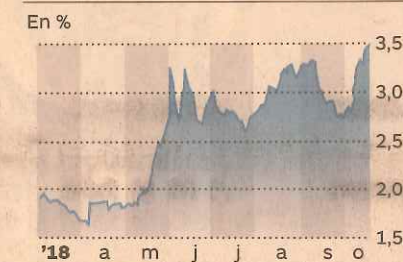


L'Italie cédera-t-elle à la discipline par les marchés financiers?



Pas plus le reste de l'Europe que l'Italie n'ont à gagner de taux d'intérêt élevés qui freinent la croissance du pays, alourdissent le déficit public de la péninsule et fragilisent des banques très exposées à la dette publique nationale. © BLOOMBERG

TAUX DE LA DETTE ITALIENNE À 10 ANS



Source: Thomson Reuters Datastream

tions plus utiles et plus populaires.

De plus, la hausse des taux affecte négativement les prix de l'immobilier, donc le patrimoine des ménages italiens. Et consommer à crédit devient moins facile. Voilà de quoi «ramener le gouvernement à la raison». En outre, la différenciation accrue des taux montre aux adeptes de «l'ordolibéralisme» que l'euro ne déresponsabilise pas totalement les États membres par rapport à leurs choix budgétaires.

De l'autre côté, le gouvernement italien aura beau jeu de vilipender les marchés financiers qui privent les États souverains de leurs prérogatives politiques. Pas sûr, donc, que la hausse des spreads calme les vellétés populistes. En outre, pas plus le reste de l'Europe que l'Italie n'ont à gagner de taux d'intérêt élevés qui freinent la croissance en Italie, alourdissent le déficit public de la péninsule et fragilisent des banques très exposées à la dette publique nationale.

Un signal qui a des vertus

Au total, un certain écartement des spreads en réaction à l'assouplissement budgétaire annoncé à Rome est un signal qui a des vertus. En même temps, il est plus que vraisemblable que, quand bien même l'orientation budgétaire prise à Rome est moins sérieuse – mais sans être, à ce stade, hasardeuse –, la Banque centrale européenne interviendra pour prévenir un emballement auto-réalisateur de la peur: si la hausse des taux en Italie devait devenir violente, cela aurait de telles conséquences sur l'activité, les finances publiques et le système financier, que les mauvais scénarios grecs reviendraient, démultipliés, pour la zone euro.

Un peu de discipline de marché ne fait pas de tort mais ne comptons pas sur la sagesse et la clairvoyance des marchés financiers pour ramener l'Italie sur une meilleure trajectoire. Au moment où, 10 ans plus tard, nous repensons aux causes de la grande crise financière, il serait paradoxal, après avoir vu où le manque de discernement des marchés financiers pouvait nous conduire, de se tourner vers ces marchés pour faire entendre raison à l'hétéroclite gouvernement populiste italien.

Le PIB réel par habitant en Italie n'est pas plus élevé aujourd'hui qu'au moment de l'introduction de la monnaie unique.

Le premier problème économique de l'Italie, à côté des questions de gouvernance privée et publique, n'est pourtant pas budgétaire. Il tient à une croissance trop molle depuis trop longtemps. Les chiffres sont là: le PIB réel par habitant en Italie n'est pas plus élevé aujourd'hui qu'au moment de l'introduction de la monnaie unique.

Cette stagnation du pouvoir d'achat moyen et donc la diminution du pouvoir d'achat pour de larges couches de la population contribuent largement à l'attrait des partis populistes. Et la concomitance entre cette stagnation et l'euro fait attribuer la première au second.

Face à un problème structurel de croissance insuffisante, un creusement du déficit budgétaire pourrait être justifié. Ce serait le cas s'il s'était agi de fortifier les capacités de production, d'améliorer les infrastructures, de refinancer l'enseignement, d'investir dans l'amélioration de l'efficacité de l'appareil public ou d'alléger des impôts entravant l'innovation, l'entrepreneuriat et le développement économique.

Le problème avec l'annonce budgétaire du nouveau gouvernement n'est donc pas tant dans un niveau de déficit porté à 2,4% que dans le fait que ce relâchement budgétaire n'aura pas de réels effets dynamisants sur l'économie italienne.

Faut-il souhaiter une hausse des taux d'intérêt en Italie?

En fait, c'est même le contraire qui pourrait se produire. L'inquiétude liée à cette réorientation budgétaire a conduit à une augmentation du différentiel («spread») de taux d'intérêt entre l'Italie et le pays de référence, à savoir l'Allemagne. Cela signifie que l'effet positif de l'activisme budgétaire est contrecarré par la hausse des taux d'intérêt, qui va pénaliser l'investissement et, plus largement, l'activité économique.

Faut-il souhaiter une telle augmentation des taux d'intérêt en Italie? Des arguments s'opposent. D'un côté, cette augmentation peut avoir un effet disciplinant sur le gouvernement italien. La hausse des taux impose de dépenser plus en charges d'intérêt, au détriment d'autres affecta-



ÉTIENNE DE CALLATAY

Orcadia Asset Management

La politique budgétaire du nouveau gouvernement italien inquiète. Elle conduira à une augmentation des dépenses publiques, notamment avec l'instauration d'une certaine forme de revenu universel et un retour en arrière par rapport à la réforme des retraites.

Cette révision à la hausse des dépenses se combine avec une révision à la baisse des recettes, avec le renoncement à une augmentation de la TVA et une première étape vers un taux unique d'imposition (flat tax) pour les entreprises individuelles.

Il en résulte une dégradation des perspectives budgétaires avec, à la clé, une réduction du taux d'endettement, exprimé en pourcentage du PIB, au mieux très lente. En même temps, la dégradation est, à ce stade, d'une amplitude limitée. Pour 2019, il est question d'un déficit de 2,4% en Italie, à comparer à 2,8% en France et au Japon et 5% aux États-Unis. La moyenne attendue pour les pays industrialisés l'an prochain est de 3,3% selon les toutes récentes projections du FMI.