



L'Italie isolée face au « diktat de l'épargne »

Alors que **les marchés actions américains ont progressé** au cours de la semaine écoulée, de +0,31% pour le S&P 500 et de 1,08% pour le Nasdaq, **les marchés japonais et européens ont sensiblement reculé**, de 2,40% pour le TOPIX et de 1,48% pour l'Euro-Stoxx 50. Mais les motifs sont différents.

La croissance japonaise est nulle sur les deux derniers trimestres connus (+0,15% sur le T4 2017 puis -0,15% sur le T1 2018). Nous espérons un rebond au T2, mais le pays se heurte peut-être au **plafond du plein-emploi** sans parvenir à faire repartir l'inflation des salaires ni des prix (le repli du taux d'inflation annuel de 1,1% en mars à 0,7% en avril est confirmé pour l'agglomération de Tokyo, à 0,4% en mai après 0,5%).

De part et d'autre de l'Atlantique **on a retrouvé la hiérarchie des volatilités** actions. Elle s'est accrue en Europe, le VSTOXX est remonté de 2 points à 16%, alors que son alter-ego américain, le VIX, finit à 13,2% et reste orienté plutôt à la baisse. Ce sont évidemment les facteurs politiques qui expliquent la nervosité et les mauvaises performances européennes.

La situation économique comme politique est très préoccupante en Italie. Le projet de gouvernement de Giuseppe Conte s'est heurté au refus du Président de la République de nommer, à l'Economie, Paolo Savona, qui, pourtant issu de l'establishment, est maintenant connu pour son virulent euroscepticisme. Pour les deux partis qui soutenaient ce gouvernement, **le choix de Savona était ouvertement un défi à l'UE et à la classe politique italienne**, largement europhile. Le refus de Mattarella était prévisible. Ce choix remettait implicitement sur les rails l'idée, récemment retirée du contrat de gouvernement, de sortie de l'Euro et d'effacement de la dette italienne actuellement entre les mains de la BCE (ou pour être rigoureux de la Banque d'Italie).

La sanction sur les taux italiens, depuis deux semaines, est sévère, hausse de 56pb à 2,45% pour le 10 ans et de 61pb à 0,47% pour le 2 ans. Cela est d'autant plus inquiétant qu'elle s'est accentuée de 24pb et de 51pb respectivement dans la seule journée du lundi 28 mai. **Le fait d'écarter Savona semble quand même salutaire** pour l'économie de l'apéninsule... **comme pour le bas de laine bien garni des italiens.**

Sanction justifiée car, si **la menace a été éloignée, le danger persiste.** En l'absence de composition des alliés populistes, **le gouvernement technique envisagé**, dirigé par un ancien du FMI, ne pourra qu'expédier les affaires courantes en attendant l'organisation de nouvelles élections, après peut-être un changement de loi électorale. Tout dépendra alors de l'évolution de l'opinion publique, selon qui elle rend responsable du blocage le Président ou les deux alliés qui ont refusé de proposer un autre ministre, selon qu'elle se mobilise contre un « diktat venu de Bruxelles » ou qu'au contraire, comme en France, le risque de sortie de l'Euro détourne les électeurs. **Ce serait alors le « diktat de l'épargne »,** dont le Président Mattarella semble s'être posé en défenseur.

Comment en outre financer le programme envisagé, en déclenchant un chaos financier ?

Un retour à la raison peut donc intervenir, il pourrait même être aidé dans la période précédant les élections par des avancées de la gouvernance européenne rendant l'UE plus « aimable » aux yeux des italiens. **Mais que de « si » pour une sortie favorable !** C'est sans doute ce qui justifie la rechute violente des marchés italiens dès le lundi 28 mai. Il est bien trop tôt pour y croire sans spéculer et **même le refinancement du déficit actuel s'annonce compliqué**, malgré le QE encore en place.

On voit mal comment la BCE pourrait voler au secours de l'Italie. La politique monétaire doit être neutre et adaptée à la situation générale de l'ensemble de la zone euro. Pour autant **la BCE n'est pas totalement désarmée.** Le fameux « Whatever it takes » de Mario Draghi¹ reste d'actualité. Une action, même neutre, de stabilisation du système bancaire global pourrait, de fait, soutenir la république italienne en cas d'approfondissement de la crise de confiance.

A la crise italienne, s'est ajoutée **une crise politique en Espagne** où une affaire de caisse noire vient obscurcir l'horizon politique. Les dissensions de l'opposition et l'idée qu'il n'existe pas d'alternative à M. Rajoy, pourrait lui permettre de **survivre à la motion de censure** déposée par le PSOE. Il peut aussi s'appuyer sur les performances économiques nationales, la croissance est résiliente et les finances publiques sont en cours d'assainissement, au point que les régions devaient revenir se financer sur les marchés sans garantie d'Etat. Notons enfin qu'en Espagne, l'adhésion à l'Euro n'est pas remise en cause. **Nous ne sommes pas en 2012** quand tous les « PIGS » (acronyme que nous n'apprécions guère, utilisé pendant la crise de la zone €) étaient en risque, **aujourd'hui l'Italie est isolée.**

Avant d'avoir à traiter le cas Italie, c'est la conjoncture actuelle qui a préoccupé la BCE jusqu'à présent. Lors des débats de la réunion du Conseil du 26 avril, les risques sur la croissance ont été jugés équilibrés mais les inquiétudes relatives au protectionnisme mises en avant. De quoi **maintenir, pour un bon moment, une politique monétaire généreuse.**

La montée du protectionnisme préoccupe la BCE à juste titre. Après s'être fait les griffes sur l'acier et l'aluminium, l'administration Trump se prépare à **une attaque en règle des importations automobiles** toujours sous le prétexte, qui apparait de plus en plus fallacieux, de sécuriser l'indépendance nationale. Une fois encore, les deux premiers fournisseurs étrangers d'automobiles sont, dans l'ordre, le Mexique et le Canada (ensemble, la moitié du nombre de véhicules importés). C'est-à-dire que les constructeurs affectés sont pour la plupart américains ! En réalité, **la lutte contre le protectionnisme sera menée par les américains**, consommateurs et entreprises, plus facilement que par les partenaires étrangers. En attendant, l'Inde a décidé, à son tour, de déposer plainte contre USA sur les dossiers acier et aluminium.

Achevé de rédiger par Dominique Barbet le 28/05/18 à 20h00

¹ Le 26 juillet 2012 Mario Draghi avait indiqué, dans un discours fait à Londres, que la BCE ferait « tout ce qui est nécessaire » pour sauver l'euro et d'ajouter « croyez-moi, ce sera suffisant ».