



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

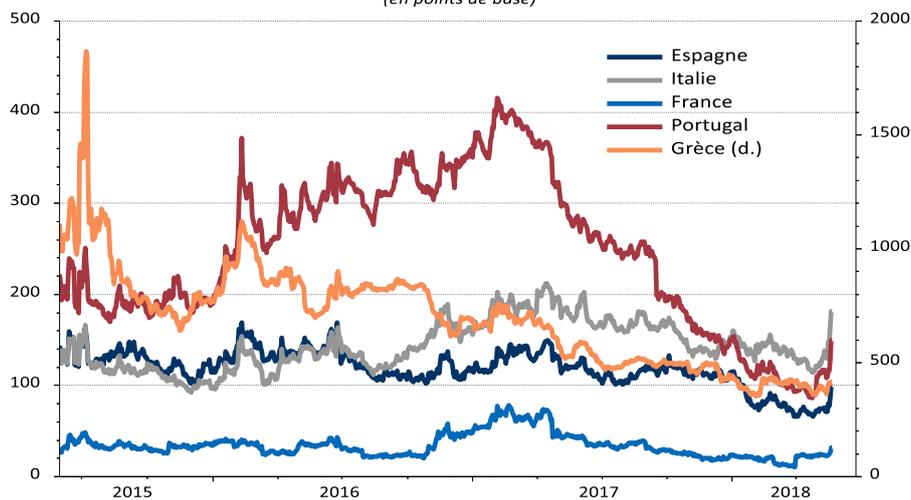
### Chronique hebdomadaire 22 mai 2018 Italie : quoi de vraiment nouveau ?

Le spread BTP/Bund 10 ans est monté à 182 pb (vs 121pb avant les tensions), un niveau qu'on n'avait plus vu depuis quasiment un an. De son côté, le MIB sous-performe de 5% l'eurostoxx 50 depuis le début mai (voir graph ci-dessous).

Nous ne croyons pas à une longue persistance de ces tensions.

#### Spreads contre Allemagne à 10 ans

(en points de base)



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

#### Monde : performances des grandes classes d'actifs

(en monnaie locale, base 100 = 1/1/17)



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

Il est vrai que le programme officiel des 2 partis contient des éléments peu compatibles avec les règles européennes (modification des règles de surveillance multilatérale des finances publiques, exclusion de l'investissement public dans le calcul du déficit public, déduction des encours détenus à la BCE dans le calcul du ratio dette publique/PIB, remise en cause des règles du *bail in* pour les banques,...).

Et sur la base des propositions connues de la coalition (baisses d'impôt sur le revenu et sur les sociétés, hausse de dépenses, en particulier le revenu d'autonomie et les modifications de la réforme des retraites), on aboutirait à un surcoût instantané d'une centaine de milliards d'euros pour les finances publiques (plus de 5% du PIB).

Mais nous ne croyons guère à la possibilité de réelle mise en œuvre rapide de toutes ces mesures.

Rappelons d'abord les obstacles institutionnels et politiques. En premier lieu, le président de la République a le droit de refuser de signer toute loi qui ne respecte pas la constitution ou un traité international, ce qui freinerait, voire paralyserait le processus de décision. N'oublions pas non plus qu'*in fine*, la constitution ne permet pas de mettre en œuvre un référendum contraignant quant à la remise en cause d'un traité international. Toute possibilité de sortie de la zone euro par cette voie semble donc exclue (sachant que cette issue n'est officiellement pas envisagée par les 2 partis). Et les derniers sondages montrent que les italiens restent majoritairement favorables au maintien dans la zone euro. Il ne faut pas non plus négliger le pouvoir d'influence de Forza Italia sur la Ligue.

Plus généralement, l'assise politique de cette coalition et de ce programme commun nous paraît assez faible. On demeure en mode improvisation et beaucoup de choses séparent encore ces 2 formations : leur histoire, leur sociologie, leurs rivalités personnelles, ... L'histoire de l'Italie d'après-guerre reste celle de l'instabilité gouvernementale (65 gouvernements, un record européen à notre connaissance). Il n'est d'ailleurs pas du tout évident que la Ligue, dont le poids dans les sondages remonte, soit véritablement intéressée par la survie de cette alliance. Bref, « l'espérance de vie politique » de cette coalition semble objectivement assez courte.

