

# SPECIAL REPORT

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

07 juillet 2011 - N° 69

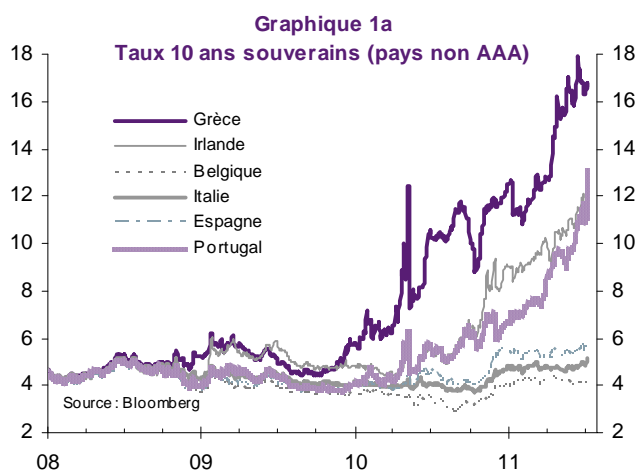
Cédric Thellier

### Les finances publiques italiennes en 3D (économique, politique, financière)

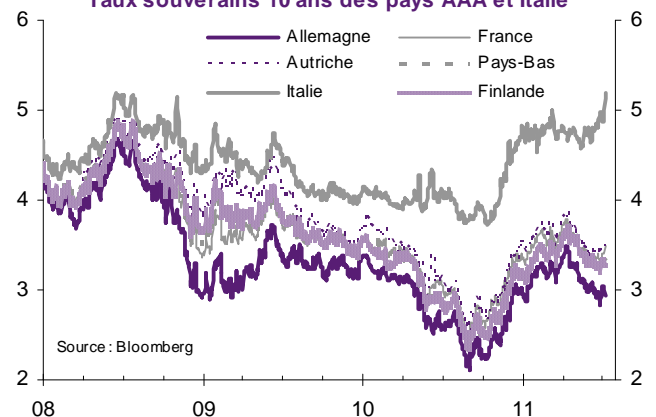
Après la mise sous perspectives négatives de sa notation souveraine par S&P et Moody's successivement, le gouvernement italien vient de communiquer un plan de consolidation budgétaire de EUR 47 Mds soit près de 3 points de PIB avec pour objectif un quasi-équilibre des comptes publics à horizon 2014 (déficit budgétaire de 0,2% du PIB). Certes, la croissance sera sans doute moins vigoureuse que prévu, ce qui freinera le rythme d'ajustement budgétaire. Mais selon nous, la composante cyclique n'est pas un argument recevable pour abaisser la note souveraine dans la mesure où la croissance sera à son potentiel voire au-dessus. En outre, et *a contrario* de nombre de pays européens mieux notés (y compris AAA), l'Italie dégage un excédent primaire structurel depuis 1992, en dépit de l'instabilité politique chronique. Même avec des anticipations moins optimistes que le gouvernement sur la croissance et sur l'efficacité des mesures structurelles annoncées, la dette publique devrait être stabilisée en 2013. Enfin, avec un niveau de dette de 120% du PIB, la charge d'intérêts associée est relativement exposée aux conditions de marché et aux craintes excessives des investisseurs et des agences de notation. Toutefois, la structure de la dette par type de détenteurs et d'instruments offre une certaine protection contre le risque de remontée des taux.

#### 1. Les agences crient au loup

Dans un contexte de défiance accrue sur les marchés de dettes périphériques zone euro (**graphiques 1a et 1b**), l'Italie, qui avait été épargnée jusqu'à présent, a vu sa notation souveraine mise sous perspective négative par S&P le 20 mai et Moody's le 17 juin dernier, avec une menace de dégradation à horizon 2 ans. Les agences s'inquiètent de la capacité du gouvernement Berlusconi, en difficulté au sein même de sa coalition et qui vient d'essuyer de cuisants revers politiques (élections municipales partielles et référendum), à tenir les engagements budgétaires dans un contexte de croissance atone.



