

## Crise italienne, quel risque pour la zone euro ?

Les élections législatives ont abouti à l'alliance entre deux partis, La Ligue (droite souverainiste) et le Mouvement 5 étoiles (antisystème), dont le point commun est de présenter un programme « anti-austérité ». Ces partis ont formé, le week-end dernier, un gouvernement au sein duquel M. Savona, eurosceptique déclaré, devait être ministre des finances. Le président Mattarella a mis son veto craignant pour l'avenir du pays au sein de la zone euro. Après de nouveaux rebondissements, un gouvernement de coalition a enfin été mis en place hier, avec, aux postes clés, des ministres favorables à l'UE.

L'euroscepticisme et le populisme des électeurs italiens est la conséquence de l'appauvrissement relatif des pays périphériques de la zone euro. Le PIB par habitant des italiens a certes augmenté depuis la création de la zone euro, mais dans des proportions inférieures à l'enrichissement des pays « cœur » et nordiques, à cause de la violence de la crise vécue entre 2008 et 2013. Dans un premier temps une convergence a eu lieu, le PIB par hab. en Italie représentant 90 % du PIB par hab. allemand en 2008, contre 80 % en 1999. La crise a entraîné une forte divergence, le PIB par hab. tombant à 70 % de celui de l'Allemagne. 45 % des italiens pensent que leur pays s'en sortirait mieux hors de la zone euro. Les mêmes raisons ont conduit à l'arrivée au pouvoir au Portugal d'un parti anti-austérité en 2015.

Les investisseurs se sont inquiétés de l'arrivée au pouvoir de partis ayant axé leur campagne sur la fin de l'austérité, en annonçant des baisses d'impôts, l'instauration d'un revenu universel et le renoncement à la réforme des retraites, ainsi que sur un rejet de l'Europe (en ce qui concerne La Ligue). L'indice actions italien FTSE MIB a ainsi perdu plus de 10 % depuis la mi-mai, le CAC 40 a baissé de 5 %, les valeurs financières ont chuté de 10 % (pour les françaises) à 30 % (banques italiennes). Un vent de panique a également soufflé sur la dette italienne, le taux à 10 ans passant de 1,8 % à plus de 3 % en quelques jours (environ 10 % de baisse de la valeur des obligations), tandis que le taux à 2 ans, qui était négatif mi-mai, est monté jusqu'à 3 %. Les titres d'entreprises les moins bien notées (high yield) ainsi que les obligations financières ont également été fortement impactés par ce retour de l'aversion au risque. De son côté l'euro s'est déprécié de 3 % face au dollar.

Malgré la formation définitive (?) d'un gouvernement l'incertitude devrait conduire à beaucoup de volatilité autour de l'Italie, de son système financier et des valeurs bancaires et de l'assurance. Cependant il nous semble que, malgré la taille de l'économie italienne, un retour de la crise de la zone euro telle que connue en 2011-2012 est peu probable. En effet :

- Les fondamentaux économiques des pays périphériques sont en nette amélioration par rapport à 2011. La croissance italienne s'est élevée à 1,6 % l'année dernière au plus haut depuis 2006, contre une économie en récession en 2011-2012.
- La dette publique italienne est davantage détenue par les investisseurs locaux, plus stables, qu'en 2010. 68 % de la dette est détenue par les italiens contre 59 % en 2010 et seulement 5 % est détenu par des investisseurs hors zone euro (70 % de la dette française est détenue hors Europe). Cela explique la faible profondeur de marché et les fortes variations sur les obligations du pays ; alors que la dette publique s'élève à 2300 mds, 8 mds sont échangés quotidiennement.
- Le Trésor italien a profité de la politique de la BCE pour augmenter la maturité de sa dette et en abaisser le coût. La maturité moyenne de la dette italienne est de 7 ans, ce qui signifie qu'une hausse des taux souverains n'impacte que 15 % du stock de dette chaque année. Ainsi une hausse des taux de 1 % (100 bp) augmente les intérêts payés de 0,13 % du PIB la 1<sup>ère</sup> année et de seulement 0,5 % du PIB au bout de 4 ans.
- Les taux d'emprunt actuels de l'Italie sont inférieurs au coût moyen de la dette. Ainsi à chaque refinancement obligatoire, le Trésor italien économise des intérêts.
- Enfin, l'Italie, contrairement à de nombreux pays européens, présente structurellement, depuis de nombreuses années, un excédent budgétaire primaire (1,5 % du PIB en 2017). Cela signifie que, hors coût de la dette, les recettes budgétaires sont supérieures aux dépenses courantes. En dehors des périodes de grave crise, la dette italienne diminue par rapport au PIB ; le ratio dette/PIB est ainsi passé de 124 % à 105 % entre 1994 et 2008.

La situation actuelle ne nous semble pas présenter de réel risque à court/moyen terme pour la soutenabilité de la dette italienne et la zone euro. Cette phase de volatilité devrait être source d'opportunités dans l'univers obligataire et des actions.

**Italie : PIB (en vert, échelle de gauche) et excédent budgétaire primaire (en bleu, échelle de droite)**

