NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

1er mars 2021 - 151

Comment la situation de l'Italie imposera le maintien de politiques budgétaires et monétaires très expansionnistes dans la zone euro

La situation économique structurelle de l'Italie est inquiétante, ce que montre l'observation de la productivité, du taux d'emploi, de l'efficacité du système éducatif, des compétences, de l'effort de recherche, de l'investissement, de la modernisation des entreprises, des finances publiques, etc.

Éviter une nouvelle crise financière, de la dette, en Italie, impose donc :

- la solidarité budgétaire des autres pays européens, avec des transferts vers l'Italie (par exemple au travers du Plan de Relance européen) ; mais ces transferts devront être permanents ;

- une intervention permanente de la BCE pour éviter l'ouverture du spread de taux d'intérêt de l'Italie.

C'est parce que les marchés financiers anticipent ces deux évolutions, surtout après l'arrivée de M. Draghi comme Président du Conseil, que les taux d'intérêt de l'Italie sont aujourd'hui aussi bas. Mais il faut comprendre que ces deux politiques devront être permanentes : l'Italie force l'Europe à mener une politique budgétaire expansionniste et réduisant l'hétérogénéité des pays, et une politique monétaire très expansionniste.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

www.research.natixis.com

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

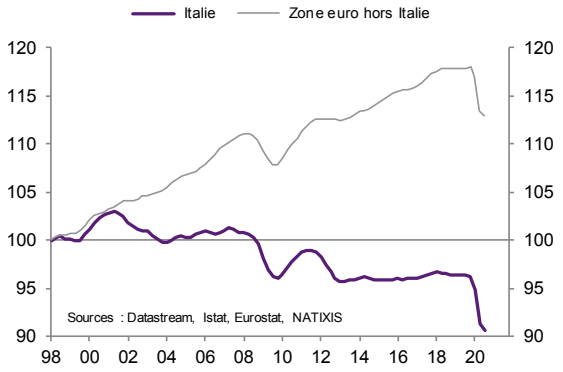
ECONOMIC RESEARCH

Situation structurelle inquiétante de l'Italie

On peut regarder les **indicateurs de la situation structurelle de l'économie en Italie, ils sont tous défavorables** :

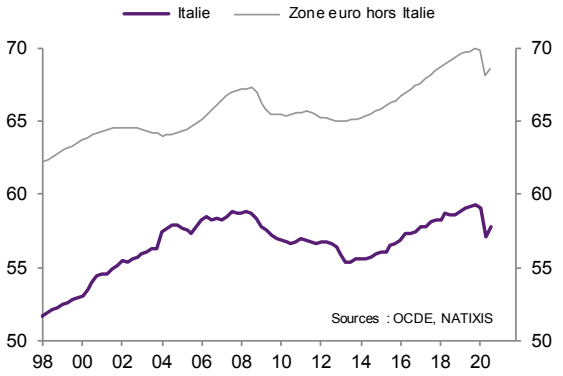
- stagnation de la productivité (**graphique 1)** ;

Graphique 1
Productivité par tête (100 en 1998:1)



- taux d'emploi très faible **(graphique 2)** ;

Graphique 2
Taux d'emploi (en %)



- faible efficacité du système éducatif **(Tableau 1)** ;

Tableau 1 : Enquête PISA de l'OCDE (score global)

Pays	2009	2012	2015	2018
Italie	486	490	485	477
Zone euro hors Italie	496	500	495	491

Sources : OCDE, NATIXIS

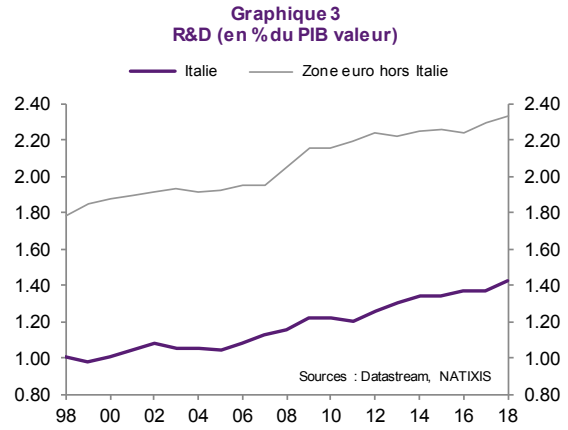
- faiblesse des compétences de la population active **(Tableau 2)** ;

