

Le vent de panique sur la dette italienne est-il justifié ?



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur : www.richesflores.com

10 juin 2022

SAVE THE DATE

VISIOCONFERENCE

2023, 2025, 2030...
Et si l'inflation faisait le job?

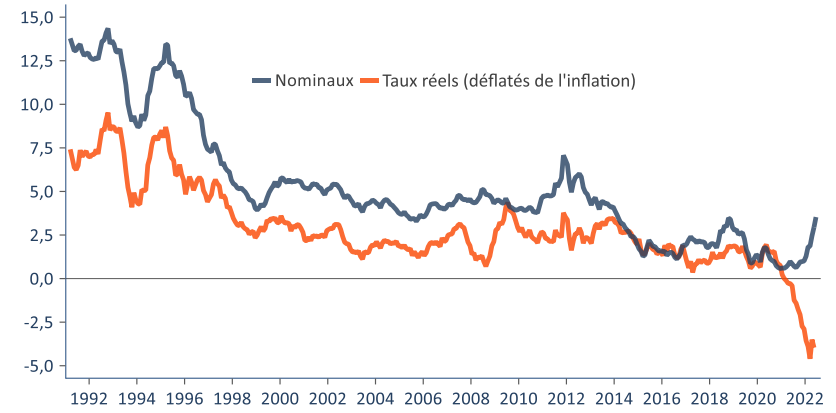
Jeudi 30 juin – 11h à 12h30

La menace d'un arrêt des achats d'actifs et de remontées des taux d'intérêt de la BCE est finalement passée à exécution cette semaine avec une communication de Mme Lagarde nettement plus agressive que jusqu'alors sur ses intentions en matière de lutte contre l'inflation. La hausse des taux ne s'arrêterait pas à zéro pourcent mais pourrait aller nettement plus haut et plus vite qu'anticipé, dès septembre si les perspectives d'inflation continuent à se détériorer, ce qui est à peu près certain d'ici là.

Au-delà de l'impact immédiat de ce changement de braquet sur les taux futurs allemands, c'est par le creusement des écarts de taux entre les pays dits « périphériques » et l'Allemagne que les marchés y ont répondu. La dette italienne en ligne de mire depuis plusieurs semaines déjà a, ainsi, vu son rendement à 10 ans s'envoler jusqu'à 3,75 %, plus de 230 points de base au-dessus de celui du Bund de même échéance, à deux doigts de la région des 250 pb généralement considérés comme seuil de crise. Réminiscence d'un passé pas si lointain, le taux de change de l'euro s'est également effrité contrairement à ce qu'il aurait dû faire vu de la remontée des taux allemands.

Les marchés semblent donc bel et bien avoir commencé à se positionner dans la perspective d'une nouvelle crise qui aurait comme point de départ le caractère insoutenable de la remontée des taux pour les pays les plus endettés de la région. Il y a pourtant une différence de taille avec le passé qui tient, précisément, au retour de l'inflation, laquelle s'accompagne d'un effondrement des taux d'intérêt réels à des niveaux records et d'une envolée du PIB nominal. Cela devrait changer la donne ; en matière de solvabilité, mieux vaut, en effet, un cadre inflationniste que l'inverse, surtout pour les plus endettés. Dommage que la BCE n'ait pas été en mesure de mettre cet atout en avant !

TAUX D'INTÉRÊT ITALIENS À 10 ANS

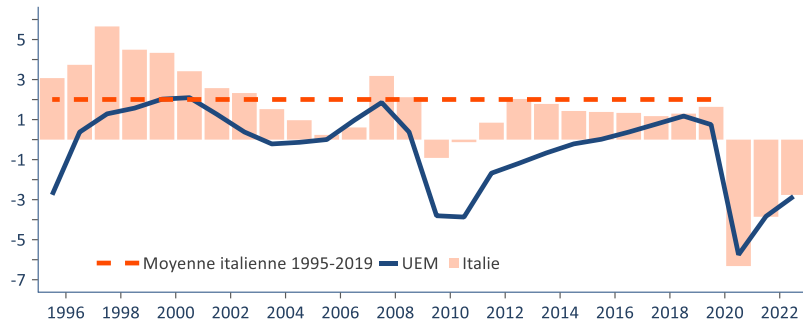


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'Italie revient de très loin

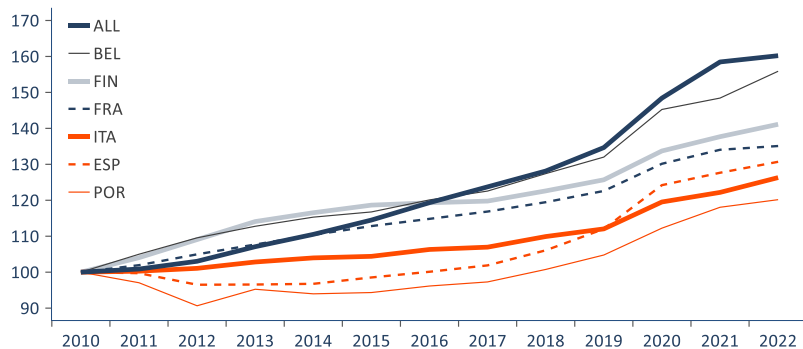
Le contexte déflationniste de la décennie passée a considérablement sanctionné les pays les plus fragiles de la zone euro. L'anémie de croissance des prix empêchait toute perspective d'amélioration structurelle des ratios d'endettement tandis que les politiques d'austérité ont eu pour double effet de pressuriser davantage l'inflation et la croissance économique. Le résultat a été dramatique pour la péninsule italienne qui, malgré une rigueur budgétaire qu'aucun autre pays sauf la Grèce, et encore, n'a connue, ci-dessous illustrée par l'excédent primaire de ses finances publiques et la maîtrise de ses dépenses publiques, n'est jamais parvenue à assainir sa situation pour être en mesure de parer aux aléas de sa conjoncture. Au lieu de conduire à une réduction de son taux d'endettement la politique d'austérité a, au contraire, tellement pesé sur la croissance et l'inflation, qu'elle l'a mécaniquement enflé.

SOLDE PRIMAIRE* DES FINANCES PUBLIQUES ET UEM ET EN ITALIE, EN % DU PIB



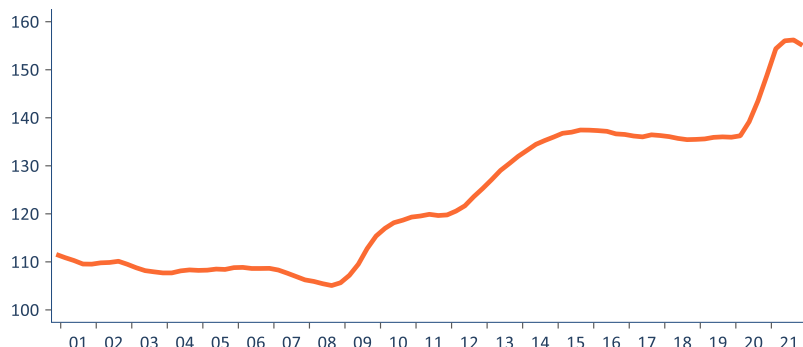
Sources : RichesFlores Research, Macrobond *Ensemble gouvernemental hors intérêts de la dette

DÉPENSES PUBLIQUES HORS INTÉRÊTS DE LA DETTE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

DETTE PUBLIQUE ITALIENNE EN % DU PIB



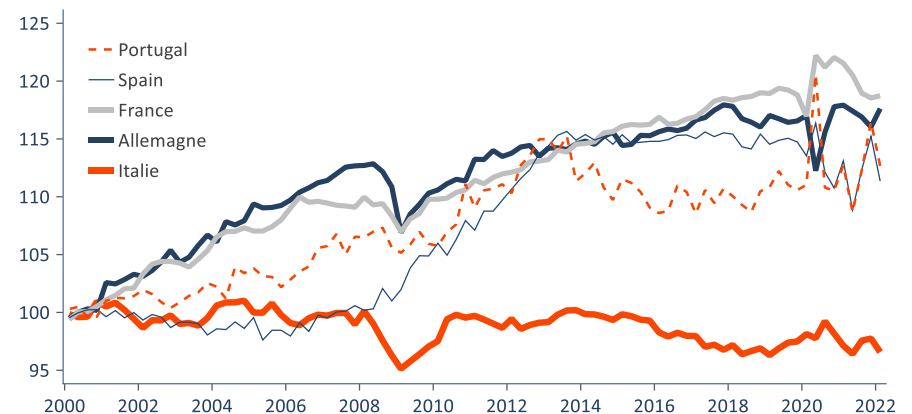
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il a finalement fallu attendre l'abandon de cette stratégie en 2014 pour que le pays trouve les moyens de stabiliser son endettement à partir de 2016, à peine quatre ans avant que n'intervienne la crise du Covid qui, en quelques semaines, a balayé tous les efforts passés.

