernière par la nouvelle coalition italienne de la mise à l'écart de P. Savona comme ministre des finances au profit de G. Tria, (plus « présentable »). Mais nous doutons que cette normalisation soit linéaire à court terme.

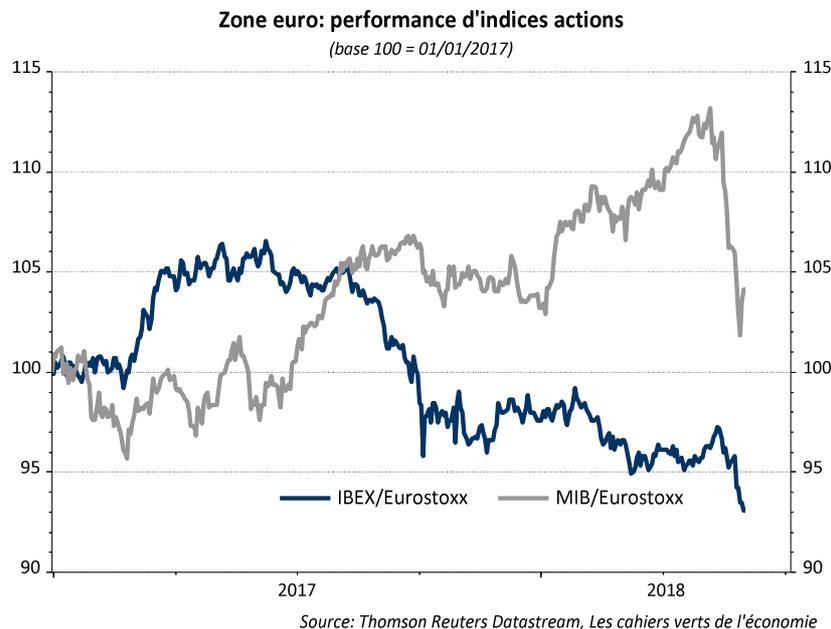


Dès lors, il vaut mieux jouer ici le resserrement du spread BTP/ Bonos.

Le marché du crédit espagnol a en revanche subi une contagion plus profonde de la situation italienne. Les spreads sur l'investissement grade espagnol (obligations libellées en euros) se sont creusés de façon similaire aux spreads italiens, à des niveaux qu'on n'avait plus vus depuis le début 2016 (voir graph ci-dessous). Dès lors, jouer la normalisation implique un retour sur le crédit espagnol.

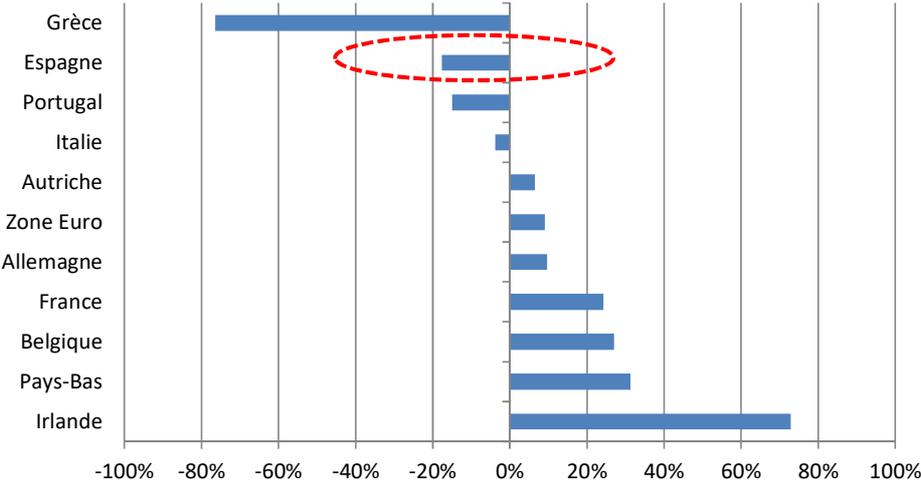


Le marché actions espagnol subit quant à lui une nette sous-performance depuis mi-2017 par rapport aux marchés actions européens. Il a souffert d'une nette dégradation des valorisations dès l'annonce du référendum sur l'indépendance catalane (-15% sur les valorisations à 12 mois depuis 1 an vs +7% pour les BPA anticipés à 12 mois). Cette sous-performance s'est quelque peu accentuée récemment avec les incertitudes italiennes (voir graphes ci-dessous).

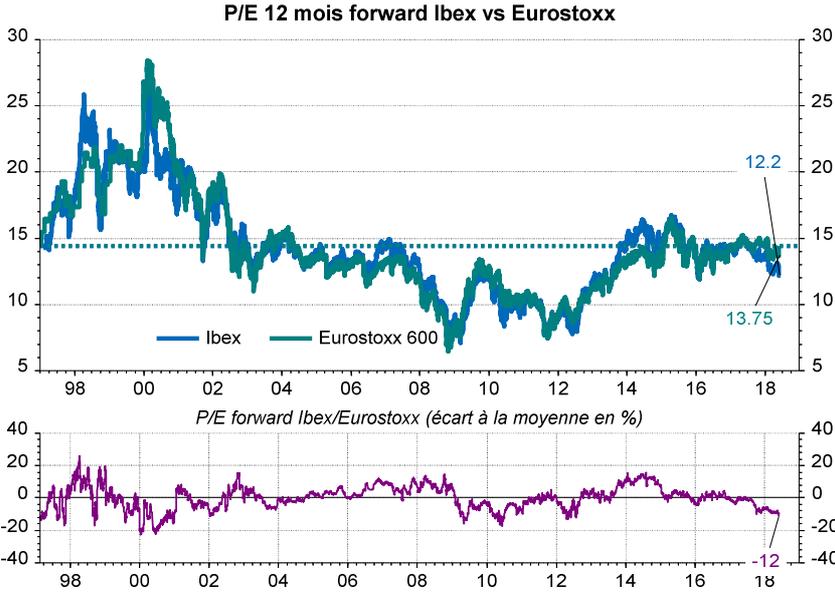


Ainsi, les valorisations ressortent attractives sur le P/E 12m fwd (12% en dessous de l'historique long vs le P/E européen) et plus encore sur le P/E Shiller relatif (voir graphes ci-dessous). Parallèlement, les bancaires ressortent à un niveau assez intéressant. Le marché espagnol devrait au total bénéficier d'une « normalisation » politique européenne (poids des bancaires supérieur à la moyenne de l'eurostoxx, marché moins sensible au redressement de l'euro,).

Écart du p/e lissé sur 10 ans vs moyenne depuis 2000



Source : Datastream, Cahiers verts



Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie