



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire  
17 septembre 2018**

### **Que faut-il faire avec l'Italie ?**

Rappelons le timing d'abord. Le 27 septembre sera présenté le *Documento di Economia e Finanza* (version italienne du programme de stabilité). Puis on aura plus de documentation sur le budget 2019 le 15 octobre, lorsque tous les États membres remettront leur projet budgétaire à la Commission Européenne. La loi de finances sera ensuite soumise au Parlement le 20 octobre. Les 2 principales agences de rating, Moody's et S&P, reverront la note de la dette italienne le 26 octobre. Enfin, le budget définitif devra être voté par le Parlement italien avant Noël.

Pour nous, les dernières déclarations de M. Salvini (souhaitant un ratio déficit / PIB sous les 3%), de Giovanni Tria (Ministre des Finances) et les informations divulguées dans la presse suggèrent un ratio en 2019 légèrement supérieur à 2%. L'hypothèse est que le gouvernement mettrait en œuvre les promesses électorales<sup>1</sup> de manière graduelle en les finançant à moitié par la dette et à moitié par une baisse des dépenses (gel des dépenses publiques en termes nominaux, suppression du bonus de 80 euros pour les salaires annuels inférieurs à 26 000 euros, amnistie fiscale,...). Le coût net annuel des mesures avoisinerait les 22mds d'euros en tenant compte d'un ralentissement de la croissance attendue (1,2% en 2018 et 1% en 2019 vs. 1,5% et 1,4% attendu en avril) et de la hausse des taux d'intérêt, ce qui amènerait le ratio de déficit 2019 à un peu plus de 2%. Certes, on serait loin du ratio initialement attendu à 0,8%, mais cela serait « acceptable » par les marchés.

Certains pourraient s'inquiéter d'une dérive dangereuse. A près de 130%, le ratio dette/PIB reste très élevé. De plus, comme la croissance potentielle italienne est structurellement faible (inférieure à 0,5%), le risque auto-réalisant d'insolvabilité, en cas de choc de taux durable, est important.

Mais il ne faut pas oublier que le solde budgétaire primaire structurel italien est positif et n'a jamais été négatif depuis 2006, pas même pendant la crise de 2009. Au final, compte tenu du niveau de taux moyen de marché, de la croissance potentielle et du niveau de dette (130% du PIB), le solde budgétaire primaire structurel permettant de stabiliser le ratio dette/PIB est inférieur au niveau actuel.

Ceci n'exclut évidemment pas des tensions de marché en octobre-novembre sous l'effet de plusieurs facteurs : dissensions au sein de la coalition (et au sein de chaque formation) avec de possibles menaces de démissions et/ou de rupture, déclarations intempestives des principaux leaders, attitude des agences de rating (qui pourraient procéder à une dégradation, ne serait-ce que pour intégrer la

---

<sup>1</sup> On rappelle que le programme initial de la coalition aurait conduit à un surcoût budgétaire instantané d'environ 100 mds d'euros (entre 5 et 6% du PIB) avec des réductions d'impôts et hausse des dépenses, sans économies clairement identifiées.

hausse du déficit et les incertitudes politiques), aversion générale au risque (pour d'autres raisons, notamment un approfondissement du stress émergent provenant de la Turquie), ....

Mais il nous semble qu'indépendamment des dernières positions plus conciliantes évoquées supra, il y a des régulateurs suffisamment puissants pour empêcher des dérapages durables. Les facteurs institutionnels et politiques en 1<sup>er</sup> lieu. Le Président Matarella peut, en s'appuyant sur l'article 81 de la Constitution, demander des modifications de la loi proposée avant de la ratifier. Rappelons aussi la faible majorité de la coalition au Sénat de 6 sièges (31 à la Chambre). Mais le régulateur évidemment le plus puissant est le marché lui-même. Le resserrement des conditions financières du printemps-été dernier et les incertitudes ont d'ores et déjà coûté 0,2 point de croissance cette année.

Ainsi, les niveaux de taux atteints dernièrement (de l'ordre de 3% pour le 10 ans) ne sont pas très éloignés de ceux ne permettant plus d'assurer la stabilité de la dette (entre 3,2% et 4% environ selon nous) pour des hypothèses de croissance nominale et de surplus primaires raisonnables (voir tableau ci-dessous).