Tableau 2 : Enquête PIAAC de l'OCDE, score global par score décroissant (numératie et littéracie, 2016)

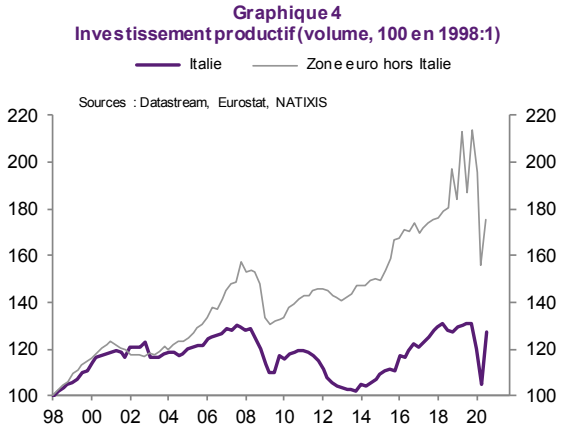
Rang	Pays	Score
1	Finlande	284,9
2	Pays-Bas	282,2
3	Flandre (Belgique)	277,9
4	Slovaquie	274,8
5	Estonie	274,5
6	Autriche	272,2
7	Allemagne	270,8
8	Irlande	261,1
9	France	258,2
10	Slovénie	257,0
11	Grèce	252,9
12	Italie	248,8
13	Espagne	248,8

Sources : OCDE, NATIXIS

- faiblesse de l'effort de recherche **(graphique 3)** ;

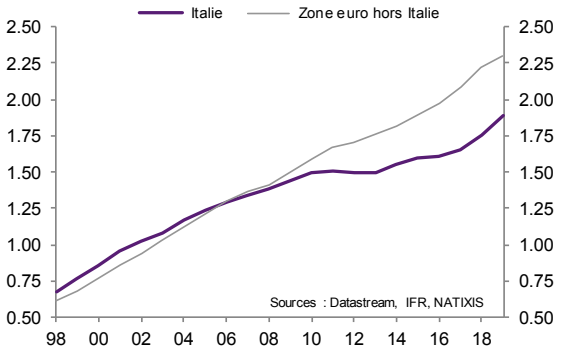


- faible progression de l'investissement des entreprises **(graphique 4)** ;



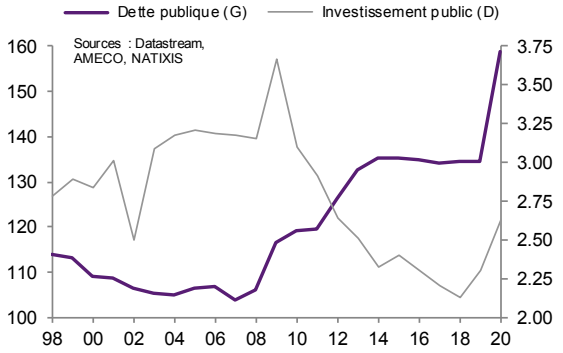
- faible modernisation des entreprises **(graphique 5)** ;

Graphique 5
Stock de robots industriels
(pour 100 emplois manufacturiers)



- dégradation des finances publiques et recul de l'investissement public **(graphique 6)**.

Graphique 6
Italie : dette publique et investissement public
(en % du PIB valeur)

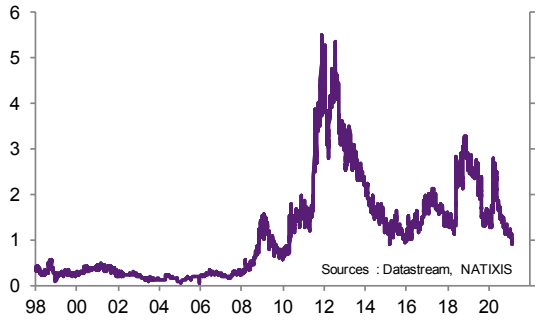


Cette longue liste de problèmes structurels de l'Italie devrait conduire à une défiance des marchés financiers.

