



LES CAHIERS VERTS  
DE L'ÉCONOMIE

**Editorial du 29 mai 2018**  
**Italie : faisons le point calmement**

Il y a 2 éléments nouveaux depuis 48 heures dans la situation italienne.

- Au plan politique, il ne s'agit pas de la tenue de nouvelles élections. C'est plutôt la dynamique politique de la ligue (hausse sensible dans les sondages, autour de 27% encore ce matin, soit 10 points au-dessus du résultat des élections) ainsi que l'attitude jusqu'au-boutiste à la fois de Sergio Matarrella (refus de nommer P. Savona comme ministre des finances) et de Matteo Salvini (refus d'accepter la nomination de GC Giorgetti, plus « modéré » que Savona) qui ont été à l'origine des turbulences de marché.
- Au plan financier, la hausse récente des taux d'intérêt s'approche des niveaux qui sont de nature à « menacer » à moyen terme la solvabilité budgétaire italienne<sup>1</sup>. Si l'on considère que la croissance potentielle nominale est de 2% (hypothèse certes « pessimiste », mais qui est la nôtre) et compte tenu du solde primaire actuel (1,5% du PIB), le ratio dette/PIB monte tendanciellement à partir d'un taux 10 ans de 3,10%. (voir tableau ci-dessous)

**Niveau du taux 10 ans qui stabilise le ratio dette/PIB**

Taux 10 ans actuel il y a 3 mois	croissance potentielle nominale							
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
3.1% (29/05/2018)								
2.1%	1.8%	2.3%	2.8%	3.3%	3.8%	4.3%	4.8%	
	2.1%	2.6%	3.1%	3.6%	4.1%	4.6%	5.1%	
	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	
surplus primaire/PIB								
2.5%	2.9%	3.4%	3.9%	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	
3.0%	3.3%	3.8%	4.3%	4.8%	5.3%	5.8%	6.3%	
3.5%	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%	5.7%	6.2%	6.7%	
4.0%	4.1%	4.6%	5.1%	5.6%	6.1%	6.6%	7.1%	
4.5%	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%	6.9%	7.4%	

Source Datastream, Les Cahiers Verts de l'économie

<sup>1</sup> La maturité moyenne de la dette est aujourd'hui de 6, 9 ans ;

Pour nous, 2 conclusions s'imposent face à ces évènements

- Notre conviction reste que l'Italie ne fera pas défaut, ni ne quittera la Zone Euro. Comme nous l'avons déjà dit, l'histoire récente de l'Europe du Sud montre aussi qu'il n'y a guère d'opportunités réelles pour les solutions aventuristes et improvisées. Et la sanction des marchés joue un rôle régulateur essentiel. Les derniers sondages (menés fin 2017) montrent par ailleurs la volonté des italiens de ne pas quitter la monnaie unique.
- En revanche, les tensions de marché risquent de durer plus longtemps que ce que l'on attendait (potentiellement jusqu'aux nouvelles élections qui pourraient se tenir en septembre-octobre prochain).

Aujourd'hui il y a 4 types d'incertitudes qui pèsent sur les marchés

- Quelles vont être les alliances ex ante et ex post des prochaines élections ? (maintien de la ligue avec Forza Italia comme pour les élections du 4 mars ou alliance avec le M5S) ?
- Sur quel programme et avec quelle tonalité « anti-européenne » les 2 formations vont se présenter ?
- Y-aura-t-il une nouvelle loi électorale (qui pourrait donner plus de poids à la 1ère formation arrivée en tête) ?
- Le leadership de Luigi di Maio au sein du M5S va-t-il être remis en cause, sachant qu'il a une position plus « modérée » sur l'euro que B. Grillo (qui vient de réclamer à nouveau l'organisation d'un référendum sur l'euro, option complètement écartée par la ligue et L. di Maio durant la campagne électorale).

Quelles sont les éléments qui peuvent aggraver les tensions ?

- Évidemment la campagne électorale et l'agressivité éventuelle de la tonalité contre l'Europe.
- 
- La pression des agences de rating. Aujourd'hui, les 4 agences principales de rating notent la dette souveraine italienne à BBB (d'où une seule dégradation d'un cran avant de passer à une inéligibilité au titre du refinancement de la BCE) sauf DBRS qui la note à « BBB high » (2 crans au-dessus). La marge de manœuvre de ce point de vue n'est donc que de 2 dégradations au maximum.
- Peut-être la détérioration des enquêtes de confiance des entreprises, voire de la conjoncture italienne (du fait des incertitudes et de la détérioration des conditions macro-financières) qui serait de nature à alimenter des dynamiques auto-réalisantes sur les marchés.

Quels sont les éléments de nature à tempérer les tensions ?

- -Éventuellement, les sondages, s'ils montrent une perte de terrain de la ligue et du M5S. Peut-être que les tensions financières récentes peuvent réduire l'enthousiasme des

électeurs à cet égard. Rappelons ainsi que le poids des taux variables dans les prêts aux ménages est très significatif (35% des flux).

- Le rôle du président de la république, qui a 77 ans et qui restera probablement sur sa ligne. Mais son rôle de veto n'interviendra qu'en dernier ressort. Notons que les thématiques de destitution mises en avant par les dirigeants du mouvement 5S n'ont pas grand sens. Une telle procédure ne peut avoir lieu que pour haute trahison ou atteinte à la constitution et ce n'est manifestement pas le cas aujourd'hui. Cela suppose aussi un vote de l'ensemble du Parlement à la majorité absolue et c'est la Cour constitutionnelle qui doit finalement se prononcer. En revanche, en cas de victoire très nette des formations « populistes », sa capacité d'action serait de fait probablement plus faible.
- L'Italie ne bénéficiera pas non plus d'un soutien spécifique de la BCE et si celui-ci intervenait (après une intervention du MES), ce serait aussi une solution de dernier ressort. Tout au plus la normalisation de la politique monétaire de la BCE sera plus lente que ce qui est envisagé par les marchés, comme nous l'avons dit hier <sup>2</sup>.

Il n'y a donc pas beaucoup de régulateurs fiables d'apaisement des tensions en l'état sauf « surprises politiques ». Que faire alors ?

Nous avons écrit dans notre chronique du 22 mai<sup>3</sup> qu'en cas de détérioration de la situation, il y avait 4 moyens de se couvrir ;

- Long short Dax/ Mib
- Long short dette souveraine Portugal/ Italie
- Long short bancaires européennes/ bancaires italiennes
- Franc Suisse/euro

Cette stratégie fonctionne pour le moment (voir tableau ci-dessous).

### Performances depuis le 22 mai

Dax/FTSE Mib	3%
Long/short dette portugaise/italienne	1.70%
CHF/EUR	2.30%
Long/short banques européennes/italiennes	4.50%

Source : Datastream, Les Cahiers Verts

En cas de nouvelle dégradation, nous préconisons les solutions suivantes :

- Hausse du spread T-note/Bund
- Hausse de l'or
- Long short S&P 500/Eurostoxx
- Yen/euro

<sup>2</sup> Chronique hebdo du 28 mai : « Où vont les taux longs américains et européens ? »

<sup>3</sup> Chronique hebdo du 22 mai : « Italie : quoi de vraiment nouveau ? »