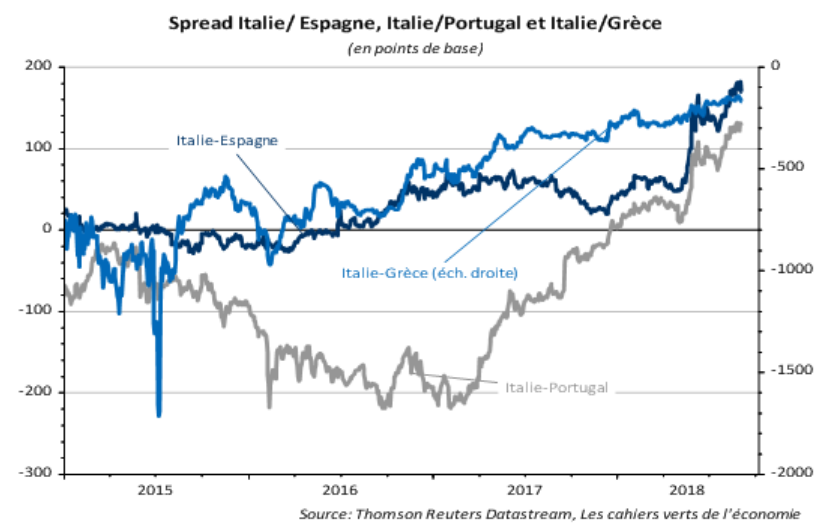
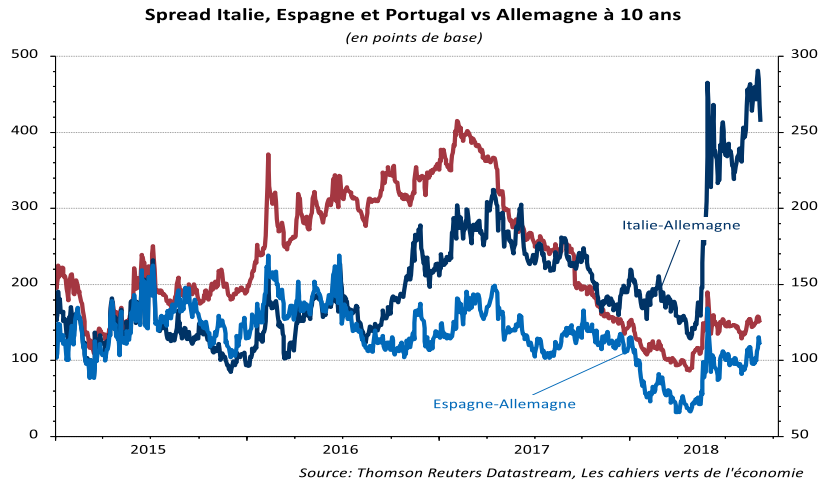
**Niveau du taux 10 ans qui stabilise le ratio dette/PIB de l'Italie**

