

Flash Economie

7 janvier 2019 - 16

L'annonce de la hausse du déficit public a fait monter les taux d'intérêt en Italie mais pas en France, pourquoi ?

Les gouvernements, en France et en Italie, ont choisi d'augmenter le pouvoir d'achat des ménages par la mise en place d'un déficit public plus élevé que ce qui était prévu en 2019. Cette annonce a fait nettement monter les taux d'intérêt à long terme en Italie et pas en France, pourquoi ?

- à cause de la structure de détention de la dette publique ? Non, car la détention domestique est beaucoup plus forte en Italie ;
- à cause de l'écart entre les croissances potentielles des deux pays, ce qui maintient la solvabilité budgétaire en France et pas en Italie ? Non, les deux pays perdront leur solvabilité budgétaire en 2019 ;
- parce que la France continue les réformes alors que l'Italie défait les réformes ? Certainement, c'est alors la seule explication.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

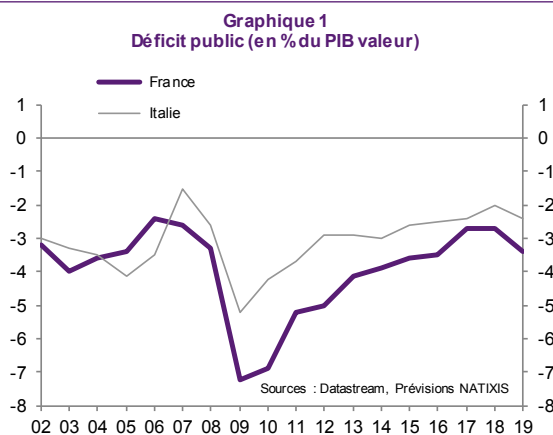
patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

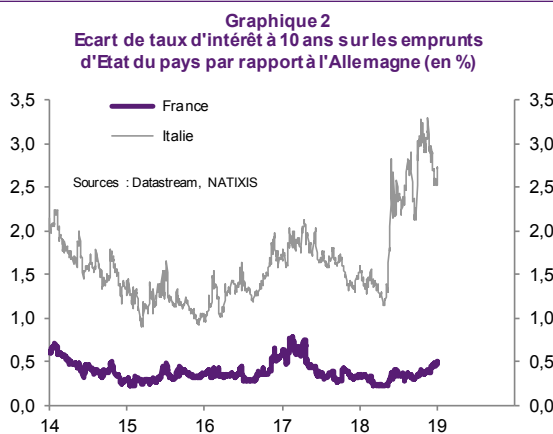
www.research.natixis.com

Hausse du déficit public en France et en Italie en 2019

Les gouvernements français et italiens **ont décidé d'augmenter le déficit public en 2019 (graphique 1) pour accroître les revenus des ménages** : transferts publics aux ménages aux revenus faibles, baisses d'impôts.



Cette annonce a fait fortement monter les taux d'intérêt à long terme de l'Italie mais pas ceux de la France (graphique 2).



Peut-on expliquer cette asymétrie de la réaction des taux d'intérêt au même choc de politique économique ?

Pourquoi les taux d'intérêt de l'Italie réagissent et pas ceux de la France ?

1- A cause de la structure de la détention de la dette publique ?

Le **tableau 1** montre que la détention de la dette publique de l'Italie est nettement plus domestique que celle de la dette publique de la France.

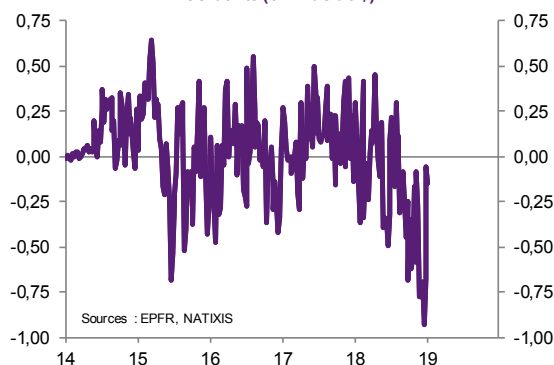
Tableau 1 : part de la détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'Etat (en %)

Année	France	Italie
1999	28,0	35,4
2000	33,7	40,6
2001	38,4	38,3
2002	41,9	39,6
2003	48,0	43,5
2004	52,7	43,3
2005	56,5	48,2
2006	59,0	50,6
2007	60,5	49,1
2008	64,1	47,6
2009	67,8	49,9
2010	67,0	46,4
2011	64,0	41,9
2012	61,9	37,0
2013	63,5	35,7
2014	63,6	37,5
2015	61,9	38,1
2016	58,7	36,1
2017	56,6	35,6
2018 Q2	53,3	33,7

