

Les mirages du désendettement : le cas de l'Italie.

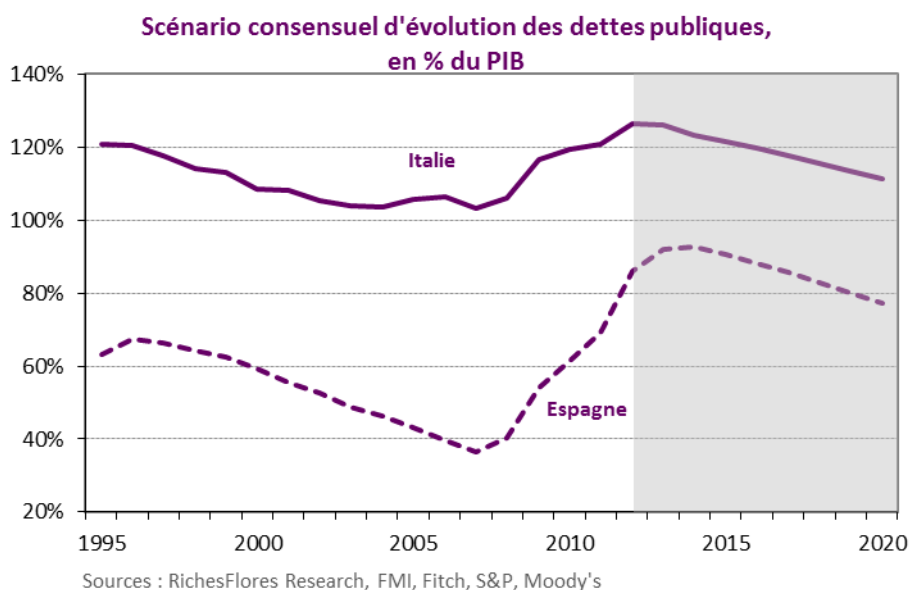
Le FMI, la Commission Européenne, les agences de notation nous l'affirment : la dette publique des pays européens les plus en difficulté devrait plafonner d'ici un ou deux ans et retrouver d'ici 2020 des niveaux plus supportables. Incontestablement bienvenu après la crise de 2012, ce diagnostic ne manque toutefois pas de surprendre. Sur quoi repose-t-il ? Nous avons examiné les schémas retenus par ces différentes institutions pour l'Italie et l'Espagne, dont la dégradation de la situation souveraine a constitué un enjeu majeur en 2012, et la France, au sujet de laquelle les perspectives souveraines soulèvent de nombreuses interrogations. De cette analyse, nous retirons les conclusions suivantes :

- ▶ Ces projections sont toutes affectées d'un biais positif sur les perspectives de croissance structurelle et sur la capacité des pays à mener des politiques durablement très restrictives. **Elles sont donc soumises à révisions futures.**
- ▶ **Ce constat s'applique notamment au cas italien pour lequel le caractère fantaisiste des projections de croissance rend les perspectives de désendettement illusoires.** Des prévisions plus conservatrices fermeraient la porte à toute possibilité de stabilisation de la dette d'ici à 2020, période au terme de laquelle le taux d'endettement approcherait alors 140 % du PIB.
- ▶ **L'Espagne semble avoir plus de chances de parvenir à stabiliser sa dette à horizon prévisible.** Ceci tient au fait que son taux d'endettement est inférieur de 30 pts à celui de l'Italie et, qu'au contraire de cette dernière, l'amélioration de sa croissance potentielle paraît en bonne voie.
- ▶ **Enfin et malgré les déconvenues actuelles, une inflexion de la trajectoire de la dette française semble encore très accessible.** Dans l'hypothèse centrale d'une croissance du PIB réel de 1,2 % en moyenne entre 2013 et 2020, le seul maintien du solde primaire à l'équilibre permettrait de faire refluer le niveau de la dette publique française à partir de 2015.

Au vu de cette analyse, l'Italie est donc une exception et, sans conteste, le cas le plus critique des grands pays de la zone euro. Cette situation représente un risque évident de nouvelles déconvenues, dès lors que les projections aujourd'hui les plus admises seront révisées. Ce pourrait naturellement être le cas après les élections italiennes si, comme on peut le redouter, le nouveau gouvernement en place n'a pas les marges de manœuvre suffisantes pour donner les gages nécessaires aux investisseurs sur sa capacité à infléchir les tendances du surendettement du pays.

Désendettement public, sur quoi reposent les hypothèses ?

Le retour en grâce des pays européens les plus durement frappés par la crise souveraine est-il le signe d'une normalisation durable ou l'expression d'un excès d'optimisme susceptible d'être déçu ? À en juger par les projections du FMI, de la Commission Européenne ou des agences de notation, la réponse ne souffrirait pas le doute : ces derniers s'accordent tous en effet pour prédire le pic des taux d'endettement d'ici un ou deux ans et le retour vers des niveaux d'endettement sensiblement plus bas qu'aujourd'hui à horizon 2020. **Cette conclusion ne coule assurément pas de source. Sur quoi repose-t-elle ?**



Les projections passées au crible

Remonter la chaîne de ces prévisions n'est guère aisé. Les hypothèses retenues par les uns et par les autres n'étant que partiellement explicitées, ce travail nécessite, en effet, une certaine gymnastique. Ainsi, par exemple, faut-il une certaine expérience pour parvenir à estimer les variables du modèle prévisionnel de l'agence Unetelle qui nous dit prévoir que le niveau d'endettement de l'Italie devrait rebaisser dans la zone des 110 % du PIB à horizon 2020, sans communiquer les hypothèses à l'origine de ce résultat... L'économiste averti comprendra que le tableau des données économiques des cinq années d'avant crise, censé renseigner sur les tendances à moyen terme de l'économie italienne, risque fort d'avoir servi de base à l'exercice prévisionnel de moyen terme, ce que nous avons en effet pu vérifier. Dans ce cas précis, nos estimations des hypothèses prises en considération donnent les résultats suivants :

- **Une croissance du PIB réel italien de 1,3 % l'an en moyenne au cours de la période 2013-2020**, soit précisément celle observée au cours de la période 2003 à 2008, de loin la plus performante de l'histoire récente du pays, mais plus de deux fois supérieure à la croissance moyenne des années 2000 à 2010.

- **Des hypothèses de hausse des prix « normées » aux environs de 2 % par an**, certes cohérentes avec les perspectives de croissance retenues mais sans commune mesure avec les tendances récentes du déflateur du PIB (indice des prix de l'ensemble du produit intérieur brut), de respectivement 1,3% et 1% en 2011 et 2012.
- **Une rigueur budgétaire exceptionnelle** que révèle l'hypothèse d'un excédent primaire (solde budgétaire hors intérêts de la dette) généralement compris entre 4% et 5% par an sur l'ensemble de la période, là encore bien supérieur aux tendances récentes, de 1 % en moyenne entre 2008 et 2012.

De telles hypothèses ont naturellement un effet dominant sur l'estimation des tendances futures d'endettement : la projection d'une croissance nominale du PIB de l'ordre de 3,5 %, bien qu'insuffisante pour éroder mécaniquement le stock de la dette, élimine la contribution négative de la composante conjoncturelle à la formation du déficit et rend de facto le maintien d'un excédent primaire élevé, nécessaire au désendettement, beaucoup plus accessible.

Au cœur de ces projections réside donc un point central : l'hypothèse de croissance structurelle, déterminée pour l'essentiel par les retombées positives escomptées des réformes futures supposées. Le FMI, seul à publier le détail de son modèle, estime à 8,7 % le gain pour la croissance potentielle italienne des réformes à venir au cours de la période 2013-2018. Le pari est, à l'évidence, osé. Non seulement, en effet, parce que, dans le meilleur des cas, ces réformes risquent de prendre beaucoup plus longtemps que prévu, mais également parce que, dès lors que la plupart des pays de la zone euro sont supposés mener peu ou prou les mêmes politiques compétitives, les gains absolus que les économies pourront en retirer s'en trouveront forcément amenuisés. Ajoutons à cela la difficulté à réconcilier les effets négatifs à court terme des politiques de réformes structurelles avec les prévisions à horizon 2013 et 2014 et, on l'aura compris, l'exercice n'est guère convaincant.