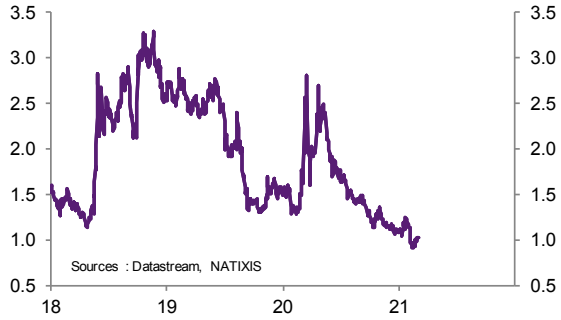
Pourtant, la confiance des marchés financiers dans l'Italie s'est considérablement améliorée

Quand on regarde l'**écart de taux d'intérêt à 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne (graphiques 7a/b)**, on voit une **amélioration constante de la confiance des marchés financiers dans l'Italie depuis 2014**, amélioration qui se poursuit dans la période récente.

Graphique 7a
Italie : écart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat avec l'Allemagne (en %)



Graphique 7b
Italie : écart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat avec l'Allemagne (en %)



Cet optimisme des marchés financiers au sujet de l'Italie malgré la longue liste vue plus haut des problèmes structurels résulte :

- **de l'apparition d'une solidarité budgétaire entre les pays de la zone euro, avec des transferts importants vers l'Italie,** par exemple dans le cadre du Plan de Relance **(Tableau 3)** ;

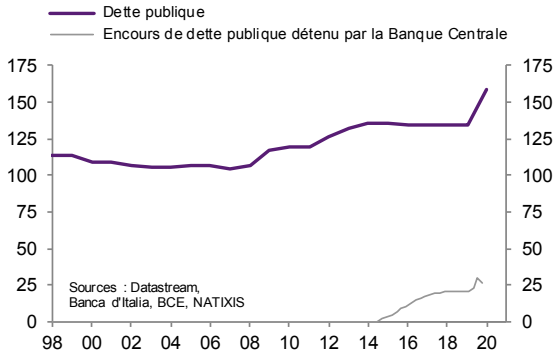
Tableau 3 : Subventions du plan de relance européen au prix de 2018

Pays	Montant Md€
Belgique	5,6
Bulgarie	7,6
République tchèque	9,0
Danemark	1,8
Allemagne	26,8
Estonie	1,5
Irlande	1,4
Grèce	18,6
Espagne	70,2
France	41,3
Croatie	6,7
Italie	77,1
Chypre	1,2
Lettonie	2,2
Lituanie	2,9
Luxembourg	0,2
Hongrie	7,3
Malte	0,3
Pays-Bas	6,6
Autriche	3,3
Pologne	28,1
Portugal	14,9
Roumanie	17,0
Slovénie	2,0
Slovaquie	6,8
Finlande	2,9
Suède	4,1
Total	**367,5**

Sources : Commission Européenne, NATIXIS

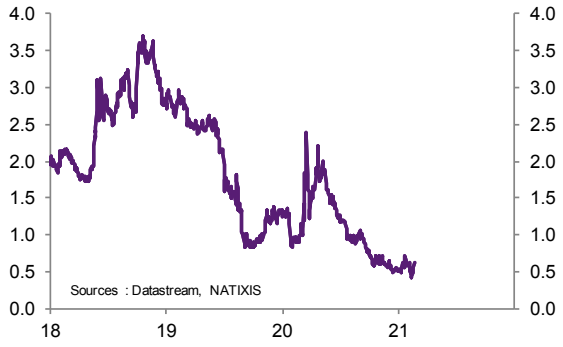
- **de la conviction qu'il y aura une intervention permanente de la BCE pour éviter l'ouverture du spread de taux d'intérêt de l'Italie (graphique 8),** y compris si la BCE doit acheter davantage de dette italienne que ce que le poids de l'Italie dans le capital de la BCE impliquerait.

Graphique 8
Italie : dette publique et encours de dette publique détenu par la Banque Centrale (en % du PIB valeur)



L'arrivée de M. Draghi à la Présidence du Conseil en Italie a évidemment renforcé ces deux convictions, d'où la nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme (graphique 7b, **graphique 9**), qui assure la solvabilité budgétaire de l'Italie.