taux 10 ans actuel	2,95%
il y a 3 mois	2,76%
ratio dette/PIB	130%

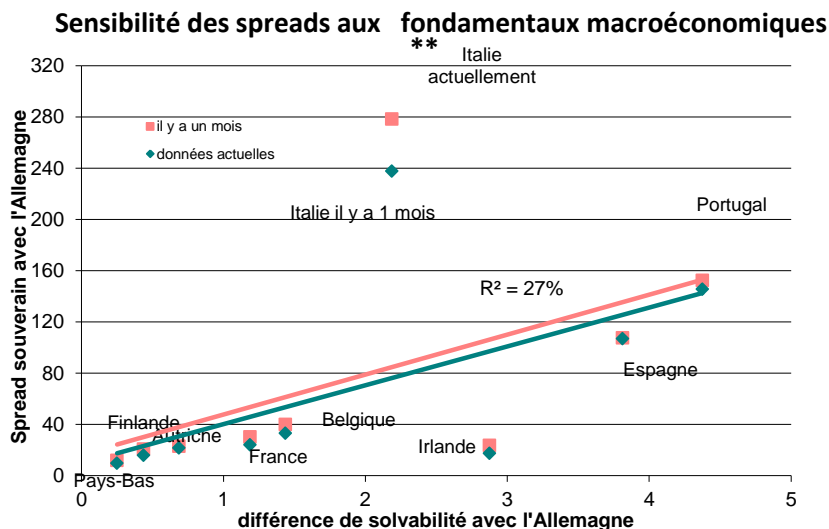
		croissance potentielle nominale						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
surplus primaire/PIB	-1,0%	0,2%	0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,7%	3,2%
	-0,5%	0,6%	1,1%	1,6%	2,1%	2,6%	3,1%	3,6%
	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
	0,5%	1,4%	1,9%	2,4%	2,9%	3,4%	3,9%	4,4%
	1,0%	1,8%	2,3%	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%
	1,5%	2,2%	2,7%	3,2%	3,7%	4,2%	4,7%	5,2%
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
	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%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	

Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Certains nous objecteront que l'Italie, représentant 15% du PIB de la Zone Euro et 23% de sa dette publique, a un potentiel systémique évident et que, de ce fait, elle dispose d'une forte marge de négociation vis-à-vis de l'Europe. Ce n'est pas faux, mais nous objecterons, de notre côté, que la leçon des derniers mois montre que les marchés ont sensiblement discriminé le risque avec un sensible écartement des spreads italiens avec les autres pays périphériques, contrairement à 2015 et 2010-12 (voir graphiques ci-dessous).

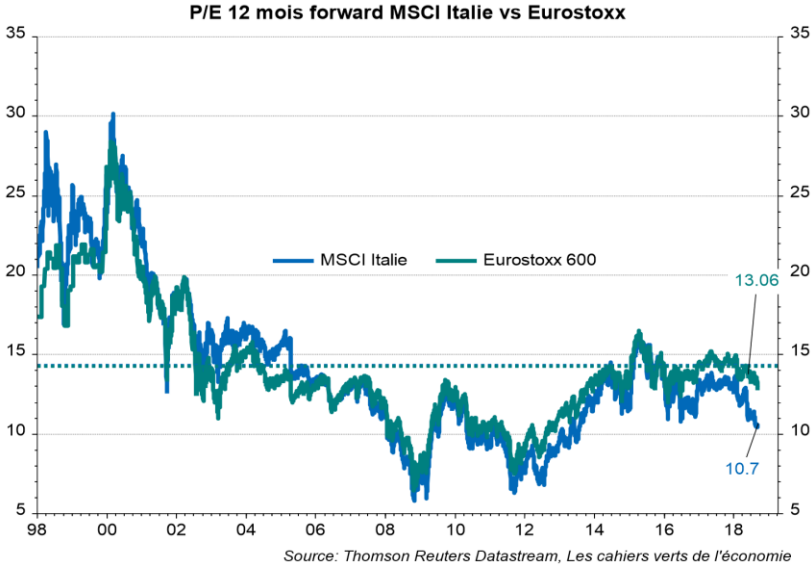
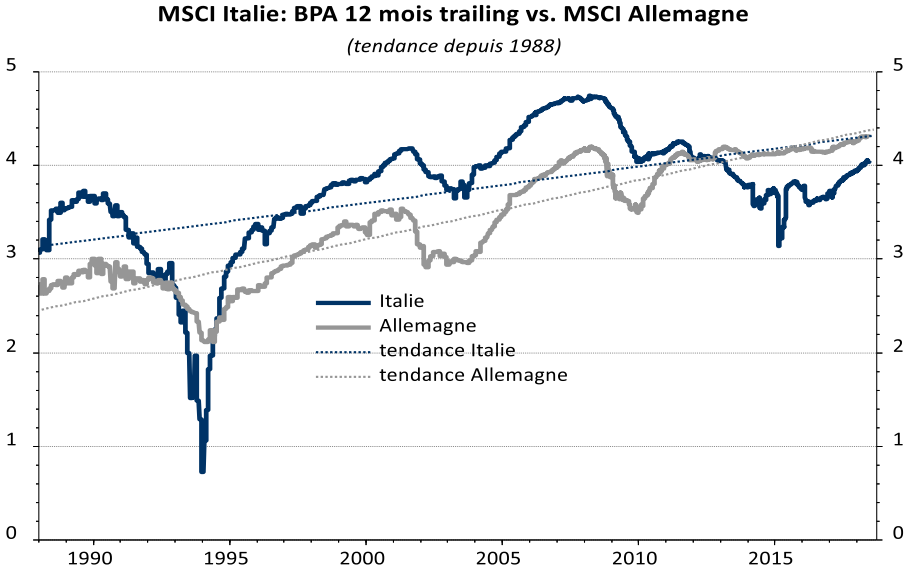