Entretemps, la situation économique du pays s'est dramatiquement aggravée.

Principales victimes de l'austérité, les dépenses d'investissement public, déjà faibles au regard des standards régionaux, ont reflué comme elles l'ont fait dans tous les pays sous contrainte budgétaire depuis 2010. La productivité n'a quasiment pas cessé de décliner pour s'établir avant la crise du Covid à un niveau inférieur de 3 % à ce qu'elle était vingt ans plus tôt, ce qui fait de l'Italie une exception dans la zone euro. Espagne, Portugal et Grèce, bien que sévèrement impactés par la crise de la dette avaient accumulés des gains considérables au cours des années deux mille dont il subsiste des bénéfices malgré leurs difficultés plus récentes. L'Italie déjà sous un régime d'austérité depuis 2015 n'a pas eu cette opportunité.

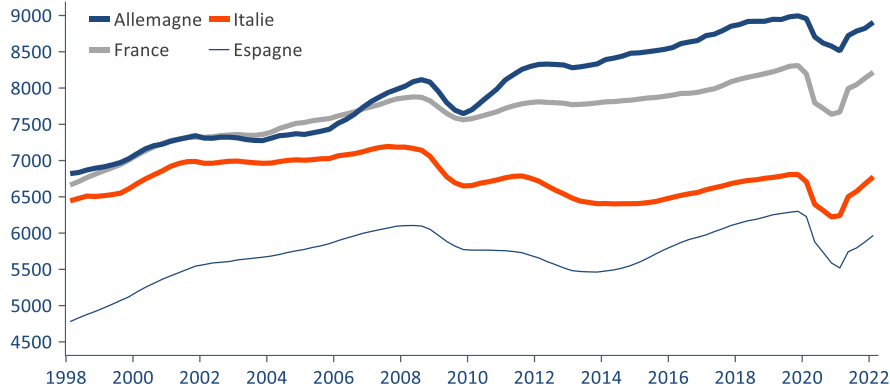
PRODUCTIVITÉ HORAIÈRE À PRIX CONSTANTS, ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE, EUR/H



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'Italie s'est en conséquence considérablement appauvrie et son PIB par habitant, qui n'a jamais retrouvé les niveaux d'avant la crise financière de 2008, est aujourd'hui encore inférieur de quasiment 6 % à son record du troisième trimestre 2007, là encore une exception dans le ciel européen.

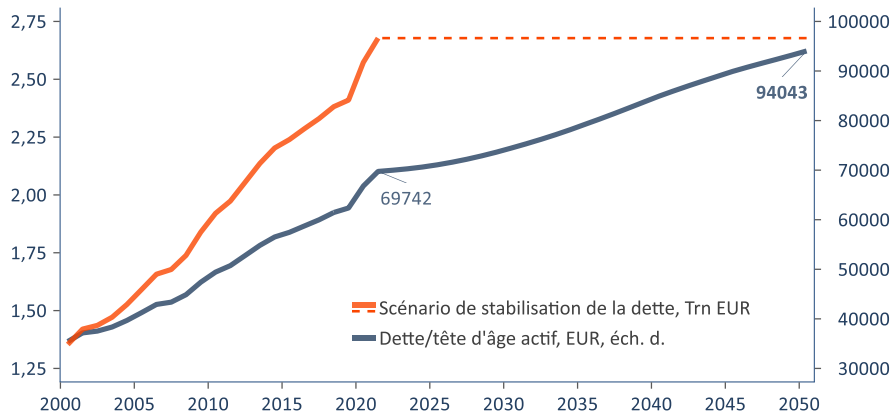
PIB PAR HABITANT, EN EUROS DE 2010



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Avec une population rapidement vieillissante, les chances que le pays parvienne à surmonter son problème de surendettement endémique avaient quasiment disparu ces dernières années. En l'absence de croissance nominale suffisante, le pays semblait être voué à un alourdissement de plus en plus conséquent de sa dette par actifs, que seule une politique de financement monétaire (QE) ou une renégociation à terme pourrait permettre de surmonter.

EVOLUTION DE LA DETTE ITALIENNE PAR ADULTE EN ÂGE DE TRAVAILLER



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

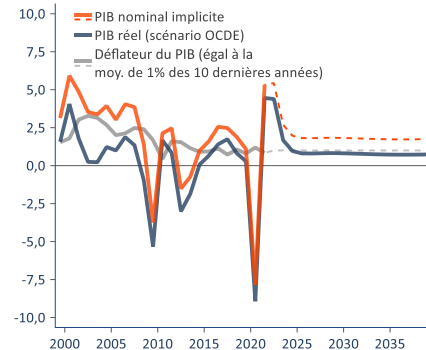
L'inflation, une issue inespérée

Ce sont précisément ces conclusions que le retour de l'inflation pourrait permettre de reconsidérer. Inespéré jusqu'à l'année dernière, tant la perspective semblait incompatible avec les tendances démographiques régionales et les priorités de la politique européenne, l'inflation a fait son grand retour ces derniers mois.

Douloureuse, particulièrement négative pour les ménages, notamment les plus démunis d'entre eux, au point de pouvoir propulser l'économie italienne comme les autres en récession d'ici à la fin de l'année, c'est bien néanmoins par son seul retour que la mécanique de résorption du surendettement peut commencer à s'opérer.

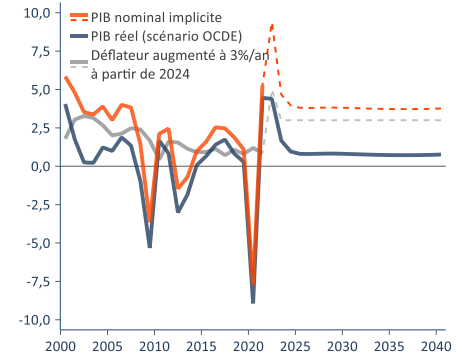
A supposer que l'inflation structurelle se voit augmentée de 2 % par an en moyenne, à 3 % au lieu de 1 % des dix dernières années, la croissance nominale du PIB de la italien se verrait augmentée d'autant. Si une inflation durablement élevée peut réduire la croissance potentielle par ses effets néfastes, l'absence d'inflation a des conséquences au moins aussi négatives, pour une économie très endettée. L'hypothèse d'une croissance réelle peu modifiée est donc plausible, quand bien même incertaine.

PROJECTIONS DE LONG TERME SUR L'ITALIE, EN %/AN



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

PROJECTIONS AVEC INFLATION AUGMENTÉE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

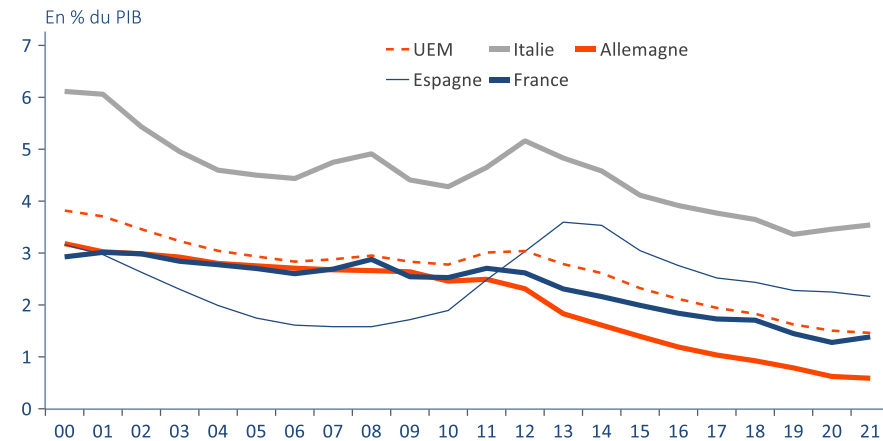
Or, la mesure de la dette et de sa soutenabilité n'a de sens que par rapport au revenu auquel elle se rapporte. Dès lors, et toutes choses égales par ailleurs, une inflation augmentée de 2 points, peut être comparable à une hausse du PIB

potentiel d'autant, dénominateur du ratio d'endettement qui, en s'élevant plus rapidement permet de réduire le ratio d'endettement.

Reste néanmoins la question épineuse du coût de la dette, lequel se voit mécaniquement augmenté par la hausse des taux d'intérêt qui accompagne celle de l'inflation. C'est sur ce point que les investisseurs s'inquiètent (avec dans ce cas précis, l'effet additionnel de la fin des achats de titres italiens par la BCE).