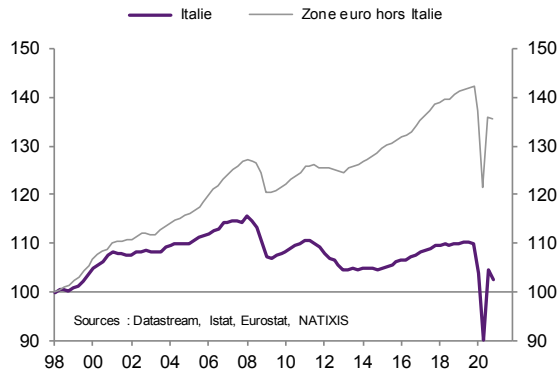
Graphique 9
Italie : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



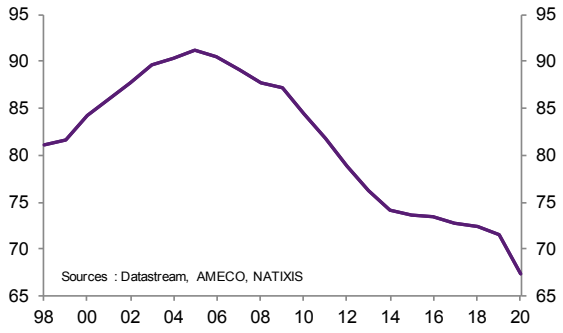
Synthèse : mais la situation de l'Italie contraindra fortement les politiques budgétaires et monétaires dans le futur

Les difficultés structurelles très importantes de l'Italie, qui aboutissent au total à une croissance très faible **(graphique 10)** et à un recul du revenu par habitant relatif **(graphique 11), devraient normalement conduire à une forte défiance des marchés financiers et à un spread de taux d'intérêt très élevé avec l'Allemagne**.

Graphique 10
PIB volume (100 en 1998:1)



Graphique 11
Italie : PIB par habitant
(en €, en % du PIB par habitant de l'Allemagne)



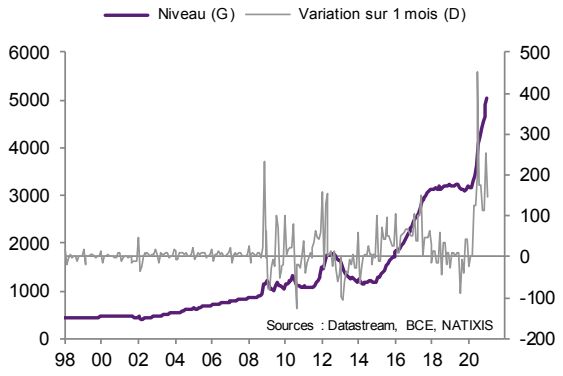
Le resserrement très important de l'écart de taux d'intérêt de l'Italie est dû alors à **la mise en place de la solidarité budgétaire entre les pays européens et aux interventions de la BCE**.

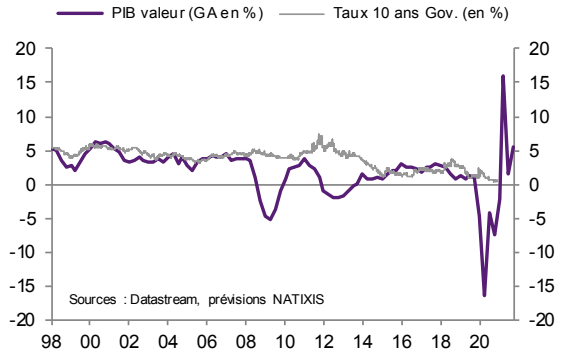
Mais pour que les taux d'intérêt de l'Italie restent faibles, il faut que ces mécanismes restent permanents ; en particulier :

- **le Plan de Relance européen devrait devenir un budget d'investissement permanent,** pas seulement un plan ponctuel ;

- même si la BCE ralentit ou arrête ses achats de dette **(graphique 12)**, il faudra qu'**elle dise clairement qu'elle est prête à les reprendre immédiatement pour le montant nécessaire** s'il apparaissait une tension sur les taux d'intérêt de l'Italie.

Graphique 12
Zone euro : base monétaire (Md€)



Le retour de taux d'intérêt à long terme supérieur à la croissance potentielle en valeur en Italie (graphique 13) serait catastrophique en faisant réapparaître le risque de divergence du taux d'endettement public.

Graphique 13
Italie : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat