



Italie : un coup de BOT dans l'€, qui ne serait pas mini !

Réveil brutal ! Il semble que **les investisseurs se soient laissés endormir après les élections italiennes de mars**, l'écart de rendement entre les emprunts d'Etat à 10 ans italien et allemand s'est ainsi contracté jusqu'à 113pb le 24 avril contre 150pb deux mois auparavant. Depuis quelques semaines ce spread s'est envolé pour atteindre 180pb lundi 22 mai.

Le résultat électoral du début mars laissait pourtant présager d'un **pays difficilement gouvernable**, avec les partis populistes, de gauche et de droite, arrivés aux deux premières places. Cette division n'a pas permis, comme certains l'imaginaient, aux extrémismes de se neutraliser mutuellement. **L'accord qui s'est concrétisé la semaine dernière entre ces deux partis "antisystème"**, a provoqué sur les marchés un sursaut d'inquiétude. Celle-ci s'est renforcée lorsque les deux leaders ont exprimé leur préférence pour **un premier ministre inconnu**, Giuseppe Conte, qui, s'il n'est pas un pantin, n'aurait sans doute pas l'autorité nécessaire pour discipliner les deux camps.

La sortie de l'euro ne figure plus dans la plate-forme de gouvernement. Principale mesure, la politique budgétaire proposée est **une relance keynésienne**, avec des baisses massives d'impôts et des dépenses sociales via l'annulation de la réforme des retraites ou la création d'un revenu universel. Si elle est mise en œuvre, ce qui exigera beaucoup de temps et de débats au parlement, cette relance par la demande interviendrait dans un pays loin du plein-emploi et dont la balance commerciale est excédentaire. Elle ne serait donc **pas totalement à contretemps**, même si la reprise européenne est déjà là. Voilà qui pourrait même soutenir certains compartiments du marché boursier.

Mais l'Italie qui partage l'euro, n'est pas comparable aux Etats-Unis qui ont le roi dollar. Cette **politique budgétaire hétérodoxe risque d'être très difficile à financer**. La dette publique italienne atteint déjà 130% du PIB et le déficit, même s'il est inférieur ou égal au seuil des 3% depuis 2012, était encore de 2,3% l'an dernier. Les vrais dangers pour l'Italie sont **qu'une UE intransigeante pousse le gouvernement à des positions maximalistes** et que les agences de notation réagissent à ce programme par **une dégradation du rating souverain**. Actuellement notée BBB l'Italie pourrait bien **tomber rapidement à BBB-**, très certainement avec des perspectives **négatives**, soit au bord de quitter la catégorie "Investment Grade" pour la catégorie "High Yield". Cela risque fort de réduire considérablement la demande et même de forcer certains à liquider leurs positions. **Un premier test aura lieu avec le placement des adjudications** qui doivent être annoncées cette semaine et sont prévues pour la semaine suivante (lundi 28 CTZ / indexées, mardi 29 BOT, mercredi 30 BTP).

A propos de BOT (les Bons Ordinaires du Trésor) l'attention des marchés semble se focaliser sur un aspect atypique du programme : **les mini-BOT. Ce sont des reconnaissances de dette** (connues en anglais sous l'acronyme IOU qui se lit "je vous dois"), elles serviraient à l'Etat pour payer ses factures en souffrance qui sont généralement estimées à 2% du PIB soit près de 35 à 40 milliards d'euros. Ce n'est pas le montant, limité et théoriquement déjà inclus dans la dette publique, qui est le

problème, c'est le principe. L'accord gouvernemental reprend l'idée de la *Lega Norte* d'**injecter de l'argent frais dans l'économie**, la Lega évoquait alors un montant de 70 milliards. Ces sommes ne seraient pas légalement une nouvelle monnaie : elles n'ont pas de pouvoir libérateur, personne n'est obligé de les accepter. Pourtant l'Etat italien s'engage à les reprendre à leur valeur faciale en paiement des impôts et des amendes, voire en règlement des biens et services des entreprises publiques. Surtout, **ces mini-BOT seraient disponibles en petites coupures** et pourraient donc se mettre à circuler. C'est à la fois un défi monétaire à la BCE et un pied de nez à l'Union Européenne (à la rigueur allemande en particulier).

Ces mini-BOT nous semblent davantage relever, au stade actuel, d'une arme de dissuasion que d'une mesure probable. En effet, les introduire serait prendre le risque de mettre un pied dans la porte. Si ces mini-BOT ne sont utilisés qu'une fois, en règlement de dettes existantes, puis repris et détruits par l'Etat, l'impact serait économiquement limité en ampleur et dans le temps, même s'il serait dramatique financièrement et psychologiquement. En revanche, si l'utilisation de cet instrument devait être récurrent, l'effet serait dévastateur pour la crédibilité de la monnaie unique européenne, voire sa pérennité en Italie.

Rappelons aussi que c'est le président italien, Sergio Mattarella élu début 2015 pour 7 ans, qui nomme les ministres. Il peut aussi, le jour venu et si nécessaire, éviter une crise institutionnelle ou systémique trop grave en **prononçant la dissolution du parlement**.

On peut être tenté de faire un parallèle avec la Grèce qui avait, un temps, envisagé de s'affranchir des contraintes budgétaires associées à la monnaie commune, voire de sortir de l'euro, avant que le gouvernement et les électeurs ne renoncent à leurs ambitions. L'Italie n'en est pas là, son économie et son système financier ne sont pas exsangues. Espérons que le gouvernement italien verra les **limites qu'il ne faut pas franchir pour ne pas avoir à gérer le chaos**.

Ailleurs dans le monde, D. Trump continue de souffler le chaud et le froid. La perspective d'un accord avec la Chine semble se dessiner. Cependant, il ne faut pas prendre cette détente commerciale sino-américaine pour argent comptant. La perspective d'une rencontre entre Trump et le nord-coréen Kim, facilitée par le chinois Xi, est politiquement importante pour la popularité interne de chacun des trois leaders. **Les sujets qui fâchent peuvent bien être mis sous le boisseau jusqu'au lendemain de ce "sommet"...** s'il a lieu. Ce n'est qu'après que nous pourrions juger objectivement des progrès accomplis. La guerre commerciale n'est dans l'intérêt de personne. On peut néanmoins s'inquiéter qu'un éventuel accord entre les deux grandes puissances mondiales ne se fasse au détriment des pays tiers, comme le Japon, la Corée du Sud, Taiwan, ou plus loin, l'Europe.