

RISK&OPPORTUNITIES

SG Etudes Études Économiques et Sectorielles

Italie : le piège du multiplicateur fiscal

Michala Marcussen
Chef économiste Groupe

L'impact d'une politique budgétaire discrétionnaire sur la croissance économique est un sujet de débat permanent, et pas des moindres ces jours-ci entre Bruxelles et Rome. En pesant les différents mécanismes à l'œuvre, nous constatons que le multiplicateur fiscal en Italie est aujourd'hui inférieur au niveau nécessaire pour réduire le ratio dette / PIB. Inversement, si le gouvernement italien basculait le levier fiscal sur l'austérité, nous craignons que cela aussi ne se révèle inefficace pour réduire le ratio de dette. En un mot, l'Italie semble prise dans un « piège du multiplicateur fiscal ». Pour sortir de cette situation, il faut mettre davantage l'accent sur les réformes structurelles qui permettent d'accélérer la croissance.

Ces derniers jours, des espoirs sont apparus de parvenir à un compromis sur le budget italien. Des articles de presse suggèrent que l'objectif de déficit budgétaire pour 2019 pourrait être ramené à 2%. Le projet initial prévoyait une croissance économique de 1.5% en 2019, un déficit budgétaire de 2.4% du PIB et une dette des administrations publiques de 129.2% du PIB. La Commission estime que la croissance serait de 1.2%, le déficit budgétaire de 2.9% et la dette des administrations publiques de 131%. En comparant les deux prévisions, nous trouvons des hypothèses similaires sur le contexte économique mondial et sur l'ampleur de la relance budgétaire italienne. Supposant ainsi que la différence provient principalement du multiplicateur appliqué à l'expansion fiscale italienne, un calcul rapide révèle que la Commission utilise un multiplicateur inférieur d'environ 0.4pp à celui qui est appliqué par le gouvernement italien.

Trouvez la différence – Le gouvernement italien versus la Commission

	PIB réel	Demande domestique finale	Déflateur du PIB	Taux de chômage	Compensation salariale par employé	Solde primaire	Solde budgétaire	Solde primaire corrigé des var. conjoncturelles	Solde structurel	Dette publique
	g.a.	g.a.	g.a.		g.a.	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
Commission										
2018	1.1	1.4	1.3	10.7	1.8	1.7	-1.9	1.9	-1.8	131.1
2019	1.2	1.2	1.3	10.4	0.9	1.0	-2.9	0.8	-3.0	131.0
2020	1.3	1.3	1.4	10.0	1.0	0.8	-3.1	0.4	-3.5	131.1
Projet de budget italien										
2018	1.2	1.4	1.3	10.6	1.7	1.8	-1.8	2.8	-0.9	130.9
2019	1.5	1.6	1.6	9.8	1.5	1.2	-2.4	1.9	-1.7	129.2
2020	1.6	1.6	1.9	-	-	-	-	-	-	127.3

Source: European Commission, Italian Ministry of Finance, SG Études économiques et sectorielles

Qui a raison ? Ces dernières années, de nombreux articles ont débattu de la taille et des déterminants des multiplicateurs budgétaires, mais, à notre connaissance, aucun n'a apporté de réponse claire. En un mot, "ça dépend". Dans notre discussion ci-dessous, nous combinons une approche basée sur l'observation avec quelques simulations effectuées sur

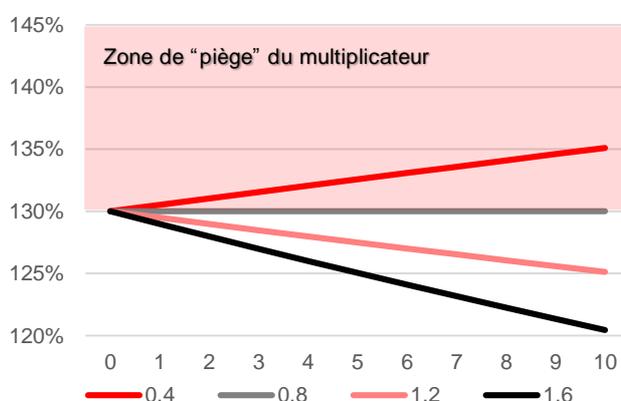
NiGEM¹ dans le but de cerner l'ampleur que pourrait avoir le multiplicateur fiscal italien aujourd'hui et la manière dont il pourrait potentiellement changer si le gouvernement décidait d'un changement de politique.

Qu'est-ce qu'un écart de 0.4 entre amis ?

Pour illustrer à quel point une hypothèse erronée sur le multiplicateur budgétaire peut être coûteuse au fil du temps, considérons un gouvernement ayant une dette initiale de 130% du PIB et un budget primaire équilibré. Les deux graphiques ci-dessous illustrent la trajectoire de la dette publique en supposant, respectivement, une expansion budgétaire financée par la dette et une contraction budgétaire visant à réduire la dette, correspondant chacune à 1% du PIB par an au cours de la prochaine décennie, selon différentes hypothèses sur le multiplicateur budgétaire. Notre calcul suppose implicitement que le taux de croissance sous-jacent (en l'absence d'impact de la politique budgétaire) est égal au coût du service de la dette.