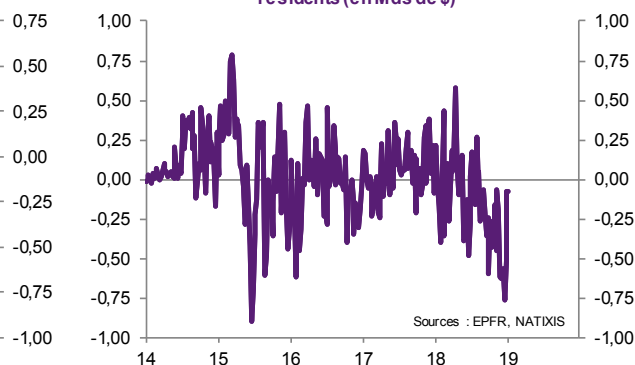
Sources : Banques Centrales, AFT, Trésor Public, Natixis

L'explication par la structure de détention de la dette ne peut pas alors être la bonne, puisqu'on attend des réactions négatives plus violentes de la part des non-résidents que de la part des résidents (les **graphiques 3a/b** montrent l'importance des ventes d'obligations par les non-résidents aujourd'hui en France et en Italie).

Graphique 3a
France : achats nets d'obligations par les non-résidents (en Mds de \$)

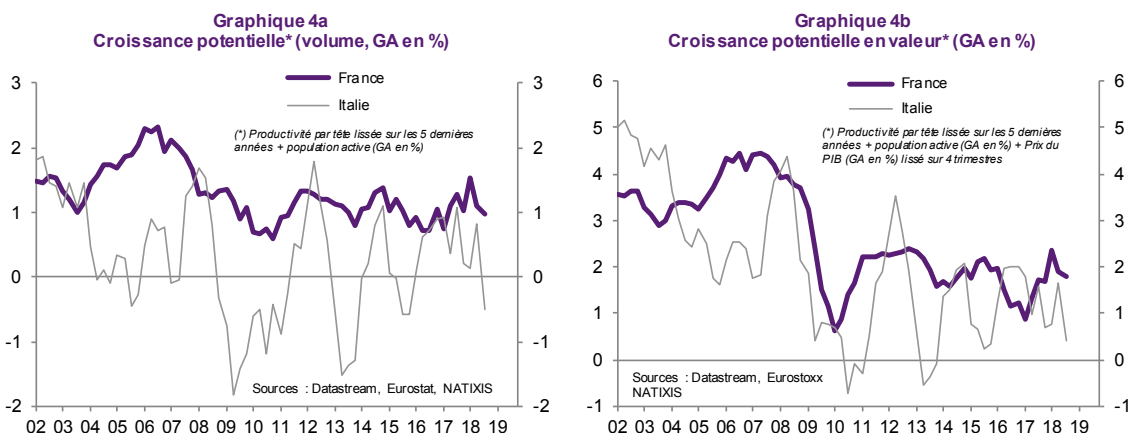


Graphique 3b
Italie : achats nets d'obligations par les non-résidents (en Mds de \$)



2- A cause de l'écart entre la croissance potentielle des deux pays ?

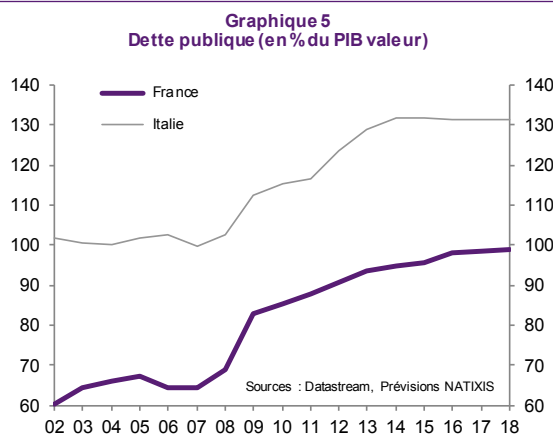
Le **graphique 4a** montre la **croissance potentielle en volume** de la France et de l'Italie, le **graphique 4b** la **croissance potentielle en valeur**.



Compte tenu du **taux d'endettement public (graphique 5)**, le **déficit public qui assure la solvabilité budgétaire à moyen terme** (lorsque la croissance est égale à la croissance potentielle) **est aujourd'hui de :**

- 2% du PIB en France ;
- 1,3% du PIB en Italie.

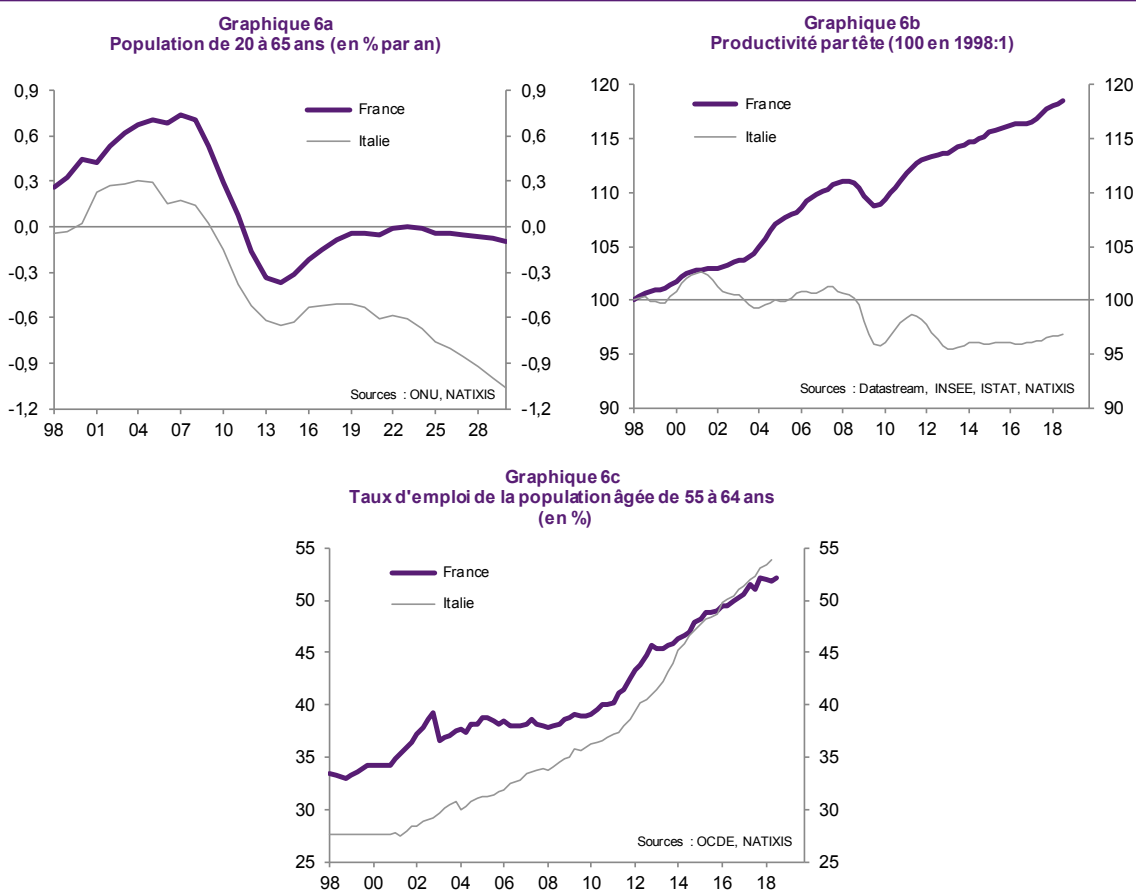
Ceci montre que **la solvabilité budgétaire, en 2019, ne sera assurée ni en France ni en Italie.**



3- Réformes structurelles

Après les réformes du marché du travail, de la formation professionnelle, de l'éducation, de la fiscalité, **le gouvernement français** va mettre en place les réformes de l'indemnisation du chômage, des retraites, de la lutte contre la pauvreté, **le processus de réforme se poursuit donc en France.**

Au contraire, le gouvernement italien défait les réformes structurelles : annulation du Jobs Act de 2017, de la réforme des retraites avec l'avancée importante de l'âge de la retraite. **Dans un pays marqué par le vieillissement démographique et l'absence de gains de productivité (graphiques 6a/b), avancer l'âge de la retraite (graphique 6c) inévitablement réduira la production.**



Synthèse : la meilleure résistance des taux d'intérêt à long terme en France se comprend

La hausse du déficit public de 2019 a fait nettement monter les taux d'intérêt à long terme en Italie et pas en France.

Ceci ne vient pas de la structure de détention de la dette publique, ni de l'écart entre les taux de croissance potentielle mais de ce que la France continue les réformes tandis que l'Italie défait les réformes, ce qui fait anticiper aux investisseurs une hausse de la croissance de long terme en France, un recul en Italie, avec des effets évidents sur la solvabilité budgétaire.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUS-SIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>