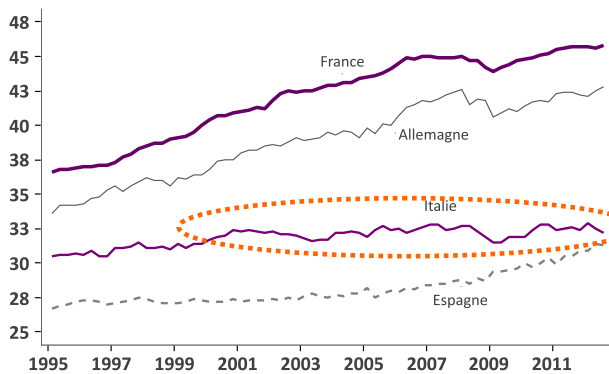
Réalités italiennes

L'appauvrissement de l'économie italienne n'est pas né de la crise financière. Pertes chroniques de compétitivité et rigidités structurelles d'un pays vieillissant sont à l'origine d'une sous-performance de longue date de cette économie par rapport à ses voisins. Ainsi, l'avantage que pourrait constituer le poids relativement élevé de l'industrie manufacturière dans le PIB italien (18 %, contre 13 % en France et 25 % en Allemagne) se révèle-t-il dans les conditions présentes un lourd handicap, que caractérisent :

- Un positionnement industriel sur des segments de moyenne valeur ajoutée très exposés à la concurrence des pays émergents d'Asie ou d'Europe de l'Est,
- La prépondérance de micro entreprises et de PME (assurant près de 70 % de la valeur ajoutée du pays, contre 58 % en France et 55 % en Allemagne) ayant par nature un accès réduit aux économies d'échelle et aux gains de productivité que nécessiterait le degré de concurrence actuel,
- Un faible degré de diversification, allant de pair avec un faible développement des activités de services à forte valeur ajoutée,
- Une inertie de l'emploi, à la hausse par manque de secteurs créateurs d'emploi, comme à la baisse du fait de l'importance des micro-entreprises (45 % de l'emploi total),

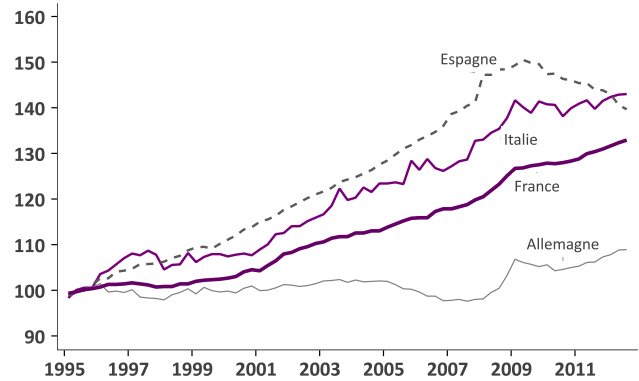
- Une faiblesse inhérente des dépenses en R&D, dont la proportion n'exède pas 1,25 % du PIB, soit 1,5 point de moins qu'en Allemagne ou même un point de moins qu'en France...
- ... Auxquels il faudra ajouter, à l'avenir, les coûts d'un vieillissement accéléré de la population.