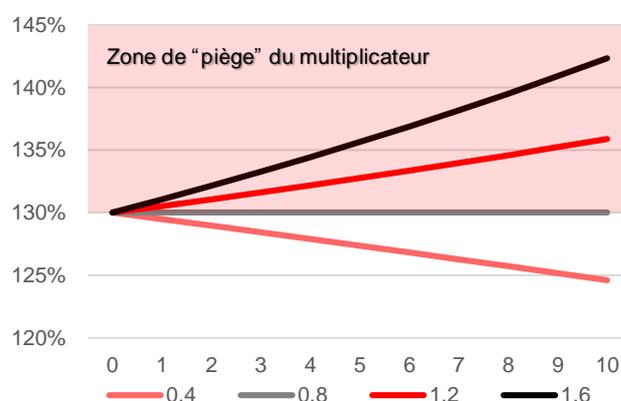
Un "piège du multiplicateur" existe pour ... et l'austérité budgétaire l'expansion

Ratio de dette sur PIB pour différents multiplicateurs, présupposant une expansion budgétaire de 1% par an



Source: SG Études économiques et sectorielles

Ratio de dette sur PIB pour différents multiplicateurs, présupposant une contraction budgétaire de 1% par an



Source: SG Études économiques et sectorielles

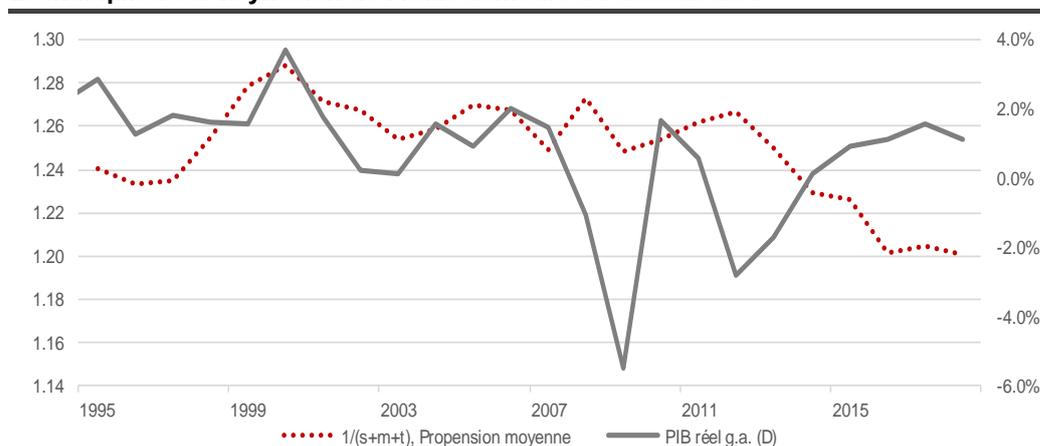
Comme on l'a vu, le ratio de dette sur PIB reste stable à 130% lorsque le multiplicateur budgétaire est égal à 0.77 (l'inverse du ratio initial de dette sur PIB, c'est-à-dire 1/130%). La réduction de ce ratio dans le cadre d'une expansion budgétaire financée par la dette nécessite un multiplicateur supérieur à 0.77. Inversement, la réduction du ratio de dette sur PIB par le biais d'un programme d'austérité nécessite un multiplicateur inférieur à 0.77. Dans cet exemple certes très stylisé, un écart de 0.4 fait toute la différence !

¹ NiGEM est le modèle économétrique global de l'Institut national de l'Institut national de recherche économique et sociale. Ce modèle couvre plus de 60 pays avec plus de 5000 variables. C'est un modèle de politique macro-économétrique globale basé sur la macroéconomie moderne. Pour plus d'informations, veuillez consulter www.niesr.ac.uk.

Quelle est la taille du multiplicateur fiscal de l'Italie ?

La plupart des modèles économiques partent du principe que l'expansion fiscale a un impact positif sur la demande intérieure. Ainsi, lorsque les dépenses publiques augmentent (ou que les impôts diminuent), les revenus augmentent, ce qui stimule la consommation privée et encourage les entreprises à recruter et à investir davantage. Une contraction fiscale est supposée avoir l'effet inverse. Ces effets de la demande pure sont capturés par le multiplicateur de Keynes, défini comme la propension marginale à importer (m), à épargner (s) et taxer (t). En pratique, les tendances marginales tendent à être volatiles et très sensibles aux périodes choisies. Sur des périodes plus longues, les propensions marginales et moyenne convergeront. Le principal inconvénient de l'utilisation des propensions moyennes est qu'elles peuvent moins bien saisir les effets du cycle et refléteront principalement les changements structurels.

Le multiplicateur keynésien de l'Italie demeure au-dessus de 1

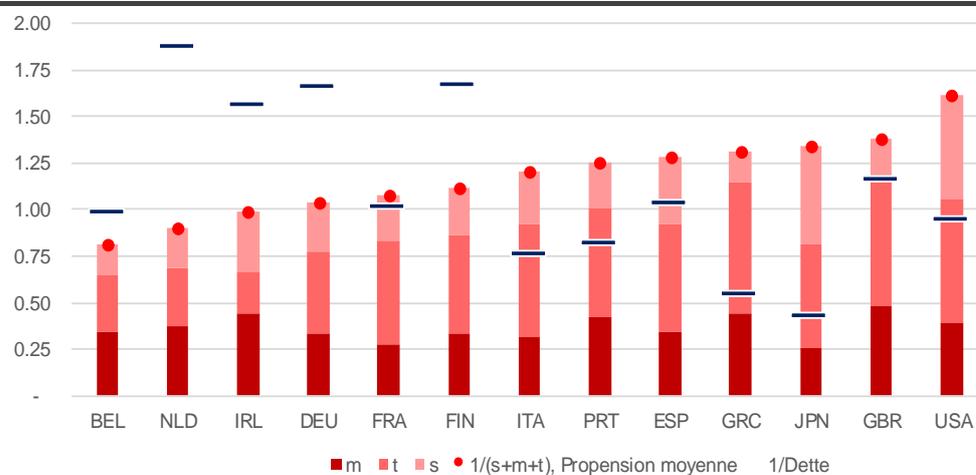


La propension moyenne à consommer est calculée sur une base annuelle comme étant l'inverse de la somme de la propension moyenne à épargner (s), à importer (m) et à taxer (t). Notez que nous avons ajusté la propension moyenne à importer pour corriger des importations tirées par les exportations.