A ce stade néanmoins, la hausse des taux d'intérêt, même en Italie, est très loin d'égaliser celle de l'inflation qui, au mois de mai, a frôlé les 7 % l'an. Les taux réels sont donc encore singulièrement négatifs et très largement inférieurs à la croissance du PIB nominal qui pourrait avoisiner 10 % cette année et encore 5 % à 6 % l'an prochain. Baisse des taux d'intérêt réels et accroissement du PIB nominal devraient en outre permettre d'alléger, au moins temporairement cette année et l'an prochain, la charge de remboursement de la dette en proportion du PIB.

CHARGE D'INTÉRÊTS DE LA DETTE PUBLIQUE

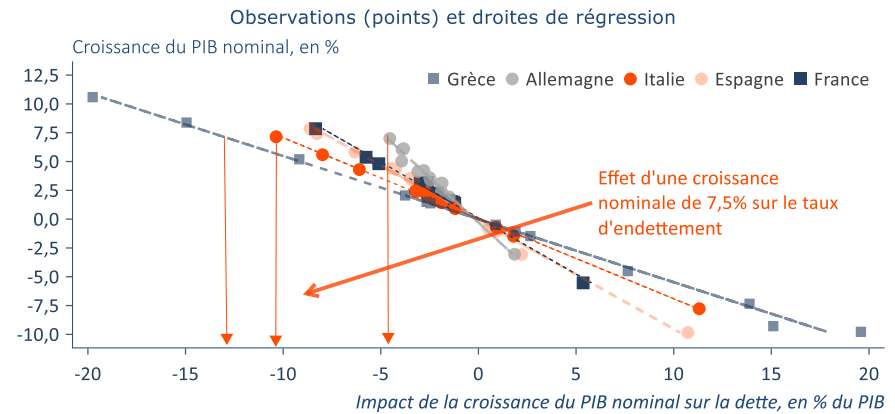


Sources : RichesFlores Research, Macrobond, Commission européenne, mai 2022

En comparaison de ce qu'il a connu ces dernières années, l'État italien est en l'occurrence dans une situation plus confortable dans laquelle il devait pouvoir afficher un reflux significatif de son taux d'endettement que personne avant la déferlante inflationniste n'aurait pu escompter.

C'est bien le propre de l'inflation et quasiment le seul avantage que d'avoir le pouvoir de ronger la dette, qui bénéficie en priorité aux plus endettés comme nous l'avions déjà illustré dans notre Humeur du Vendredi du [1er avril](#). L'Allemagne ne gagnera pas grand-chose, d'autant plus que ses dépenses sont largement sollicitées : la Grèce, l'Italie et la France pourraient en retirer un net avantage.

SENSIBILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE À LA CROISSANCE DU PIB NOMINAL, 2010-2021



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il y a bien entendu des conditions à cette conclusion parmi lesquelles en priorité, une gestion saine des déficits publics et la possibilité d'éviter une profonde récession, qui est loin d'être assurée.

L'une et l'autre sont indiscutablement liées ce qui laisse certainement dubitatif dans le contexte en présence. Mais l'Italie est-elle plus mal lotie que les autres pays dans de telles circonstances ? Ce n'est pas certain sauf si la confiance manque. Une récession mettrait M. Draghi dans une position un peu plus délicate encore que l'actuelle et le risque de crise politique est effectivement au coin de la rue. C'est pour toutes ces raisons qu'il aurait été bienvenu que la BCE veille au grain en s'efforçant de trouver un dispositif spécifique pour le pays. Manifestement, le message n'est pas passé et elle s'est contentée du minimum en évoquant dans des termes insuffisamment précis la flexibilité dont elle pourrait user en matière de réinvestissement des actifs acquis dans le cadre du PEPP. Il s'agit d'une erreur qui risque de se payer cher. On ne peut que le regretter tant l'Italie semblait,

justement, être en passe de pouvoir, sinon sortir, du moins s'alléger de son épineux problème de surendettement.

Véronique Riches-Flores/Thomas Bauer

contact@richesflores.com

Publication récentes

SUR LE VIF - [Inflation américaine: difficile de faire pire après la BCE, la courbe des taux s'écrase](#)

POSTVIEW BCE- [Changement de cap radical de la BCE, « not a step but a journey»...Welcome on board !](#)

PREVIEW BCE- [La BCE peut-elle ignorer l'accentuation des tensions souveraines de ces derniers jours ?](#)

SUR LE VIF- [Malgré le léger rebond allemand, l'industrie européenne piétine](#)

HDV- [Premiers effets d'un choc de pouvoir d'achat sans pareil](#)

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com