Productivité réelle horaire, EUR/heure travaillée



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Coûts salariaux unitaires, 1995=100



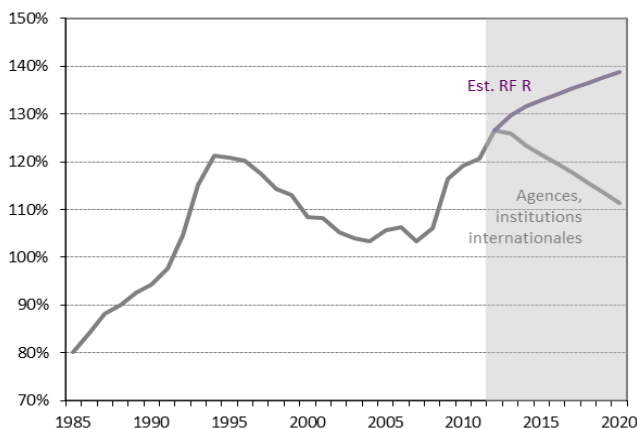
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'ensemble n'incite guère à l'optimisme. Entre 2010 et 2020, la population en âge de travailler du pays devrait décliner d'un quart de point chaque année, de sorte que même dans le cas d'une accélération des gains de productivité de $\frac{1}{4}$ de point par an en moyenne (soit un rebond beaucoup plus substantiel à partir de 2013, compte-tenu des pertes enregistrées en 2011 et 2012), **le potentiel de croissance de l'économie italienne ne devrait pas excéder 0,5 % l'an !**

De telles conditions modifient considérablement les termes de l'équation de la dette italienne : à taux d'intérêt apparent inchangé, de 4 %, l'écart des taux d'intérêt à la croissance nominale resterait de l'ordre de deux points ; la composante cyclique du solde public serait durablement négative ; la capacité du pays à générer des excédents primaires serait, de facto, amoindrie et le coût de la dette en proportion du PIB serait en hausse constante.

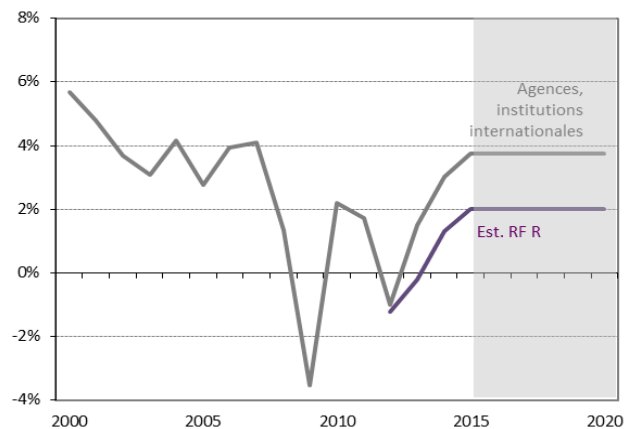
Au total, la dette continuerait à croître tout au long de la période pour vraisemblablement approcher 140 % du PIB en 2020, au lieu de 126,5 % en 2012.

Scénarios d'évolution de la dette publique italienne, en % du PIB

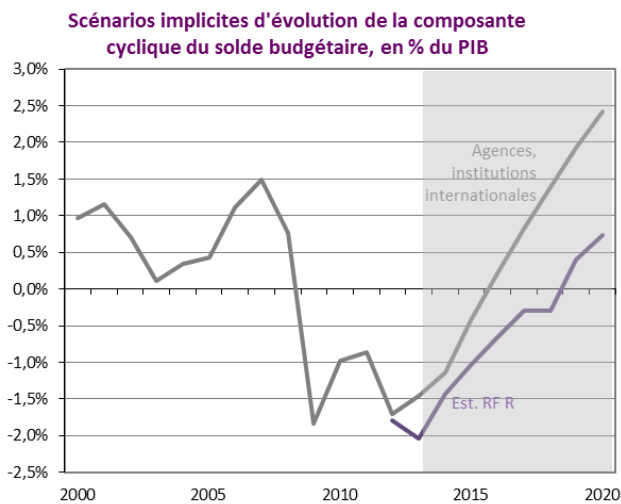


Sources : RichesFlores Research, FMI, Fitch, S&P, Moody's, CE

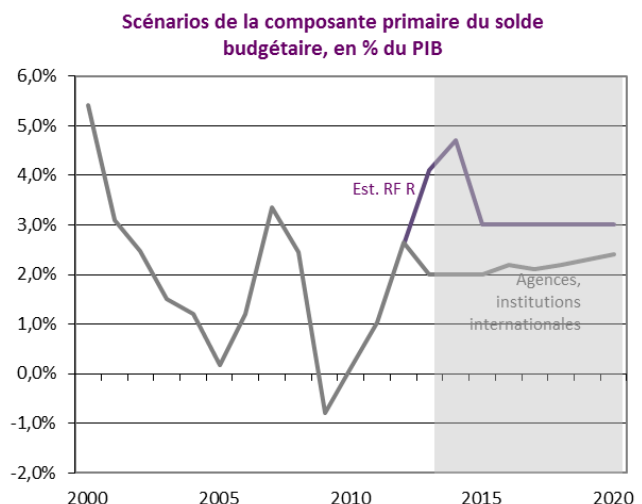
Scénarios d'évolution du PIB nominal italien, en %



Sources : RichesFlores Research, FMI, Fitch, S&P, Moody's, CE



Sources : RichesFlores Research, FMI, Fitch, S&P, Moody's, CE



Sources : RichesFlores Research, FMI, Fitch, S&P, Moody's, CE

Espagne et France : des situations beaucoup moins contraignantes

Avec un taux d'endettement inférieur de plus de 25 à 30 points de PIB à celui de l'Italie, l'Espagne, comme la France, sont dans des situations beaucoup moins critiques, y compris dans l'éventualité d'une croissance économique durablement anémique.

Le tableau ci-dessous, qui présente l'estimation des efforts qui auraient été requis par les trois pays pour stabiliser leur dette en 2012, illustre à quel point le taux initial d'endettement influe sur la capacité des États à juguler la dérive de leur dette. Exprimé en points de solde primaire, cet effort aurait dû dépasser 7 points de PIB dans le cas italien, au lieu de 4,7 points dans le cas espagnol et de seulement 1,8 point dans le cas français.

Excédent primaire requis en 2012 pour stabiliser la dette

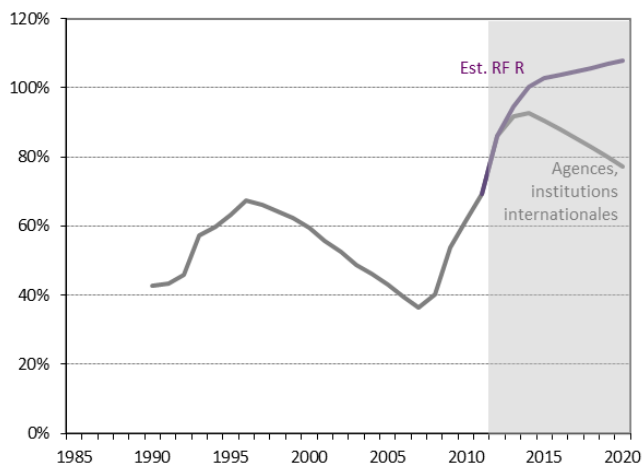
Année 2012	Dette/PIB	Taux d'intérêt apparent (charge d'intérêts/PIB)	Taux de croissance du PIB nominal	Solde primaire requis pour stabiliser la dette, en % du PIB
Italie	126,5	4,5	-1,2	7,2
Espagne	86	4,4	-1,1	4,7
France	90	3,0	1,0	1,8

Source : AMECO, estimations RichesFlores Research

Outre, l'avantage que constitue le plus bas niveau d'endettement, l'Espagne pourrait également bénéficier d'une croissance tendanciellement plus soutenue que l'Italie à en juger par les progrès accomplis en matière de compétitivité ces dernières années. Au total, notre scénario d'une croissance du PIB réel espagnol de 0,7 % l'an en moyenne entre 2013 et 2020, permettrait une très nette inflexion du rythme de croissance de l'endettement à partir de 2015. **La dette publique espagnole pourrait**

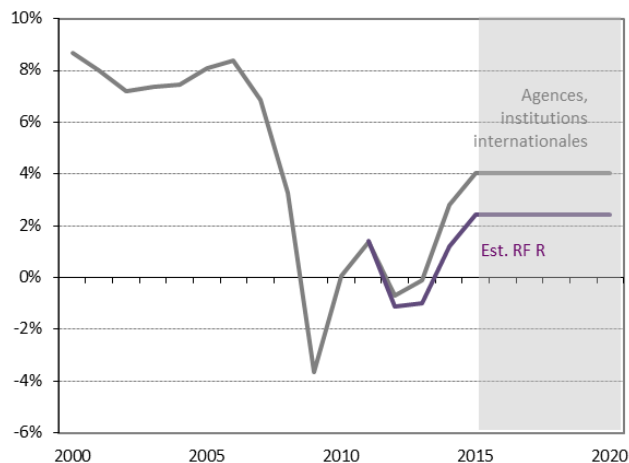
ainsi se stabiliser dans une fourchette de 105 % à 110 % du PIB, un niveau certes sans comparaison avec les projections du FMI ou des agences de notation mais toutefois très inférieur à ce que suggère la situation italienne.

Scénarios d'évolution de la dette publique espagnole, en % du PIB



Sources : RichesFlores Research, FMI, Fitch, S&P, Moody's, CE

Scénarios d'évolution du PIB nominal espagnol, en %



Sources : RichesFlores Research, FMI, Fitch, S&P, Moody's, CE

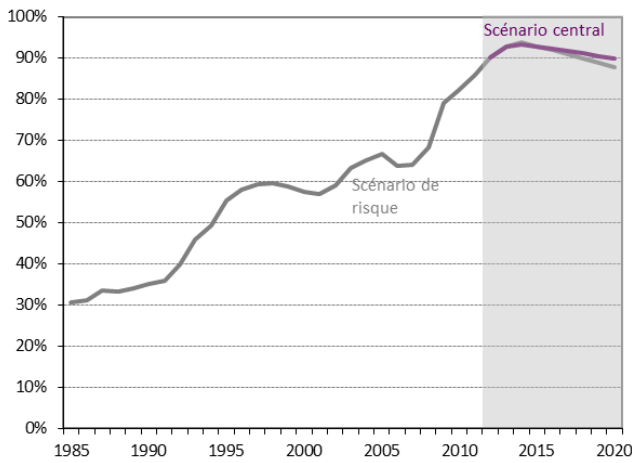
Enfin, la situation française, au sujet de laquelle les perspectives souveraines soulèvent des inquiétudes grandissantes ces derniers temps, n'a pas grand-chose à voir avec les deux cas précédents :

- En premier lieu parce que la France a échappé à la récession en 2012 et qu'en conséquence la croissance nominale de son PIB s'est beaucoup mieux tenue. Tel devrait encore être le cas en 2013 malgré nos prévisions d'un repli de 0,5 % du PIB réel.

- En second lieu, parce que, les perspectives de croissance potentielle de l'économie française, bien que sérieusement entamées, sont beaucoup moins endommagées que celles de l'Italie ou de l'Espagne : l'économie française conserve des niveaux de productivité toujours les plus élevés de la zone euro et en progression ; elle est par ailleurs le pays de la zone euro le moins pénalisé par l'érosion de sa population d'âge actif.