Source: AMECO, OECD, SG Études économiques et sectorielles

À titre de comparaison, le graphique ci-dessous présente nos estimations des multiplicateurs keynésiens pour une sélection de pays, ventilées par importance relative de la propension marginale à importer (m), épargner (s) et taxer (t). Nous incluons également l'inverse du ratio dette / PIB comme simple référence à la suite de notre analyse ci-dessus. Comme on l'a vu, les économies fermées à faible propension à importer, à épargner et à taxer auront un multiplicateur keynésien plus élevé. Les États-Unis ont le multiplicateur le plus élevé de notre échantillon, tandis que les petites économies ouvertes, comme la Belgique, l'Irlande et les Pays-Bas, se situent au bas de l'échelle de notre échantillon.

Au premier coup d'œil, l'expansion budgétaire en Italie devrait fonctionner...



Source: AMECO, SG Études économiques et sectorielles

À première vue, notre analyse indique qu'une expansion budgétaire pourrait être exactement ce dont l'économie italienne a besoin ; non seulement le multiplicateur keynésien estimé est supérieur à 1, mais il se situe également au-dessus du ratio inverse de la dette publique. Cela suggère également que l'austérité budgétaire est la dernière chose à faire. Les preuves présentées jusqu'à présent ne suffisent toutefois pas pour déterminer si l'Italie se trouve aujourd'hui en dehors de la « zone de piège du multiplicateur » présentée ci-dessus. Pour avoir une meilleure idée de notre position, plusieurs autres facteurs doivent être pris en compte pour nous éloigner du cas simple présenté ci-dessus et nous rapprocher du monde réel. Nous abordons cinq points importants ci-dessous, en commençant par (1) la composition des mesures de politique budgétaire, (2) les attentes des consommateurs, (3) les contraintes de liquidité, (4) l'éviction et l'incertitude et (5) les notations.

1. **Toutes les mesures fiscales ne sont pas égales** : dans le monde réel, la composition des mesures de politique budgétaire a une grande importance. Par exemple, un investissement public de 10 milliards d'euros dans les réseaux de transport présentera un coût initial, mais devrait avoir des effets positifs sur la croissance dans les années à venir. Si les mêmes fonds sont utilisés pour stimuler les transferts sociaux, cela stimulera de manière ponctuelle la consommation, mais il est beaucoup plus incertain que des effets de croissance permanents en résultent.

Pour illustrer ces différences, nous avons introduit plusieurs chocs dans le modèle NiGEM. Dans chacun des trois scénarios de dépenses, le choc initial est défini de manière à atteindre 1% du PIB sur une période de deux ans. Pour les chocs fiscaux (entreprises et TVA), nous les calibrons pour produire un impact similaire sur le PIB. Nous nous abstenons ici d'introduire un choc supplémentaire lié à l'incertitude, ce qui laisse la réaction des marchés financiers assez silencieuse et nous permet ainsi d'observer de plus près les effets de l'économie réelle. Parmi les mesures de dépenses, les investissements publics semblent les plus favorables et les transferts sociaux les

moins favorables, principalement parce que ces derniers entraînent une augmentation plus significative de l'épargne des ménages. Nous observons en outre qu'une réduction de l'impôt sur les sociétés semble plus favorable qu'une réduction équivalente de la TVA en termes de coûts liés aux finances publiques pour un impact en termes de choc similaire sur la croissance. Encore une fois, l'épargne des ménages est au travail.

Le type d'expansion fiscale compte !

L'expansion budgétaire, en présupposant des anticipations rationnelles et aucun choc d'incertitude, impact après 1 an

en point de pourcentage vs base sauf indication contraire

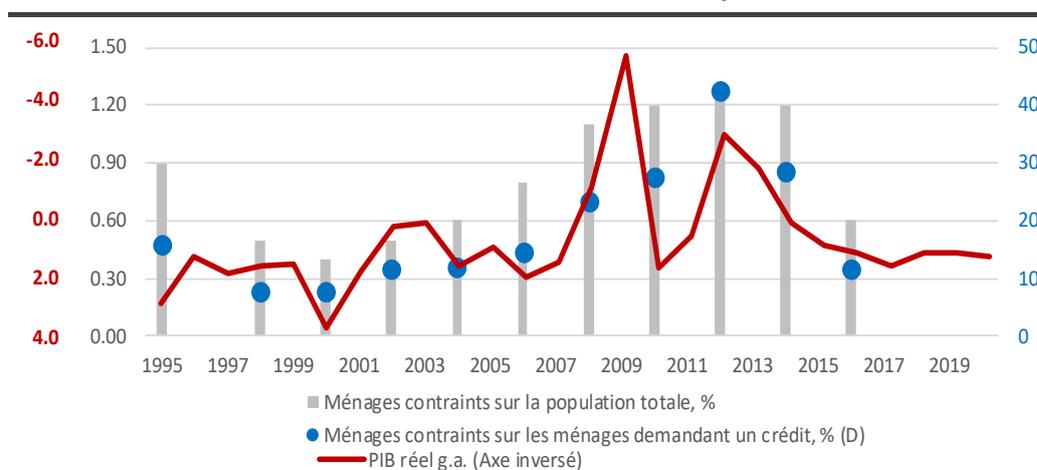
	PIB réel	Demande domestique	Ratio d'épargne des ménages	Inflation	Taux clés (pb)	Rendement obligations à L-T (pb)	Solde budgétaire % PIB	Dettes publiques % PIB
Dépenses publiques, 1% du PIB	0.8	1.1	0.3	0.2	9	14	-0.7	-0.8
Transferts sociaux, 1% du PIB	0.4	0.3	0.8	0.1	0	13	-0.6	-0.1
Investissement public, 1% du PIB	0.9	1.3	0.4	0.3	0	13	-0.8	-0.9
Baisse de l'impôt sur les sociétés (3pp)	0.6	0.8	0.3	0.1	0	13	-0.1	-1.0
Baisse de la TVA (4pp)	0.6	0.6	1.1	-1.9	0	13	-1.7	3.9

