



BANQUE
ERIC STURDZA

LE BUDGET ITALIEN : CRISE ITALIENNE OU CRISE DE LA ZONE EURO ?

Bruno Desgardins

Octobre 2018

- « *Il y a un pays où les joies sont visibles, mais fausses, et les chagrins cachés, mais réels* ». **LA BRUYERE**. Comment ne pas penser à l'Italie en lisant ces quelques lignes ! Un pays qui n'a pas retrouvé en 2018 le niveau de PIB de 2007, un pays qui depuis l'an 2000 n'enregistre pas de croissance de son PIB/habitant. Et pourtant, ce même pays est riche d'un taux d'épargne des ménages parmi les plus élevés de la zone Euro, d'un multiple de patrimoine/ revenu disponible brut très supérieur à l'Allemagne, d'un secteur manufacturier qui, en pourcentage du PIB, est un des plus élevés d'Europe avec l'Allemagne et la Suède, d'un excédent commercial manufacturier et même rappelons-le, un excédent primaire du budget qui a permis à l'Italie d'être un des rares pays dont le ratio dette publique /PIB, 130%, ne s'est guère détérioré depuis 2008 et même depuis la création de la zone Euro.
- Le problème aujourd'hui, c'est le populisme, la démagogie des gouvernants qui s'efforcent de séduire une population lasse de la stagnation de ses revenus depuis une vingtaine d'années et irritée de voir le taux de chômage encore à 9.7%. Là où le pays aurait besoin, pour parler vite, d'une politique de l'offre, l'équipe au pouvoir propose des mesures inadaptées qui inquiètent et c'est ce que l'on peut étudier en confrontant le rêve et la réalité.

I. **Le rêve : « Souviens-toi de toujours oser » ANNUNZIO.**

Entre les mises en demeure de Luca di Maio et les coups de menton de Matteo Salvini pour plaire à ses supplétifs, l'Italie entend opposer la légitimité démocratique des urnes au « diktat » des marchés et des instances communautaires. Elle n'implore pas l'indulgence de la Commission européenne mais entend la défier. Elle ne sollicite pas une dérogation sur le respect des règles budgétaires mais elle s'oppose.

En présentant leur budget Matteo Salvini et Luca di Maio se sont peut-être souvenus du mot de d'Annunzio mais ils ont eu tort de ne pas écouter Tria, le ministre de l'économie. Les dirigeants italiens voudraient oublier que les marchés de capitaux sont internationaux et que les étrangers qui détiennent 35 à 40% de la dette publique italienne ne sont nullement obligés de croire aux vertus du programme proposé :

Que penser d'un abaissement de l'âge de la retraite pour 400 000 personnes dans un pays dont la population décline de 150 000/an et qui refuse l'immigration ?

Que penser d'une « flat tax » de 15%, nécessairement limitée, dans un premier temps, aux très petites entreprises qui réalisent moins de Euros 100 000 de chiffre d'affaires ? Serait-elle-même généralisée que cela ne changerait rien. Dans le contexte d'instabilité politique et d'incertitude économique, attirer des capitaux étrangers à même de compenser la diminution des recettes est un rêve.

Que penser de l'introduction d'un revenu universel de Euros 780/mois qui coûtera à terme jusqu'à Euros 30 milliards et près de Euros 10 milliards si, dans un premier temps, il ne concernait que 3,5 millions de personnes disposant de petites retraites ? Ce n'est malheureusement pas tant la consommation qu'il faut promouvoir en Italie que l'investissement dans l'outil de production pour améliorer le potentiel de croissance.

II. **La réalité : « L'enfer, c'est la vérité perçue trop tard » HOBBS.**

Voir la réalité, c'est reconnaître l'absence de confiance, diagnostique que le déficit budgétaire excédera le pourcentage annoncé et anticiper que la BCE n'interviendra pas.

- **L'absence de confiance :**

Il n'est pas possible d'ignorer le coût d'une dette qui représente 130% du PIB, un quart de la dette de la zone Euro alors que le pays ne réalise que 15% du PIB de la zone Euro.

Sans confiance, les agences internationales, S&P et Moody's, abaisseront fin octobre la note de l'Italie qui ne pourra plus alors bénéficier de certaines mesures d'aides de la BCE.

Sans confiance, les investisseurs se détourneront de la dette italienne et les écarts de taux, les « spreads », avec l'Allemagne, déjà 290 points de base, et les autres pays, s'aggraveront.

Sans confiance, les banques italiennes, fragiles, lestées de créances douteuses (Euros 360 milliards en 2016, soit un montant proche de 20% du PIB), grevées par des milliards d'obligations de l'Etat italien, environ 20% du total et Euros 40 milliards supplémentaires pour le seul deuxième trimestre, auront des difficultés à se refinancer. En moins d'une semaine, leurs cours boursiers ont baissé de 17 à 20%. Avant les élections du printemps 2018, le taux à 10 ans de l'Italie s'établissait à 1.50%, aujourd'hui, il est de 3.10% et si l'incurie prévaut, il atteindra rapidement 3.5%.