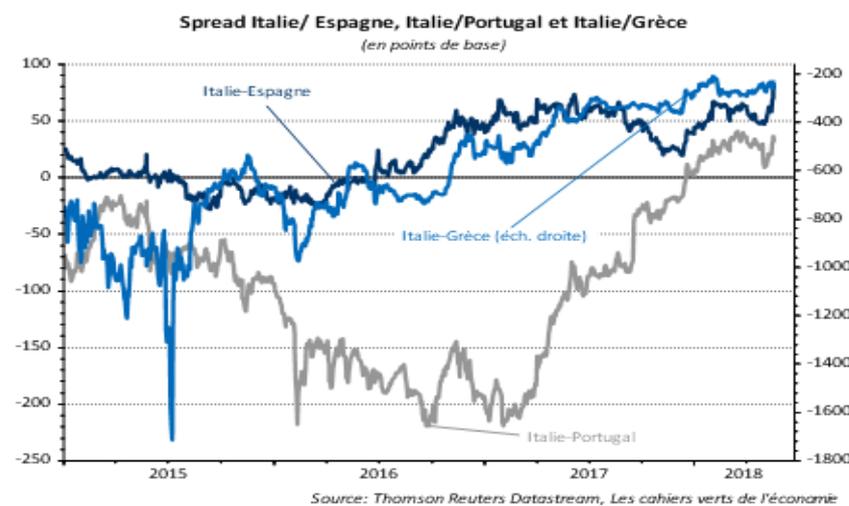
L'histoire récente de l'Europe du Sud montre aussi qu'il n'y a guère d'opportunités réelles pour les solutions aventuristes. Et la sanction des marchés joue un rôle régulateur essentiel. Malgré une élection et un référendum (en 2015), il y a bien eu un processus de normalisation de Syriza et d'Alexis Tsipras. Même remarque pour le Portugal où le gouvernement d'A. Costa est pourtant soutenu depuis octobre 2015 par le Parti Socialiste et 2 formations de gauche radicale, le parti communiste et le bloc de gauche.

Pour le reste, il est possible que certains ajustements budgétaires (sous forme de baisses d'impôts) proposés par la coalition fassent l'objet d'une certaine tolérance par les instances européennes. L'amélioration de la conjoncture italienne et de la situation bancaire serait propice à cet égard.

Quid des perspectives à court terme ? Tout va dépendre de l'attitude (déclarations) du nouveau chef de gouvernement (Giuseppe Conte), de son autorité vis-à-vis des 2 chefs de partis et de la personnalité des membres du gouvernement. Par ailleurs, le niveau actuel des taux italiens ne menace pas la solvabilité budgétaire italienne et il n'y a pas de risque de dynamique auto-réalisante imminente.

Quid d'un processus de contagion dans les autres pays périphériques ? Jusqu'à présent, celui-ci a été assez modéré (avec une montée des spreads entre les taux italiens d'une part, les taux espagnols et portugais d'autre part) : voir graph ci-dessous.

2



Rappelons ici qu'il y a une amélioration de la croissance et de la situation bancaire dans tous les pays d'Europe du Sud. Sur le plan macro financier, la balance courante de ces pays est en territoire positif, la position extérieure (débitrice) diminue et la détention des titres de dette souveraine par les non-résidents a aussi considérablement baissé.

Les conditions politiques ne se prêtent pas non plus à une forte contagion (absence d'élections nationales cette année).

Au total, le problème de la stratégie d'investissement reste donc celui du timing. L'incertitude peut durer encore, mais nous croyons que la normalisation se fera au cours des prochaines semaines : autrement dit, nous ne pensons pas qu'un « scénario à la Syriza » (où les tensions avaient duré 6 mois au 1<sup>er</sup> semestre 2015) soit plausible.

En conséquence, nous conservons notre choix stratégique en faveur de la compression des spreads souverains (notamment du Portugal, notre « favori ») et du marché actions italien (en particulier les bancaires)<sup>1</sup>.

Notons également que les spreads italiens deviennent aujourd'hui attractifs par rapport aux spreads espagnols eu égard aux fondamentaux macro-financiers (position extérieure, balance courante, dette publique, déficit public, ...).

Notons enfin que tout n'est pas « à jeter » dans l'accord de gouvernement, en particulier les baisses d'impôts sur les entreprises (qui pourraient être favorablement accueillies par les marchés), les réformes institutionnelles et la lutte contre la corruption.

Pour ceux qui s'inquiètent ou croient à un scénario de détérioration de la situation, il y a quelques moyens de se couvrir :

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

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.

<sup>1</sup> Voir notamment notre chronique hebdo du 12 février dernier : « Reparlons de l'Italie »