Source: NiGEM, SG Études économiques et sectorielles

- 2. Les attentes des consommateurs :** comme on le voit ci-dessus, les décisions d'épargne des consommateurs sont importantes et sont généralement supposées être influencées non seulement par les revenus actuels, mais également par les attentes en matière de revenus futurs. En tant que tels, les consommateurs confrontés à une expansion fiscale financée par la dette devraient augmenter leur épargne en prévision de futures hausses d'impôts. Inversement, face à une expansion fiscale réduisant l'endettement, les consommateurs devraient anticiper une réduction des impôts à l'avenir et dépenser davantage aujourd'hui. Logiquement, de tels comportements vont aussi avoir des conséquences pour les entreprises qui souhaitent embaucher et investir. Ces effets d'équivalence ricardienne réduisent le multiplicateur budgétaire, ce qui signifie que tous les autres facteurs sont gênants pour les expansions budgétaires, mais offrent un soulagement bienvenu lors de l'assainissement budgétaire. D'après notre analyse ci-dessus, il n'est pas difficile de voir comment les effets de composition et les attentes des consommateurs pourraient facilement réduire de moitié notre multiplicateur keynésien italien simplifié à court terme de 1.2.
- 3. Les contraintes de liquidité :** pour pouvoir arbitrer entre la consommation actuelle et la consommation future, les consommateurs doivent être libres de contraintes de liquidité. Même dans le meilleur des cas, certains ménages seront inévitablement à court de liquidité, par exemple les chômeurs, les travailleurs temporaires, les retraités ou les ménages déjà fortement endettés. La prévalence de ces contraintes dépendra des systèmes financiers et de la culture de chaque pays. En outre, face à un resserrement du crédit, tel que celui observé pendant la crise, le nombre de ménages soumis à des contraintes de liquidité, et même d'entreprises, va considérablement

augmenter. Ces effets deviendront encore plus importants si les consommateurs et les dirigeants d'entreprise, confrontés à un choc d'incertitude, retiennent leurs dépenses et leurs plans d'investissement. Globalement, un tel comportement freinerait davantage la demande, réduirait les revenus et la consommation et pèserait davantage sur les emplois et les investissements. Il en résulte ce que l'on appelle le Paradoxe de l'épargne ex-post, l'effort visant à accroître l'épargne ex ante pourrait en fait se traduire par une diminution de l'épargne des ménages.

Les conditions de crédit italiennes montrent une certaine cyclicité



Source: Bank of Italy, AMECO (including GDP forecast) SG Études économiques et sectorielles

Le graphique ci-dessus de l'enquête de la Banque d'Italie sur le revenu et la richesse des ménages nous permet de formuler quelques observations. Premièrement, nous notons que, conformément aux attentes, les ménages souffrent davantage de contraintes de liquidité en période de ralentissement économique. Bien que 2016 soit la date de l'enquête la plus récente, le fait que l'économie ait connu une expansion jusqu'à récemment signifie probablement que le nombre de ménages confrontés à des contraintes de liquidité a encore diminué, bien que la faible croissance du 3T18, des indicateurs médiocres et une détérioration de la conjoncture financière soient une préoccupation.

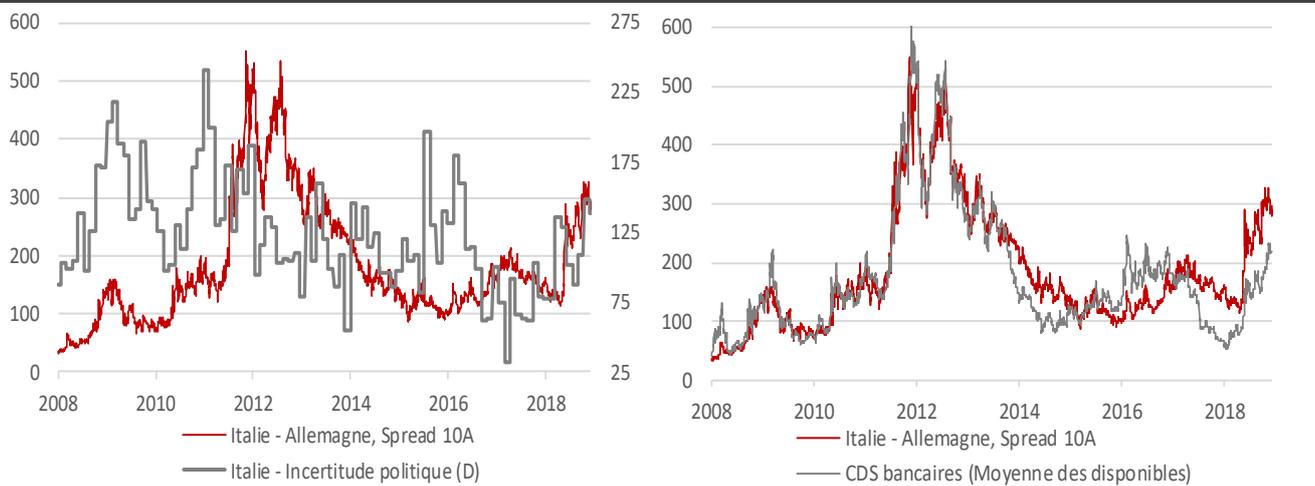
4. **Éviction et incertitude** : la forte hausse des rendements des obligations italiennes depuis mai 2018 est au cœur de la récente détérioration des conditions financières et reflète à la fois les effets d'éviction traditionnels et les incertitudes. Les avoirs encore importants de dette souveraine intérieure sur le bilan des banques italiennes ajoutent à la pression. Les préoccupations accrues concernant la situation politique au sens large sont également importantes. Comme indiqué par la Banque d'Italie dans le dernier rapport sur la stabilité financière, les craintes hypothétiques de sortie de l'euro ont également pesé. Les spreads Quanto offrent un moyen simple d'évaluer ces craintes, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Il convient de noter à cet égard que l'Italie (comme les autres États membres de la zone euro) ne bénéficie plus d'un effet de dépréciation cambiale potentielle par rapport à ses partenaires de la zone euro. Bien

que nous estimions que l'impact global de l'euro sur les primes de risque italiennes est positif, une devise plus faible aurait parfois pu servir de soupape de sécurité.