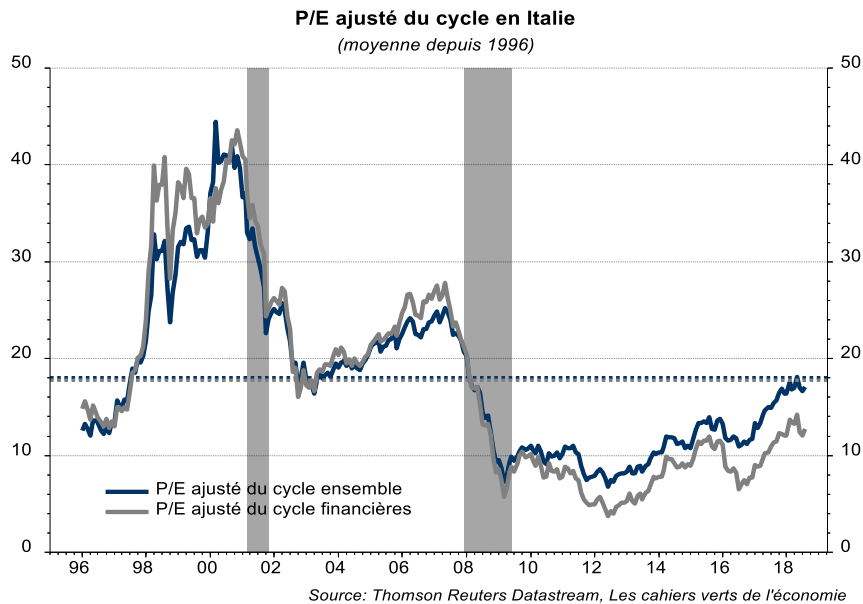
Pour le reste, les spreads actuels restent intéressants dans une optique de rendement-risque à moyen terme compte tenu de notre indicateur de solvabilité (voir graph ci-dessous).



Les spreads sont calculés sur le dernier mois; \*\* indicateur Cahiers Verts basé sur le déficit budgétaire, la dette publique, le compte courant, la position extérieure nette, sur une échelle de 0 à 10, 10 étant le plus risqué  
Source : Datastream, Cahiers verts

Il est assez facile par ailleurs de souligner le caractère sous-évalué du marché actions italien (voir graphiques ci-dessous). Les bpa italiens totaux se situent 24% sous la tendance de long terme. La décote absolue du p/e forward italien est de 25% (27% en relatif vs Zone Euro). La décote absolue du p/e Shiller est de 2% vs +7% pour la Zone Euro (par rapport à la moyenne depuis 2000). Soulignons que la décote sur le p/e Shiller des financières est de 29%.





Toutefois, la possible dégradation du rating souverain, les craintes de dérives budgétaires sur les exercices suivants alors même que la croissance italienne ralentit, sans oublier les incertitudes politiques (maintien de discours anti-européens, inconstance probable de la direction prise, caractère hétéroclite de la coalition,...) ne permettent pas d'envisager un retour rapide à la situation antérieure à mai dernier (le spread Bund/BTP 10 ans s'était établi à 113 pb le 24 avril dernier).

Nous recommandons donc uniquement de renforcer prudemment la dette souveraine, le crédit et les actions italiennes (en particulier les bancaires dont il faut être conscient qu'elles restent sensibles à la situation des spreads souverains), comme nous l'avons suggéré sur le plan tactique dans certaines de nos publications (tableaux de bord).

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**