- **Un déficit budgétaire plus élevé qu'annoncé :**

Difficile d'imaginer que le déficit budgétaire ne dépassera pas 2.4% en 2019 car le simple report de la hausse de la TVA prive le pays de Euros 12 milliards de recettes, c'est-à-dire l'équivalent de 0.7% du PIB, l'introduction d'un revenu minimum coûtera dans un premier temps l'équivalent de 0.6% du PIB, l'abaissement de l'âge de la retraite aggravera le déficit budgétaire de 0.5% du PIB, l'amorce d'une « flat tax » coûtera 0.2% du PIB, le renchérissement du service de la dette alourdira ce déficit qui pourrait en fait dépasser 3%. Et, tout ceci s'ajoute au déficit prévu par l'ancien gouvernement.

Difficile de valider l'hypothèse une croissance du PIB de 1.6% en 2019, car on se souvient que dans une bonne année de croissance pour l'Europe, 2017, la croissance italienne n'a pas excédé 1.5% et qu'au deuxième trimestre de cette année, la croissance n'est plus que de 1.2%. Une moindre croissance, ce sera une détérioration

du déficit budgétaire. On n'évoquera pas l'hypothèse de croissance économique retenue par le gouvernement pour 2020, 1.7%, car elle relève plus de la prédiction que de la prévision et n'a plus rien à voir avec le 1.1% initialement projeté.

Un pays dont les frais financiers sur les Euros 2300 milliards de dettes, constituent la première charge du budget et atteignent Euros 65 milliards, un pays dont la note BBB, est depuis des mois assortie d'une perspective négative, ne peut pas distribuer des mannes imaginaires.

- ***L'absence de soutien de la BCE :***

Il ne s'agit pas d'une crise financière mais d'une politique économique hasardeuse. Donc la BCE ne soutiendra pas. Monsieur Draghi a annoncé, à plusieurs reprises, un arrêt des injections de liquidités à la fin de cette année et il n'infléchira pas son discours à cause de l'Italie. Le voudrait-il qu'il ne le pourrait pas car les limites de détention d'obligations souveraines, un tiers des émissions, sont déjà atteintes pour plusieurs pays, comme l'Allemagne, le Portugal et la BCE détient déjà Euros 340 milliards de dettes publique italienne.

• **Conclusion :** *« Examine si ce que tu promets est juste et possible car la promesse est une dette » Confucius.*

- Au terme de ces quelques lignes, tel est le conseil que devraient écouter les dirigeants italiens. La démagogie des gouvernants suscite la défiance des investisseurs, les italiens ne seront pas plus riches mais appauvris par le renchérissement du crédit né de la hausse des taux. Les entreprises n'investiront pas plus car le crédit sera plus cher. La croissance économique va baisser et le service de la dette sera plus coûteux. Et, il est vain d'attendre Euros 5 milliards d'une énième amnistie fiscale.
- L'Italie nécessite des réformes structurelles : investir dans l'éducation, trop longtemps sous-estimée, dans les infrastructures, trop longtemps négligées, dans la recherche, trop longtemps oubliée à 1,1% du PIB, stimuler la natalité, aujourd'hui parmi les plus faibles du monde à 1.3x enfant/femme, favoriser la méritocratie et éviter le départ à l'étranger de nombreux diplômés, encore 120 000 en 2016, 1.5 million sur dix ans, découragés par l'absence de perspectives
- La situation des taux d'intérêt n'est pas encore aussi alarmante qu'en 2012 quand le taux à 10 ans dépassait 5% mais les 3.39% touchés ce matin risquent d'être dépassés d'ici la présentation officielle du budget, le 15 octobre, à la Commission Européenne ou si, le 26 octobre, S&P abaisse la note du pays.

- La crise italienne va probablement durer mais, pour l'instant la zone Euro semble épargnée. Hormis les banques européennes qui ont une exposition sur l'Italie, les bourses sont peu affectées. De même, on n'assiste guère à des tensions sur les taux d'intérêt des pays membres de la zone. Parmi les pays d'Europe du Sud, le taux à 10 ans de l'Espagne, 1.53% n'est guère supérieur au niveau de 1.45% atteint fin juillet, le taux à 10 ans du Portugal est à 1.90% contre 1.76% fin juillet et le taux à 10 ans de la Grèce est à 4.15% contre 3.93% fin juillet. Rien d'alarmant. Rien à voir avec la crise financière d'il y a quelques années car dans ces différents pays, la compétitivité a été améliorée, l'excédent commercial rétabli, la part de marché à l'export accrue et le chômage abaissé. De même, l'Euro ne s'est que modérément déprécié contre le \$ ou le Franc Suisse.
- Plus négatif, la difficulté d'envisager une réforme ou un approfondissement de la zone Euro dans ce contexte de tension avec un pays fondateur de l'Union européenne et troisième économie de la zone Euro.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.