À son tour, la détérioration des conditions financières alimente l'incertitude économique générale, incitant les consommateurs à retenir les gros achats et les directeurs d'entreprise à retarder les investissements et les embauches. Cette détérioration de l'économie réelle ne fait qu'ajouter aux préoccupations des marchés financiers et menace un cercle vicieux de détérioration des conditions financières, de resserrement des conditions de crédit et d'une croissance plus faible. Une incertitude politique accrue pèse donc à la fois indirectement (via les marchés financiers) et directement sur l'économie réelle.

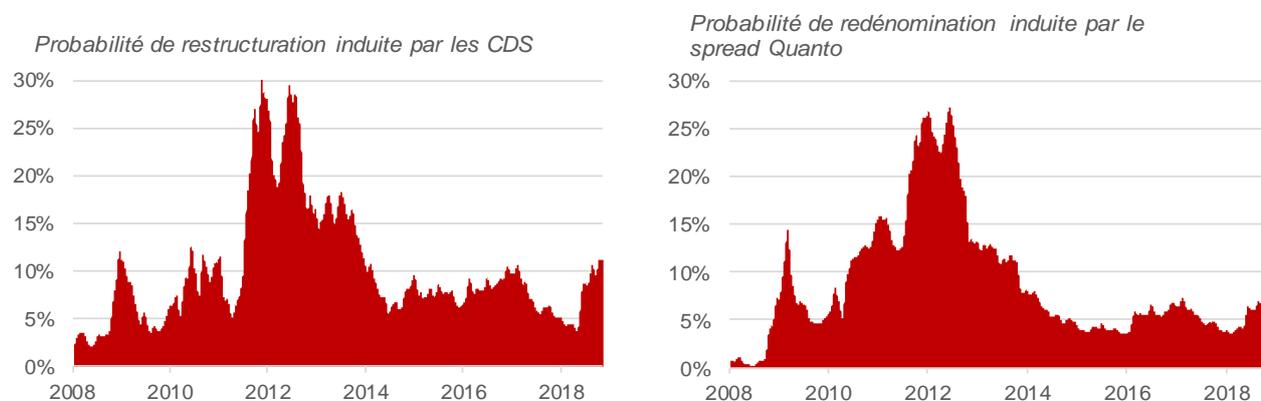
Un point positif dans le contexte actuel est que la détérioration de la situation financière en Italie n'a jusqu'à présent provoqué qu'une contagion limitée au reste de la zone euro. Comme l'a souligné la BCE dans son dernier rapport sur la stabilité financière, l'augmentation désordonnée des primes de risque demeure un risque majeur pour la stabilité financière de la région. De plus, les développements en Italie ne sont qu'un facteur sur une liste qui inclut également le Brexit, les tensions commerciales mondiales, la hausse des taux d'intérêts américains et une nouvelle appréciation du dollar.

Un cercle vicieux d'incertitude ...



Source: Bloomberg, Datastream, SG Études économiques et sectorielles

... avec des craintes de restructuration et de redénomination de la dette



Le spread du CDS prend en compte le risque de restructuration et nous utilisons ici une perte en cas de défaut de paiement (LGD) de 50% pour calculer la probabilité implicite de restructuration et / ou de redénomination de la dette. Le CDS quanto pour un État membre de la zone euro est défini comme le différentiel entre ses spreads de CDS libellés en dollars et libellés en euros. En l'absence de risque de redénomination, le quanto-CDS devrait être négocié de manière identique dans les différents États membres de la zone euro. Nous supposons ici une LGD de 30%.

Source: Bloomberg, Datastream, SG Études économiques et sectorielles

Afin de mesurer l'importance de ces divers facteurs, nous revenons au modèle NIGEM en introduisant un choc de consommation gouvernemental temporaire équivalent à 1% du PIB sur deux ans. Pour établir une base de référence aussi proche que possible du cas multiplicateur purement keynésien, nous commençons par utiliser le modèle avec des anticipations adaptatives et en maintenant les taux d'intérêt fixes par rapport à la base. Il est à noter que nous avons également adapté la fonction d'importation pour prendre davantage en compte la part des importations induite par la demande étrangère. Ensuite, nous élargissons la simulation pour inclure des anticipations rationnelles, mais excluons un choc d'incertitude. Enfin, dans le troisième scénario, nous ajoutons un choc d'incertitude, avec un choc sur les rendements obligataires. Comme le montre le tableau ci-dessous, le seul scénario qui parvient à réduire la dette publique, bien que très modérément, est le premier avec des hypothèses assez irréalistes.

En introduisant un simple choc de rendement de 100 points base dans NIGEM, nous constatons qu'un an après le choc, le PIB serait inférieur de 0,8 point à celui du scénario de référence, toutes choses étant égales par ailleurs. En tant que tel, il est évident que les rendements obligataires ont une grande importance. Dans le modèle, les rendements obligataires sont déterminés par la politique de la BCE, une prime de terme et une prime de terme spécifique du gouvernement italien, fonction de la taille de la dette publique italienne. En tant que tel, à moins d'être contraint, une augmentation de la dette publique se traduira directement par des rendements obligataires plus élevés. Pour que le ratio dette publique / PIB diminue, il faut que le taux d'intérêt implicite de la dette soit inférieur au taux de croissance du PIB nominal, toutes choses étant égales par ailleurs (c'est-à-dire en supposant un solde du budget primaire). Comme l'illustre le graphique ci-dessous, l'Italie a souvent souffert de cet effet boule de neige de la dette, les rendements obligataires dépassant la croissance du PIB nominal d'une marge parfois très importante.

Intégration des effets non keynésiens

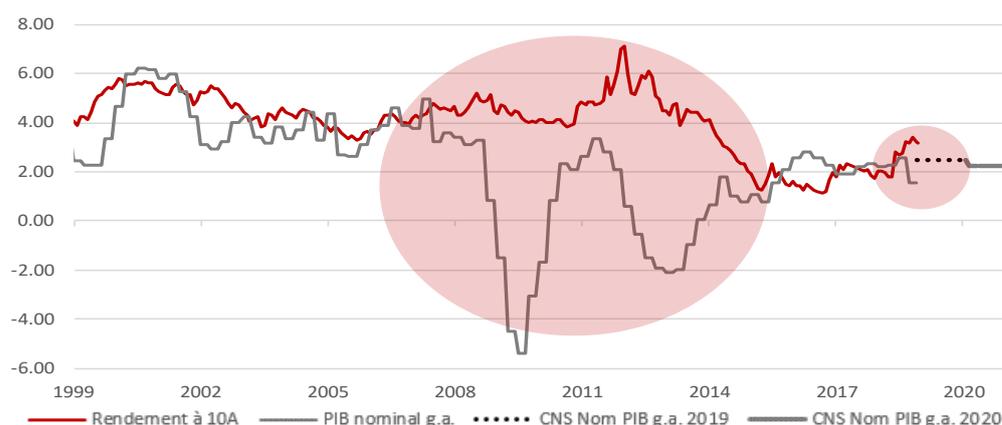
Impact de l'augmentation de 1% du PIB des dépenses publiques

en point de pourcentage vs base sauf indication contraire

Anticipations	Choc d'incertitude	Années après le choc initial	PIB réel	Demande domestique	Ratio d'épargne des menages	Inflation	Taux clés (pb)	Rendement obligations à L-T (pb)	Solde budgétaire % PIB	Dettes publiques % PIB
Adaptatives	Taux fixes	1A	0.9	1.3	0.3	0.3	0	0	-0.7	-1.0
		5A	0.2	0.1	0.1	-0.3	0	0	0.0	-0.3
Rationnelles	Aucun	1A	0.8	1.1	0.3	0.2	9	14	-0.7	-0.8
		5A	0.1	-0.1	0.0	-0.3	-2	18	0.0	0.4
Rationnelles	Modéré	1A	0.2	-0.4	-0.6	0.3	9	95	-0.6	0.0
		5A	-1.2	-2.6	-1.2	-0.4	-15	96	-0.2	3.9

Source: NiGEM, SG Études économiques et sectorielles

Effet boule de neige de la dette italienne



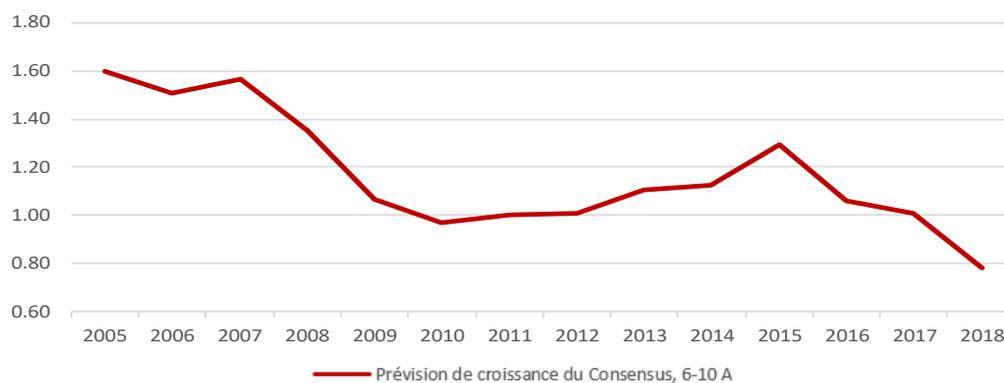
Source: Bloomberg, SG Études économiques et sectorielles

Les simulations ci-dessus sont ouvertes aux critiques habituelles et à l'incertitude inhérentes à tout modèle, mais elles illustrent néanmoins l'importance cruciale de la crédibilité des politiques économiques auprès des marchés financiers. Si cela n'est pas réalisé, la politique est vouée à l'échec. La santé du système bancaire est également étroitement liée à ce point. La composition du projet de budget actuel et le retrait des réformes structurelles initiées préalablement préoccupent manifestement la Commission européenne et les marchés financiers. En outre, les préoccupations de ces derniers ne font qu'ajouter aux préoccupations de la Commission et inversement.

Le graphique ci-dessous montre l'opinion de Consensus Economics sur la croissance à long terme de l'économie italienne. Comme on le voit, le potentiel de croissance a considérablement diminué ces dernières années, passant de 1.6% avant la crise à seulement 0.8% aujourd'hui. Par un calcul approximatif, nous trouvons qu'une hausse du potentiel de croissance de 1pp permettrait, toute chose égale par ailleurs, de réduire

la dette des administrations publiques italiennes de 25pp sur 20 ans. En plus des avantages sociaux évidents qu'une forte croissance apporterait, cela semble également être un bon moyen de renforcer les finances publiques. Comme le montrent cependant plusieurs expériences récentes, les réformes structurelles peuvent parfois se heurter à une résistance importante, notamment lorsqu'elles sont mal communiquées, difficiles à comprendre et perçues comme injustes.

Les prévisions de croissance italienne à long terme, toujours en baisse



Source: Consensus Economics, SG Études économiques et sectorielles

5. Ratings : notre dernier point dans cette discussion concerne les notations de crédit. Le modèle NiGEM ne les modélise pas explicitement, bien que de tels changements puissent être modélisés par le biais de chocs liés aux primes de risque. Le fait que les notations de crédit du souverain italien soient aujourd'hui proches de la catégorie non-investment grade, seulement un ou deux crans au-dessus selon l'agence de notation, ne fait que renforcer les préoccupations du marché. Si l'Italie perdait le statut Investment Grade auprès des principales agences de notation, ses obligations ne seraient plus éligibles aux opérations de la BCE conformément à la réglementation en vigueur. Logiquement, plus un pays se rapproche de la catégorie non-investment grade, plus les marchés financiers sont susceptibles de réagir à une information négative donnée, compte tenu des asymétries impliquées.