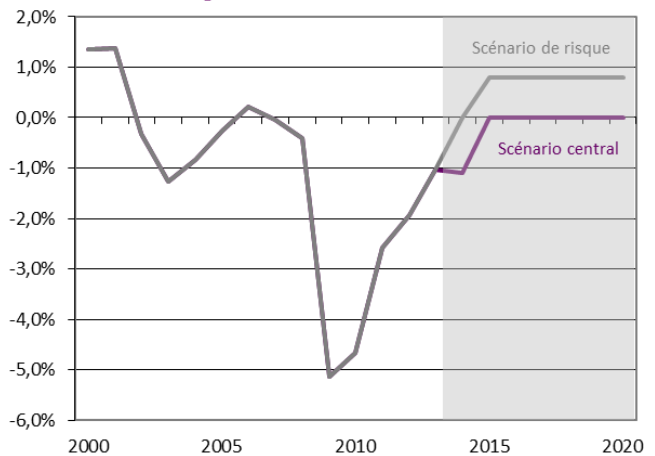
Au total, avec un taux d'intérêt apparent relativement faible, de 3 %, l'effort requis sur le solde primaire pour stabiliser la dette française semble très accessible. **Dans l'hypothèse centrale d'une croissance du PIB réel de 1,2 % en moyenne entre 2013 et 2020, intégrant une accélération à 1,5 % l'an en moyenne à partir de 2015, le seul maintien du solde primaire à l'équilibre permettrait en effet de faire refluer la dette publique française à partir de 2015.** Dans le cas d'une croissance durablement affaiblie, de 0,8 % l'an sur l'ensemble de la période, correspondant à notre scénario de risque, l'effort pour parvenir à préserver la voie du désendettement, consisterait en un excédent primaire de 0,5 %, également largement accessible.

Scénarios d'évolution de la dette publique française, en % du PIB



Sources : RichesFlores Research

Scénarios de la composante primaire du solde budgétaire de la France, en % du PIB

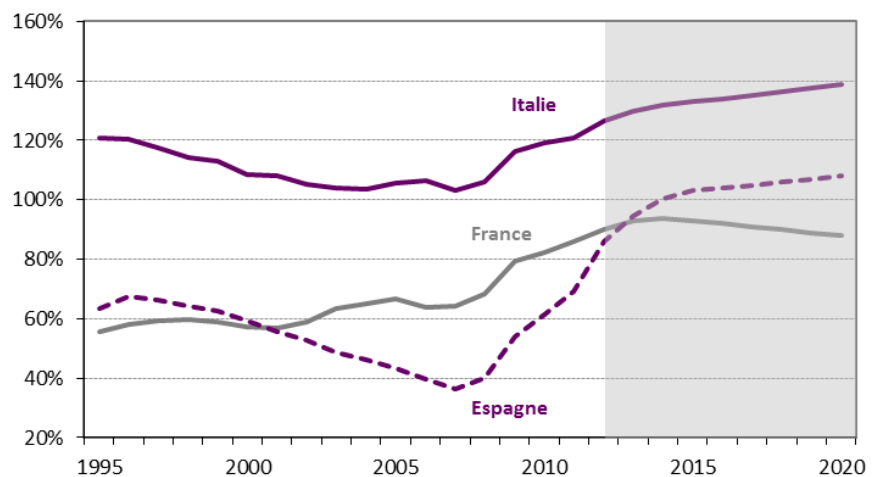


Sources : RichesFlores Research

Il découle de l'analyse qui précède une vraie question quant à la soutenabilité de la dette italienne que les marchés ne semblent, pour l'heure, guère avoir intégrée. Cette situation représente un risque évident de nouvelles déconvenues, dès lors que les projections aujourd'hui les plus admises seront révisées. Ce pourrait naturellement être le cas après les élections italiennes si, comme on peut le redouter, le nouveau gouvernement en place n'a pas les marges de manœuvre suffisantes pour donner les gages nécessaires aux investisseurs de long terme sur sa capacité à infléchir les tendances du surendettement du pays.

Mais ces perspectives soulèvent une interrogation plus fondamentale de moyen terme sur la capacité de la zone euro à faire face à une situation dans laquelle la troisième économie de la région semble sur la voie d'un un sort comparable à celui du Japon...

Scénario RF R d'évolution des dettes publiques en % du PIB



Sources : RichesFlores Research

Véronique Riches-Flores
veronique@richesflores.com

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