**Graphique 1b**  
Taux souverains 10 ans des pays AAA et Italie



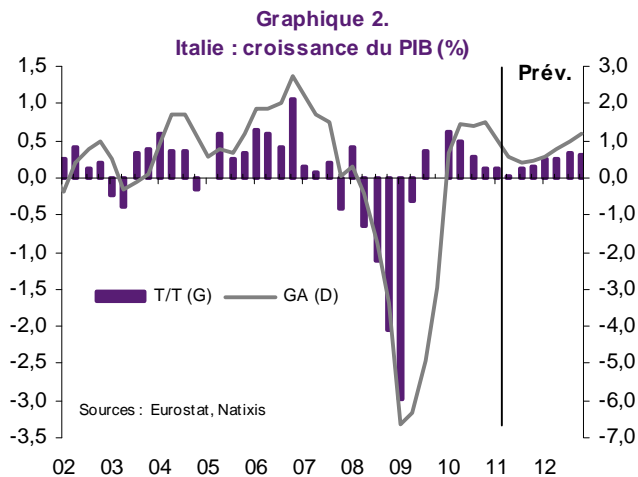
En réponse, un nouveau plan de consolidation de EUR 47 Mds (près de 3 points de PIB) vient d'être dévoilé et doit permettre de rétablir le quasi-équilibre des comptes publics à horizon 2014.

#### 2. La croissance atone...

Outre l'instabilité politique, récurrente en Italie<sup>1</sup>, le pays est marqué par le manque de dynamisme de son économie. Si le ralentissement enregistré sur les deux derniers trimestres (+0,1% T/T aux T4 2010 et T1 2011) semble avoir

<sup>1</sup> Le pays a connu 5 Présidents du Conseil depuis la naissance de la zone euro en 1999.

été pris en compte par le gouvernement qui a révisé quelque peu en baisse ses prévisions de croissance, celles-ci nous paraissent encore optimistes : nous tablons sur une progression du PIB en volume de 0,6% cette année et 0,9% l'an prochain, contre 1,1% et 1,3% respectivement dans le programme de stabilité gouvernemental (**graphique 2**).



En conséquence, les objectifs programmés ne seront probablement pas atteints malgré le prolongement des efforts de consolidation du solde structurel.

**3. ...freine l'ajustement budgétaire en dépit des efforts structurels annoncés...**

Le second volet du plan de consolidation, portant sur les exercices 2013-2014, constitue dans ses grandes lignes un prolongement des mesures initiées pour 2011-2012, avec pour l'essentiel :

- la maîtrise continue des dépenses (les mesures concernant le gel des embauches et des salaires dans la fonction publique sont prorogées de deux ans, les dépenses des ministères et des collectivités locales davantage restreintes) ;
- le soutien aux recettes s'appuie sur une meilleure efficacité du système fiscal (lutte contre la fraude et l'évasion fiscales) et quelques nouvelles taxes (sur les activités de négoce des banques, sur les transactions financières, sur les jeux d'argent).

En revanche, le projet de hausse de la TVA a été reporté, tandis que le relèvement progressif de l'âge légal de départ à la retraite pour les salariées du secteur privé sera bien effectif mais seulement à partir de 2020.

S'il est difficile d'anticiper l'efficacité globale de l'ensemble de ces mesures, il apparaît néanmoins que le déficit de croissance relativement aux prévisions gouvernementales pèsera sur la trajectoire de consolidation budgétaire annoncée via sa composante cyclique. En conséquence, nous tablons sur un déficit public encore supérieur à 3% en 2012 tandis que le gouvernement vise 2,7% (**tableau 1**).

Proche de 3,6% à cet horizon selon nous, le déficit public italien, bien que supérieur à l'objectif, serait toutefois en ligne avec la moyenne de la zone euro et très significativement inférieur à ceux de l'Irlande (8,6%), de la Grèce (7,8%), de l'Espagne (5,9%) et du Portugal (5,6%).

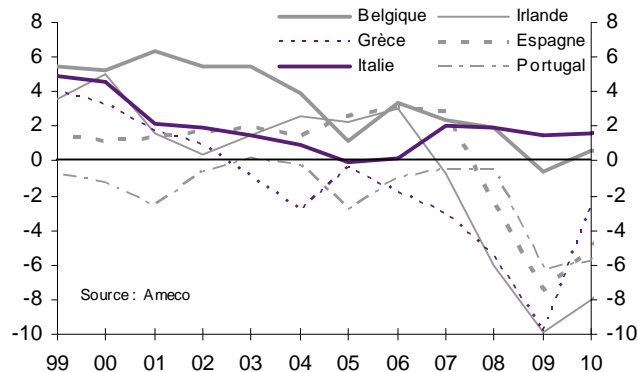
Tableau 1. Prévisions en % de PIB

	2011	2012	2013	2014
<b>Croissance du PIB</b>				
Gouv	1,1	1,3	1,5	1,6
Natixis	0,6	0,9	-	-
<b>Consolidation budgétaire cyclique</b>				
Gouv	0,3	0,5	0,4	0,4
Natixis	0,2	0,2	-	-
<b>Consolidation budgétaire structurelle</b>				
Gouv	0,4	0,7	0,8	0,9
Natixis	0,2	0,4	-	-
<b>Consolidation budgétaire totale</b>				
Gouv	0,7	1,2	1,2	1,3
Natixis	0,4	0,6	-	-
<b>Déficit public total</b>				
Gouv	3,9	2,7	1,5	0,2
Natixis	4,2	3,6	-	-

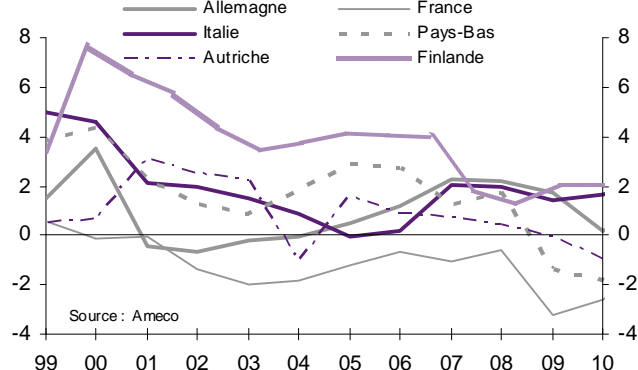
**4. ...mais ne menace pas sérieusement la soutenabilité de la dette publique**

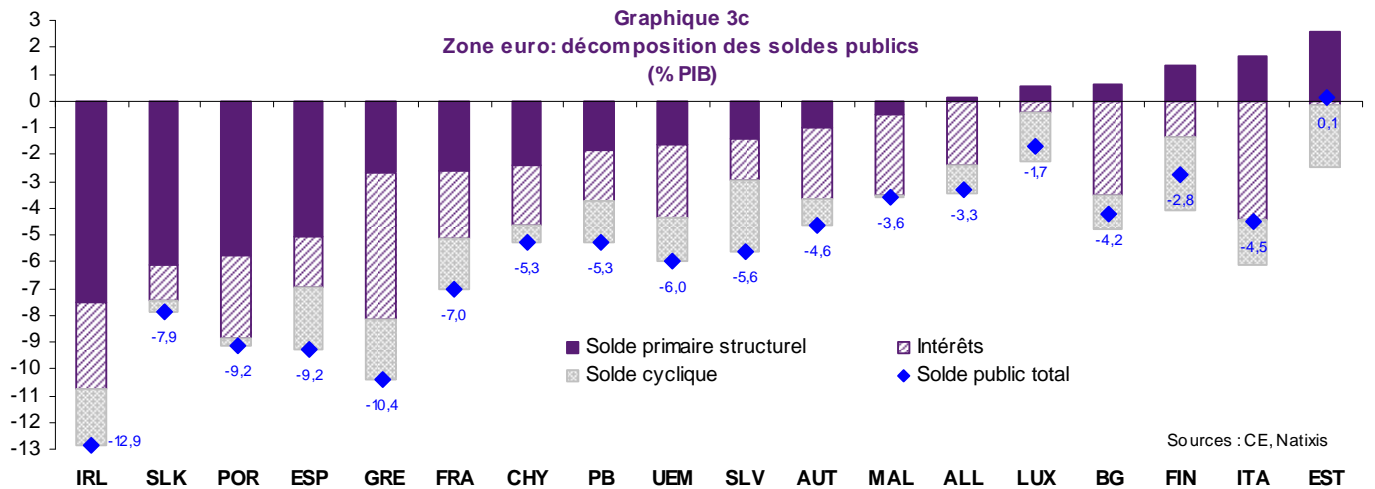
Rappelons une nouvelle fois que le solde primaire (avant paiement des intérêts de la dette) structurel (hors effet du cycle de croissance) est traditionnellement excédentaire depuis 1992. De ce point de vue, la santé des finances publiques italiennes n'est que faiblement dépendante des performances de croissance, *a contrario* de nombre de pays européens mieux notés, y compris AAA (**graphiques 3a à 3c**).

**Graphique 3a**  
Pays non AAA : Soldes budgétaires structurels primaires (% PIB)



**Graphique 3b**  
Pays AAA et Italie : Soldes budgétaires structurels primaires (% PIB)





Le revers de la médaille est que le niveau d'endettement public élevé (près de 120% du PIB) implique une charge d'intérêts associée importante, de 5 points de PIB par an en moyenne depuis 2001, et relativement exposée aux développements de marché.

Toutefois, au-delà des craintes excessives actuelles des investisseurs davantage liées à la situation grecque qu'au risque domestique, la menace de remontée des taux souverains nous semble relativement contenue par la structure de la dette italienne :

- Par type de détenteurs : la forte détention de titres de dette publique par les résidents (près de 50% de la dette de marché) confère une large base d'investisseurs stables, voire captifs, pour le Trésor italien ;

- Par type d'instruments : à la fois en termes de supports (indexés sur l'inflation, émissions en devises, taux fixes / variables,...) et d'échéances, la gestion de la dette apparaît comme la plus diversifiée de la zone euro, ce qui réduit l'exposition au risque de taux, comparativement aux autres pays.

**5. En conclusion :**

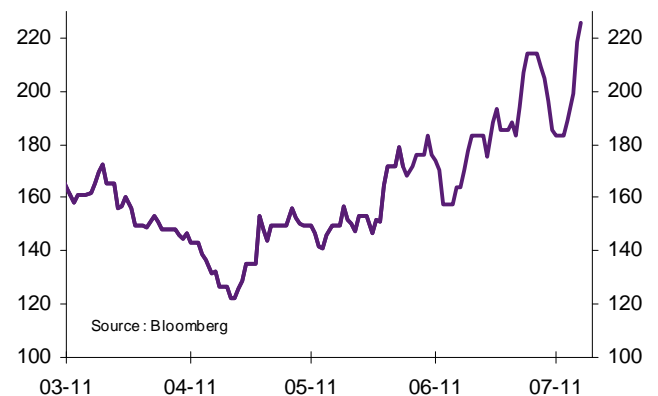
La menace pesant sur les perspectives d'évolution de la dette publique peut revêtir trois dimensions :

- Economique (cycle de croissance)
- Politique (effort de consolidation structurelle)
- Financière (service de la dette) ;

Contrairement aux analyses des agences de notation, il nous semble que les deux premières dimensions sont à nuancer dans le cas italien. Quant au risque de taux, il est en grande partie exogène, lié à la situation dans les autres pays périphériques européens qui biaise le comportement des investisseurs.

Dans la mesure où notre scénario principal table sur une résolution de la crise à moyen terme, nous maintenons nos prévisions de resserrement progressif du spread BTP-Bund et de stabilisation des taux longs italiens à horizon des 18 prochains mois (**graphique 4 et tableau 2**).

**Graphique 4**  
Spread BTP-Bund (pb)



**Tableau 2**

Spreads et taux souverains 10 ans						
	sept.-11	déc.-11	mars-12	juin-12	sept.-12	déc.-12
<b>BTP - BUND (pb)</b>	175	165	160	145	130	120
<b>BTP (%)</b>	4,85	4,85	4,90	4,95	4,90	4,90

Dans ces conditions, le retour à un déficit public proche de 3% ainsi qu'une stabilisation de la dette peuvent être envisagés à l'horizon 2013 (**graphique 5**).

**Graphique 5**  
Finances publiques italiennes