En reprenant les bases de notre discussion ci-dessus, notre préoccupation est clairement que le projet de budget italien risque de décevoir, tant en termes de croissance que de résultats en matière de finances publiques, et comporte des risques de stabilité financière. De plus, si les circuits du marché financier et du crédit sont très défavorables, l'expansion budgétaire pourrait même se traduire par un impact récessif sur l'activité. Cela pose ensuite la question de savoir si une politique d'austérité budgétaire ne serait pas mieux adaptée dans l'environnement actuel.

Un programme d'austérité fonctionnerait-il pour l'Italie ?

Pour encadrer notre discussion, nous revenons au modèle NiGEM et introduisons quelques chocs d'austérité. Comme le montrent nos résultats, la réaction des marchés financiers a une grande importance. De plus, une grande partie de la compensation en termes de PIB provient du canal externe (notez la différence entre la réponse du PIB et la réponse de la demande intérieure). Dans un environnement où les principaux marchés d'exportation de l'Italie sont également confrontés à des vents contraires, ce circuit aura manifestement un effet de compensation beaucoup plus faible et pourrait même, dans certains cas, freiner la croissance. Encore une fois, les effets de composition importent. À titre d'exemple, nous montrons l'impact d'une hausse de 2 pp de TVA, qui produit un effet de base similaire sur le budget mais coûte beaucoup moins cher à la croissance (d'un facteur de cinq !), une baisse transitoire importante de l'épargne des ménages compensant ce choc. Notons enfin à quel point une réaction favorable du marché pourrait être positive pour la dynamique de croissance et de la dette publique.

Tester l'austérité fiscale

Impact de la baisse des dépenses publiques de 1% du PIB

en point de pourcentage vs base sauf indication contraire

Anticipations	Choc d'incertitude	Années après le choc initial	PIB réel	Demande domestique	Ratio d'épargne des ménages	Inflation	Taux clés (pb)	Rendement obligations à L-T (pb)	Solde budgétaire % PIB	Dette publique % PIB
Rationnelles	Aucun	1A	-0.6	-1.1	-0.2	-0.2	-1	-1	0.8	0.3
		5A	0.1	0.0	0.1	0.3	1	0	0.0	-1.5
Rationnelles	Modéré	1A	-1.2	-2.6	-0.2	-0.2	-1	94	0.1	1.7
		5A	-1.2	-2.5	-1.6	0.3	-10	96	-0.3	4.4
Rationnelles	Favorable	1A	0.1	0.7	0.7	-0.2	-1	-94	0.6	-0.6
		5A	1.7	3.1	1.3	0.4	17	-96	0.1	-5.5

Impact de la hausse de 2 pp de la TVA

en point de pourcentage vs base sauf indication contraire

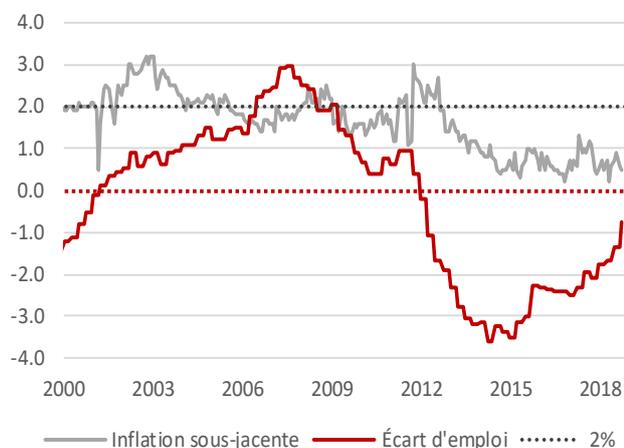
Rationnelles	Aucun	1A	-0.1	-0.3	-0.5	1.0	0	-1	0.8	-2.2
		5A	0.1	0.0	0.1	0.2	1	0	0.0	-1.6

Source: NiGEM, SG Études économiques et sectorielles

Pour nous, il y a plusieurs raisons pour lesquelles un programme d'austérité fiscale en Italie pourrait avoir des effets contraires aux effets recherchés.

1. **Ralentissement de la dynamique économique** : le positionnement de l'économie dans le cycle est essentiel pour le succès de toute politique fiscale. Comme le montrent les graphiques ci-dessous, l'écart d'emploi italien a été réduit mais n'a pas encore été comblé, selon la mesure du NAIRU établie par l'OCDE. À première vue, cela suggérerait que l'austérité budgétaire pourrait être appropriée. Toutefois, l'économie italienne est déjà en perte de vitesse, le 3T18 affichant -0.1% en glissement trimestriel et les indicateurs avancés indiquant un faible 4T18.

Un resserrement italien mais le fossé n'est pas encore comblé



Italie et règle de Taylor



L'écart d'emploi est défini comme le taux de chômage actuel moins le NAIRU défini par l'OCDE. La règle de Taylor utilise le taux neutre estimé par Laubach-Williams pour la zone euro et est calculé avec un facteur de 1 sur l'écart d'emploi et de 0.50 sur l'écart de base de l'IIPC, calculé comme la valeur actuelle de l'IIPC de base moins 2%. Source: Bloomberg, SG Economie et recherche sectorielle. Source: Bloomberg, SG Études économiques et sectorielles

Bien que l'espoir soit que la perspective d'une austérité budgétaire rassure les marchés, réduise ainsi les spreads par rapport à l'Allemagne et atténue la pression sur les canaux de crédit, nous craignons que les spreads ne se réduisent que lentement compte tenu de l'incertitude politique actuelle.

2. **Incertitude politique** : les acteurs du marché peuvent à juste titre craindre qu'un plan d'assainissement budgétaire ambitieux ne soit confronté à une forte résistance politique. Le résultat pourrait être des protestations et des manifestations coûteuses. Dans une telle situation, l'espoir d'une amélioration de la confiance grâce à un programme d'austérité qui stimulerait la consommation privée et l'investissement (effets ricardiens) pourrait disparaître très vite.
3. **L'orientation de la politique monétaire** : comme le montre le graphique ci-dessus, notre simple règle de Taylor pour l'Italie suggère que la politique monétaire a été trop restrictive depuis 2012 et jusqu'à tout récemment. Avant la crise, cet indicateur suggère que la politique monétaire pour l'Italie était trop facile. Une image similaire est observée en regardant les rendements réels des obligations à long terme. Alors que la BCE est sur le point de sortir du QE et d'éventuellement relever ses taux l'année prochaine, nous craignons que l'Italie soit à nouveau confrontée à une politique monétaire trop restrictive. Si l'austérité budgétaire est ajoutée à cette combinaison, la procyclicité des deux politiques pourrait s'avérer assez coûteuse. Nous ne voulons pas dire que la politique de la BCE est inappropriée. La BCE définit la politique pour la zone euro dans son ensemble et il appartient aux différents gouvernements d'adapter leurs politiques fiscale et macro prudentielle en conséquence.

4. **Un système bancaire en cours de redressement** : notre dernier point est que, bien que le secteur bancaire italien se porte beaucoup mieux, il continue de solder des créances improductives. Un choc qui se traduirait aujourd'hui par une augmentation de ces créances NPL saperait la confiance et créerait un vent contraire.

Ces observations combinées suggèrent qu'un programme d'austérité budgétaire important pourrait aujourd'hui s'avérer contre-productif, comme ce fut le cas pour la Grèce. Lors de l'évaluation de la politique menée dans le cadre du programme de sauvetage initial de la Grèce, le coefficient d'austérité budgétaire était supposé être d'environ 0.5. La réalité d'une économie soumise à des contraintes de crédit et d'une crise de confiance généralisée a toutefois entraîné un multiplicateur beaucoup plus important, les effets de la demande keynésiens traditionnels étant dominants et l'austérité ayant donc un coût très élevé. Les Perspectives de l'économie mondiale publiées par le FMI en octobre 2012 indiquaient que, même si les prévisionnistes au début de la crise mondiale avaient généralement supposé un multiplicateur d'environ 0.5 (sur la base des données antérieures à la crise), les estimations ex post réelles allaient de 0.9 à 1.7, à travers différentes économies.

La taille du multiplicateur fiscal dépend de la crédibilité et de la composition

Impact après 1 an sur le PIB réel (pp) avec un choc de politique budgétaire équivalent à 1% du PIB									
	Expansion budgétaire				Austérité budgétaire				
	Oui	Non	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	
Mauvaise composition de la politique	Oui	Non	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	
Réaction négative du marché (+130pb choc sur les rendements)	Oui	Oui	Non	Non	Oui	Oui	Non	Non	
Réaction positive du marché (-130pb choc sur les rendements)	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	
Multiplicateur Keynesien traditionnel	1.2	1.2	1.2	1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	
Plage de composition	-0.6	-	-	-	0.0	0.6	0.6	0.6	
Rendements obligataires	-1.0	-1.0	-	1.0	-1.0	-1.0	-	1.0	
Impact	-0.4	0.2	1.2	2.2	-2.2	-1.6	-0.6	0.4	

Source: NIGEM, SG Études économiques et sectorielles

Le tableau ci-dessus résume notre discussion sur la taille de notre multiplicateur fiscal simplifié. Depuis que le programme de relance italien a commencé à faire son apparition, les écarts de rendements avec les obligations de long terme en Allemagne ont augmenté de 130 points de base par rapport à la période précédente, ce qui constitue un obstacle majeur. De plus, le programme de dépenses italien est lourd en transferts et la composition du stimulus suggère un multiplicateur inférieur. Il est difficile de comparer les différents canaux d'incertitude, mais ceux-ci constituent également un vent contraire. Comme le montre le tableau ci-dessus, le simple ajustement pour les facteurs de marché fait baisser notre multiplicateur simplifié de 1.2 à 0.2 et il n'est pas difficile de le pousser en territoire négatif une fois pris en compte les effets de composition. Bien sûr, notre analyse comporte plusieurs hypothèses, mais les principes sont clairs ; un politique budgétaire efficace, d'austérité ou d'expansion, doit gagner la confiance des consommateurs, des entrepreneurs et des investisseurs. Sans cette confiance, la politique fiscale risque d'être impuissante à réaliser les effets recherchés.

Un plan bien conçu et une réaction favorable du marché pourraient même rendre l'austérité budgétaire expansionniste. Cependant, comme indiqué ci-dessus, notre préoccupation est que, dans le contexte actuel, l'austérité pourrait bien être vouée à l'échec. Cela souligne l'importance des réformes structurelles pour augmenter le potentiel de croissance tendancielle. Les réformes doivent être perçues comme équilibrées et équitables pour réussir et, compte tenu du temps nécessaire pour que ces politiques produisent des résultats, une expansion budgétaire modeste et bien ciblée pourrait donc être justifiée. Équilibrer tous ces facteurs n'est pas chose facile. Dans une telle situation, un budget commun à la zone euro visant à favoriser les investissements et la compétitivité pourrait constituer un soutien très utile et nous espérons que les premiers développements positifs sur ce front aboutiront. À l'heure actuelle, notre préoccupation demeure que l'Italie reste coincée dans un « piège du multiplicateur fiscal ».

Contacts

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Macroéconomie / Pays CEI
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Salma DAHIR

Assistante économiste, Edition
+33 1 57 29 07 15
salma.dahir@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amérique latine
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Aurélien DUTHOIT

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 18
aurelien.duthoit@socgen.com

Elyas GALOU

Etats-Unis et Royaume-Uni
+33 1 57 29 43 33
elyas.galou@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone Euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 89 09
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Zone Euro, Italie, Espagne
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

Documentaliste
+33 1 42 14 46 45
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018